

Den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme med fokus på udfordringer med værdiansættelsen



Udarbejdet af: Jeanette Grøntved

Aalborg Universitet

Kandidat Speciale 2014

Vejleder: Hans B. Vistisen

Afleveret den 10. december 2014

Anslag: 178.180

Antal normalsider: 74,24

Forord

Dette speciale er udarbejdet i forbindelse med afslutningen af cand.merc.aud. uddannelsen ved Aalborg Universitet i perioden september – december 2014.

Det faglige niveau vil være højt, og henvender sig derfor til teoretikere og praktikere, som har kendskab til emnets område eller den faglige viden.

Emnet er valgt på baggrund af mit daglige arbejde som revisor og interesse for investeringsejendomme, hvor man kan blive stillet over for en række problemstillinger omkring værdiansættelsen af investeringsejendomme.

Formålet med specialet er, at de studerende selvstændigt skal demonstrere brugen af videnskabelige teorier og metoder under arbejdet med et afgrænset fagligt emne samt konstruere praktisk anvendelige løsninger ud fra anvisninger og konklusioner i forbindelse med den formulerede problemstilling.

Specialet er skrevet ud fra et selvvalgt emne. Jeg har valgt at beskæftige mig med den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme med fokus på udfordringer med værdiansættelsen. Emnet er meget relevant og aktuelt i forhold til en statsautoriseret revisors arbejdsområde, da det svingende ejendomsmarked medfører en større udfordring end tidligere for revisor i forbindelse med aflæggelse af regnskaberne.

Specialets problemstilling er godkendt af vejleder Hans B. Vistisen, som jeg gerne vil takke for modtaget vejledning i forbindelse med opgaveskrivningen, samt god og konstruktiv vejledning under forløbet.

Informationsindsamling er stoppet den 23. september 2014 dog med undtagelse fra høringsforslaget til ÅRL som er indhentet den 25. november 2014.

Hobro, 10. december 2014

Jeanette Grøntved

Indholdsfortegnelse

Forord.....	1
1.0 Executive summary	7
2.0 Indledning	10
3.0 Problemformulering	12
3.1 Problemstilling:.....	12
3.2 Underspørgsmål:	12
3.3 Afgrænsning:.....	13
3.4 Disposition:	14
3.5 Model- og metodevalg	15
3.6 Kildekritik:	16
4.0 Begrebsrammen og det retvisende billede.....	17
4.1 Begrebsrammen og dennes generelle struktur.....	17
4.1.1 Niveau 1- Brugere og deres informationsbehov.....	18
4.1.2 Niveau 2- Kvalitative egenskaber	18
4.1.3 Niveau 3- Definition af elementer.....	19
4.1.4 Niveau 4- indregning og måling.....	19
4.1.5 Niveau 5- Klassifikation og præsentation	19
5.0 Definition af en investeringsejendom	21
5.1 Definition	21
6.0 Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme	23
6.1 Indregning af investeringsejendomme	23
6.1.1 Indregning efter ÅRL og RVL.....	23
6.1.2 Indregning efter IAS 40.....	24
6.1.3 ÅRL og IAS 40 sammenholdes.....	25
6.2 Måling af investeringsejendomme	25
6.2.1 Måling efter ÅRL	25
6.2.1.1 Kostprismetoden.....	28
6.2.1.2 Omvurderingsmodellen.....	29
6.2.1.3 Dagsværdimetoden:.....	29
6.2.2 Måling efter IAS.....	31
6.2.2.1 Kostprismetoden.....	31
6.2.2.2 Dagsværdimetoden.....	32
6.2.3 Sammenligning af målemetoder.....	33

6.3 Præsentation af investeringsejendomme i årsrapporten	33
6.3.1 Præsentation jf. ÅRL.....	34
6.3.1.1 Ledelsesberetningen	34
6.3.1.2 Anvendt regnskabspraksis.....	35
6.3.1.3 Resultatopgørelse	36
6.3.1.4 Balance	38
6.3.1.5 Noter.....	39
6.3.2 Præsentation jf. IAS	40
6.3.2.1 Dagsværdimodellen.....	41
6.3.2.2 Kostprismodellen	41
7.0 Værdiansættelsesmodeller.....	42
7.1 Handelspriser for nyligt gennemførte handler af tilsvarende ejendomme	43
7.2 Ekstern vurderingsmand.....	44
7.3 Normalindtjeningsmodellen	44
7.3.1 Fase 1 – Ejendommens driftsafkast.....	45
7.3.2 Fase 2 – Fastsættelse af forretningskrav.....	46
7.3.2.1 Renteniveau	47
7.3.2.2 Inflation og høj- eller lavkonjunktur	47
7.3.2.3 Ejendommens beliggenhed	47
7.3.2.4 Type af ejendom.....	48
7.3.2.5 Lejerens bonitet.....	48
7.3.2.6 Vilkår i lejekontrakter om uopsigelighed, lejeregulering mv.....	48
7.3.2.7 Alternative anvendelsesmuligheder	49
7.3.2.8 Udbud og efterspørgsel	49
7.3.3 Hvem fastsætter forretningskravet for ejendommen	49
7.3.4 Driftsafkast divideret med forrentningsprocent	49
7.3.5 Fase 3 - Tillæg og fradrag	50
7.3.5.1 Fradrag for tab af lejeindtægter på ikke udlejede arealer	50
7.3.5.2 Tillæg/fradrag for periode indtil regulering af markedsleje	50
7.3.5.3 Fradrag for udgifter til udskudte vedligeholdelsesarbejder.....	50
7.3.5.4 Fradrag for udgifter til klargøring af ej eller ikke udlejede lokaler.....	50
7.3.5.5 Tillæg for kapitaliseret værdi af renteindtægter af modtagne lejedeposita og faste forudbetalinger	51
7.3.6 Vurdering af normalindtjeningsmodellen	51

7.4 Discounted cash flow modellen (DCF).....	53
7.4.1 Trin 1: Cash flowet i budgetperioden.....	53
7.4.2 Trin 2: Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden.....	55
7.4.3 Trin 3: Terminalværdi.....	56
7.4.4 Trin 4: Tilbagediskontering af terminalværdi.....	56
7.4.5 Trin 5: Ejendommens værdi.....	56
7.4.6 Vurdering af DCF- modellen.....	56
7.5 Sammenholdelse af de to værdiansættelse modeller.....	57
7.6 Bestemmelse af diskonteringsrenten.....	58
8.0 Analyse af den mest retvisende metode for måling af investeringsejendomme.....	61
8.1 Kostprismetoden.....	61
8.2 Dagsværdimetoden.....	61
8.3 Kostprismetoden kontra dagsværdimetoden.....	63
9.0 Indførslen af IFRS 13 og ændringer i lovgivningen og praksis siden 2007-2014.....	65
9.1 IFRS 13.....	65
9.1.1 Formålet med IFRS 13.....	65
9.1.2 Forskelle mellem IAS 40 og IFRS 13.....	66
9.1.3 Vurdering af IFRS 13.....	67
9.2 Udvikling siden 2007 frem til 2014 omkring lovgivning og praksis.....	67
9.2.1 Lovgivning:.....	68
9.2.1.1 Dansk lovgivning:.....	68
9.2.1.2 International lovgivning:.....	68
9.2.2 Praksis.....	68
9.2.2.1 anbefalinger fra Erhvervsstyrelsen.....	68
9.2.2.2 Best practice fra Ejendomsforeningen Danmark.....	70
9.2.2.3 Fondsrådsafgørelse den 9. januar 2012 Ejendomsaktieselskabet Pakhuset.....	71
10.0 Analyse af værdiansættelsesmodellerne ud fra nogle forskellige risikoscenarier.....	72
10.1 Behandling af risikoscenarie 1 med lejeindtægter.....	73
10.1.1 Normalindtjeningsmodellen lejeindtægter:.....	73
10.1.1.1 Tomgang:.....	73
10.1.1.2 Pristalsregulering husleje.....	74
10.1.2 DCF-modellen lejeindtægter.....	75
10.1.2.1 Tomgang:.....	75
10.1.2.2 Pristalsregulering husleje.....	76

10.1.3 Sammenligning lejeindtægter mellem normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen	77
10.2 Behandling af risikoscenarie 2- forbedringsudgifter	77
10.2.1 Normalindtjeningsmodellen- forbedringsudgifter	77
10.2.2 DCF-modellen forbedringsudgifter	78
10.2.3 Sammenligning normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen i forhold til forbedringsudgifter	79
10.3 Behandling af risikoscenarie 3 afkastkravets følsomhed	80
10.3.1 Normalindtjeningsmodellen afkastkravets følsomhed	81
10.3.2 DCF-modellen, afkastkravets følsomhed	82
10.3.3 Sammenligning normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen i forhold til afkastkravets følsomhed	83
10.4 Behandling af risikoscenarie 4 metodernes følsomhed	83
10.4.1 Normalindtjeningsmodellen metodernes følsomhed	84
10.4.2 DCF-modellen metodernes følsomhed	85
10.4.3 Sammenligning normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen i forhold til metodernes følsomhed	86
10.5 Sammenholdelse af normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen efter gennemgang af risikoscenarierne	86
11.0 Perspektivering US GAAP	88
11.1 Introduktion af IASB	88
11.2 Konvergensprojektet et samarbejde mellem IASB og FASB	89
11.3 US GAAP definition	89
11.4 IFRS kontra US GAAP	89
12.0 Fremtiden i forhold til investeringsejendomme	92
12.1 Fremtiden set ud fra den økonomiske situation i Danmark	92
12.2 Fremtiden ved vedtagelse af ny ÅRL	94
13.0 Konklusion	96
14.0 Litteraturliste	101
14.1 Bøger	101
14.2 Artikler, publikationer og pressemeddelelser	101
14.3 Hjemmesider	104
14.4 Lovgivning	104
14.5 Afgørelser, kendelser og notater	104
Bilag 1	106
Bilag 2	107

Bilag 3	108
Bilag 4	109
Bilag 5	110
Bilag 6	111
Bilag 7	112
Bilag 8	113
Bilag 9	114
Bilag 10	115
Bilag 11	116
Bilag 12	117
Bilag 13	118
Bilag 14	119
Bilag 15	120
Bilag 16	121
Bilag 17	122
Bilag 18	123
Bilag 19	124
Bilag 20	125
Bilag 21	126
Bilag 22	127
Bilag 23	128
Bilag 24	129
Bilag 25	130
Bilag 26	131
Bilag 27	132
Bilag 28	133

1.0 Executive summary

The purpose of this chapter is to provide a summary of this thesis.

In the financial crisis, the area around the valuation of investment properties is extremely important, as there may be overvalued properties, and properties where it would be more appropriate to use the cost method instead of fair value. There are several of large property companies, which have been under a lot of pressure for instance Victoria Properties. Some is gone bankruptcy because of write-down of the properties and a huge pressure on the earnings. But for Jeudan it looks like a recovery in the property market in Copenhagen, and it is going very well for that company. The new standard IFRS 13 has been implemented as from 1. January 2013. The standard has made some guidelines to make it easier for the valuation at fair value and the information that is required.

This thesis has focus of the accounting treatment of investment property with a special focus on the challenge with the valuation of the investment properties.

The thesis begins with an introduction of the definition of investment property and the theory about investment property according to the Danish and the International Standards. The definition of property is: *“Investment property is property (land or building) held to earn rentals or for capital appreciation or both”*.

There are different methods to measurement of investment properties.

- The cost method
- Fair value method

The first method is the cost price method, which will result in a very reliable measurement, and however it is not similarly relevant. Another method is the fair value method which is a very similarly reliable. The fair value method is the most correctly method of measurement of the properties, because the value is more useful for the users for making decisions about the accounting and the value of the properties. The fair value method is also the most difficult method, and it's making a more accurate picture than the cost price method. But the most optimal value will be to comparing current prices of comparable properties. According to the Danish standards measurement at fair value it is only an option to use when the investment is the prior activity in the enterprise. When the International standard is used, the company can choose between the cost model and the fair value model to get the value of the investment property?

There are two methods to valuation of investment properties. They are as follows:

- Normal earnings method
- DCF method

But you can also compare recently traded companies having similar characteristics with the property to be measured. If this cannot be used the alternative yield-based models are such as the normal earnings method, and the DCF-method to calculate the fair value. The normal earnings model is the simple model to calculate the fair value and the DCF-model is more detailed. Therefore it is important that management considers which method to use to calculate the fair value, because both methods have advantages and disadvantages.

If we look back and forward from 2007 to 2014, there has been adjustments to practices and guidelines to the financial reporting and law. But the IFRS 13 standard was implemented in 1. January 2013 as a guideline for the valuation, at fair value and the information, that is required. The changes there will come with IFRS 13 are changes about the presentation, where the fair value hierarchy will show the level forming basis on the valuation.

In the analyse I look, at the valuation of investment property from some selected scenarios. I use the scenarios on the two valuation methods normal earnings method and DCF method to see how much the values varied from one method to another. In my opinion the best method was the DCF-method. The DCF-methods fair value was also higher than the normal earnings method. The fair value was deviation significant, and there was a cost benefit consideration made, that the company could remunerate an employee to use the DCF-method before the utility will be lower than using the normal earnings model, because the value is higher at the DCF-method than the normal earnings method. In order to assess the two methods are sensitive to changes in the required return to operating return. The analysis shows that the required return was the most sensitive factor of the two methods. The analysis did also show that the average earnings method was the most sensitive model of them.

After that I looked at the US GAAP comparing to IFRS 13. It shows that US GAAP is more rules-based and IFRS is more principles-based. More generally the difference between IFRS and US GAAP is that IFRS have a lot of guidelines, which are some general recommendations, while the US GAAP has more specific instructions. The US GAAP wants also to handle any situation, so their rules are very detailed and specific. In the USA they are saying that as long as there is no formal rule that is violated, then everything is fine?

Furthermore Colliers and the central bank expect that Denmark is in an economic which will growth from 0, 8 % at 2014 to 2 % in 2016. The central bank also believes that the interest rates will begin to grow from 2017 to 2020 and remain a normal level.

Currently there is a law proposal to consultation some may change the ÅRL. The changes will maybe result in easier requirement for class B companies and more requirements for class C companies. Furthermore will there comes a new class B companies some is micro companies, where there not will be sow many rules to the financial statements. There will also come some new rules to investment properties because the rules about prior activity will be cancelling, sow there can be several prior activities and still be recognized at fair value. The micro companies may not recognize their investment properties at fair value and need to recognize the properties to the cost price method. The changes to ÅRL will maybe be adopted in July 2015.

2.0 Indledning

Siden finanskrisens start omkring 2007 har ejendomsselskaber været under et stort pres, hvilket har resulteret i flere konkurser f.eks. kan nævnes Victoria Properties, som har valgt at kaste håndklædet i ringen, efter at Finansiell Stabilitet og FIH Erhvervsbank ikke ville medvirke til at refinansiere selskabets gæld. Den 1. marts 2013 tiltrådte advokat Frank Hansen, som skulle medvirke til at få solgt ejendommene fra eller finde en køber til hele selskabet. Siden selskabets aktie toppede i december 2006 er den faldet med mere end 95 %¹. Men i modsætning til Victoria Properties, så går det i den rigtige retning for Jeudan, som ser en bedring på ejendomsmarkedet i København og hos erhvervslivet. De ser en forsigtig bedring i, at de får færre opsigelser og samtidig, kan de fastholde kadencen på de nye udlejninger og samtidig have en stabil lejepris².

Endvidere ses det udviklingen fra 2013, at vi ikke er ude af krisen endnu, men til gengæld bliver det ikke værre, mener analytikere. De mener, at 2014 vil blive et mellemår, og ellers en lille fremgang i 2015 og 2016 jf. Torben Christensen, som er administrerende direktør for Ejendomsforeningen Danmark. Tiden ser lysere ud sammenholdt med en sænket selskabsskat, og det at den danske økonomi er ved at komme en anelse op i gear. Dette kan medføre flere arbejdspladser og et øget behov for plads og større trang til at investere³.

I ejendomsbranchen er virksomhederne endvidere, lige som i mange andre brancher, afhængige af långivere og deres interesse i at refinansiere deres engagement i banken, for ikke at ende på randen af konkurs. Vi så inden finanskrisen, at det var betydelig nemmere for virksomhederne at få udvidet deres engagement i banken, hvilket har resulteret i, at mange banker er blevet kritiseret for deres håndtering af ejendomsselskaberne⁴.

Endvidere er det interessant at se på værdiansættelsen af investeringsejendomme, da de påvirkes af den stigende og faldende samfundskonjunktur. Før finanskrisen så vi, at ejendomspriserne var skruet helt i vejret, men nu under finanskrisen er værdiansættelsen blevet mere påpasselig af investeringsejendommene, så næsten alle ejendomme er faldet i ejendomsværdi siden finanskrisen. Men det er ligeledes interessant at se nærmere på værdiansættelsen på regnskabsklasse B og C virksomheder med investeringsejendomme, da de kun er omfattet af ÅRL.

Man kan sige, at problemet reelt ligger i at långiveren/regnskabsbrugeren ikke har haft tilstrækkelig med information i årsrapporten til at danne sig et kritisk overblik over selve værdiansættelsen af investeringsejendommene. Hvis man har et godt beslutningsgrundlag, har man som regnskabsbruger en

¹ Børsen: "Advokat skal sælge resterne i Victoria Properties", 11. januar 2013

² Business: "Jeudan gnaver sig ind på tomme kontorer", 23. maj 2014

³ Business: "Ejendomsbranche åbner igen lysere tider", 24. juni 2014

⁴ Finanstilsynet: "Redegørelse vedrørende forløbet Fionia Bank A/S", side 14, 12. april 2013

bedre mulighed for at træffe de mest korrekte økonomiske beslutninger, hvilket kan være med til afhjælpe, at samfundet ikke ender i denne situation igen. For selve regnskabsbrugeren er det svært at konkludere på, om man har de nødvendige informationer fra årsrapporten til at vurdere på værdiansættelsen.

Når en investeringsejendom skal værdiansættes til dagsværdi, er der mange ledelsesmæssige beslutninger og skøn, som ligger til grund for selve værdiansættelsen. Det er derfor vigtigt, at der er klare krav og retningslinjer til, hvordan man måler og præsenterer investeringsejendomme i årsrapporten, så regnskabsbrugeren har mulighed for, at vurdere på værdiansættelsen og sammenholde denne med andre ejendomsselskaber.

Ovenstående problemstilling, har resulteret i udstedelse og udvikling af IFRS 13⁵, som trådte i kraft for de regnskabsår der begyndte 1. januar 2013. IFRS 13 standarden skal gøre det lettere for regnskabsbrugeren at se, hvilke forudsætninger, der ligger til grund for selve værdiansættelsen af investeringsejendomme⁶. Standarden ønsker at give oplysninger til regnskabsbrugeren, som kan hjælpe dem med at forstå grundlaget for måling af aktiver og forpligtelser, der er opgjort efter dagsværdi, men har det hjulpet efter indførslen?⁷.

⁵ International Financial Reporting Standards

⁶ FSR: "Nye regnskabsregler skal hjælpe investorer", 8. august 2011

⁷ PWC: "Dagsværdimåling og oplysningskrav i IFRS 13", side 2, november 2013

3.0 Problemformulering

3.1 Problemstilling:

Formålet med denne opgave er at besvare opgavens hovedspørgsmål som er følgende:

Den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme med fokus på udfordringer med værdiansættelsen

3.2 Underspørgsmål:

Hovedspørgsmålet vil blive besvaret ved hjælp af nedenstående underspørgsmål:

- Hvordan definerer man investeringsejendomme ifølge ÅRL, IAS/IFRS?
- Hvilke problemstillinger er der ved koncernforhold omkring indregning af investeringsejendomme i forhold til hovedaktivitet og ikke hovedaktivitet, datterselskaber og koncernregnskab?
- Hvilke metoder kan anvendes til at indregne/måle investeringsejendomme ifølge ÅRL og IAS/IFRS, og hvilke fordele og ulemper er der ved disse?
- Hvilke krav er der til præsentation i årsrapporten ifølge ÅRL og IAS/IFRS?
- Hvilke værdiansættelsesmodeller findes der til værdiansættelse af investeringsejendomme?
- Hvilke forskelle er der i dagsværdien ved at bruge enten normalindtjeningsmodellen eller DCF-modellen?
- Hvilken påvirkning har indførslen af IFRS 13 haft for måling og præsentation af investeringsejendommene?
- Har finanskrisen påvirket den praksis, som selskaber har anvendt til indregningen af investeringsejendomme i perioden 2007-2014?
- Hvad har mest indflydelse på dagsværdien i forhold til afkastkrav og cash flow/driftsafkast?
- Hvilken af værdiansættelsesmetoderne er mest følsomme for ændringer?
- Hvilke regelsæt følger US GAAP i forhold til IFRS?
- Hvordan ser udviklingen ud fremadrettet, og hvor bevæger vi os hen?

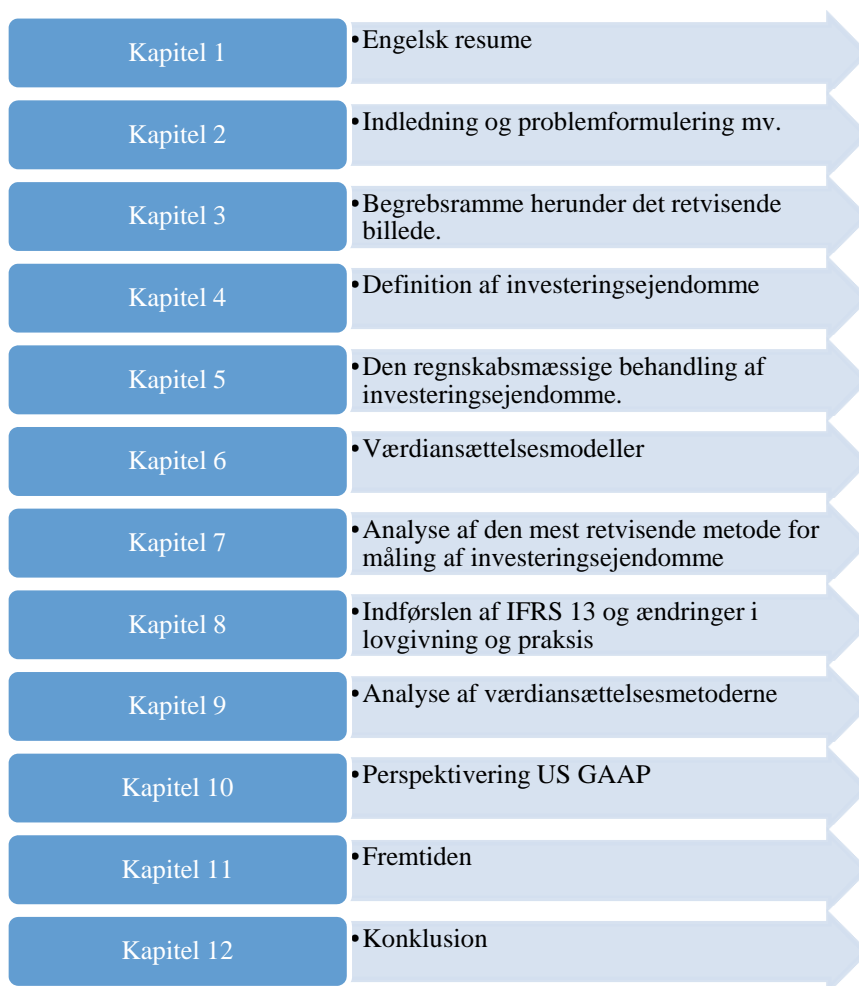
3.3 Afgrænsning:

På baggrund af den stillede problemformulering, er det nødvendigt, at foretage nogle afgrænsninger, da jeg ønsker at sikre en tilstrækkelig behandling af emnet indenfor opgavens rammer. Der kan endvidere være komplekse forhold, der gør, at jeg er nødsaget til at afgrænse mig for at foretage simplificeringer.

- Specialet vil kun omfatte investeringsejendomme, så der vil blive afgrænset for at gå i dybden med handelsejendomme, domicilejendomme, leasede investeringsejendomme eller ejendomme under opførsel.
- Fokus i opgaven vil være på små- og mellemstore virksomheder nærmere bestemt klasse B og C virksomheder, som er omfattet af ÅRL, med inspiration fra IAS 40 og IFRS 13. De øvrige regnskabsklasser og personlig drevne virksomheder, vil ikke blive inddraget.
- Opgaven vil kun behandle den regnskabsmæssige behandling. Jeg vil derfor ikke komme nærmere ind på de skattemæssige og momsmæssige problemstillinger.
- Årsregnskabslovens begrebsramme vil kort blive inddraget og gennemgået, men jeg laver ikke yderligere dybdegående analyser.
- Den regnskabsmæssige behandling af finansielle forpligtelser, som har tilknytning til investeringsejendomme vil ikke blive behandlet i specialet, da afhandlingens fokus vil være på den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme som et aktiv.
- Ved gennemgangen af IFRS afgrænses der fra at gå hele standarden igennem, og kun fokusere på de forskelle der er mellem IAS 40 og IFRS 13 og se på regnskabsbrugerens synspunkt heraf.
- I opgaven vil der endvidere blive inddraget bestemmelserne i ÅRL, som vil ligge til grund for specialet. Der vil dog også blive draget sammenligninger med IFRS, IAS og US GAAP inddrages overordnet i forhold til IFRS til brug for perspektivering. Derudover vil de andre udenlandske bestemmelser ikke blive behandlet.
- Finansieringsmuligheder i forhold til investering i investeringsejendomme vil ikke blive omtalt i specialet.
- De selskaber der beskæftiger sig med bank, pensionskasse, forsikring eller andre statslige selskaber ligger inde med store ejendomsporteføljer, men da disse følger andre regelsæt, afgrænses der for at se på disse.
- Blandede ejendomme vil ikke blive berørt, da der kan være store forskelle på disse ejendomme.
- Fokus omkring det nye lovforslag vedrørende ÅRL der er i høring, vil kun blive inddraget under fremtiden med de konsekvenser, det vil have for mit emneområde investeringsejendomme.

3.4 Disposition:

Nedenfor er der illustreret afhandlingens opbygning. Illustrationen skal give et overblik over afhandlingens udformning og opdeling af emner igennem afhandlingens forløb, hvilket vil være med til at skabe et naturligt flow igennem specialet, som vil føre til besvarelse af problemformuleringen.



Figur 1: Opgavens opbygning

I kapitel 1 er der skrevet et kort engelsk resume af specialet, som redegør for indholdet i rapporten.

Kapitel 2 vil beskrive baggrunden for valg af problem og dertilhørende problemformulering. Kapitel 2 vil derudover indeholde afgrænsning, model og metodevalg, disposition og til sidst en kildekritik.

Kapitel 3 vil indeholde en beskrivelse af årsregnskabslovens begrebsramme, herunder redegørelse for det retvisende billede, som vil underbygge den videre teori i opgaven.

Kapitel 4 vil blive en definition af investeringsejendomme.

Kapitel 5 vil være en teoretisk gennemgang af den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme såsom indregning, måling og præsentation, som vil blive anvendt til den videre analyse.

Kapitel 6 vil blive gennemgang og sammenligning af værdiansættelsesmodellerne.

Kapitel 7 bevæger jeg mig over i analysen efter at have lavet en beskrivelse af teorien bag investeringsejendomme. I kapitel 7 vil jeg gå ind og analysere på de værdiansættelsesmetoder, der giver den største værdi for regnskabsbrugeren.

Kapitel 8 vil omhandle IFRS 13 og dens indhold og betydningen ved indførslen af IFRS 13 samt lovgivningen og praksis siden 2007 frem til 2014.

Kapitel 9 vil omhandle en analyse af de forskellige værdiansættelsesmetoder, hvor jeg vil lave fire forskellige scenarier til illustration af begge modeller. Forskellene i værdiansættelsen vil dernæst blive kommenteret.

Kapitel 10 vil se nærmere på en perspektivering mellem IFRS 13 og regelsættet for US GAAP.

Kapitel 11 vil omhandle de fremtidige forventninger til ejendomsmarkedet i Danmark og mulig ændring af ÅRL og dets betydning for investeringsejendomme.

Kapitel 12 den afsluttende konklusion på specialet.

3.5 Model- og metodevalg

Specialet er bygget således op, at første del vil bestå af en deskriptiv fremgangsmåde, hvor jeg vil gå ind og se på den nuværende lovgivning og praksis omkring indregning, måling og præsentation af investeringsejendomme. Dette gøres for at give læseren en teoretisk forståelse af investeringsejendomme, som skal danne grundlag for den videre analyse i specialet. De data, der vil blive anvendt til dette, er sekundære data af en kvalitativ karakter i form af bøger, artikler, love, vejledninger samt publikationer.

Den anden del af specialet vil omhandle en analyse af værdiansættelsesmetoderne "normalindtjeningsmodellen" og "DCF-modellen", samt hvorledes de reagerer ved bare små ændringer i værdiansættelsen og sammenholde dem med hinanden, for at se hvilke forskelle de giver for dagsværdien ved opstilling af fire scenarier, som er ens for begge værdiansættelsesmodeller.

I den tredje del, som er vurderingen, vil der blive set nærmere på fremtiden omkring investeringsejendomme, og der vil blive lavet en perspektivering med inddragelse af US GAAP reglerne til brug for sammenligning med IFRS 13⁸.

3.6 Kildekritik:

Afhandlingens kilder deles op i primære og sekundære kilder. De primære kilder er karakteriseret ved objektivitet, og har en høj grad af troværdighed. De sekundære kilder er præget af subjektivitet.

De sekundære kilder vil være kilder, der forelægger eksisterende datakilder, i form af love, tidsskrifter, faglige artikler og årsrapporter. Ved alle kilder, vil jeg forholde mig til brancheorganisationens publikationer, offentlige myndigheder og de større revisionssekskabers materialer. Kilder som artikler og tidsskrifter, kan ofte være præget af subjektivitet. Derfor har jeg foretaget en kritisk vurdering af validiteten og reliabiliteten af kilden inden anvendelsen i mit speciale for at konkludere på, om jeg kunne stole på kildens indhold⁹.

Så stort set alle kilder i specialet vil være sekundære kilder fra bøger og love, da jeg finder dem mest troværdige, samt området investeringsejendomme er underlagt fastlagte regler fra ÅRL, IAS og IFRS som skal følges. Jeg som forbruger kan ikke ændre ved denne lovgivning blot komme med min holdning.

⁸ Ib Andersen, *"Den skinbarlige virkelighed"*, side 168

⁹ Ib Andersen, *"Den skinbarlige virkelighed"*, side 81

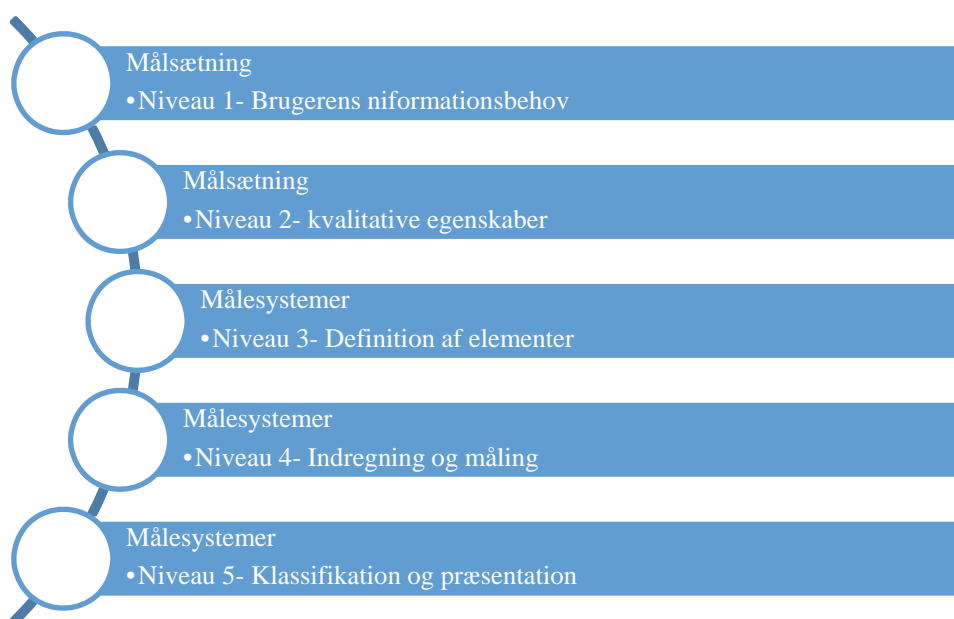
4.0 Begrebsrammen og det retvisende billede

Begrebsrammen vil blive gennemgået overordnet i nedenstående afsnit, da den giver regnskabsbrugeren en forståelse af det retvisende billede. Det retvisende billede er et udefinerbart begreb, som begrebsrammen ønsker at præcisere. Dette har en betydning for den videre forståelse af specialet i forhold til opfyldelse af regnskabsbrugers informationsbehov.

4.1 Begrebsrammen og dennes generelle struktur

Målsætningen for begrebsrammen er, at give generelle retningslinjer for, hvordan den finansielle rapportering bør udformes af virksomhederne for at opnå den størst mulige beslutningsnytte for regnskabsbrugeren¹⁰. Der vil blive afgrænset for at lave en dybdegående analyse af årsregnskabslovens begrebsramme. Derfor vil der kun være en kort gennemgang af de enkelte niveauer, således at de grundlæggende forudsætninger for den senere analyse er til stede.

Nedenfor er begrebsrammen illustreret.



Figur 2 Begrebsrammens fem niveauer

Kilde: Egen tilvirkning ud fra "Finansiel Rapportering- Teori og Regulering" side 197

¹⁰ Jens O. Elling, "Finansiel Rapportering- Teori og regulering", side 197

Niveau 2 præciserer de kvalitative egenskaber, som den finansielle information bør opfylde for at få dækket regnskabsbrugerens informationsbehov og skabe den størst mulige nytteværdi. Men tilsammen danner niveau 1 og 2 målsætning for virksomhedens regnskabsproduktion og uddyber dermed indholdet af "et retvisende billede".

Niveau 3-5 angiver de generelle kriterier og krav, der bliver stillet til målesystemet, for at kunne implementere målsætningen i praksis. Gennemgangen af de 5 niveauer ses nedenfor¹¹.

4.1.1 Niveau 1- Brugere og deres informationsbehov

Informationsbehovet som man søger i årsrapporten varierer alt afhængig af hvilken regnskabsmæssig ekspertise, man har som bruger f.eks. leverandører, kunder, investorer og ansatte mv.. IASB har udarbejdet en oversigt over de centrale regnskabsbrugere, og informationsbehov beskrives for hver enkelt. Årsrapporten kan ikke tilgodese alle regnskabsbrugere og deres informationsbehov, da det varierer meget afhængig af fagligt niveau, men generelt antages det, at når informationsniveauet er dækket for investorerne er de øvrige regnskabsbrugeres informationsbehov også dækket.

4.1.2 Niveau 2- Kvalitative egenskaber

For at kunne være til nytte og værdi for regnskabsbrugeren skal der være en række kvalitative krav til årsregnskabet. Først og fremmest at informationen har de fundamentale kvalitative egenskaber relevans og validitet for at skabe en nytteværdi hos regnskabsbrugeren. Relevant information uden validitet har ingen nytteværdi, og information uden relevans, men med en høj validitet har heller ingen nytteværdi. Så nytteværdien vil have de bedste forudsætninger ved en kombination af relevans og validitet i forhold til regnskabsbrugerens informationsbehov.

Relevans: Det forstås som relevant information, der er i stand til at gøre en forskel for brugerens økonomiske beslutningstagen, så brugeren kan foretage vurdering af historiske, aktuelle og fremtidige indtjening.

Validitet/Pålidelighed: Informationen skal være troværdig og pålidelig over for regnskabsbrugeren. Dette opnås, når informationerne er fuldstændig fejlfrie og neutrale. Ved fuldstændighed forstås, at årsrapporten

¹¹ Jens O. Elling, "Finansiel Rapportering- Teori og regulering", side 198

skal indeholde alle de nødvendige informationer, som kan påvirke regnskabsbrugerens økonomiske beslutninger. Ved neutral forstås, at regnskabsinformation ikke må føre til et farvet resultat for regnskabsbrugeren eller fremme særlig adfærd hos brugeren, f.eks. når ledelsen pynter på tallene, enten fordi de er optimistiske eller pessimistiske, når de offentliggør deres årsregnskab. Så neutralitet er en vigtig komponent uden validitet. Men i forbindelse med udarbejdelse af årsregnskabet kan der være tilknyttet en del skøn og vurderinger, der vil bevirke, at der fremkommer færre fejl, men årsregnskabet skal være fri for væsentlige fejl.

4.1.3 Niveau 3- Definition af elementer

Årsregnskabet er sammensat af byggeklodser, som også kaldes for elementer. Alle regnskabsposter skal indplaceres under et af elementerne, og et årsregnskab må kun indeholde poster, der overholder definitionerne. Definitionerne får derved en tilstrækkelig betydning for årsregnskabet opbygning og nytteværdi for regnskabsbrugeren¹².

4.1.4 Niveau 4- indregning og måling

Ved indregning er der to indregningskriterier, der skal være opfyldt. Det er, at det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde eller fragå virksomheden, og posten skal kunne måles validt til kostpris eller dagsværdi¹³. Jeg vil afgrænse mig fra at se nærmere på beskrivelsen af indregning og måling og i stedet henvise til afsnittet omkring indregning og måling af investeringsejendomme i specialet, som vil give en mere fyldestgørende beskrivelse af indregning og måling.

4.1.5 Niveau 5- Klassifikation og præsentation

Efter de fire første niveauer i begrebsrammen er overstået, er der kun retningslinjerne, for hvordan informationen klassificeres og præsenteres i årsregnskabet, tilbage i niveau fem¹⁴. Der vil også her blive afgrænset for at kigge nærmere på præsentationen/gennemgangen, og i stedet henvise til præsentationen af investeringsejendomme i specialet.

¹² Jens O. Elling, "Finansiel Rapportering- Teori og regulering", side 199-214

¹³ Jens O. Elling, "Finansiel Rapportering- Teori og regulering", side 215

¹⁴ Jens O. Elling, "Finansiel Rapportering- Teori og regulering", side 219-220

Grundlæggende forudsætninger:

I årsregnskabsloven¹⁵ er der sammensat de traditionelle rammebestemmelser, der består af ni grundlæggende forudsætninger, som årsrapporten skal udarbejdes efter, så årsrapporten giver et retvisende billede. De ni forudsætninger er beskrevet nedenfor:

1. *"Klarhed: Årsrapporten skal være overskuelig, således at regnskabsbrugeren kan finde sine informationer.*
2. *Substans: Indhold frem for formalia.*
3. *Væsentlighed: Begrænser indholdet i årsrapporten til det væsentlige, så irrelevant information ikke drukner alt det væsentlige information i årsrapporten.*
4. *Going concern: Driften af en aktivitet formodes at fortsætte, medmindre den ikke skal eller ikke antages at kunne fortsætte. Afvikles der en aktivitet skal klassifikation og opstilling samt indregning og måling tilpasses denne afvikling.*
5. *Neutralitet: Oplysningerne i årsregnskabet skal ikke være farvede efter ledelsens fordel, men i stedet være objektive.*
6. *Periodisering: Transaktioner og begivenheder indregnes i det år, de vedrører.*
7. *Konsistens: Der skal være sammenlignelighed så metoder og indregningskriterier skal være ens år efter år. Ellers skal det oplyses, og sammenligningstallene skal tilrettes og konsekvenserne oplyses.*
8. *Bruttoprincippet: De enkelte transaktioner, begivenheder og værdiændringer indregnes og måles hver for sig og må ikke modregnes i hinanden*
9. *Kontinuitet: Der sondres i loven mellem formel og reel kontinuitet. Den formelle består i, at beløbende fra sidste års balance skal svare til den nye balance primo, så regnskabsbrugeren kan se udviklingen. Ved reel kontinuitet må regnskabsår, metoder for indregning og måling mv. ikke ændres fra den ene periode til den anden"¹⁶.*

¹⁵ Forkortes fremadrettet ÅRL

¹⁶ Citat: Jens O. Elling, "Finansiell Rapportering- Teori og regulering", side 220-222

5.0 Definition af en investeringsejendom

I afsnittet nedenfor vil der kort blive fortalt om selve definitionen på en investeringsejendom både set fra ÅRL og IAS.

5.1 Definition

ÅRL indeholder ikke nogen definition af investeringsejendomme, udover at de skal følge hovedreglen efter reglerne for materielle anlægsaktiver. Hvis der i stedet kigges nærmere i IAS 40¹⁷, skal investeringsejendomme defineres som følgende:

”Investeringsjendomme er ejendomme (grunde og bygninger- eller en del af en bygning- eller både grunde og bygninger), som besiddes (af indehaveren eller en leasingtager gennem en finansiel leasingkontrakt) for at opnå lejeindtægter, kapitalgevinst eller begge dele”¹⁸.

Under IAS 40 afsnit 8 og regnskabsvejledningen¹⁹ nr. 16 afsnit 12 fremgår følgende eksempler på investeringsejendomme:

- *”Grunde, som besiddes med henblik på langsigtet kapitalgevinst frem for kortsigtet salg som led i det normale forretningsforløb*
- *Grunde, som besiddes til et endnu ikke fastlagt formål. (Hvis virksomheden ikke har besluttet, at den vil anvende grunden som enten domicilejendom eller med henblik på kortsigtet salg som led i det normale forretningsforløb, anses grunden for at være besiddet med kapitalgevinst for øje)*
- *En bygning, som ejes af virksomheden (eller besiddes af virksomheden gennem en finansiel leasingkontrakt) og udlejes til leasingtager gennem en eller flere operationelle leasingkontrakter*
- *En bygning, som står tom, men besiddes med henblik på udlejning til leasingtager gennem en eller flere operationelle leasingkontrakter*
- *Ejendomme under opførelse eller om- eller tilbygning med henblik på fremtidig anvendelse som investeringsejendomme”²⁰*

¹⁷ International Accounting Standard forkortes fremad til IAS

¹⁸ Citat: IAS 40 afsnit 5

¹⁹ Regnskabsvejledning 16 forkortes fremad til RVL

²⁰ Citat: IAS 40 afsnit 8

Under IAS 40 afsnit 9 og RVL 16 afsnit 13 fremgår følgende eksempler på, hvad der ikke er investeringsjendomme:

- *”Ejendomme, der besiddes med henblik på videresalg som led i det normale forretningsforløb eller som er under opførelse eller om- eller tilbygning med henblik på et sådant salg (handelsejendomme), eksempelvis ejendomme som anskaffes og besiddes udelukkende med henblik på afhændelse inden for en overskuelig fremtid eller om- eller tilbygning og efterfølgende videresalg (IAS 2- Varebeholdninger)*
- *Ejendomme under opførelse eller om- eller tilbygning på vegne af trejdepart (IAS 11- Enterprise kontrakter)*
- *Domicilejendomme, herunder blandt andet ejendomme, som besiddes med henblik på fremtidig anvendelse som domicilejendomme, ejendomme, som besiddes med henblik på fremtidig om- eller tilbygning og efterfølgende anvendelse som domicilejendomme, ejendomme, som benyttes af medarbejdere og domicilejendomme, som skal afhændes (IAS 16 Materielle anlægsaktiver)*
- *Ejendomme, der udlejes til en anden virksomhed gennem en finansiel leasingkontrakt²¹”*

Ud fra ovenstående omkring hvilke, der er investeringsjendomme, og hvilke ikke, kan det konkluderes, ved sammenligning af RVL og IAS, at de danske og internationale regler er identiske med henblik på definitionen af investeringsjendomme.

Derudover er det væsentligste kendetegn ved investeringsjendomme jf. IAS 40 afsnit 7, at investeringsjendomme frembringer pengestrømme, som stort set er uafhængige af virksomhedens andre aktiver. De pengestrømme, der genereres fra investeringsjendomme er fra lejeindtægter, kapitalgevinst eller begge dele ved leje. Derfor er det blot et krav, at ejendommen er erhvervet med det formål, at udleje den, for at definere den som en investeringsjendom.

Vurderingen af hvorvidt en ejendom opfylder kriterierne for en investeringsjendom beror på skøn. Så hvis der skulle opstå nogen problemstillinger i denne forbindelse, skal det oplyses i årsrapporten jf. IAS 40 afsnit 14, at hvis virksomheden har svært ved klassifikation af ejendommen, kræves der, at virksomheden oplyser om disse kriterier, når klassifikationen er vanskelig.

²¹ IAS 40 afsnit 9

6.0 Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme

I det nedenstående vil der blive gennemgået, hvordan investeringsejendomme indregnes, måles og præsenteres efter reglerne i ÅRL og IAS, og der vil i et senere afsnit blive gennemgået reglerne for IFRS 13, som blev indført 1. januar 2013.

Når erhvervsdrivende skal aflægge årsregnskab, skal de som udgangspunkt følge ÅRL, medmindre de er særligt undtaget herfra. Alle de virksomheder der tilhører regnskabsklasse B og C er omfattet af ÅRL. Klasse B og C virksomheder kan endvidere vælge, at hente inspiration fra RVL 16 og de internationale standarder IAS 40 og IFRS 13, når de aflægger regnskab.

I ÅRL, ser man bestemmelser for investeringsejendomme under § 33, 36, 37, 38, 49, 53 og 88. Disse paragraffer er bestemmelser, der gælder for klasse B og C²².

6.1 Indregning af investeringsejendomme

I dette afsnit vil jeg beskrive indregningen af investeringsejendomme efter reglerne i ÅRL og IAS. En ejendom, der er defineret, som en investeringsejendom skal følge reglerne i ÅRL § 36 og IAS 40, der er gældende for indregning i årsrapporten.

6.1.1 Indregning efter ÅRL og RVL

Investeringsjendomme skal efter ÅRL § 33 indregnes som et anlægsaktiv i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden og aktivets værdi kan opgøres pålideligt. Dette tidspunkt vil ofte være overtagelsestidspunktet og ikke datoen for selve underskriften for købsaftalen.

Kostprisen kan defineres på følgende måde jf. ÅRL § 40 ” *Kostprisen for anlægsaktiver skal indeholde alle omkostninger, der er foranlediget af anskaffelsen indtil det tidspunkt, hvor aktivet er klar til at blive taget i brug, eller som direkte kan henføres til det fremstillede aktiv. Herudover kan renter af kapital, der er lånt til at finansiere fremstillingen, og som vedrører fremstillingsperioden, indregnes i kostprisen* ”²³.

Første indregning af investeringsejendomme skal foretages til kostpris jf. ÅRL § 36 omkring de almindelige bestemmelser for et aktiv. Ifølge ÅRL § 40 skal alle omkostninger, der er foranlediget tillægges anskaffelsessummen på bygningen indtil det tidspunkt, hvor aktivet er klar til at blive taget i

²² PWC: ”Regnskabshåndbogen 2014- håndbog om regnskab, skat og selskabsret”, side 193

²³ ÅRL § 40

brug. Disse omkostninger kan være følgende: ejendomsmægler, tilslutningsafgifter, advokat og tinglysning. Der skal være sammenfald mellem omkostningerne, der tillægges anskaffelsessummen, da de skal være tillagt inden ibrugtagningstidspunktet, ellers kan de ikke tillægges kostprisen. Ses der nærmere i RVL 16 afsnit 38 står der, at afholdte omkostninger på investeringsejendomme skal indregnes i resultatopgørelsen, når de afholdes, medmindre de vil medføre en forøgelse af investeringsejendommens fremtidige afkast eller forventer at øge dens dagsværdi, og omkostningerne kan måles pålideligt, så kan de tillægges investeringsejendommens kostpris som en forbedringsudgift²⁴. Denne oplysning fremgår ikke af ÅRL.

Endvidere supplerer RVL 16 med, hvornår fordele og risici er overgået til virksomheden *”Overgang af fordele og risici for erhvervede investeringsejendomme finder sædvanligvis sted på overdragelsesdagen”*²⁵.

6.1.2 Indregning efter IAS 40

ÅRL og IAS har en samstemmende opfattelse af, hvornår indregning af investeringsejendomme opfylder kravet om at blive klassificeret som et aktiv. Det lyder jf. IAS 40 afsnit 16 således: *”En investeringsejendom må udelukkende indregnes som et aktiv når:*

- *Det er sandsynligt, at de fremtidige økonomiske fordele forbundet med investeringsejendommen vil tilgå virksomheden, og*
- *Investeringssejendommens kostpris kan måles pålideligt”*²⁶

I forhold til bestemmelserne i ÅRL er der en lille forskel i indregningskriteriet, da ÅRL kræver, at aktivets værdi kan måles pålideligt, mens IAS kræver, at kostprisen kan måles pålidelig. Men overordnet anser man i praksis, at kriterierne i IAS 40 og ÅRL svarer til hinandens indregningskriterier.

Ses der nærmere på IAS 40 afsnit 20 skal første indregning foretages til kostpris. Kostprisen bliver defineret på følgende måde jf. IAS 40.

*”Kostprisen for en købt investeringsejendom omfatter dens købspris og eventuelle direkte tilknyttede omkostninger. Direkte tilknyttede omkostninger omfatter eksempelvis honorarer for juridisk bistand, ejerskifteafgifter og andre transaktionsomkostninger”*²⁷

²⁴ RVL nr. 16 afsnit 38- forbedringer

²⁵ Citat: RVL 16 afsnit 19

²⁶ Citat: IAS 40 afsnit 16

²⁷ Citat: IAS 40 afsnit 21

Ses der nærmere i IAS 40 under afsnit 23, så kan man ikke tillægge kostprisen:

- ”Opstartsomkostninger (medmindre disse er nødvendige for at bringe ejendommen i den stand, der kræves for at sikre den af ledelsen planlagte anvendelse)
- Driftstab, før investeringsejendomme opnår den planlagte udlejningsgrad, eller
- Unormalt højt spild af materialer, lønomkostninger eller andre ressourcer i forbindelse med opførelsen eller om- og tilbygningen af investeringsejendommen”²⁸.

6.1.3 ÅRL og IAS 40 sammenholdes

Ud fra gennemgang af ovenstående omkring indregning af investeringsejendomme, er der ikke nogen forskelle mellem de danske regler og internationale standarder.

6.2 Måling af investeringsejendomme

I dette afsnit vil der blive foretaget en gennemgang af måling af investeringsejendomme både første og efterfølgende måling efter reglerne i ÅRL og IAS.

6.2.1 Måling efter ÅRL

Efter første indregning til kostpris, kan man ved efterfølgende måling anvende følgende tre metoder:

- Kostprismetoden jf. ÅRL § 40
- Opskrivninger til dagsværdi – omvurderingsmodellen jf. ÅRL § 41
- Dagsværdimetoden jf. ÅRL § 38

Det første, der skal fastlægges, inden man begynder at vælge en af de tre metoder til måling, skal være, at man finder ud af virksomhedens hovedaktivitet. Da det har stor betydning for, hvilken efterfølgende måling, man kan anvende på sin ejendom.

Først kigges der på ÅRL i forhold til måling, og det er i denne forbindelse afgørende at være opmærksom på sondringen, om virksomheden har investering som hovedaktivitet eller ej.

Investeringsjendomme som hovedaktivitet

Efter ÅRL § 38 gælder der for virksomheder, som har investeringsejendomme som hovedaktivitet, at man efter den første indregning løbende kan regulere investeringsejendomme, og dermed de forbundne

²⁸ Citat: IAS 40 afsnit 23

finansielle forpligtelser til dagsværdi²⁹. Den nærmere gennemgang af målingen vil blive gennemgået under 6.2.1.

For at vide hvordan man må måle sin investeringsejendom, skal der kigges nærmere i ÅRL § 99 omkring ledelsesberetningen, da der ikke generelt står defineret hovedaktivitet i ÅRL, hvilket kan være med til at skabe en del misforståelser. I ÅRL § 99 står der under punkt 1, at der af ledelsesberetningen skal fremgå en beskrivelse af virksomhedens hovedaktiviteter. I ÅRL § 38 står der, at selskabet skal have investering som sin hovedaktivitet, som det eneste, for at kunne anvende dagsværdi, ellers skal man anvende kostpris eller omvurderingsmodellen til måling.

Derfor vigtigt at have for øje, at inden man bestemmer sig for at følge ÅRL § 38, at man har set på hovedaktiviteten. Det kan man gøre ved, at vurdere ud fra en økonomisk betragtning på omsætningen eller ud fra virksomhedens profil.

Som udgangspunkt bør virksomhedens vedtægter oplyse omkring hovedaktivitet. Så hvis der sker ændringer til virksomhedens udvikling, så skal denne også ændres.

Investeringsjendomme – ej hovedaktivitet

Hvis investeringsejendomme ikke benyttes som hovedaktivitet, skal ejendommen måles til kostpris med fradrag af de regnskabsmæssige afskrivninger, og dermed også de forbundne finansielle forpligtelser til den amortiserede kostpris eller bruge omvurderingsmodellen. Disse vil blive nærmere gennemgået under 6.2.1.1 og 6.2.1.2.

Særlige bestemmelser vedrørende koncerner

I koncerner, hvor en enkelt virksomhed besidder investeringsejendomme, men hvor koncernens hovedaktivitet ikke omfatter besiddelse af investeringsejendomme. Opstår der nogle særlige problemstillinger omkring udarbejdelsen af koncernregnskabet.

Dattervirksomhed har investeringsejendom som hovedaktivitet, men det er ikke koncernens hovedaktivitet.

En virksomhed der besidder samtlige koncernens ejendomme, som udlejes til de øvrige koncernselskabers brug i deres ordinære drift, driver investeringsvirksomhed, uanset om der er tale om domicilejendomme for koncernen som helhed. Dattervirksomheden kan måle investeringsejendommene til dagsværdi i

²⁹ KPMG: ” *ejendom & entreprise – investeringsejendomme*”, side. 9, 2006

overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser. Ved indregning i koncernregnskabet skal dattervirksomheder som måler investeringsejendomme til dagsværdi, omregne dets investeringer til kostpris med fradrag af de systematiske afskrivninger, idet der, på koncernniveau, ikke er tale om en hovedaktivitet. Tilsvarende skal gældsforpligtelserne vedrørende investeringsejendomme, der i datterselskabet bliver målt til dagsværdi, omregnes til amortiseret kostpris i koncernregnskabet. Det gælder, uanset om der er tale om domicilejendomme på koncernplan, idet der vil være tale om investeringsejendomme isoleret set i dattervirksomheden.

Modervirksomhedens hovedaktivitet er investeringsvirksomhed, men det er ikke koncernens hovedaktivitet

Hvis en modervirksomhed i en koncern alene besidder ejendomme og aktier i dattervirksomhed, må man ud fra en konkret vurdering fastslå, om besiddelse af investeringsejendomme udgør en hovedaktivitet. Idet moderselskabets aktiviteter sædvanligvis styres af den samlede koncerns aktiviteter, vil det sjældent forekomme, at moderselskabet har besiddelse af investeringsejendomme som en af sine hovedaktiviteter, medmindre dette også er en hovedaktivitet på koncernplan.

Moderselskabets hovedaktivitet er at eje kapitalandele i datterselskaber i klasse B og C- virksomheder, der er ikke tale om en koncern struktur, men bare en almindelig Holding struktur

Hvis der i stedet foreligger en almindelig Holding struktur med et Holdingselskab (moderselskab), der blot ejer kapitalandele i datterselskaber. Det ene datterselskab er en tømrervirksomhed, og det andet datterselskab er et ejendomsselskab, så bibeholder du muligheden for at indregne kapitalandelene til indre værdi gældende for både klasse B og C virksomheder, så længe der ikke er tale om en koncernstruktur. Problemstillingen omkring hovedaktivitet vil komme i koncernforholdet som nævnt i foregående afsnit, hvor ejendomsselskabet vil ende i den situation, at ejendommen skal indregnes, som en domicilejendom. Den er karakteriseret ved, at den hovedsagelig anvendes til virksomhedens administration, produktion eller anden aktivitet, da koncernen kun kan have en hovedaktivitet, hvor der i eksemplet er to hovedaktiviteter. Domicilejendomme anvendes hovedsagelig til den forretning som virksomheden driver.

IFRS lovgrundlag i forhold til hovedaktivitet eller ej

De børsnoterede selskaber skulle fra regnskabsåret 2005 aflægge koncernregnskab i henhold til de internationale regnskabsstandarder. Tilsvarende var gældende for moderselskabsregnskaber fra og med regnskabsåret 2009. For de virksomheder der aflægger årsrapport efter IFRS fremgår det af bestemmelserne efter IAS 40, at det er valgfrit at måle investeringsejendomme til dagsværdi eller kostpris

med fradrag af systematiske afskrivninger. I henhold til IFRS er det ikke en betingelse for at anvende dagsværdi, at investeringsejendomme er selskabets hovedaktivitet. Efter reglerne i IAS 40 kan en virksomhed have flere aktiviteter foruden investeringsejendomme, således at investeringsejendomme stadig måles til dagsværdi. De krav, der er til indregning af kostpris, foreligger i IAS 16 materielle anlægsaktiver³⁰.

6.2.1.1 Kostprismetoden

Kostprismetoden finder man i ÅRL § 40 anlægsaktiver

Denne metode anvendes typisk af de virksomheder, der ikke kan indregne deres ejendomme til dagsværdi pga. problemstillingen med hovedaktivitet og mindre virksomheder, der ikke har ressourcerne og kompetencerne til opgørelsen eller ikke har brug for at værdiansætte til dagsværdi. Hvis man ikke kan opgøre dagsværdien pålideligt for ejendommen, kan man vælge, at bruge kostprismetoden.

Hvis en investeringsejendom bliver indregnet i årsrapporten til kostprismetoden, skal ejendommen opgøres som andre materielle anlægsaktiver. Dermed får ejendommen fradrag for de systematiske afskrivninger og eventuelle nedskrivninger. Ejendommen består af forskellige bestanddele som har forskellig levetid, og afskrivningerne skal på disse bestanddele ske over forskellige perioder. Grunde afskrives ikke, da de ikke har en begrænset levetid og derfor ikke værdiforringes, hvorimod bygningen vil skulle afskrives over den periode den nedslides over. Endvidere skal materielle anlægsaktiver, der ikke løbende reguleres til dagsværdi, nedskrives til en lavere genindvindingsværdi³¹. Genindvindingsværdien defineres jf. ÅRL bilag 1D pkt. 4 ”*For et aktiv er genindvindingsværdien den højeste værdi af kapitalværdien og salgsværdien fratrukket forventede omkostninger ved salg*”³². Materielle anlægsaktiver må ikke have en højere værdi end salgsværdien eller kapitalværdien, hvorfor man skal nedskrive hertil. Afskrivninger eller nedskrivninger skal begge foretages over resultatopgørelsen, således det påvirker resultatet.

Ejendommene som bliver behandlet som materielle anlægsaktiver, kan dog opskrives til dagsværdi efter omvurderingsmodellen jf. ÅRL § 41, som vil blive omtalt nedenfor, da den kan være med til at afhjælpe problematikken med kostprismetoden, da den ligner dagsværdimetoden, bortset fra den fører dagsværdireguleringen over egenkapitalen og ikke resultatopgørelsen, som dagsværdimetoden efter ÅRL § 38³³.

³⁰ KPMG: ”*ejendom & entreprise – investeringsejendomme*”, side. 8-11, 2006

³¹ ÅRL § 43

³² Citat: ÅRL bilag 1 D pkt. 4

³³ KPMG: ”*ejendom & entreprise – investeringsejendomme*”, side. 14-17, 2006

6.2.1.2 Omvurderingsmodellen

ÅRL er udarbejdet på den måde, at den giver mulighed for at opskrive materielle anlægsaktiver til dagsværdi jf. ÅRL § 41. Opskrivningen skal bindes på egenkapitalen under ”*reserve for opskrivninger*”, jf. ÅRL 41 stk. 3 og afskrivningerne skal foretages på den opskrevne værdi af ejendommen. Denne opskrivning/reserve kan ikke elimineres med virksomhedens underskud eller formindskes på anden måde. Men reserven har mulighed for at blive formindskes eller opløst.

Dagsværdi som er baseret på ÅRL § 41, skal vurderes hvert år ved regnskabsaflæggelse, og reguleringen til dagsværdien skal foretages så regelmæssigt, at den regnskabsmæssige værdi efter opskrivningen ikke afviger væsentligt fra dagsværdien på balancedagen. For at beregne dagsværdien for en investeringsejendom skal man fastsætte et systematisk grundlag for at anvende ensartede vurderings- og beregningsmetoder til at få fastsat ejendommens dagsværdi.

Den opskrivning som kan opstå, skal indgå i afskrivningsgrundlaget, og dermed forøges afskrivningerne. Scrapværdien skal imidlertid revurderes på opskrivningstidspunktet. Så hvis der er tale om en forøgelse af scrapværdien på investeringsejendommen, sker der en reduktion i afskrivningerne.

Opskrivningerne skal indregnes på egenkapitalen, og bliver derefter bundet på reserve for opskrivninger reguleret for skatteeffekten af opskrivningen. Opskrivningshenlæggelsen kan ikke reduceres med de foretagne afskrivninger. Ved en realisation bliver opskrivningerne fra reserve for opskrivning til frie reserver. Denne opskrivning vil aldrig passere resultatopgørelsen. Første gang der sker en opskrivning på materielle anlægsaktiver, er der tale om en ændring i regnskabspraksis. Med henvisning til ÅRL § 51 stk. 2 bliver den akkumulerede opskrivning jf. ÅRL § 41 stk. 3 indregnet direkte på egenkapitalen, og der foretages ikke tilpasning af sammenligningstallene. Ved en opskrivning skal der i noterne gives oplysninger om forskellen mellem de enkelte opskrevne posters værdi, og den værdi posten ville have haft, hvis opskrivningen ikke havde været foretaget jf. ÅRL § 58, pkt. 1. De regler, der er i årsregnskabslovens notekrav, skal tillige opfyldes for materielle anlægsaktiver³⁴.

6.2.1.3 Dagsværdimetoden:

De virksomheder der som hovedaktivitet udfører investeringsvirksomhed kan efter første indregning løbende regulere de aktiver, der er omfattet af investeringsaktiviteten og de finansielle forpligtelser, der er forbundet hertil, til dagsværdi jf. ÅRL § 38.

³⁴ KPMG: ”*ejendom & entrepris – investeringsejendomme*”, side. 16-17, 2006

Når der måles til dagsværdi skal alle reguleringerne indregnes i resultatopgørelsen vedrørende investeringsejendommene. Der er dog ingen nærmere definition af, hvor de skal placeres i resultatopgørelsen.

Hvis man vælger at anvende dagsværdimetoden, skal man have gjort det inden balancedagen og anvendelsen kan ske på samtlige investeringsaktiviteter eller på de enkelte kategorier af investeringsaktiver. Så hvis man har bestemt at anvende dagsværdimetoden, skal det gøres for samtlige af virksomhedens investeringsejendomme jf. ÅRL § 13 nr. 7. Men de øvrige investeringsaktiver kan, hvis reglerne tillader det, måles efter en anden metode, da de ikke automatisk bliver underlagt reglerne i ÅRL § 38.

Der står ikke i ÅRL § 38, hvordan man skal opgøre denne dagsværdi, hvorfor man i stedet skal se nærmere på ÅRL § 37, hvor der er en nærmere beskrivelse af, hvordan dagsværdien bliver opgjort. *"Dagsværdien måles til den salgsværdi, der kan konstateres for de pågældende aktiver eller forpligtelser på et velfungerende marked"*³⁵. Hvis man ikke kan måle salgsværdien på et velfungerende marked for de enkelte bestanddele, er der følgende krav til dagsværdiopgørelsen: *"Eksisterer der heller ikke et velfungerende marked for disse bestanddele, skal dagsværdien så vidt muligt måles til en tilnærmet salgsværdi ved hjælp af den for aktivet eller forpligtelsen relevante kapitalværdi, hvis denne kan beregnes ved hjælp af almindelige accepterede værdiansættelsesmodeller og teknikker"*³⁶. Hvis man stadig ikke kan opgøre dagsværdien pålideligt skal ejendommen måles til kostpris. Det er endvidere muligt ved dagsværdi at udlodde en værdiregulering på investeringsejendomme, som udbytte. Jeg mener, dog ikke det er hensigtsmæssigt, da en værdiregulering af en ejendom ikke giver nogen form for reelle penge og en udlodning vil så blive taget fra likviditeten, som virksomheden dermed ikke har til rådighed.

Nedenstående figur 3 skal afhjælpe med at give et overblik over de tre foregående teoretiske modeller til indregning og måling af investeringsejendomme efter ÅRL.

³⁵ Citat: ÅRL § 37 stk. 1

³⁶ Citat: ÅRL § 37 stk. 1

Behandling af: Indregning og måling til:	Afskrivning	Værdiregulering	Placering under egenkapital	Eventuelle nedskrivninger
Kostpris	Resultatopgørelse	Ingen	IR	Over resultatopgørelsen
Dagsværdi, opskrivning ÅRL § 41	Resultatopgørelse	Over egenkapitalen	Bunden reserve	Over resultatopgørelsen
Dagsværdi, investeringsaktivitet ÅRL § 38	Ingen	Over resultatopgørelsen	Frie reserver	IR

Figur 3

Kilde: BDO: "Investeringsjendomme- regnskabsmæssig behandling", januar 2011

6.2.2 Måling efter IAS

Efter reglerne i IAS 40 er det valgfrit om virksomheden vælger at måle investeringsejendomme til dagsværdi eller kostpris med fradrag af de systematiske afskrivninger. Når man har valgt praksis skal princippet anvendes på alle af virksomhedens ejendomme jf. IAS 40 afsnit 30.

En af forskellene, som nævnt tidligere under afsnit 6.2.1 i forhold til den danske lovgivning, er at det ikke er et krav jf. den internationale lovgivning at virksomhedens hovedaktivitet er at investere i investeringsejendomme for at kunne måle til dagsværdi. Hvis en virksomhed mener, at de ikke kan opgøre værdien pålideligt til dagsværdi, kan de anvende kostprismetoden i stedet jf. IAS 16, hvor der også gives mulighed for at anvende omvurderingsmodellen jf. IAS 16 afsnit 39 og 40 som de danske regler.

Ved måling efter IAS kan man vælge mellem følgende metoder til måling:

- Kostprismetoden jf. IAS 16
- Dagsværdimetoden jf. IAS 40

6.2.2.1 Kostprismetoden

De virksomheder, der vælger at anvende kostprismetoden efter første indregning, skal sørge for, at alle investeringsejendommene bliver indregnet efter reglerne i IAS 16 omkring indregning til kostpris med fradrag for akkumulerede af- og nedskrivninger³⁷. Ejendommene bliver så målt til kostpris efter IAS 16

³⁷ IAS 40 afsnit 56

afsnit 30 med fradrag af afskrivninger og nedskrivninger. I relation til ÅRL giver IAS 16 afsnit 31 mulighed for at foretage opskrivninger på materielle anlægsaktiver, såfremt dagsværdien kan måles pålideligt, og denne opskrivning skal bindes på egenkapitalen. IAS 16 tillader, at opskrivningsreserven bliver overført til den frie reserve, efterhånden som aktivet afskrives, hvilket ikke er gældende jf. ÅRL.

I modsætning til ÅRL må der jf. IAS 16 revurderes løbende på scrapværdien af aktivet, så den afspejler den værdi, der svarer til aktivet med den alder, som aktivet vil have ved slutningen af brugstiden. En løbende ændring af restværdien indebærer dermed, at inflationen får betydning for de fremtidige afskrivninger. Det skyldes, at værdireguleringen af restværdien med inflationstaksten og andre faktorer kan reduceres. Denne ændring har kun en fremadrettet betydning, da der er tale om en ændring i regnskabsmæssigt skøn³⁸ og jf. ÅRL må der ikke reguleres i en fastlagt scrapværdi, som der gøres i IAS 16³⁹.

6.2.2.2 Dagsværdimetoden

Efter første indregning til kostpris som bestod af købsprisen og de omkostninger, der direkte kan henføres til erhvervelsen f.eks. advokatsalær, tinglysningsafgifter eller lignende⁴⁰, skal en virksomhed, som har valgt, at anvende dagsværdimetoden, måle alle sine investeringsejendomme til dagsværdi, med undtagelse af de ejendomme, hvor dagsværdien ikke kan opgøres pålideligt⁴¹.

IAS 40 afsnit 5 definerer dagsværdi som følgende:

"Dagsværdi er den pris, der kunne opnås ved at sælge et aktiv, eller der skulle betales for at overdrage en forpligtelse i en velordnet transaktion mellem markedsdeltagere på målingstidspunktet⁴²". Denne definition er ligeledes i overensstemmelse med ÅRL og RVL 16.

Ved målingen skal ejendommen måles til salgsværdien, der kan konstateres for sammenlignelige ejendomme på et velfungerende marked. Hvis der ikke eksisterer nogen salgspriser på sammenlignelige ejendomme, skal dagsværdien så vidt muligt opgøres til en tilnærmet salgsværdi ved hjælp af den for aktiver relevante kapitalværdi. Det er et krav, at kapitalværdien kan beregnes ved hjælp af de almindelige accepterede afkastbaserede værdiansættelsesmodeller. Hvis man ikke kan opgøre en tilnærmet salgsværdi skal ejendommen måles til kostpris⁴³.

³⁸ PWC: "Regnskabshåndbogen 2014", side. 128, 2014

³⁹ BDO: "Investeringsjendomme- regnskabsmæssig behandling", side 1, januar 2011

⁴⁰ PWC: "Regnskabshåndbogen 2014", side. 193, 2014

⁴¹ IAS 40 afsnit 33

⁴² Citat: IAS 40 afsnit 5

⁴³ PWC: "Regnskabshåndbogen 2014", side 193, 2014

Dagsværdireguleringen ved investeringsejendomme jf. IAS 40 afsnit 35 skal føres i resultatopgørelsen i den periode, den opstår.

6.2.3 Sammenligning af målemetoder

Investering som hovedaktivitet?	ÅRL	RVL 16	IAS 40
Nej	Kostpris eller omvurderingsmodellen anvendes	Kostpris eller omvurderingsmodellen anvendes	Frit valg mellem kostpris og dagsværdi
Ja	Frit valg mellem, kostpris, dagsværdi og omvurderingsmodellen	Dagsværdi SKAL anvendes	Frit valg mellem kostpris og dagsværdi

Figur 4

Kilde: Egen tilvirkning

Ud fra ovenstående figur 4 ses det, at udover kravet omkring hovedaktivitet, er der ikke markante forskelle mellem ÅRL og IAS.

Jf. ÅRL § 38 kan virksomheder kun måle investeringsejendomme til dagsværdi såfremt det er deres eneste hovedaktivitet. Det er kun muligt at have en hovedaktivitet jf. ÅRL, hvilket begrænser anvendelsesmuligheden for dagsværdimetoden. Men hvis der ses på IAS 40, er der ikke nogen krav omkring hovedaktivitet, hvorfor det her er muligt at indregne til dagsværdi uanset hovedaktivitet.

Ses der på kostpris og dagsværdi jf. ÅRL, RVL 16 og IAS 40, så er de identiske, hvorfor det vurderes, at dette ikke vil have indflydelse på målingen heraf, såfremt hovedaktiviteten er investeringsejendomme.

Kort sammenholdt med de børsnoterede selskaber, så er de omfattet af reglerne i IFRS, som gør, at man kan opleve forskelle mellem de børsnoterede og unoterede selskaber. Noterede kan måle alle deres ejendomme til dagsværdi, hvorimod de unoterede skal have investering som hovedaktivitet.

6.3 Præsentation af investeringsejendomme i årsrapporten

I dette afsnit vil der blive set på, hvorledes investeringsejendomme skal præsenteres i resultatopgørelsen og balancen samt oplysningerne i ledelsesberetningen og anvendt regnskabspraksis jf. den danske og internationale lovgivning.

6.3.1 Præsentation jf. ÅRL

I ÅRL er der ikke nogen bestemmelser for præsentation af investeringsjendomme. Dette beskrives i stedet i RVL 10, som er den regnskabsvejledning der omhandler materielle anlægsaktiver der indregnes og måles til kostpris. I RVL 10 under afsnit 83-91, forklares det, hvilke krav der er til præsentation og oplysninger. Anvender man i stedet indregning til dagsværdi skal man benytte RVL 16, hvor præsentation og oplysninger starter under afsnit 50 frem til 72.

6.3.1.1 Ledelsesberetningen

Hvis investeringsjendommen bliver indregnet til dagsværdi står reglerne i RVL 16 afsnit 70 omkring ledelsesberetningen. Jf. RVL 16 afsnit 70 skal der gives uddybende oplysninger omkring de enkelte investeringsjendomme i ledelsesberetningen eller noterne. De uddybende oplysninger kunne være følgende jf. RVL 16 afsnit 71:

- Dagsværdi
- Beliggenhed
- Karakteristika
- Lejeindtægter, driftsomkostninger samt diskonteringsfaktorer
- Udlejningsgrad
- Løbetid og opsigelsesvarsel for lejemaal
- Modtagne sikkerheder for lejeindtægter

Kilde: RVL 16 afsnit 71

Måles investeringsjendommen derimod til kostpris, kan man ikke finde yderligere information i RVL 10. Man skal derfor anvende ÅRL § 99, der har følgende krav, som ledelsesberetningen skal indeholde, og det skal nævnes at disse også gælder ved måling til dagsværdi:

- *”Beskrive virksomhedens hovedaktiviteter*
- *Beskrive eventuel usikkerhed ved indregning eller måling, så vidt muligt med angivelse af beløb*
- *Beskrive usædvanlige forhold, der kan have påvirket indregningen eller målingen, så vidt muligt med angivelse af beløb*
- *Redegørelse for udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold*
- *Omtale betydningsfulde hændelser, som er indtruffet efter regnskabsårets afslutning*

- *Beskrive virksomhedens forventede udvikling, herunder særlige forudsætninger og usikre faktorer, som ledelsen har lagt til grund for beskrivelsen*
- *Beskrive virksomhedens viden ressourcer, hvis de er af særlig betydning for den fremtidige indtjening*
- *Beskrive de særlige risici ud over almindeligt forekommende risici inden for virksomhedens branche, herunder forretningsmæssige og finansielle risici, som virksomheden kan påvirkes af*
- *Beskrive virksomhedens påvirkning af det eksterne miljø og foranstaltninger til forebyggelse, reduktion eller afhjælpning af skader herpå*
- *Beskrive forsknings- og udviklingsaktiviteter i eller for virksomheden*
- *Omtale filialer i udlandet⁴⁴*

Kilde: ÅRL § 99

Ledelsesberetningen er god til at give regnskabsbrugeren et overblik over virksomhedens situation, og de problemstillinger den står i. F.eks. investeringsejendomme, hvor der er usikkerhed ved måling, hører direkte ind under punkt 2, da der er en høj grad af skøn involveret i beregningen af dagsværdien.

Ifølge kravene fra IFRS 13 er der ikke krav om en ledelsesberetning i årsrapporten. Men jf. de danske bestemmelser fra ÅRL, skal de danske selskaber, som aflægger årsrapport efter IFRS, indeholde en ledelsesberetning.

6.3.1.2 Anvendt regnskabspraksis

ÅRL § 53 beskriver anvendt regnskabspraksis. Man skal i anvendt regnskabspraksis redegøre for indregningsmetoder og målegrundlag/værdiansættelsen, der er anvendt på posterne i balancen, resultatopgørelse, noter og ledelsesberetning. Desuden skal man vise, hvilken regnskabsklasse virksomheden aflægger årsrapport efter.

Hvis man måler efter dagsværdi, skal der kigges nærmere i ÅRL § 53 stk. 2, punkt 1b som nævner følgende: *”For investeringsaktiver og biologiske aktiver, der måles til dagsværdi efter § 38, skal forudsætningerne for den valgte beregningsmetode oplyses⁴⁵”*.

Endvidere kan der henvises til RVL 16, afsnit 50 omkring præsentation og oplysning i årsrapporten. Der kan nævnes, at RVL 16, afsnit 50 oplyser om, hvilke krav, der er til oplysningen. Man skal blandt andet

⁴⁴ Citat: ÅRL § 99

⁴⁵ Citat: ÅRL § 53 stk. 2 punkt 1b

oplyse om metoden til fastsættelse af dagsværdien, om dagsværdien er understøttet af handelspriser for nyligt gennemførte handler med sammenlignelige ejendomme, oplysninger om hvordan diskonteringsgrundlaget er opgjort, og hvordan diskonteringsfaktoren er fastsat.

Anvender man derimod kostpris findes bestemmelserne i RVL 10, afsnit 83. Der skal man oplyse følgende:

- Anvendt metode
- Afskrivningsmetode
- Fastsat brugstid
- Grundlag for foretagne nedskrivninger
- Grundlag og metode for foretagne opskrivninger

Den anvendte regnskabspraksis skal være med til at give regnskabsbrugeren en viden om værdiansættelsesprincipperne i årsrapporten. Men umiddelbart står der ikke anført i lovgivningen, at der er krav om oplysning omkring det anvendte afkastkrav for investeringsejendomme. Det nærmeste man kommer oplysningen er ved at se i ÅRL § 53 og RVL afsnit 50 og 65-67, hvor der står følgende i ÅRL § 53: *"Der skal redegøres for indregningsmetoder og målegrundlag (værdiansættelsen), der er anvendt på posterne i balance, resultatopgørelse, noter og ledelsesberetning"*⁴⁶. Ud fra ÅRL tolker jeg teksten, som der skal oplyses omkring afkastkrav, da det indgår i selve beregningen af værdiansættelsen af ejendommen, da ellers kan beregningen ikke foretages.

I RVL 16 afsnit 50 står der i anvendt regnskabspraksis, at der skal gives oplysninger om metodens fastsættelse af dagsværdi. Endvidere skal der oplyses omkring anvendelse af afkastbaserede modeller og oplysning om, hvorledes diskonteringsgrundlaget er opgjort, og diskonteringsfaktoren er fastsat. Ligeledes jf. RVL 16 afsnit 65-67 skal der oplyses omkring det vejede gennemsnit af de diskonteringsfaktorer, der er anvendt ved målingen samt oplyses omkring følsomheden på målingen ved anvendelse af højere og lavere diskonteringsfaktor end de faktorer, der er anvendt ved fastsættelsen af dagsværdien. Så jf. RVL 16 skal der gives oplysninger omkring det fastlagte afkastkrav.

6.3.1.3 Resultatopgørelse

Når man skal se på kravene til resultatopgørelsen, skal man over i RVL 16, afsnit 57 som beskriver hvilke forhold, der skal oplyses i resultatopgørelsen, da ÅRL ikke stiller nogen specielle krav til, hvorledes

⁴⁶ Citat: ÅRL § 53

investeringsvirksomhedens resultatopgørelse skal præsenteres. Der er følgende krav jf. RVL 16, afsnit 57 om, hvilke forhold der skal fremgå særskilt i resultatopgørelsen:

- ”Årets lejeindtægter fra investeringsejendomme
- Årets værdireguleringer, gevinster og tab ved afhændelse af investeringsejendomme jf. RVL 16, afsnit 45 og 48
- Investeringsejendommens driftsomkostninger⁴⁷”

Da der ikke er stillet specielle krav til opstilling af resultatopgørelsen ifølge ÅRL, skal opstillingen tage udgangspunkt i ÅRL skemaer for resultatopgørelsen.

Hvis der er nogle revurderinger til investeringsejendommen, skal man jf. ÅRL § 38 sørge for, at de bliver indregnet i resultatopgørelsen som en del af den ordinære drift. Gevinst og tab vedrørende afhændelse af investeringsejendommen skal også indregnes under den ordinære drift. Gevinst og tab bliver beregnet på forskellen mellem salgsprisen med fradrag af omkostninger tilknyttet afhændelsen og en regnskabsmæssige værdi på afhændelsestidspunktet,⁴⁸.

Men man kunne opstille resultatopgørelsen på følgende måde:

Resultatopgørelse:

T.kr.	Note	2014
Lejeindtægter vedrørende investeringsejendomme	1	
Omkostninger vedrørende investeringsejendomme		
Værdiregulering af investeringsejendomme og hermed forbundne finansielle forpligtelser	2	
Bruttoresultat		
Administrationsomkostninger		
Resultat af primær drift		
Finansielle indtægter	2	
Finansielle omkostninger	3	
Ordinært resultat før skat		
Skat af årets resultat	4	
Årets resultat		

Figur 5

Kilde: KPMG: ”eiendom & entrepriser – investeringsejendomme” side 20. 2006

⁴⁷ Citat: RVL 16 afsnit 57

⁴⁸ KPMG: ”ejendom & entrepriser – investeringsejendomme”, side 19, 2006

I deres forslag er det først indtægterne og dernæst driftsomkostningerne samt værdireguleringen på investeringsejendommene, som resulterer i bruttoresultatet. Dernæst kommer administrationsomkostninger, hvorefter fremkommer resultat af primær drift. Efterfølgende kommer de finansielle poster, som ender ud med et ordinært resultat før skat. Til sidst fremkommer den beregnede aktuelle skat for året samt reguleringen på udskudt skat under skat af årets resultat, som ender ud i årets resultat⁴⁹. Min egen holdning til det er, at det viser hvordan værdireguleringen påvirker resultat af virksomheden særskilt. Problemet, med at der ikke foreligger noget skemakrav til resultatopgørelsen, gør, at ledelsen har mulighed for at beslutte, hvordan nøgletallene skal påvirkes. Dette ses, hvis de indregner værdireguleringen enten før eller efter resultat af primær drift, da det går ind og påvirker nøgletallene afkastningsgraden og overskudsgraden. Det gør det ligeledes svært for regnskabsbrugeren, at der ikke foreligger noget krav til resultatopgørelsen, da det gør arbejdet med at sammenligne og gennemskue årsrapporterne mere besværligt.

Kravene til kostprismetoden er de samme, at der heller ikke ligger nogen krav her, til opstillingen af resultatopgørelsen. Men der henvises til ovenstående figur 5 om opstilling af resultatopgørelsen.

6.3.1.4 Balance

Måles investeringsejendommen efter dagsværdi skal der kigges i RVL 16, afsnit 56, hvor det eneste krav er, at de skal vises i balancen som en særskilt post under de materielle anlægsaktiver.

Indregnes investeringsejendommen i stedet efter kostpris, skal der kigges i RVL 10, afsnit 86, hvor investeringsejendomme skal oplyses på en særskilt linje, hvis man opfatter hovedaktiviteten som investeringsejendomme.

⁴⁹ KPMG: ” *ejendom & entreprise – investeringsejendomme* ” side 20, 2006

6.3.1.5 Noter

Notekravene findes i RVL 16, afsnit 60-70. Noten for investeringsejendomme skal fremgå af en anlægsnote med særskilt præsentation. Der skal oplyses følgende jf. RVL 16, afsnit 60:

Kostpris:

- ved foregående regnskabsårs afslutning
- regnskabsårets tilgang
- regnskabsårets afgang
- ved regnskabsårets slutning

Værdireguleringer:

- Ved foregående regnskabsårs slutning
- Regnskabsårets værdiregulering
- Tilbageførte værdireguleringer ved afgang
- Ved regnskabsårets slutning

Regnskabsmæssig værdi ved regnskabsårets afslutning

Figur 6:

Kilde: RVL 16, afsnit 60

Der skal ikke oplyses sammenligningstal i noten. Derudover skal der oplyses, om de krav der står i de resterende afsnit om noten afsnit 60-70. Jeg vil fremhæve, de jeg mener, er specifikke for målingen til dagsværdi. Hvis man f.eks. har anvendt en ekstern vurderingsmand til fastlæggelse af dagsværdien, så skal man oplyse om vurderingsmandens kvalifikationer og navn. Endvidere skal der fremgå oplysninger omkring den samlede regnskabsmæssige værdi af investeringsejendomme, der er målt ved den afkastbaserede model samt oplysninger omkring det vejede gennemsnit af de diskonteringsfaktorer, der bliver anvendt til målingen i noten. Derudover anbefales det, at der bliver udarbejdet en følsomhedsanalyse ved anvendelse af både højere og lavere diskonteringsfaktorer, hvor der skal oplyses i noten omkring resultatet heraf⁵⁰.

I ÅRL § 53 stk. 2 b skal regnskabsklasse B, C og D efter min holdning for opfyldelse af lovens krav i ÅRL § 53, stk. 2 b som minimum anfører følgende i noten for investeringsejendomme:

⁵⁰ RVL 16 afsnit 60-70

- Den eller de anvendte målemetoder til opgørelse af dagsværdien (mæglervurdering, sammenlignelige transaktioner, afkastbaserede modeller og DCF-modellen).
- Væsentlige forudsætninger til opgørelse af dagsværdi
 - Afkastkrav eller diskonteringsfaktor
 - Forventede vækstrater
 - Principper for opgørelse af afkast- eller diskonteringsgrundlag (vedligeholdelse, vicevært, administration mv.)
 - Diskonteringsperiode (DCF-modellen)
 - Terminalværdi (DCF-modellen)

Endvidere skal regnskabsklasse C og D anfører anlægsnoter for investeringsaktiver, der er anlægsaktiver jf. ÅRL § 88 oplysningskrav.

Anvendes der derimod kostpris, skal man kigge i RVL 10, afsnit 86-91. Noten skal præsenteres særskilt, hvis man har valgt at vise investeringsejendommene særskilt i balancen. Man skal oplyse omkring kostpris, opskrivninger, af- og nedskrivninger og den regnskabsmæssige værdi ultimo i noten. Endvidere skal man oplyse omkring de nævnte forhold i afsnit 87 og i afsnit 88 omkring finansieringsomkostninger, der er indregnet i kostprisen samt afsnit 89 omkring ejendomsretten og omfanget af pantsætninger og de kontraktlige forpligtelser. I afsnit 91 skal man omkring opskrevne anlægsaktiver nævne tidspunkt for opskrivninger, anvendt eksternt vurderingsmand og forskelsbeløbet mellem den foretagne måling og det beløb, som aktivet ville have været målt til, hvis opskrivningen ikke var foretaget.

6.3.2 Præsentation jf. IAS

Oplysningskravene omkring IAS for materielle anlægsaktiver forefindes i IAS 16 afsnit 73-79. De anvendes, hvis der er tale om indregning til kostpris. Ses IAS 16 i forhold til de danske bestemmelser i RVL 10 afviger oplysningskravene ikke. Derfor vil jeg ikke komme nærmere ind på disse, da de er nævnt tidligere i specialet omkring de danske bestemmelser.

Oplysningskravene i IAS 40 forefindes under afsnit 74-79. I disse afsnit er det både kostpris og dagsværdi, der bliver behandlet. Der er heller ikke her nogen afvigelser andet end, man skal vise, hvis det ikke er muligt at opgøre dagsværdien på ejendommen pålideligt. Så skal man se i IAS 40 afsnit 78, hvor der står, man skal oplyse omkring årsagen hertil og gå videre til IAS 40 afsnit 53, og oplyse omkring spænd af skøn som dagsværdien højst kan ligge inden for.

Nedenstående er opstillet de særlige krav til præsentation og oplysning af investeringsejendomme, der er i IAS 40, som ikke er omtalt i RVL 16.

6.3.2.1 Dagsværdimodellen

I de sjældne tilfælde hvor en virksomhed ikke er i stand til at opgøre en pålidelig dagsværdi skal man opgive følgende oplysninger⁵¹:

- ”give en beskrivelse af investeringsejendommen
- oplyse om årsagen til, at dagsværdien ikke kan opgøres pålideligt
- om muligt oplyse om det spænd af skøn, som dagsværdien højst sandsynlig vil ligge inden for, og
- ved afhændelse af en investeringsejendom, som ikke er indregnet til dagsværdi⁵²”.

6.3.2.2 Kostprismodellen

Selvom der vælges, at anvende kostprismodellen skal man oplyse om investeringsejendommens dagsværdi jf. IAS 40 afsnit 79. Hvis man ikke er i stand til at opgøre en pålidelig dagsværdi på investeringsejendommen, skal man opgive de samme oplysninger som ovenfor vedrørende dagsværdimodellen.

Ved gennemgangen af præsentationskravene i IAS 40 skal man, selvom man indregner til kostpris opgøre en pålidelig dagsværdi på samtlige investeringsejendomme, da der ligger oplysningskrav herom i årsrapporten. Ud fra dette kan det jo konkluderes, at virksomheden ikke opnår nogen besparelse ved IAS 40 ved at opgøre til kostprismodellen, og samtidigt vil det normalt ikke give et retvisende billede af ejendommens værdi i forhold til måling til dagsværdi. Den eneste grund til at vælge kostprismodellen er i de tilfælde, hvor man ikke kan opgøre en pålidelig værdi til dagsværdi ud fra egne kompetencer og en ekstern vurderingsmands skøn.

Præsentationskravene jf. RVL 16 og IAS 40 er stort set identiske ud fra gennemgangen af præsentationen. Der er dog yderligere oplysningskrav jf. IAS 40 omkring investeringsejendomme, i de tilfælde hvor de ikke kan måles til en pålidelig dagsværdi.

⁵¹ IAS 40 afsnit 78

⁵² Citat: IAS 40 afsnit 78

7.0 Værdiansættelsesmodeller

Der vil i dette afsnit blive gjort klart hvilke anerkendte modeller, man kan anvende til opgørelse af markedsværdien for en ejendom jf. RVL 16 afsnit 32-35 og IAS 40 afsnit 76 og 79. Der kan vælges mellem følgende modeller, som alle har hver sin indgangsvinkel til at beregne dagsværdien.

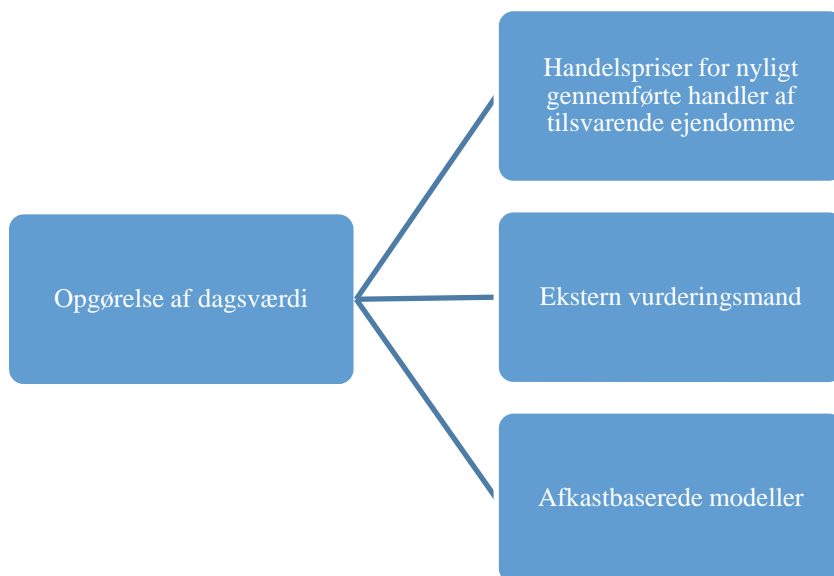
- Handelspriser for nyligt gennemførte handler af tilsvarende ejendomme med samme vedligeholdelsesstand, beliggenhed, anvendelsesmuligheder mv.
- Vurdering af dagsværdien foretaget af ekstern vurderingsmand
- Afkastbaserede modeller - Normalindtjeningsmodellen (den afkastbaserede model) og Discounted cash flow- modellen

Den mest optimale er en af de første, som kan give det bedste grundlag ud fra en nyligt gennemført handel. Dernæst er normalindtjeningsmodellen (afkastbaserede model) som er den mest anvendte og overskuelige model, men den er ikke så anvendelig på større erhvervs ejendomme med f.eks. stort lejepotentiale. Der vil DCF- modellen (cash flow model) være bedre at anvende, da den opererer med en længere budgetperiode, så man kan se ejendommen over en længere årrække og den kan bedre håndtere ejendomme, som ikke ligger stabilt i forhold til reparation og vedligeholdelse af ejendommen. Der vil DCF- modellen være det bedste udgangspunkt, for den mest korrekte beregning af dagsværdien⁵³.

De afkastbaserede modeller opfylder kravene, der stilles i ÅRL, RVL 16 og IAS 40. I 2004 blev de danske regnskabsbestemmelser for finansielle virksomheder ændret. Så finansielle virksomheder kan anvende begge værdiansættelsesmetoder, mod tidligere kun den afkastbaserede metode.

Efterfølgende illustreres hvordan man kan komme frem til dagsværdien på investeringsejendomme.

⁵³ KPMG: ” *ejendom & entrepris – investeringsejendomme*”, side. 45, 2006



Figur 7

Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i RVL 16 og IAS 40

Det mest optimale grundlag vil være, hvis en virksomhed kan sammenholde investeringsejendommen med handelspriser for nyligt gennemførte handler med en tilsvarende ejendom. Det sker dog kun i sjældne tilfælde, at der ligger sådanne oplysninger. Så i de fleste tilfælde ender det typisk med anvendelse af de afkastbaserede modeller, hvor man anbefaler, at man anvender en ekstern vurderingsmand ca. hvert tredje år til at underbygge de opgjorte dagsværdier, således at dagsværdierne ikke udelukkende er opgjort på baggrund ledelsens vurderinger og skøn. Brugen af vurderingsmænd vil også medføre en større tillid til de opgjorte værdier for regnskabsbrugeren⁵⁴.

I nedenstående afsnit vil de forskellige modeller blive gennemgået.

7.1 Handelspriser for nyligt gennemførte handler af tilsvarende ejendomme

Den bedste løsning til at opgøre dagsværdien på investeringsejendomme er ifølge RVL 16, afsnit 32 og IFRS 13 ved at sammenligne gennemførte handler inden for en kort periode som nævnt ovenstående. Men det kræver, at ejendommen har de samme karakteristika og beliggenhed for at kunne anvende værdien. Hvis dette ikke er muligt, vil det være nødvendigt at finde en ekstern vurderingsmand eller anvende de afkastbaserede modeller til at opgøre dagsværdien som gennemgås nedenfor.

⁵⁴ RVL 16 afsnit 35

7.2 Ekstern vurderingsmand

Ifølge IAS 40 § 32 anbefaler man virksomheder at få opgjort værdiansættelsen fra en uafhængig vurderingsmand, som er anerkendt, og har de relevante kvalifikationer og nylig erfaring inden for det geografiske område samt den kategori ejendommen tilhører⁵⁵. Ejendommen skal ligeledes vurderes ud fra de faktiske forhold på selve balancedagen, og der kan ikke tages hensyn til fremtidige effekter til udbygning eller modernisering af ejendommen⁵⁶. Desuden må værdiansættelsen ikke være udelukket fastlagt af vurderingsmanden, da ledelsen har ansvaret for at aflægge en korrekt årsrapport. En ekstern vurderingsmand vil endvidere have den største troværdighed end den interne værdiansættelse. Det skyldes, at valuaren er uafhængig og dermed ikke interesseret i at lave en forkert vurdering. Den eksterne vurderingsmand kan være en uddannet person inden for området som valuar, ejendomsmægler, eller en statsautoriseret revisor og til sidst en advokat med et speciale i fast ejendom⁵⁷. Men det vil koste virksomheden, at få en vurderingsmand ud og lave disse beregninger, så man anbefaler som nævnt tidligere at de opgøres hver tredje år af en vurderingsmand.

7.3 Normalindtjeningsmodellen

Normalindtjeningsmetoden er den mest simple af de afkastbaserede værdiansættelsesmodeller. Den er ligeledes den mest overskuelige og velkendte blandt aktørerne på ejendomsmarkedet⁵⁸. Den afkastbaserede model forudsætter endvidere implicit, at afkastet i investeringsåret er konstant ud i al fremtid. Men der kan dog tages højde for nogle udsving i cash flowet ved at foretage nogle tillæg og fradrag for særlige forhold som f.eks. tomgang og udskudt vedligeholdelse. Modellen skal endvidere tage højde for flere risici end i DCF modellen pga. diskonteringsrenten⁵⁹.

Metoden er opdelt i tre faser. Første fase består i at opgøre ejendommens årlige driftsafkast. Anden fase fastsættes under hensyntagen til ejendommens individuelle forhold til et forretningskrav for ejendommen udtrykt ved en procent. Det opgjorte årlige driftsafkast divideres med forretningskravet, hvorved der fremkommer dagsværdi for øvrige reguleringer. Sidste fase som er den tredje, hvor man foretager tillæg og fradrag for særlige forhold til den efter fase et og to opgjorte værdi, hvorved den skønnede dagsværdi vil fremkomme.

⁵⁵ IAS 40, § 32

⁵⁶ Erhvervsstyrelsen: "Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme", side 2, 3. april-2009

⁵⁷ Ejendomsforeningen Danmark: "Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber", side 7, juni 2009

⁵⁸ Ejendomsforeningen Danmark: "Værdiansættelse af fast ejendom- en introduktion til DCF-modellen", side 6, oktober 2006

⁵⁹ Ejendomsforeningen Danmark: "Værdiansættelse af fast ejendom- en introduktion til DCF-modellen", side 11, oktober 2006

1. Ejendommens driftsafkast
2. Fastsættelse af forrentningskrav
3. Tillæg og fradrag for særlige forhold⁶⁰

Efter de tre faser vil dagsværdien findes ved følgende formel⁶¹:

$$\text{Dagsværdi} = \frac{\text{Driftsafkast} * 100}{\text{Forrentningskrav}} \pm \text{særlige forhold}$$

7.3.1 Fase 1 – Ejendommens driftsafkast

Første fase er, at ejendommens driftsafkast opgøres i forhold til det forventede driftsafkast for de kommende 12 måneder baseret på den på opgørelsestidspunktet aktuelle viden om ejendommen. Driftsafkastet indeholder følgende poster:

+ Årlig forventet lejeindtægt ifølge indgåede lejekontrakter

+/- Regulering til forventet markedsleje

+ Skønnet årlig markedsleje på ej eller ikke udlejede arealer

- Gennemsnitlig årlig vedligeholdelsesudgift

- Administrationsomkostninger

- Ejendomsskatter, afgifter og andre omkostninger

= **Budgetteret driftsafkast**

Kilde: KPMG – ejendom & entreprise – investeringsejendomme side 46

Når der tales om årlig markedsleje, menes der den årlige lejeindtægt, som faktisk opnås efter lejekontrakterne i de kommende 12 måneder. Hvis lejeindtægten afviger fra markedslejen og bliver reguleret på sigt, skal der foretages en regulering til den forventede markedsleje, som et tillæg eller fradrag til lejeindtægten. For ejendomme med ej eller ikke udlejede arealer skal der indregnes et årligt skøn på lejeindtægten, selvom den kører med tomgang i øjeblikket, da man beregner dagsværdien ud fra en fuld udlejet ejendom inklusiv alle omkostningerne. I fase tre vil der blive korrigeret for den

⁶⁰ KPMG: ”ejendom & entreprise – investeringsejendomme”, side 46, 2006

⁶¹ Ejendomsforeningen Danmark: ”Værdiansættelse af fast ejendom- en introduktion til DCF-modellen”, side 6, oktober 2006

tidsperiode, der forventes at forløbe inden reguleringen sker til markedsleje, og udleje af ej eller ikke udlejede arealer bliver en realitet. Vedligeholdelsesudgifterne bliver fastsat på baggrund af en budgetteret vedligeholdelsesudgift, som bliver udjævnet til et gennemsnit i forhold til flere års udgiftsniveau. Udjævningen sker, fordi der ikke er de samme udgifter hvert år på ejendommen. Samtidig skal der tages hensyn til boligreguleringslovens § 18 og § 18b, hvor der skal tages hensyn til de årlige vedligeholdelsesforpligtelser. Administrationsomkostningerne bliver ligeledes fastsat til det budgetterede på ejendommen. Men hvis ejendommen administreres af selve ejeren, og udgifterne er svære at afgrænse, kan der i stedet anvendes markedsprisen for ekstern administration. For skatter, afgifter og andre omkostninger skal der i modellen sikres en korrekt sammenhæng mellem de skatter og afgifter mv. lejer betaler via huslejen, og som nævnt tidligere andre udgifter der medtages skatter, afgifter og andre omkostninger⁶².

Alle de omkostninger der knytter sig til ejendommen, som der vurderes på løbende som f.eks. vicevært, vedligeholdelses- og administrationsomkostninger foreligger der ikke nogen praksis eller vejledning til fastlæggelse heraf. Det der skal tages højde for er f.eks. historikken for ejendommen og hvilken stand, den har. Min vurdering vil typisk være følgende til fastlæggelsen af omkostningerne:

- Vedligeholdelse
 - Bolig 40-50 kr. pr. kvadratmeter
 - Erhverv 25-50 kr. pr. kvadratmeter
- Vicevært
 - 1.000 kr. pr. lejemål
- Administration
 - 2.500 kr. inklusiv moms pr. ejendom

Det er mit bud på, hvordan vi fastsætter priserne på omkostningerne ved værdiansættelsen, men de kan svinge afhængig af den pågældende ejendom og dette aftales selvfølgelig nærmere med ledelsen i virksomheden, som har det overordnet overblik over ejendommen og værdiansættelsen.

7.3.2 Fase 2 – Fastsættelse af forretningskrav

Driftsafkastet bliver fastsat under de samfundsmæssige eller konjunkturbetingede forhold til dels på den baggrund af en række individuelle kvalitetsforhold for den enkelte ejendom⁶³.

⁶² KPMG: ” *ejendom & entreprise – investeringsejendomme*”, side 46-47, 2006

⁶³ KPMG: ” *ejendom & entreprise – investeringsejendomme*”, side 46-47, 2006

De samfundsmæssige eller konjunkturbetingede forhold er væsentligst:

- Rente niveau
- Inflation og høj- eller lavkonjunktur

De individuelle kvalitetsforhold er væsentligste:

- Ejendommens beliggenhed
- Type af ejendom
- Lejernes bonitet
- Vilkår i lejekontrakter om uopsigelighed, lejeregulering mv.
- Alternative anvendelsesmuligheder/ sandsynlighed for genudlejning
- Udbud og efterspørgsel

Kilde: KPMG – ejendom & entrepris – investeringsejendomme side 47

7.3.2.1 Renteniveau

En høj eller stigende rente vil trække forrentningsprocenten i en opadgående retning og en lav eller faldende rente, vil være med til trække forrentningsprocenten i en nedadgående retning. Det er typisk den lange obligationsrente, der har betydningen for fastsættelsen af forrentningskravet på en investeringsejendom.

7.3.2.2 Inflation og høj- eller lavkonjunktur

En inflation som er i en periode med stigning, kan få forrentningskravet til at være i en opadgående retning. Ser man på konjunktoren vil investor hellere acceptere en lav forrentningsprocent ved en høj konjunktur, da investor har forventninger om en stigende husleje og højere udlejningsprocent. Men modsat ved lav konjunktur vil forventningerne være en lav eller endda faldende udlejningsgrad og et faldende huslejeniveau, og det vil normalt betyde et værdifald for ejendommen.

7.3.2.3 Ejendommens beliggenhed

En god beliggenhed giver større sikkerhed for udlejning, større mulighed for lejestigninger og dermed et mindre krav til forrentning. Man kan ikke definere en god beliggenhed, fordi det er forskelligt fra virksomhed til virksomhed. Ejendomme med dårlige beliggenheder medfører ofte større udsving i deres

markedsleje og kravet til forrentning, og det vil give betydning for et større udsving i markedsværdien, end hvis det var en god beliggenhed. De dårlige beliggenheder er ofte mere konjunkturfølsomme end de ejendomme med god beliggenhed⁶⁴.

Som det ses af bilag 1, er der et stort spænd mellem forrentningskravet til en kontorejendom alt efter hvor den geografisk er placeret. En kontorejendom under middel svinger fra 5,75 % i indre København til 10 % på Fyn i byerne Middelfart, Svendborg og Nyborg. Det er svært at sige, hvad en god beliggenhed er, det afhænger af de forskellige typer af ejendomme, og en god beliggenhed bør vurderes ud fra en sammenhæng med ejendommens type, og kan ikke kun opgøres på baggrund af den geografiske placering af ejendommen. Årsagen kan også være, at det er nemmere at genudleje en kontorejendom frem for en industriejendom, da de har hver sine krav til beliggenheden.

7.3.2.4 Type af ejendom

Typen af en ejendom har en væsentlig betydning for selve risiciene for investor, og dermed for forrentningskravet. Her ses nedenstående de kategorier af ejendomme der er, som hver især har en forskellig indvirkning på forrentningskravet.

- Boligejendomme
- Kontor
- Butik
- Lager
- Produktion

7.3.2.5 Lejerens bonitet

Det betyder, hvor gode lejerne i ejendommen er til at betale deres leje nu og i fremtiden, samt lejernes almindelige omdømme, og hvor lang tid de har tænkt sig at være bosiddende i ejendommen. Gode lejere reducerer forrentningsprocenten, og det modsatte gør dårlige lejere.

7.3.2.6 Vilkår i lejekontrakter om uopsigelighed, lejeregulering mv.

Både en lejer og en udlejer kan være forpligtet af en lang løbende lejekontrakt uden opsigelsesmulighed. En lang uopsigelighed gør, at forrentningsprocenten i de fleste tilfælde vil bevæge sig i en nedadgående

⁶⁴ KPMG: ” *ejendom & entreprise – investeringsejendomme*”, side 47-48, 2006

retning, da disse kontrakter med lang uopsigelighed skaber en vis sikkerhed omkring lejeindtægten forbundet med ejendommen.

7.3.2.7 Alternative anvendelsesmuligheder

En ejendom som besidder en speciel indretning, eller er bygget til et bestemt formål, kan være en risikabel investering, da en genudlejningsmulighed kan være begrænset, når den er indrettet på en bestemt måde. Det betyder at forrentningsprocenten ofte vil være højere, end ved en lav forrentningsprocent i fleksible ejendomme, hvor det er hurtigere, at finde en ny lejer.

7.3.2.8 Udbud og efterspørgsel

Når forrentningskravet fastsættes, skal der tages hensyn til udbud og efterspørgsel. Er der få ejendomme til salg, vil forrentningskravene blive reduceret, og omvendt hvis der bliver sat mange ejendomme til salg, så vil forrentningskravet forøges⁶⁵.

7.3.3 Hvem fastsætter forrentningskravet for ejendommen

Ud fra den samlede vurdering af ovenstående og eventuelle andre relevante forhold bliver forrentningskravet fastsat for ejendommen. Hvis ejendommen bliver beregnet ud fra dagsværdi til regnskabsmæssigt formål, er det ledelsen, der har ansvaret for selve regnskabet som helhed og for selve værdiansættelsen af investeringsejendommen, og ud fra dette bliver forrentningskravet fastsat for den enkelte ejendom. Hvis ledelsen har den rigtige kompetence til at vurdere ejendomsmarkedet, vil forrentningskravet blive vurderet og fastlagt ud fra denne vurdering af ledelsen internt i virksomheden. Hvis virksomheden ikke kan fastlægge dette forrentningskrav skal opgørelsen af markedsværdien indhentes med ekstern valuarbistand i form af en ejendomsvurdering. Selvom ledelsen har denne kompetence, rådes virksomheden til at få foretaget en vurdering af markedsforholdene af en uafhængig valuar.

7.3.4 Driftsafkast divideret med forrentningsprocent

Når driftsafkastet og forrentningskravet er bestemt, bliver der foretaget en udregning hvor driftsafkastet divideres med forrentningsprocenten⁶⁶.

⁶⁵ KPMG: ” *ejendom & entreprise – investeringsejendomme*”, side 48-49, 2006

7.3.5 Fase 3 - Tillæg og fradrag

De nedenfor beskrevne forhold munder ud i en kontant markedspris på investeringsejendommen.

Når værdien er blevet opgjort, vil der være brug for korrektioner for følgende forhold:

- ”Fradrag for tab af lejeindtægt på ikke udlejede arealer
- Tillæg/fradrag for periode indtil regulering af markedsleje
- Fradrag for udgifter til udskudte vedligeholdelsesarbejder
- Fradrag for udgifter til klargøring af ej eller ikke udlejede lokaler
- Tillæg for kapitaliseret værdi af renteindtægt af modtagne lejerdeposita og faste forudbetalinger
- Tillæg for byggeretter⁶⁷”

Kilde: KPMG- entreprise & ejendomme – investeringsejendomme side 49

7.3.5.1 Fradrag for tab af lejeindtægter på ikke udlejede arealer

Fradraget er beregnet ud fra lejeindtægter for de tomme lejemål. Denne lejeindtægt bliver indregnet i driftsafkastet i metodens første fase. Dette sker indtil, lejemålet er udlejet igen.

7.3.5.2 Tillæg/fradrag for periode indtil regulering af markedsleje

Tillægget og fradraget bør blive beregnet som en kapitaliseret værdi af forskellen mellem den aktuelle leje og markedsleje for den periode, hvor den reducerede leje forventes at være aktuel.

7.3.5.3 Fradrag for udgifter til udskudte vedligeholdelsesarbejder

Hvis der sker en større renovering af ejendommen ud over normal vedligeholdelse, er der fradrag for den opgjorte værdi til dækningen heraf.

7.3.5.4 Fradrag for udgifter til klargøring af ej eller ikke udlejede lokaler

Hvis ej eller ikke udlejede lokaler kræver en istandsættelse, før den bliver udlejet igen, er der fradrag for dækningen af disse udgifter.

⁶⁶ KPMG: ” ejendom & entreprise – investeringsejendomme”, side 49, 2006

⁶⁷ Citat: KPMG: ” ejendom & entreprise – investeringsejendomme”, side 49, 2006

7.3.5.5 Tillæg for kapitaliseret værdi af renteindtægter af modtagne lejedeposita og faste forudbetalinger

Når lejer indbetaler depositum til udlejeren, er dette depositum et fastdeponeret beløb, og ejer får en løbende renteindtægt. Denne renteindtægt bliver opgjort til den tilbagediskonterede værdi af de fremtidige renteindtægter⁶⁸.

7.3.6 Vurdering af normalindtjeningsmodellen

Normalindtjeningsmodellen er den "simple afkastbaserede model". Det begrundes i, at den kun beregner dagsværdien ud fra driftsafkastet på et normalår. Modellen er endvidere god til at tilpasse sig den enkelte ejendom, da man bruger modellen på hver enkelt ejendom for sig. Den er endvidere statisk, som har den fordel, at den ikke bygger sine beregninger på usikre budgetter over en længere årrække, men kun ud fra et normalår, hvor ledelsen endvidere også har et større overblik til at overskue og vurdere på dagsværdiberegningen. Når man siger modellen er simpel, er det ikke ensbetydende med, at den er dårligere til at beregne dagsværdien end den anden model DCF. Det er kun en fordel, at ledelsen skal vurdere på et år og fremskaffe pålidelige værdier til underbyggelse af dagsværdiberegningen, frem for at anvende en kompliceret model, hvor ledelsen skal ind og tage en del skøn og gæt med i beregningen, for at komme frem til dagsværdien, som måske endda ikke er pålidelig pga. de skøn og gæt, der har været og den risiko forbundet hermed. Omkostningerne med modellen er ligeledes også lavere, end de andre modeller, når den ikke er så omfangsrig og mere overskuelig. Man anbefaler ofte, at man efter ca. 3 års beregning, kontakter en ekstern vurderingsmand, for at få kontrolleret, at den internt beregnede værdi ligger nogenlunde på dagsværdien i forhold til vurderingsmandens vurdering af ejendommen.

En af de ulemper der kan være ved modellen er, at når man ønsker at ombygge eller modernisere ejendommen over en årrække for at øge lejepotentialet, vil det være svært at styre beregningen af dagsværdien ved brug af normalindtjeningsmodellen. Derfor vil den være mere egnet til ejendomme med et mere konstant driftsafkast. Det kan godt lade sig gøre, men der vil være en del usikkerhed omkring beregningen, da der vil være en del flere skøn, som man ikke er sikre på.

Ser man på anvendelsesmulighederne for en regnskabsbruger, så er denne model mere forståelig. Men det kræver, at de anvendte data er troværdige og pålidelige. Men det bevirker også, at risikoen for fejl

⁶⁸ KPMG: "ejendom & entreprise – investeringsejendomme", side 49-50, 2006

mindskes, når der ikke skal anvendes så mange skøn og vurderinger og dermed er der mindre risiko for forkert værdiansættelse. Andre ting der kan gøres for at modellen giver regnskabsbrugeren et mere retvisende billede, er at informere yderligere omkring normalindtjeningsmodellens 3 faser, da deres informationsbehov vil blive afdækket. Men investor skal selv være kritisk overfor de informationer, der vil blive oplyst i de 3 faser og derpå vurdere om dagsværdien er pålidelig eller ikke.

Ved at anvende normalindtjeningsmodellen skal man være særlig opmærksom på de faktorer, der giver den største skønsmæssige overvejelse. Ses der på fase 1- ejendommens driftsafkast, så er der ikke den store risiko for fejlskøn her. Men ved fastlæggelsen af afkastkravet i fase 2, vil der være en større risiko for fejlskøn, da bare en forskel på 0,5 % i afkastkravet kan give nogle store udsving i dagsværdiberegningen.

For at illustrere ovenstående med små udsving i afkastkravet kan give en skæv værdiansættelse, viser nedenstående figur en følsomhedsanalyse af afkastkravet.

Følsomhedsanalyse

	23.490.000	3,250%	3,750%	4,250%	4,750%	5,250%	5,750%	6,250%
Værdi	1	34.330.000	29.750.000	26.250.000	23.490.000	21.250.000	19.400.000	17.850.000

	620.936	3,250%	3,750%	4,250%	4,750%	5,250%	5,750%	6,250%
Egenkapital	1	8.750.936	5.320.936	2.690.936	620.936	-1.059.064	-2.449.064	-3.609.064

	21.831	3,250%	3,750%	4,250%	4,750%	5,250%	5,750%	6,250%
Værdi pr. m ²	1	31.905,00	27.649,00	24.396,00	21.831,00	19.749,00	18.030,00	16.589,00

Figur 8: Kilde: Egen tilvirkning

Som figur 8 illustrerer, vil en ændring bare på 1 % på afkastkravet ændre dagsværdien markant. F.eks. er der fra 5,250 % til de 6,250 % en forskel i værdien på 3.400.000 kr., så der skal ikke mange skøn og vurderinger til, som man ikke er sikre på i forhold til pålideligheden. Derfor skal ledelsen ikke bare acceptere deres egen beregning, men huske på, at få den sammenholdt med en ekstern vurdering. Det er ikke kun vigtigt for afkastkravet, men også for den beregnede dagsværdi, at den bliver holdt op mod det aktuelle marked, så ledelsen kan vurdere, om den er pålidelig.

7.4 Discounted cash flow modellen (DCF)

DCF-modellen har de senere år vundet større indpas, grundet den stigende internationalisering og informationsmæssige fordel ved muligheden for at følge ejendommens betalingsstrømme over tid⁶⁹. DCF-modellen har mulighed for i forhold til normalindtjeningsmodellen, at variere budgettet for cash flowet i budgetperioden.

DCF-modellen beregner dagsværdien på basis af de forventede fremtidige frie cash flows fra ejendommens drift tilbagediskonteret med investors nominelle diskonteringsrente. Modellen opererer typisk med en budgetteringsperiode på 5-10 år, hvor der hvert år bliver vurderet på de fremtidige cash flows. Når denne periode er færdig, forventer man, at de frie cash flows er konstante eller underlagt vækst. Denne periode benævnes terminalperioden⁷⁰.

DCF-modellen kan opdeles i fem trin som er følgende:

Trin 1: Bestemmelse af cash flowet i budgetperioden

Trin 2: Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag

Trin 3: Bestemmelse af terminalværdi

Trin 4: Tilbagediskontering af terminalværdi til i dag

Trin 5: Bestemmelse af ejendommens værdi som summen af de tilbagediskonterede værdier

Kilde: Ejendomsforeningen Danmark "Værdiansættelse af investeringsejendomme- anbefalinger til DCF-modellen", side. 7

7.4.1 Trin 1: Cash flowet i budgetperioden

Markedsværdien bliver gjort op på baggrund af det forventede fremtidige frie cash flow fra ejendommens drift. I budgetperioden skal der foretages en detaljeret budgettering for driften i hvert enkelt regnskabsår⁷¹.

⁶⁹ Ejendomsforeningen Danmark: "Værdiansættelse af investeringsejendomme- anbefalinger til DCF- modellen", side 22, oktober 2010

⁷⁰ KPMG: "ejendom & entreprise – investeringsejendomme", side 54, 2006

⁷¹ Ejendomsforeningen Danmark: "Værdiansættelse af fast ejendom- introduktion til DCF- modellen", side 7

De frie cash flows for de enkelte år i budgetteringsperioden kan opgøres som nedenstående:

- + Lejeindtægter
- Driftsomkostninger og administration
- = **Driftsresultat før renter og skat**
- +/- Nettoinvesteringer
- = **Frit cash flow**

Kilde: KPMG- "entreprise & ejendomme – investeringsejendomme" side 54

Ovenstående viser den opgjorte frie cash flow på basis af driftsresultatet før renter og skat. Det frie cash flow omfatter blandt andet følgende:

Indtægter:

- Lejeindtægter fra lokaler og parkeringspladser
- Lejereguleringer i form af lejestigning eller sænkning
- Lejestigninger på basis af en aftale f.eks. anført i lejekontrakten omkring pristalsregulering af huslejen

Udgifter:

- Vicevært, ejendomsskatter, forsikringer
- Investeringer, så lejen kan hæves
- Øvrige investeringer
- Omkostninger til tomgang
- Vedligeholdelsesudgifter f.eks. trappevask⁷²

Når man opgør budgetteringsperioden, medregner man f.eks. eventuelle lejereserver fra det år, hvor lejen forventes, at kunne hæves. De investeringer, der er foretaget for at nå en højere leje, medtages samtidigt under investeringer i det år, de foretages. Lejeindtægterne bliver ligeledes reguleret op med de stigninger, der forventes på basis af de aftaler, der er indgået i lejekontrakten, og de forventninger man har til den almindelige prisudvikling. Der bliver foretaget reduktion for den forventede tomgangsleje i lejeindtægterne. Driftsudgifterne bliver estimeret i forhold til regnskabsgrundlaget samt viden til forhold,

⁷²Ejendomsforeningen Danmark: "Værdiansættelse af fast ejendom- introduktion til DCF- modellen", side 7

som kan påvirke tallene i det kommende år. Vedligeholdelsesudgifterne er vurderet ud fra ejendommens tilstand og eventuelle vedligeholdelsesforpligtelser i henhold til boligreguleringsloven § 18 og § 18b. Investeringer til modernisering påvirker negativt, og omvendt med leje stigninger bliver det frie cash flow påvirket positivt. Budgetteringsperiodens længde skal fastsættes, så budgetteringsperioden kan løbe frem til det tidspunkt, hvor niveauet for det frie cash flow fra ejendommen er stabiliseret, eller stiger med en konstant faktor. Normalt 5 - 10 år, men flest anvender en 10 årig periode⁷³.

7.4.2 Trin 2: Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden

Efter opgørelse af cash flowet i budgetperioden, skal man tilbagediskontere denne værdi for at finde frem til nutidsværdien. Dette gøres ved at anvende en diskonteringsrente, som fastsættes for den enkelte ejendom. Renten afhænger både af ejendomsrelaterede faktorer og makroøkonomiske forhold. Man kan ikke sammenligne diskonteringsrenten direkte med forrentningskravet i den afkastbaserede model. Det skyldes blandt andet, at der er inkluderet inflation i DCF-modellen, og at DCF-modellen i højere grad tager hensyn til forskellige risici i budgetperioden end den afkastbaserede model⁷⁴.

Så hvis jeg fremhæver mit eksempel i bilag 8 for normalindtjeningsmodellen og bilag 26 for DCF-modellen kan man se følgende for værdiansættelsesværdien med et afkastkrav på 5,50 %:

- Normalindtjeningsmodellen: 53.773.000 kr.
- DCF-modellen: 54.796.792 kr.

Hvilket er en forskel på 1.023.792 kr. selvom hver model indeholder de samme forudsætninger, men DCF-modellen tager højde for en inflation på 2 % ved tilbagediskonteringen og normalindtjeningsmodellen indregner ikke en inflation, da den kun tager højde for et normalår. Overordnet set burde de give det samme resultat, når man anvender de samme forudsætninger, men det giver en anden værdi, når der tages højde for inflation, og der er en større risiko ved en beregning over en længere årrække på de 10 år som DCF-modellen regner med og normalindtjeningsmodellen kun et år.

⁷³ KPMG: "ejendom & entreprise – investeringsejendomme", side 54-55, 2006

⁷⁴ Ejendomsforeningen Danmark: "Værdiansættelse af fast ejendom- introduktion til DCF- modellen", side 9

Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden kan beregnes således⁷⁵:

$$\frac{\text{Cash flow fra budgetperioden}}{(1 + \text{diskonteringsfaktor inkl. inflation})^n}$$

n er defineret som antallet af år der er gået siden udgangspunktet, år 0.

7.4.3 Trin 3: Terminalværdi

Terminalperioden er perioden efter budgetteringsperioden. I denne periode bliver det gjort en antagelse om, at det frie cash flow vil være konstant i alle regnskabsår, eller underlagt beskeden vækst med en konstant faktor. Der fremhæves, at når man går over til terminalperioden, sker der en normalisering af de opgjorte cash flows. Når man skal fastlægge vækstfaktoren i terminalperioden, skal man vurdere, om der vil være vækst i ejendommens driftsresultat i den periode⁷⁶.

7.4.4 Trin 4: Tilbagediskontering af terminalværdi

Terminalværdien skal ligesom de frie cash flow i budgetperioden tilbagediskonteres med diskonteringsrenten til tidspunkt 0.

$$\frac{\text{cash flow fra terminalperioden/ diskonteringsfaktor}}{(1 + \text{diskonteringsfaktor inkl. inflation})^n}$$

Faktor n det antal år der er gået indtil terminalperioden begynder. En budgetperiode på 10 år, vil altså betyde at n i denne formel bliver erstattet med 10.

7.4.5 Trin 5: Ejendommens værdi

Når man har tilbagediskonteret cash flow fra budgetperioden og terminalperioden, kender man ejendommens værdi, da det er summen af det tilbagediskonterede⁷⁷.

7.4.6 Vurdering af DCF- modellen

DCF-modellen er en mere krævende og omfattende model end den tidligere omtalte normalindtjeningsmodel. Fordelen ved denne model er, at den har en høj detaljeringsgrad, som bliver

⁷⁵ Ejendomsforeningen Danmark: "Værdiansættelse af fast ejendom- introduktion til DCF- modellen", side 8

⁷⁶ KPMG: "ejendom & entreprise – investeringsejendomme", side 55-56

⁷⁷ Ejendomsforeningen Danmark: "Værdiansættelse af fast ejendom- introduktion til DCF- modellen", side 9

indregnet i budgetperioden på de 10 år, hvor man indregner fremtidige aspekter som vedligeholdelse og investeringer, der vil have indvirkning på lejeindtægter og selve omkostningsstrukturen. Modellen er med til at give et bedre overblik over, hvordan perioden ser ud regnet ud fra år, så man kan sætte sig ind i, hvornår man regner med, at der skal ske vedligeholdelse på en bestemt ejendom, og se hvilken indvirkning det har på dagsværdien. Det skaber et bedre overblik i forhold til normalindtjeningsmodellen, og den er mere fleksibel og detaljeringsgraden i modellen er også med til, at give ejeren en vigtig viden omkring dagsværdiberegningen, og DCF-modellen er et godt værktøj til styring af likviditeten.

En fordele ved modellen er også, at den tager hånd om store udsving på cash flow. En ulempe er modellens detaljeringsgrad, da det kan virke uoverskueligt for ledelsen, og der stilles store krav om kompetencer til ledelsen ved anvendelse af denne model, da det kan få store konsekvenser for værdiansættelsen, hvis ledelsen laver fejl i modellen. En anden ulempe kan være, at hvis ledelsen ikke har arbejdet med modellen før, vil risikoen for fejl være større og nytteværdien derved forringet markant. Der vil også ligge mere usikkerhed omkring budgetperioden, for længere den er, jo større risiko for fejl, og da vil det være vanskeligt at forudset cash flowet. Derfor vil dokumentation for grundlaget af budgettet være en fordel for ledelsen, der så har noget at forholde sig til. Selvom man har udarbejdet en detaljeret budgetperiode, vil der stadig være tvivl omkring dagsværdien pga. terminalperioden. Derfor vil der være en del krav til de sidst liggende cash flow i budgetperioden, fordi de giver udtryk for det stabiliserede cash flow, som har en stor indvirkning på terminalværdien.

I RVL 16 afsnit 67 anbefales det endvidere, at der bliver givet oplysning omkring følsomheden ved at anvende højere eller lavere afkastkrav, end det der reelt er anvendt i beregningen, til fordel for regnskabsbrugeren, da der ligger en del skøn bag beregningen af afkastkravet og diskonteringsfaktoren, som kan være med til at forårsage større differencer på beregningen af dagsværdien.

7.5 Sammenholdelse af de to værdiansættelse modeller

Når modellerne skal ses mod hinanden, er normalindtjeningsmodellen den simple af dem og DCF-modellen den mere omfattende, og detaljeringsgraden er større. Det er svært at sige, hvilken model der passer bedst til de enkelte virksomheder. Hvis man ser på de større børsnoterede ejendomsselskaber, er det forskelligt, hvilken model de anvender. I Jeudan anvender de begge modeller, fordi nogle ejendomme ikke kan beregne en realistisk nok værdi ud fra normalindtjeningsmodellen, og derfor anvender de DCF-modellen på ejendommen, for at få en mere præcis værdi. Man skal ikke anvende DCF-modellen blot pga. detaljeringsgraden, da konsekvensen er, at arbejdet med denne model for at beregne dagsværdien også er større. Så nytteværdien taget i betragtning, skal man ikke vælge DCF-modellen i forhold til en mindre og stabil ejendom. Så når ledelsen skal vælge model for ejendommene enkeltvis, er det vigtigt, de

ser på, om det er relevant for den pågældende ejendom at anvende den ene eller den anden model. Hvis man har en ejendom med usikre cash flow, kan man anvende DCF-modellen og ved stabile ejendomme anvende normalindtjeningsmodellen, hvor nytteværdien ikke er stor ved at anvende DCF-modellen og derfor få en lige så god dagsværdi beregning ved normalindtjeningsmodellen i forhold til DCF-modellen.

Inden virksomheden beslutter sig, skal de vide at DCF-modellen er mere ressourcekrævende, men ved ejendomme der har et stabilt cash flow grundet budgetperioden, vil den blive mindre ressourcekrævende. Men ud fra begge modeller er det ikke muligt at konkludere på, hvilken af dem der er den mest korrekte at anvende, da de begge har fordele og ulemper. Så det vil være op til ledelsen at tage beslutningen ud fra, hvad de mener, der er mest hensigtsmæssigt og pålidelig at anvende til værdiansættelsen af ejendommene. Men som nævnt tidligere omkring Jeudan er der flere ejendomsselskaber, der vælger begge modeller, hvor ledelsen skal ind og argumenter for valget heraf.

Set ud fra regnskabsbrugerens synsvinkel vil det altid være en god ide, at vurdere sin beregning af dagsværdi kritisk og sammenholde den med nyligt gennemførte handler eller få en ekstern vurderingsmand koblet på de ejendomme, der har større usikkerhed omkring beregningen af dagsværdien og afkastkravet. Men uanset valget af model skal man sørge for, at regnskabsbrugereren får den nødvendige viden og oplysninger omkring værdiansættelsen via informationer i årsrapporten, så regnskabsbrugereren kan vurdere værdien kritisk herud fra.

7.6 Bestemmelse af diskonteringsrenten

Ud fra begge værdiansættelsesmodeller, normalindtjeningsmodellen eller DCF-modellen, skal man være opmærksom på diskonteringsrenten, derfor vil den blive omtalt i nedenstående afsnit, så man præcis ved, hvornår man bruger hvilken rente.

Uanset om man vælger den afkastbaserede model eller DCF-modellen, skal diskonteringsrenten indeholde følgende elementer:

- Den risikofrie rente
- En risikopræmie

Man bør vælge sin diskonteringsrente med udgangspunkt i den risikofrie rente som f.eks. den 10 årige statsobligation. Den risikofrie rente bør ikke variere afhængigt af valg af model. Den risikofrie rente skal afspejle den risiko som ejendomsinvesteringen vil medføre.

I den afkastbaserede model (normalindtjeningsmodellen) regner man ikke med en inflationsstigningstakt, da indtægter og udgifter forudsættes konstante. Dette betyder, at der ikke er inflation med i

diskonteringsrenten (en real diskonteringsrente). Set i forhold til DCF-modellen vil man typisk indeksere indtægter og udgifter. Derfor skal man huske at tage højde for inflationen i diskonteringsrenten (en nominel diskonteringsrente).

Der er følgende risikofaktorer ved diskonteringsrenten. De er følgende:

Ejendomsrelaterede faktorer:

- Type af ejendom
- Beliggenhed
- Lejers bonitet
- Udbud og efterspørgsel

Makroøkonomiske faktorer:

- BNP, beskæftigelse mv.
- Inflation
- Risikofri rente

Ejendomsrelaterede faktorer:

Type af ejendom:

Det har stor betydning for risici for investor og dermed diskonteringsrenten, hvorvidt man taler om en kontorejendom, butik, boligejendom eller andet erhverv.

Beliggenhed:

Ved bestemmelsen af diskonteringsrenten er det også vigtigt at tage højde for ejendommens beliggenhed samt for ejendommens leje og investorefterspørgsel. Så hvis din ejendom er beliggende centralt i forhold til infrastruktur, kunder og samarbejdspartnere, adgang til arbejdskraft mv., så vil diskonteringsrenten være relativ lavere, end hvis den er eftertragtet i forhold til lejere og investorer.

Lejers bonitet:

Endnu et vigtigt område for fastsættelsen af diskonteringsrenten, da det er et udtryk for lejerens evne til at leve op til sine økonomiske forpligtelser. En lav finansiell styrke vil medføre en driftsrisiko, som vil medføre en højere diskonteringsrente. Lejers bonitet varierer afhængigt af ejendommens beliggenhed,

Derfor vil lejernes bonitet ikke have nogen særlig betydning, hvis ejendommen har en primær beliggenhed, da risikoen for tomgang i en længere periode vil være relativ lav.

Udbud og efterspørgsel:

Der skal tages højde for generelle forhold mellem udbud og efterspørgsel på ejendoms markedet og i tider med relativt højt udbud af ejendomme bør diskonteringsrenten være højere, hvis den enkelte ejendom er svær at få solgt. Man bør derfor også ved diskonteringsrenten korrigere i forhold til udbuddet af en bestemt ejendom og efterspørgslen heraf. En lav diskonteringsrente vil derfor være, når der foreligger et lavt udbud af ejendomme samt en høj efterspørgsel.

Makroøkonomiske faktorer:

BNP, beskæftigelse mv.:

Udviklingen i de makroøkonomiske faktorer som f.eks. BNP og beskæftigelse har en væsentlig betydning for de risici, der er forbundet med investering i ejendommen. Det skyldes, i perioder med lavkonjunktur er der en større sandsynlighed for, at lejerne ikke lever op til deres økonomiske forpligtelser og ved højkonjunktur er der en lavere genudlejningsrisiko og en forventning om en højere leje pga. stigende lejeefterspørgsel. Derfor bør diskonteringsrenten tage højde for, hvor stabilt det økonomiske klima er, så man anvender en højere diskonteringsrente ved lavkonjunktur og omvendt ved højkonjunktur.

Inflation:

Den forventede inflation skal indgå i cash flowet, og den skal også indgå i diskonteringsfaktoren.

Risikofri rente:

Renteniveauet har stor betydning for diskonteringsrenten, da den er med til både at danne grundlaget for finansieringen og investorerne alternative investeringsmuligheder⁷⁸.

⁷⁸ Ejendomsforeningen Danmark: "Værdiansættelse af fast ejendom- introduktion til DCF- modellen", side 11-12

8.0 Analyse af den mest retvisende metode for måling af investeringsjendomme

Jeg vil i dette afsnit analysere på hvilken af målingsmetoderne kostpris eller dagsværdi, der er mest optimal, at anvende set i forhold til informationsbehovet for regnskabsbrugeren, som er i fokus. Der vil blive givet fordele og ulemper for målingerne, og til slut vil jeg komme med min egen vurdering af, hvilken jeg mener, der giver mest værdi for regnskabsbrugeren og dennes beslutningsgrundlag.

Jeg vil ikke i dette afsnit komme nærmere ind på teorien omkring modellerne, da det er blevet gennemgået i tidligere afsnit omkring måling efter kostpris eller dagsværdi.

8.1 Kostprismetoden

Når man ser på kostprismetoden, er det en forsigtigheds model, som bruger mest energi på resultatopgørelsen og derved den præsentationsorienterede regnskabsteori, som overordnet ser på indtægter og omkostninger er lig med et overskud. En af de fordele der er ved kostprismetoden er, at den er meget pålidelig og den indeholder ikke noget løbende skøn. Omkring den store pålidelighed er et af kravene i generalklausulen "et retvisende billede". De skøn, der vil kunne være ved metoden, er de skøn, man skal tage i forhold til scrapværdi og afskrivningsperiode. Så man kan diskutere om den er mest pålidelig, da den ikke skal foretage løbende skøn hver år, men man skal fastlægge en afskrivningsperiode og scrapværdi, hvilket også er behæftet med en del skøn.

Man kan diskutere den i forhold til det retvisende billede. Er den værdi ejendommen måles til korrekt opgjort? Den vil i sjældne tilfælde være værdiansat til den værdi, den faktisk kan sælges til. Den vil typiske være værdiansat lavere, end det man kan indbringe ved et salg, da man typisk vil have en større avance her.

8.2 Dagsværdimetoden

Dagsværdimetoden vil opgøre aktiverne til den mest reelle værdi på balancetidspunktet, hvilket er et resultat af det formueorienterede paradigme. Ved dagsværdimetoden afskriver man ikke sine investeringsjendomme, som man gør ved kostprismetoden. Derimod opgør man en dagsværdiregulering, som kører over resultatopgørelsen. På denne måde skal ejendommen gerne hvert år efter værdireguleringen kunne afspejles i markedet. Man kan opgøre dagsværdi på baggrund af nylige handler til sammenlignelighed, da fordelene er, at de giver en højere grad af sikkerhed, da ledelsen ikke i samme omfang skal ind og foretage skøn af afkastkrav. Forudsætningen for, at man kan sammenligne

ejendomme er, at der er et aktivt marked, hvor der bliver handlet ejendomme. Der foreligger statistikker fra Colliers, hvor man kan se af figur 9, at aktiviteten har været nedadgående siden krisen indtrådte mellem 2008-2009, da finanskrisen kom og indtog ejendomsmarkedet. Selvom ejendomshandlerne har været i en nedadgående periode, er det ikke ensbetydende med, at man ikke kan sammenligne ejendomme som tidligere, kravene til beliggenhed, tilstand og anvendelsesmuligheder skal være sammenlignelige. Så det kan være svært at finde en ejendom, der lige er handlet, som man kan sammenligne sin ejendom med.



Figur 9

Kilde: Colliers "Colliers status 3. kvartal 2014"

Det betyder for virksomheden, at man skal bruge de afkastbaserede modeller til at opgøre dagsværdien. Ved denne opgørelse er der en del vurderinger og skøn, så der kan være en risiko for fejlvurdering. Den værdi man skal komme frem til, er den værdi, man mener, der kan blive handlet mellem to uafhængige parter.

For regnskabsbrugerens skyld, pga. alle de vurderinger og skøn der ligger til grund for denne opgørelse, skal man oplyse om usikkerheder i ledelsesberetningen, og det er en god skik, at oplyse omkring de usikkerheder, der foreligger ved hjælp af en følsomhedsanalyse, hvilket vi ikke ser mange mindre virksomheder klasse B har med i regnskabet, men hvis det giver et retvisende billede jf. ÅRL § 11 for regnskabsbrugerens, vil det være relevant at tage med, da de kan drage nytte og bedre vurdere dagsværdien ud fra disse oplysninger.

Retvisende billede jf. ÅRL § 11 stk. 1: ”Årsregnskabet og et eventuelt koncernregnskab skal give et retvisende billede af virksomhedens og koncernens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet. Ledelsesberetningen skal indeholde en retvisende redegørelse for de forhold, som beretningen omhandler. Stk. 2. Hvis anvendelsen af bestemmelserne i denne lov ikke er tilstrækkelig til at give et retvisende billede som nævnt i stk. 1, skal der gives yderligere oplysninger i årsregnskabet, henholdsvis koncernregnskabet⁷⁹”.

Min holdning og opfattelse er efter ÅRL § 11, at der i årsrapporterne burde være et krav omkring oplysninger om afkastkravet for hver enkelt ejendom eller som et minimum, at de er inddelt i nogle segmenter efter ejendomstyper, hvorpå der er oplyst afkastkrav. Så ville det være nemmere for regnskabsbrugeren at efterberegne eller sammenligne afkastkravene for tilsvarende ejendomme fra Colliers ved de afkastbaserede modeller. Endvidere ville det være en ide, at indføre en følsomhedsanalyse i regnskabet, så regnskabsbrugeren også kan drage nytte af denne, for at se hvad små ændringer kan betyde for værdiansættelsen. Men der kan ses lidt nærmere i ÅRL § 53, som er lidt inde på disse oplysninger, som har været omtalt tidligere i specialet i afsnittet indregning og måling. Endvidere kan man drage nytte af ÅRL § 11 retvisende billede, som skriver, hvis man mener, at årsregnskabet ikke giver et retvisende billede, skal der gives yderligere oplysninger i årsregnskabet. Så jeg mener, det ovenstående vil hæve i informationsniveauet i årsrapporten og derved give et mere retvisende billede overfor til regnskabsbrugeren.

8.3 Kostprismetoden kontra dagsværdimetoden

Ser man på dem samlet, opgør kostpris en pålidelig værdi, mens dagsværdi er den mest relevante værdi. Så ud fra mine vurderinger, mener jeg, at dagsværdiopgørelsen giver det mest retvisende billede for regnskabsbrugeren, og de kan drage mest nytte heraf, da der er brugt mere tid og ressourcer på at vurdere og komme frem til en realistisk dagsværdi for investeringsejendommen. Det er dagsværdi, der giver det mest retvisende billede, men hvis der ikke kan opgøres en pålidelig dagsværdi skal kostprismetoden, anvendes i stedet for. Som det kan ses ud af figur 9, er der en del færre transaktioner nu end tidligere, som gør, at det er sværere at finde en sammenlignelig ejendom, og der vil være flere skøn og vurderinger ved opgørelsen af dagsværdien, da man ikke har nogen ejendomme, man kan sammenholde med. Derfor skal man huske at få kommunikeret usikkerhederne ud til regnskabsbrugeren, så de har fået viden og kan vurdere på værdien. Hvis det ikke er kommunikeret ud, vil det bevirke til, at regnskabsbrugeren ikke drager nytte af disse oplysninger, hvis de ikke kender dem, og derved vil have svært ved at vurdere på dagsværdien.

⁷⁹ ÅRL § 11, stk. 1

Man kan skifte mellem kostpris og dagsværdi, men det skal forklares i anvendt regnskabspraksis, hvorfor man vælger at skifte praksis, og man skal ikke skifte frem og tilbage, da det ikke er god regnskabsskik, at skifte mellem metoder.

Efter min vurdering skal man kun anvende kostprismetoden i de særtilfælde, hvor man ikke kan opgøre en pålidelig dagsværdi på baggrund af vurderinger fra ledelsen og en ekstern vurderingsmand. Lovgivningsmæssigt kunne man skrive, at der kun vil blive anvendt kostpris i de tilfælde, hvor dagsværdien ikke kan opgøres pålideligt. Den lovgivningsmæssige ændring vil medføre, at en del mindre virksomheder, vil være forpligtet til at ændre princip og bruge ressourcer på opgørelse af dagsværdi og økonomiske ressourcer på en ekstern vurderingsmand. En løsning af dette problem kunne være, at man gjorde det gældende for nogen bestemte regnskabsklasser. Nogle af regnskabsklasserne vil i højere grad være i stand til at foretage målingen pga. kompetencer og ressourcer, men ellers vil de have de økonomiske ressourcer til at forespørge hos en ekstern vurderingsmand.

9.0 Indførelsen af IFRS 13 og ændringer i lovgivningen og praksis siden 2007-2014

9.1 IFRS 13

IFRS 13 blev indført for regnskabsåret 1. januar 2013 eller senere. Det er en vejledning i opgørelse af dagsværdi, og man finder endvidere de fleste oplysningskrav vedrørende dagsværdi i denne standard⁸⁰. Formålet med standarden er at udstikke retningslinjer for, hvordan der skal værdiansættes til dagsværdi og hvilke oplysninger, der skal foreligge⁸¹.

9.1.1 Formålet med IFRS 13

Formålet med IFRS 13 er følgende:

- Definition af dagsværdi
- Fastsætter måling af dagsværdi i en standard
- Krav om oplysninger til måling af dagsværdi

IFRS 13 definerer dagsværdi som følgende:

*"Den pris, der vil blive opnået ved salg af et aktiv eller betalt for at overdrage en forpligtelse i en normal transaktion mellem markedsdeltagere på målingstidspunktet"*⁸².

IFRS 13 opererer med et dagsværdihierarki som består af tre niveauer som er følgende:

- *Niveau 1: Er observerbare priser på aktive markeder for identiske instrumenter*
- *Niveau 2: Er andre observerbare input omfattende:*
 - *Noterede priser for tilsvarende instrumenter på aktive markeder*
 - *Noterede priser for identiske eller tilsvarende instrumenter på markeder, som ikke er aktive*
 - *Værdiansættelsesmodel baseret på observerbare markedsdata, eks. rentesatser, valutakurser og den implicite volatilitet, der kan observeres i markedet*
- *Niveau 3: er værdiansættelse baseret på alle andre input*⁸³

⁸⁰ PWC: "Dagsværdimåling og oplysningskrav i IFRS 13", side 1, november 2013

⁸¹ IFRS 13 afsnit 1

⁸² Citat: IFRS 13 afsnit 9

Der er endvidere følgende oplysningskrav i IFRS 13 som omfatter følgende:

- Angive niveau i det målmæssige hierarki
- Overførsler mellem niveau 1 og 2 for aktiver og forpligtelser der er opgjort til dagsværdi på tilbagevendende basis
- Metoder og forudsætninger der er anvendt til opgørelsen af dagsværdien for aktiver og forpligtelser, som er opgjort til dagsværdi, der er klassificeret i niveau 2 og 3
- Aktiver og forpligtelser opgjort til dagsværdi på tilbagevendende basis klassificeret i niveau 3 (ikke observerbart input) skal der oplyses om følgende:
 - Indregnede gevinster og tab i regnskabsperioden, herunder gevinster og tab på instrumenter der er indregnet og i behold på balancedagen
 - Periodens køb og salg
 - Angivelse af, om en alternativ forudsætning vil føre til en anden værdi og en kvantificering heraf.
- Værdiansættelsesprocessen for aktiver og forpligtelser opgjort til dagsværdi klassificeret
- For dagsværdimålinger, der ikke er af tilbagevendende karakter, skal der oplyses, hvad årsagen er til, at instrumenterne måles til dagsværdi i den pågældende periode⁸⁴

Jeg vil i forbindelse med gennemgangen af IFRS afholde mig fra at gå hele standarden igennem og kun fokusere på de forskelle, der er mellem IAS 40 og IFRS 13 og se på regnskabsbrugerens synspunkt herpå.

9.1.2 Forskelle mellem IAS 40 og IFRS 13

Jeg vil i dette afsnit analysere, de relevante ændringer der har været ved indførslen af IFRS 13 i forhold til IAS 40.

En af de første forskelle jeg ser, er at i IFRS 13 afsnit 27, hvor der forklares, at man bedst kan opnå den korrekte dagsværdi ved at vurdere, om aktivet anvendes mest og bedst muligt eller ved at sælge det til en anden markedsdeltager, som ville kunne anvende aktivet bedst og mest muligt. Denne beskrivelse ser vi ikke i IAS 40, men kun på om aktivet kan defineres som en investeringsejendom jf. IAS 40. I forhold til IFRS 13 afsnit 27 henvises til nærmere forklaring i afsnit 17, hvor en virksomhed ikke skal foretage en udtømmende søgning efter samtlige mulige markeder for at finde den mest fordelagtige anvendelse for aktivet. Hvis der ikke er bevis for det modsatte antages det, at aktivet anvendes på den bedst mulige måde, som vil resultere i den højeste værdiansættelse. Problemet viser sig først, hvis aktivet ikke

⁸³ Citat: PWC: "Dagsværdimåling og oplysningskrav i IFRS 13", side 1, november 2013

⁸⁴ PWC: "Regnskabshåndbogen 2014", side 489

anvendes bedst muligt, som f.eks. viser sig når en virksomhed ønsker at beskytte sig konkurrencemæssigt, så køber den aktivet, for at andre ikke kan få fingrene deri.⁸⁵

En anden kommentar er efter indførslen af IFRS 13, er der kommet flere oplysningskrav til årsrapporten, da den gerne vil give oplysninger, der hjælper regnskabsbrugeren med at forstå grundlaget for måling af aktiver og forpligtelser, der er opgjort til dagsværdi efter første indregning, som er af henholdsvis tilbagevendende og ikke tilbagevendende karakter, herunder værdiansættelsesmetoden samt de væsentligste input, der indgår i værdiansættelsen⁸⁶. Til beregning af dagsværdi for investeringsejendomme vil man kigge nærmere på niveau 2 og 3 i dagsværdihierarkiet. Niveau 2 hvis der er handlet for nylig, hvor man kan sammenligne ejendomme⁸⁷. Niveau 3 vil blive brugt til dagsværdiberegning, hvis man kun har nogle budgetter eller virksomhedens egne data til beregningen⁸⁸.

9.1.3 Vurdering af IFRS 13

IFRS 13 betyder flere oplysningskrav end tidligere i IAS 40, da IFRS 13 ønsker at hjælpe regnskabsbrugeren med at forstå grundlaget for målingen via det nye dagsværdihierarki. Det er stadig IAS 40 der bestemmer, hvilke aktiver, og hvornår der skal dagsværdiberegnes. Men hovedsagelig betyder indførslen flere oplysningskrav, som vil betyde, at det vil blive mere ressourcekrævende for virksomheden, der ikke i forvejen giver tilstrækkelig information til sine regnskabsbrugere. Men betydningen af IFRS 13 er efter min vurdering meget lille, for måling og præsentation af investeringsejendomme, da den fokuserer mere på oplysningskravene end IAS 40.

9.2 Udvikling siden 2007 frem til 2014 omkring lovgivning og praksis

Der vil i dette afsnit blive beskrevet de ændringer, der har været lovgivningsmæssigt og praksis inden for området med investeringsejendomme, og der afgrænses fra at beskrive alle de lov-og praksisændringer, der har været i perioden omkring andre områder. Det betyder, at der især vil blive kigget nærmere på områder omkring måling og præsentation af investeringsejendomme. Det vil gøre mig i stand til at vurdere på, om der er sket ændringer i regnskabsaflæggelsen pga. lov eller praksisændringer.

⁸⁵ PWC: "Practical guide to IFRS 13", side 8, oktober 2011

⁸⁶ PWC: "Regnskabshåndbogen 2014", side 488

⁸⁷ IFRS 13 afsnit 81-85

⁸⁸ IFRS 13 afsnit 86-90

9.2.1 Lovgivning:

9.2.1.1 Dansk lovgivning:

I 2008 kom der en ændring til ÅRL § 38 som betød, at dagsværdireguleringen på investeringsjendomme ikke længere skal bindes på en opskrivningshenlæggelse under egenkapitalen, men i stedet blev en del af de frie reserver. Endvidere var der en ændring til ÅRL § 53, stk. 2, nr. 1, litra b i 2008 omkring anvendt regnskabspraksis om at forudsætningerne for den valgte beregningsmetode skal oplyses ved investeringsaktiver, der bliver målt til dagsværdi jf. ÅRL § 38. Endvidere kan det nævens, at der måske meget snart sker en ændring til ÅRL, hvor der i øjeblikket er et lovforslag i høring, som skal fremlægges den 5. december 2014. Denne ændring vil blive omtalt senere under afsnittet med fremtiden.

9.2.1.2 International lovgivning:

Der er ikke sket så meget på den internationale front, som på den danske lovgivning på dette område. Den væsentligste ændring kan ses i IAS 23, som blev ændret fra og med 2009, hvor man kan medtage låneomkostninger, der vedrører anskaffelsen til kostprisen for aktivet. For regnskabsår der er påbegyndt 1. januar 2013 eller senere, er al IFRS vejledning i opgørelse af dagsværdi bortset fra opgørelse af dagsværdi ved aktiebaseret aflønning efter IFRS 2 og leasing efter IAS 17, samlet i en standard IFRS 13, som ligeledes også har de fleste oplysningskrav vedrørende dagsværdi. IFRS 13 erstatter IAS 40 oplysningskrav. Der ses ikke nogen væsentlige forskelle mellem IFRS 13 og IAS 40. IAS 40 præciserer dagsværdien og skal være med til at afspejle den aktuelle markedssituation og forholdene på balancedagen, og IFRS 13 skal fokusere på de input, der anvendes til at opgøre dagsværdien

9.2.2 Praksis

9.2.2.1 anbefalinger fra Erhvervsstyrelsen

Notatet fra Erhvervsstyrelsen 2009 viser, at Erhvervsstyrelsen har oplevet, at finanskrisen har medført sig en del usikkerhed på markedet for ejendomme, og denne tendens har medført faldende værdier, som gerne skal afspejles i regnskaberne. Men Erhvervsstyrelsen har fundet ud af, at dette ikke i alle tilfælde har været en realitet, men de har set flere ejendomme været overvurderet i regnskaberne i forhold til den værdi, de skulle have haft ved en korrekt anvendelse af regnskabsreglerne. Meningen med dette notat var at gøre opmærksom på de forhold, som Erhvervsstyrelsen har konstateret og herigennem medvirke til en højere kvalitet af regnskaberne. Notatet er især rettet mod de virksomheder, der har bevæget sig på kanten

af loven, eller mere præcist sagt på den forkerte side. Det er endvidere vigtigt, at virksomhederne er nøje med fastlæggelsen af afkastkravet, der skal anvendes⁸⁹.

Notatet som Erhvervsstyrelsen har udarbejdet er kun til en præcisering af lovgivningen, så de virksomheder der ikke er omhyggelige med værdiansættelsen, kan bruge dette som en rettesnor næste gang, så de bliver mere omhyggelig med værdiansættelsen af investeringsejendomme. De vigtige hovedkonklusioner i notatet er følgende:

- Metoder til vurdering af investeringsejendomme
 - Ekstern vurdering udarbejdet af en vurderingsmand
 - Afkastbaserede model
- Præciserede oplysningskrav

Metoder til vurdering af investeringsejendomme:

Notatet henvender sig til de virksomheder som anvender dagsværdi efter ÅRL § 38.

Ekstern vurdering fra en vurderingsmand:

Erhvervsstyrelsen inddrager dette punkt, da nogle vurderingsmænd i nogle tilfælde inddrager fremtidige investeringer i forudsætningerne, som ligger til grund for målingen af ejendommens værdi. Når en vurderingsmand laver en ekstern vurdering skal ejendommen vurderes ud fra faktiske forhold på balancedagen, og der kan ikke tages hensyn til effekter af fremtidig udbygning eller modernisering af ejendommen.

Afkastbaserede model:

Erhvervsstyrelsen har noteret sig, at der er en række ejendomsmæglere der fremkommer med analyser for fastlæggelse af forrentningskravet, som kan give inspiration til et passende niveau. Afkastkravet varierer afhængig af ejendommens karakter og beliggenhed, samt over tid. Da forrentningskravet er med til at afgøre ejendommens værdi sammen med det forventede driftsafkast. Erhvervsstyrelsen kom frem til i deres undersøgelse, at visse virksomheder anvender et forrentningskrav som ligger væsentligt under niveauet for de indikatorer som f.eks. beliggenhed, lejestigninger og solide lejere. Andre virksomheder

⁸⁹ Erhvervsstyrelsen: ”Måling (værdiansættelse) af ejendomme”, side 1+4, 3. april 2009

bruger forrentningskravet til at spekulere i for at opnå en højere værdi på ejendommen. Derfor skal der tages en nøje vurdering, når der sker fastlæggelse af forrentningskravet, da forrentningskravet skal repræsentere forrentningen af investeringen.

Præciserede oplysningskrav:

Der skete præcisering af ÅRL i 2008 til krav om oplysninger om indregning og måling af investeringsejendomme. Der blev tilføjet et nyt krav i ÅRL § 53, stk. 2, nr. 1, litra b, hvor der skal oplyses omkring forudsætninger for den valgte beregningsmetode ved måling af investeringsaktiver til dagsværdi i henhold til ÅRL § 38, så de eksisterende rammebestemmelser blev præciseret. Ændringen af ÅRL trådte i kraft for regnskabsår, der startede 1. september 2008 eller senere.

9.2.2.2 Best practice fra Ejendomsforeningen Danmark

Ejendomsforeningen har i juni 2009 udgivet en lille folder omkring ”*best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber*”, som kommer med anbefalinger, der ligger udover den danske lovgivning til virksomheders ledelse omkring bedre adfærd over for investorernes interesse, så investorerne får det størst mulige afkast i forhold til en kendt risikoprofil. Endvidere anbefaler Ejendomsforeningen Danmark informationer, som bør indgå i årsrapporten. Det er f.eks. følgende:

- Risiko på balancedagen
- Oplysninger omkring periodens afkast
- Oplysninger om balancetidspunktets ejendomsværdier
- Oplysninger om balancetidspunktets ejendomme

Endvidere vurderer de, at hver tredje år, skal man have en ekstern vurderingsmand til at vurdere dagsværdien på investeringsejendommene⁹⁰.

Ud fra denne anbefaling fra Ejendomsforeningen Danmark mener jeg, at virksomheder bør tænke over deres formulering og tage nogle af deres anbefalinger med i årsrapporten, så det giver et mere retvisende billede over for investorerne, og ellers bør virksomheden kontrollere ÅRL § 11 omkring det retvisende billede.

⁹⁰ Ejendomsforeningen Danmark: ”*Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber*”, juni 2009

9.2.2.3 Fondsrådsafgørelse den 9. januar 2012 Ejendomsaktieselskabet Pakhuset

I afgørelsen vedrørende Ejendomsaktieselskabet Pakhuset som var noteret på GXG Markets kom fondsrådet frem til, at ejendomsselskabet ikke levede op til kravene omkring måling og præsentation af investeringsejendomme. Pakhuset mente, at de anvendte DCF-modellen til beregning af dagsværdi, men jf. fondsrådet, brugte de mere normalindtjeningsmodellen til beregning, da de ikke havde dokumentation for, at de havde medregnet fremtidige påvirkninger i cash flowet, og fordi de kun havde en 1 års budgetperiode, som dokumentation, som ikke er i overensstemmelse med IAS 40, samt at de ikke havde dokumentation for de eksterne foretagne værdiansættelser af en valuar. Ligeledes kunne de ikke redegøre for grundlaget af dagsværdien og dokumentation som nævnt. Endvidere mente fondsrådet, at der ikke forelå tilstrækkelig information omkring det anvendte afkastkrav, som er et yderst vigtigt område i dagsværdiberegningen, da der ikke var oplyst omkring forudsætningerne herfor og ejendommene stod opført til uændrede værdier eksklusiv forbedringer siden 2007 frem til 2009.

Fondsrådets konklusion var, at der ikke var så meget nyt at hente omkring anvendelsen af værdiansættelsesmodellerne til brug for investeringsejendomme, men de præciserede nødvendigheden af, at grundlaget for værdiansættelsen skal dokumenteres. Endvidere havde de ikke i overensstemmelse med IAS 40 afsnit 46 litra c foretaget korrekt beregning af dagsværdien på investeringsejendommene, og samtidigt havde de heller ikke de jf. IAS 40 afsnit 75 litra d givet krævede oplysninger.

Ejendomsaktieselskabet Pakhuset skulle dokumentere den foretagne beregning af dagsværdien pr. 31. december 2010, som er i overensstemmelse med IAS 40. Hvis dette ikke var muligt, skulle virksomheden foretage en ny beregning af dagsværdien pr. 31. december 2010 i overensstemmelse med reglerne i IAS 40⁹¹.

⁹¹ Erhvervsstyrelsen/fondsrådet: "Afgørelse vedrørende årsrapporten for regnskabsåret 2010 for Ejendomsaktieselskabet Pakhuset", side 13, 9. januar 2012

10.0 Analyse af værdiansættelsesmodellerne ud fra nogle forskellige risikoscenarier

I dette kapitel vil jeg kigge nærmere på værdiansættelsesmodellerne, normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen, og opstille nogle risikoscenarier, hvor jeg vil afprøve hver model, og se hvilken dagsværdi de beregner på en ejendom, hvor jeg har lagt de samme forudsætninger til grunde for hver model. Casen vil tage udgangspunkt i de problematikker, der foreligger, når man skal værdiansætte en ejendom. Der vil i hvert scenarie være fokus på en problemstilling for overskueligheden. Der vil blive taget udgangspunkt i de risikoscenarier som finansanalytikerens forening påpeger, er vigtige i forbindelse med en værdiansættelse af en ejendom.

De fire risikoscenarier er:

1. Lejeindtægter
 - a. Tomgang
 - b. Pristalsregulering af husleje hvert år
2. Forbedringsudgifter
3. Afkastkravets følsomhed
4. Modellernes følsomhed⁹²

Jeg vil opstille forudsætningerne for hvert scenarie under hver case herunder, og selve beregningen vil foreligge som bilag, da beregningerne fylder meget. Beregningerne foreligger fra bilag 3.

Generelle forudsætninger:

- Kontorejendom i indre København på i alt 2.500 m² med en markedsleje på 1.300 m² jf. Colliers⁹³
- Vedligeholdelsesudgifter budgetteret til 3 % af lejeindtægterne⁹⁴
- Administrationsomkostninger er budgetteret til 1 % af lejeindtægterne⁹⁵
- Driftsudgifter budgetteres til at andrage 5 %. Dette omfatter ejendomsskatter, forsikring, vicevært og abonnemeter mv.
- Afkastkrav: 5,50 % (standard)⁹⁶

⁹² Den danske finansanalytikerforening og KPMG: "Anbefalinger & nøgletal 2010", side 40-43, 2010 og "ejendom & enterprise- investeringsejendomme", side 62-63

⁹³ Colliers: "Colliers markedsplus 3. kvartal 2014", side 2, 2014

⁹⁴ Ejendomsforeningen Danmark: "Værdiansættelse af investeringsejendomme- anbefalinger til DCF- modellen", side 52, oktober 2010

⁹⁵ Ejendomsforeningen Danmark: "Værdiansættelse af investeringsejendomme- anbefalinger til DCF- modellen", side 52, oktober 2010 – taget udgangspunkt i deres bestemmelse og vurderet ud fra min egen overbevisning i forhold til mine egne kunder og deres administrationsomkostninger i forhold til areal

⁹⁶ Colliers: "Colliers markedsplus 3. kvartal 2014", side 2, 2014

10.1 Behandling af risikoscenarie 1 med lejeindtægter

Det vil være relevant at kigge nærmere på lejeindtægter herunder tomgang og pristalsregulering af husleje. Det varierer meget på landsbasis om du befinder dig i Jylland eller på Sjælland f.eks. en kontorejendom der befinder sig i det indre København, der har man en tomgang på 8,80 % som er et fald på 1,30 procentpoint fra 1. kvartal 2014 til 3. kvartal 2014. De største tomgange i øjeblikket finder vi i Østjylland, Fyn og Nordsjælland fra 10,7 % til 12,3 %, som det højeste i tomgang⁹⁷. Man skal være opmærksom på ved tomgang, om det er en enkeltbruger-ejendom eller flerbruger-ejendom. Da risikoen for tomgang ved enkeltbruger-ejendom kan vurderes ud fra lejers uopsigelighed på den eksisterende lejekontrakt samt lejers bonitet. Endvidere kan tomgangsperioden vurderes ud fra lejemålets stand, størrelse, indretning og beliggenhed i forhold til efterspørgselsituationen i området. Ved en flerbruger-ejendom er uopsigeligheden ofte kortere og lejemålene mindre jf. lejekontrakten. Her kan man bedre lave en gennemsnitsbetragtning baseret på historiske data på den enkelte ejendom og markedskendskab, eller tage et kvalificeret skøn der alene er baseret på markedskendskab. Man vil ofte basere sin tomgang på en række forudsætninger og antagelser samt et professionelt skøn⁹⁸.

Ses der på pristalsregulering af husleje for årene 2012-2013 ud fra nettoprisindekset, er der kun sket en stigning på de 1,2 % jf. nettoprisindekset fra december 2012, 130,1 til 131,3, december 2013. Hvor vi bare et par år tidligere så, at der var huslejestigninger mellem 2-3 % om året ud fra nettoprisindekset⁹⁹.

10.1.1 Normalindtjeningsmodellen lejeindtægter:

10.1.1.1 Tomgang:

- Tomgang 0 %
- Tomgang 5 % (Taget ud fra den betragtning at det ligger mellem 0 og den historiske tomgang)
- Tomgang historisk 8,80 % (Colliers status 3. kvartal 2014)

⁹⁷ Colliers: "Colliers status 3. kvartal 2014", side 3, 2014

⁹⁸ Ejendomsforeningen Danmark: "Værdiansættelse af investerings ejendomme- anbefalinger til DCF- modellen", side 41, oktober 2010

⁹⁹ <http://www.dst.dk/da/Statistik/emner/forbrugerpriser/nettoprisindeks.aspx>

Efter de tre beregninger på tomgangsscenario ser man ud fra normalindtjeningsmetoden, at dagsværdien er følgende ved de tre eksempler, se endvidere bilag 2 for udregninger:

- Tomgang 0 % dagsværdi på 53.773.000 kr.
- Tomgang 5 % dagsværdi på 50.818.000 kr.
- Tomgang historisk 8,80 % dagsværdi på 48.573.000 kr.

Ud fra dette scenarie med normalindtjeningsmodellen kan man se, at bare små forskelle i tomgangsvurderingen kan give store udsving på dagsværdien. Så forskellen mellem tomgang 0 % til historisk er 5.200.000 kr. Hvis der ikke blev taget hensyn til tomgangen ville ejendommen være overvurderet med 9,68 %, som ville give et misvisende billede overfor investor, som tror ejendommen er værdiansat pålideligt. Ved opgørelsen skal man således være opmærksom på hvilken tomgangsprocent, man anvender i beregningen. Tomgangsprocenten er et forsigtigt skøn på, hvad fremtiden vil bringe med tomgang, men som udgangspunkt ville jeg vælge den på 5 %, da den historiske er set over hele Danmark, og den svinger meget fra landsdel til landsdel. De 5 % er det, man forventer fremadrettet jf. Colliers, og vil derfor give den bedste informationsværdi overfor regnskabsbrugeren, og set på danmarkskortet fra Colliers ligger tomgangsprocenten på 8,80 % i indre København, så det er vurderet ok, da tomgangen blevet sænket med 1,30 % fra de 10,10 til de 8,80 % bare fra 1. til 3. kvartal 2014. Når tomgangsprocenten skal fastlægges, skal man se på hvordan udskiftningen normalt er for ejendommen, og om der i lejekontrakten er anført, hvor længe lejeforholdet er bindende, eller om der er nogen bindinger herpå.

10.1.1.2 Pristalsregulering husleje

- Pristalsregulering 0 %
- Pristalsregulering 3 %
- Pristalsregulering ud fra nettoprisindekset 1,2 %

Ud fra ovenstående forudsætninger er jeg kommet frem til nedenstående figur 9 omkring pristalsregulering af husleje sat op i mod tomgangen i kontorejendommen bilagene ses i 3-5.

Scenarie 1 med lejeindtægter opholdt mod tomgang og pristalsregulering

		Tomgang		
		0 %	5 %	8,80 %
Pristalsregulering	0 %	53.773.000	50.818.000	48.573.000
Pristalsregulering	3 %	55.545.000	52.591.000	50.345.000
Pristalsregulering	1,20 %	54.482.000	51.527.000	49.282.000

Figur 10

Kilde: Egen tilvirkning

Ud fra dette scenarie kan der ses, at jeg har sat pristalsreguleringen op mod tomgangen for at se, hvilken indvirkning pristalsreguleringen har på dagsværdi beregningen ved normalindtjeningsmodellen i forhold til tomgang. Man ser, at pristalsreguleringen har en stor betydning for værdiansættelsen af ejendommen, og det vil også være mest korrekt med en pristalsregulering på ejendommen, da det vil give det mest retvisende billede, da stort set alle lejekontrakter indebærer en pristalsregulering hvert år eller en form for huslejestigning generelt med fast beløb hvert år. Men hvis man anvender nettoprisindekset, vil det være mest korrekt at anvende pristalsreguleringen på de 1,2 % op mod det valgte ovenfor ved tomgang på de 5 %. Da det er den historiske pristalsregulering på nettoprisindekset, som man kender ud fra faktiske beregninger fra Danmarks statistik, så vil værdien ligge på 51.527.000 kr.

Men i normalindtjeningsmodellen bruges der ikke pristal, da der kun arbejdes med et normalår af gangen, og ikke flere år som DCF-modellen. Derfor vil den mest korrekte værdi være pristalsregulering 0 % og en tomgang på de 5 %, som giver en værdi på 50.818.000 kr. i dette eksempel, når man ikke regner med pristal i normalindtjeningsmodellen.

10.1.2 DCF-modellen lejeindtægter

10.1.2.1 Tomgang:

- Tomgang 0 %
- Tomgang 5 % (Taget ud fra den betragtning af det ligger mellem 0 og den historiske tomgang)
- Tomgang historisk 8,80 % (Colliers status 3. kvartal 2014)

Efter de tre beregninger på tomgangsscenario ser man ud fra DCF-modellen at dagsværdien er følgende ved de tre eksempler, hvor udregningerne kan ses i bilag 11-13:

- Tomgang 0 % dagsværdi på 54.796.792 kr.
- Tomgang 5 % dagsværdi på 52.497.122 kr.
- Tomgang historisk 8,80 % dagsværdi på 50.275.435 kr.

Ud fra beregningerne fra DCF-modellen kan man se, den største dagsværdi ligger på 54.796.792 kr. ved ingen tomgang, men det er ikke realistisk, da man jævnligt risikerer tomgang pga. fraflyttede lejere, så scenarie et med 0 % tomgang er overvurderet ifølge min holdning.

Scenarie to tager hensyn til tomgang på 5 %, som giver en dagsværdi på 52.497.122 kr., som er mere realistisk i forhold til de to ovenstående scenarie et og tre. Jeg mener scenarie tre, er undervurderet, da tomgangen er historisk høj og i en nedadgående retning jf. Colliers, men i 3. kvartal 2014 befandt

tomgangen sig på de 8,80 %, som giver en dagsværdi på 50.275.435 kr., så jævnfør Colliers mener de, at den vil falde fremover, og dette sås også fra 1. kvartal til 3. kvartal, hvor tomgangen på kontorbygninger faldt med 1,30 % for 2014.

10.1.2.2 Pristalsregulering husleje

- Pristalsregulering 0 %
- Pristalsregulering 3
- Pristalsregulering ud fra nettoprisindekset 1,2 %

Totalark scenarie 1

	Pristalsregulering		
	0 %	3 %	1,20 %
Tomgang 0 %	54.796.792	56.531.020	55.490.483
Tomgang 5 %	52.497.122	54.251.087	53.198.708
Tomgang 8,80 %	50.275.435	52.029.399	50.977.020

Figur 11

Kilde: Egen
tilvirkning

I dette senarie har jeg koblet pristalsregulering på tomgangen for at se, hvordan værdiansættelsen så ville ende ud, og udregningerne ses i bilag 14-21, da man ofte hvert år laver en pristalsregulering på lejers husleje jf. deres lejekontrakt omkring stigning jf. nettoprisindekset eller et forudbestemt beløb. Jf. figuren kan man se, at den største dagsværdi er den med 0 % tomgang og størst pristalsregulering på 3 % på 56.531.020 kr., og den mindste er den dagsværdi med tomgang 8,80 % og pristalsregulering på 0 % som giver en værdi på 50.275.435 kr. Men jeg vil gå efter nettoprisindekset på de 1,20 % i pristalsregulering og en tomgang op de 5 % med en dagsværdi på 53.198.708 kr., som, ifølge min mening, er en af de mest korrekte værdier pga. at nettoprisindekset er pålideligt, da det bliver gjort op af Danmarks statistik, og jf. Colliers er tomgangsprocenten i nedadgående retning, selvom det kan være svært at spå om, hvordan nettoprisindekset reagerer ud i fremtiden på 10 år, men de 1,20 % er sat ind over hele den 10 årige periode, selvom det ville være mere præcist, hvis man kendte en bedre faktor til pristalsreguleringen, men det vil selvfølgelig hele tiden være usikkert, at se ud i fremtiden.

10.1.3 Sammenligning lejeindtægter mellem normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen

Hvis man sammenligner de to modeller, ser man, at de begge laver en overvurderet dagsværdi, hvis der ikke tages hensyn til tomgang eller pristalsregulering og laver en undervurderet dagsværdi, hvis de anvender den historiske tomgang og den højeste pristalsregulering. Derfor mener jeg, i normalindtjeningsmodellen anvender man pristalsregulering 0 % og tomgang 5 %, da modellen ikke tager hensyn til pristal. Men i DCF-modellen skal der anvendes pristalsreguleringen på de 1.20 %, og en tomgangsprocent der ligger på de 5 %. Forskellen mellem de to modeller giver en forskel på 2.380.708 kr., hvilket er en forskel i procent på 4,48 %. Det er DCF-modellen der har estimeret den højeste dagsværdi på 53.198.708 kr., og normalindtjeningsmodellen ligger på 50.818.000 kr. Ud fra denne betragtning skal man selvfølgelig også vurdere, om det giver et retvisende billede at værdiansætte ejendommen til DCF-modellens svar på dagsværdi, da man skal se på andre sammenlignelige ejendomme i området. Men da DCF-modellen er mere kompliceret at anvende, kan man bruge en medarbejder for de 2.380.708 kr. før nytteværdien ved DCF-modellen bliver lavere end normalindtjeningsmodellen. Så i dette scenarie skal der bruges opmærksomhed på, at normalindtjeningsmodellen ikke tager højde for pristalsreguleringer, da der kun bliver beregnet dagsværdi på baggrund af et normalår, hvorimod DCF-modellen godt kan bruge pristalsreguleringer, da den beregner dagsværdien over en periode på 10 år. Så i dette eksempel kan de to modeller ikke 100 % sammenlignes, når normalindtjeningsmodellen ikke tager højde for pristal.

10.2 Behandling af risikoscenarie 2- forbedringsudgifter

Der laves løbende forbedringsudgifter på ejendomme, for at de kan holde deres værdi fremadrettet. I dette scenarie skal en kontorejendom ombygges for 2.500.000 kr.

I tilfældet er der ikke taget højde for en mulig huslejestigning ved denne forbedring af ejendommen. Men i virkeligheden ville dette typisk medføre en huslejestigning, hvis det vil forbedre lejernes vilkår f.eks. nyt køkken eller generelt renovering af ejendommens lokaler mv. Men isoleret set vil der kun blive set på, hvad der vil ske med værdiansættelsen af ejendommen ved en forbedringsudgift på de 2.500.000 kr.

10.2.1 Normalindtjeningsmodellen- forbedringsudgifter

- Ingen forbedringsudgifter
- Alle forbedringsudgifter med samtidigt
- Forbedringsudgifter spredt over en 5 årig periode under driftsafkastet som et gennemsnit over 5 år

Ud fra forbedringsudgifter i scenarie 2 kommer man frem til følgende dagsværdier ud fra de tre forskellige situationer.

- Ingen forbedring giver en dagsværdi på 53.773.000 kr.
- Alle forbedringsudgifter samtidigt giver en dagsværdi på 51.273.000 kr.
- Forbedringsudgifter fordelt ud over 5 år giver en dagsværdi på 44.682.000 kr.

Når normalindtjeningsmodellen anvendes, og der ikke er nogen korrektion på ejendommen pga. forudsætning omkring ingen forbedringsudgifter. Så er dagsværdien max 53.773.000 kr. ved normalindtjeningsmodellen for ejendommen.

Indregnes der i stedet en korrektion under særlige forhold, så vil den samlede dagsværdi falde med 2.500.000 kr. til en dagsværdi på 51.273.000 kr.

Fordeles forbedringsudgifterne i stedet ud over en periode på fem år, så vil gennemsnittet hvert år være 500.000 kr. til forbedring, som vil resultere i den dagsværdi på 44.682.000 kr., som er det laveste af de tre scenarier. Udregningerne kan ses i bilag 6.

Dagsværdien under ingen forbedring vil være højest, men ikke den reelle værdi. Den er overvurderet, da der ikke er taget højde for forbedringsudgifter. Derimod vil eksemplet med forbedringsudgifterne fordelt udover 5 år betyde en undervurderet dagsværdi pga. at korrektionen sker som en periodisering over fem år, og dagsværdien bliver lav pga. at omkostningerne er indeholdt i driftsafkastet, som vil påvirke dagsværdien, når den skal holdes op mod afkastkravet. Eksempel to indregner hele forbedringsudgiften med det samme under særlige forhold, da de ikke skal påvirke beregningen af dagsværdien, udover at de 2.500.000 kr. skal fratrækkes efter den beregnede dagsværdi, så dagsværdien ikke påvirkes igennem driftsafkastet og afkastkravet. Som der er gjort i eksempel to, er der taget hensyn til både driftsafkastet og forbedringen. Min holdning og vurdering er, at eksempel to giver den bedste vurdering af dagsværdien.

10.2.2 DCF-modellen forbedringsudgifter

- Forbedringsudgifter ingen korrektion
- Forbedringsudgifter afholdt primo
- Forbedringsudgifter afholdt medio i 5 år

Ud fra dagsværdiberegning for DCF modellen på forbedringsudgifter ud fra tre forskellige situationer bliver der beregnet følgende dagsværdier.

- Forbedringer uden korrektion giver en dagsværdi på 54.796.792 kr.
- Forbedringer primo giver en dagsværdi på 52.296.792 kr.
- Forbedringer medio giver en dagsværdi på 52.924.791 kr.

Hvis der ikke bliver afholdt nogen forbedringsudgifter vil dagsværdien give 54.796.792 kr. som ved tomgang 0 % oppe under scenarie et omkring tomgang og pristalsregulering. Dette vil føre til en overvurderet værdi, som ikke er realistisk ved begge modeller.

Men så er det andet spørgsmål, hvilket af forbedringstidspunkterne man vælger. Det skal jo være ud fra en overbevisning om, hvornår man mener, der vil ske en forbedring af ejendommen. Da et valg om det ene tidspunkt frem for det andet, kan betyde en væsentlig ændring i dagsværdien. Jo længere tid man venter med forbedringsudgiften, jo højere bliver dagsværdien, da tilbagediskonteringen først bliver belastet i år 5 ved medio i forhold til ingen korrektion, og primo bliver tilbagediskonteringsværdien allerede provokeret der, og er med til at sænke dagsværdien fremadrettet, da man har taget omkostningen tidligere i forløbet. Man skal derfor være rimelig præcis, når man indtaster sin bestemmelse for forbedringsudgiften. Udregningerne kan ses i bilag 22-24.

10.2.3 Sammenligning normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen i forhold til forbedringsudgifter

I det første eksempel med ingen forbedringsudgifter har begge modeller en overvurderet dagsværdi.

Det giver følgende dagsværdier:

- Normalindtjeningsmodellen 53.773.000 kr.
- DCF-modellen 54.796.792 kr.

Hvilket giver en forskel på 1.023.792 kr. som svarer til 1,87 %.

Dernæst skal primo forbedringer holdes op mod normalindtjeningsmodellens beregning med særlige forhold, hvor hele udgiften blev taget med det samme.

Det giver følgende dagsværdier:

- Normalindtjeningsmodellen 51.273.000 kr.
- DCF-modellen 52.296.792 kr.

Hvilket giver en forskel på 1.023.792 kr. som svarer til 1,96 %.

Den næste, med forbedringer medio sat op mod normalindtjeningsmodellen med en fordeling over 5 år, vil give følgende dagsværdier:

- Normalindtjeningsmodellen 44.682.000 kr.
- DCF modellen 52.924.791 kr.

Hvilket giver en stor forskel på 8.242.791 kr. som svarer til 15,58 %

Min vurdering er, at begge modeller i dette eksempel giver et retvisende billede af værdiansættelsen ved eksempel to omkring forbedringer primo og normalindtjeningsmodellen under særlige forhold, da de vurderes, at give den bedste værdiansættelse samlet i forhold til medio og normalindtjeningsmodellen fordelt over fem år, som jeg ikke mener, vil give den mest korrekte værdi, og disse to vil også have den største forskel i dagsværdiberegning. Ud fra disse beregninger vil jeg vælge eksempel to, hvor der kun er en forskel på 1.023.792 kr. i dagsværdiberegningen som svarer til 1,96 % i forskel mod 15,58 %, hvis man valgte fordeling af udgifter over fem år og medio udgifter, hvilket er en stor forskel. Det er DCF-modellen, der har den højeste værdi i forhold til normalindtjeningsmodellen ved scenarie med primo forbedringer og udgifter til forbedringer indregnet under særlige forhold i samlet beløb. Som i det første risikoscenarie er der 1.023.792 kr. til aflønning af medarbejdere til beregning ud fra DCF-modellen, før nytteværdien vil blive lavere ved at gøre brug af normalindtjeningsmodellen. Man skal stadig huske på, om den frembragte dagsværdi ved DCF-modellen er realistisk i forhold til andre sammenlignelige ejendomme i nabolaget, eller om værdien er helt skruet i forhold hertil pga. måske en fejlberregning eller budgettering. Så man skal vurdere, om det er den, der giver det mest retvisende billede.

10.3 Behandling af risikoscenarie 3 afkastkravets følsomhed

Afkastkravet er en meget følsom faktor, så heldigvis har ejendomsmæglerfirmaet Colliers gjort det nemmere for revisorer mv. at fastsætte afkastkravet ud fra nogle bestemmelser omkring beliggenhed som benævnes bedste, standard og under middel i de forskellige større byer i Danmark, men der er stadig indregnet skøn, hvis den pågældende by, man skal bestemme afkastkravet for, ikke befinder sig i Colliers markedsplus rapporter.

10.3.1 Normalindtjeningsmodellen afkastkravets følsomhed

Afkastkrav er bestemt ud fra Colliers kontorejendomme København City.

- Afkast 5,25 % (bedste)
- Afkast 5,50 % (standard)
- Afkast 5,75 % (under middel)¹⁰⁰

Der bliver beregnet frem til følgende dagsværdier ud fra ændring i afkastkravet:

- Afkast 5,25 % (bedste) dagsværdi 56.333.000 kr.
- Afkast 5,50 % (standard) dagsværdi 53.773.000 kr.
- Afkast 5,75 % (under middel) 51.435.000 kr.

Udregningerne kan findes under bilag 7. Ved afkastet på 5,25 % opnås den største dagsværdi af de tre scenarier. Det er også fordi 5,25 % er det bedste afkastkrav, man kan få af de tre afkast, der er opstillet. Hvis man ser på de tre værdier, er der en stor forskel fra bedst til under middel, så man skal være meget opmærksom, når man vil fastsætte afkastkravet, da det kan give en stor forskel i dagsværdien, hvis man bruger det ene afkast frem for det andet. Fra bedst til standard er der en forskel på 2.560.000 kr., som vil være en ændring på 4,54 % i dagsværdi. Fra standard til under middel er der 2.338.000 kr., som er en ændring på 4,35 % i nedgang på dagsværdi.

De store værdiforskelle gør, at man skal være meget opmærksom, når man opgør afkastkravet, og hvilke faktorer man medtager i beregningen af afkastkravet. Men jo højere afkastkravet er oprindeligt, jo mindre vil påvirkningen af afkastkravet også være. Så sammenlagt vil det være relevant at inddrage flere ledere eller eksterne vurderingsmænd til bestemmelse af afkastkravet, så man får det så præcist som muligt, da vi kan se ovenfor, at der er stor spredning af værdien fra bedst til under middel på 8,7 %, hvilket er meget. Set i forhold til resultatet i årsrapporten for virksomheden, kan det have en stor betydning for resultatet og måske endda den fortsatte drift, hvis man kommer så langt ud. Så vær opmærksom når afkastkravet skal fastlægges, da det er meget følsomt overfor ændringer, og man skal være opmærksom på om de faktorer, der indgår i afkastkravet er opgjort korrekt.

¹⁰⁰ Colliers: "Colliers markedsplus 3. kvartal 2014", side 2, 2014

10.3.2 DCF-modellen, afkastkravets følsomhed

Afkastkrav er bestemt ud fra Colliers kontorejendomme København City.

- Afkast 5,25 % (bedste)
- Afkast 5,50 % (standard)
- Afkast 5,75 % (under middel)¹⁰¹

Ud fra ovenstående eksempler på afkastkrav, blev der beregnet følgende dagsværdier ud fra DCF-modellen.

- Afkast 5,25 % (bedste) giver en dagsværdi på 57.276.335 kr.
- Afkast 5,50 % (standard) giver en dagsværdi på 54.796.792 kr.
- Afkast 5,75 % (under middel) giver en dagsværdi på 52.534.687 kr.

I bilag 25 foreligger udregningerne. Man kan se ud fra DCF-modellen, at der er store udsving i dagsværdi ved ændring i afkastkravet, så man skal være ekstrem opmærksom, når man bestemmer hvilket afkastkrav, man vil anvende på sine ejendomme, da det kan give store forskydninger i værdierne, om man vælger det ene afkastkrav frem for det andet. Blot fra bedst til standard svinger dagsværdien med 2.479.543 kr., som er 4,33 % i forskel på dagsværdierne, hvilket ikke synes af meget, men man skal sætte det i forhold til, at man har ændret afkastkravet med 0,25 %. Tager man derimod fra standard til under middel, er der en forskel på 2.262.105 kr., hvilket svarer til 4,13 % i ændring af dagsværdien. Man skal ind og kigge på Colliers, og se om man kan bruge deres opgørelser af afkastkravene, ellers skal man se, om man kan sammenligne sin beregnede dagsværdi ud fra en lignende ejendom, der er blevet solgt i det område, hvor ejendommen er beliggende, så man kan se om beregningen muligvis er overvurderet eller undervurderet. Afkastkravet er meget følsomt, som jeg har skrevet tidligere, især overfor ændringer, og man er derfor nødt til at være opmærksom på de faktorer, som indgår i afkastkravet, og ligeledes om de er opgjort korrekt. Men påvirkningen af afkastkravet mindskes på den måde, at jo højere afkastkrav du har, jo mindre ændring vil der blive i dit afkastkrav, og jo mindre afkastkrav du har, jo større udsving er der, da de mindste afkastkrav er dem, som bliver anvendt på de ejendomme med den bedste beliggenhed mv.

¹⁰¹ Colliers: "Colliers markedsplus 3. kvartal 2014", side 2, 2014

10.3.3 Sammenligning normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen i forhold til afkastkravets følsomhed

Ud fra testen af scenariet på afkastkravet på de to modeller kan jeg se, der er svingende afkastkrav. Derfor skal jeg ind og vælge et scenarie ud fra analysen af de to modeller, som vil give det mest retvisende billede.

Normalindtjeningsmodellens resultat af afkastændring:

- Afkast 5,25 % (bedste) dagsværdi 56.333.000 kr.
- Afkast 5,50 % (standard) dagsværdi 53.773.000 kr.
- Afkast 5,75 % (under middel) 51.435.000 kr.

DCF-modellens resultat af afkastændring:

- Afkast 5,25 % (bedste) giver en dagsværdi på 57.276.335 kr.
- Afkast 5,50 % (standard) giver en dagsværdi på 54.796.792 kr.
- Afkast 5,75 % (under middel) giver en dagsværdi på 52.534.687 kr.

Man kan se, hvis man sammenligner, at der er lidt større udsving i dagsværdien ved at anvende normalindtjeningsmodellen frem for DCF-modellen, så ville jeg konkludere, at normalindtjeningsmodellen er den mest følsomme model af de to værdiansættelsesmodeller, selvom jeg kan se, at ændringen i afkastkravet på de 0,25 % i gennemsnitlig på begge modeller ligger omkring de 4 %.

10.4 Behandling af risikoscenarie 4 metodernes følsomhed

I dette scenarie vil jeg teste på afkastkravet og sætte det op mod ændringer i driftsafkastet, for at se hvor meget dagsværdien ændrer sig, ved at man måske ikke har brugt de reelle tal i opgørelsen af driftsafkastet i forhold til forsikring, ejendomsskatter, driftsudgifter mv. Der vil blive anvendt de afkastkrav som Colliers kategoriserer dem efter, og som er gennemgået tidligere. Denne samme procentændring vil jeg anvende på driftsafkastet, når jeg skal beregne mig frem til dagsværdien.

10.4.1 Normalindtjeningsmodellen metodernes følsomhed

Afkastkrav:

- Bedste 5,25 %
- Standard 5,50 %
- Under middel 5,75 %

Driftsafkast:

- Ændring + 0,25 %
- Uændret
- Ændring – 0,25 %

		Afkastkrav		
		5,25 %	5,50 %	5,75 %
Driftsafkast	0,25 %	56.474.000	53.907.000	51.563.000
	0 %	56.333.000	53.773.000	51.435.000
	-0,25 %	56.193.000	53.638.000	51.306.000

Figur 12

Kilde: Egen tilvirkning

I bilag 8-10 foreligger udregningerne for scenarie 4 ved normalindtjeningsmodellen. Den højeste dagsværdi finder man ved det laveste afkastkrav 5,25 % (bedste) og ved en stigning i driftsafkastet på positiv 0,25 %, hvilket jf. ovenstående giver en dagsværdi på 56.474.000 kr. Dette gør sig modsat gældende ved et afkastkrav 5,75 % (under middel) og ved en negativ påvirkning af driftsafkastet på -0,25 %, som giver en dagsværdi på 51.306.000 kr. Dette er den laveste dagsværdi af de ni beregninger på afkastkrav og driftsafkast. Forskellen mellem den højeste og den laveste dagsværdi er 5.168.000 kr. Dette er en forskel på ca. 9 % fra den højeste til den laveste dagsværdiberegning på den samme ejendom med de samme oplysninger bortset fra afkastkrav og ændring i driftsafkast. Så ser man på det ovenstående skema, kan man se, at de største ændringer ligger i ændringen af afkastkravet, fordi driftsafkastet kun ændres med 7.438 kr. i positiv 0,25 % og ved negativ -0,25 % med -7.438 kr. Dette er beregnet ud fra overskud før vedligeholdelse/driftsafkast før korrektion. Så sammenlagt på baggrund af scenarie 4 kan det konkluderes, at modellerne er følsomme, og afkastkravet er mere følsomt for ændringer end driftsafkastet er.

10.4.2 DCF-modellen metodernes følsomhed

Afkastkrav:

- Bedste 5,25 %
- Standard 5,50 %
- Under middel 5,75 %

Driftsafkast:

- Ændring + 0,25 %
- Uændret
- Ændring – 0,25 %

		Afkastkrav		
		5,25%	5,50%	5,75%
Driftsafkast	0,25%	57.419.526	54.933.784	52.666.024
	0%	57.276.335	54.796.792	52.534.687
	-0,25%	57.133.144	54.659.800	52.403.350

Figur 13

Kilde: Egen tilvirkning

Bilagene ses i 26-28 for beregningerne og ovenstående figur 13. Den højeste dagsværdi kommer ved beregningen af et afkastkrav på 5,25 % og en positiv ændring i driftsafkastet på 0,25 %, hvilket resulterer i en værdi på 57.419.526 kr. Den laveste værdi fremkommer ved eksemplet med 5,75 % i afkastkrav og negativ ændring i driftsafkastet på -0,25 % på 52.403.350 kr. Når man læser dette, burde det alt andet lige også være korrekt, da et mindre afkastkrav, som er det bedste på 5,25 % og en positiv ændring i driftsafkastet på 0,25 % gerne skulle resultere i den højeste dagsværdi ud fra mit eksempel. Det modsatte gør sig gældende med en negativ ændring i driftsafkastet og et højere afkastkrav, som ligger under middel på 5,75 %.

Forskellen på den højeste og den laveste værdi er 5.016.176 kr., hvilket giver en forskel på 8,74 % i ændring af dagsværdien. Det er en væsentlig forskel, hvilket endnu engang viser, at det er vigtigt, at vurdere hvilket afkastkrav, man skal anvende i beregningen af sin dagsværdi og hvilke faktorer, der spiller ind, samt om man er sikker på sin opgørelse af sit cash flow.

Da vi kiggede på det tidligere scenarie 3 omkring beregning af afkastkravets følsomhed, kom jeg frem til, at fra bedst til standard i beregning af dagsværdien var der en forskel på 2.479.543 kr. svarende til 4,33 % i ændring på dagsværdien. Når jeg kombinerer dette resultat med det positive cash flow på de 0,25 %, så vil det ændre dagsværdien med 2.485.742 kr. Hvis man sammenholder disse, kan man se, at der kun er en forskel på ca. 6.200 kr. Denne ændring er ikke nok til at kunne konkludere på, at den tidligere opgjorte procentuelle forskel på de 4,33 % signifikant, og dermed kan det bevises, at afkastkravet er mere følsomt for ændringer end driftsafkastet.

10.4.3 Sammenligning normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen i forhold til metodernes følsomhed

Når begge modeller sammenholdes her, kan det ses, på begge modellers udregninger, at det er ved en dagsværdi på 5,25 % og en positiv ændring i driftsafkastet på 0,25 % at den højeste dagsværdi fremkommer. Det samme gør sig gældende ved den laveste beregning af dagsværdien, som fremkommer ved et driftsafkast på 5,75 % og en negativ ændring i driftsafkastet på -0,25 %. Jeg fandt endvidere ud af, at afkastkravet er mere følsomt overfor ændringer end ændringer i driftsafkastet.

10.5 Sammenholdelse af normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen efter gennemgang af risikoscenarierne

Efter gennemgangen af de fire risikoscenarier er min vurdering i forhold til situationen i verden, at der kan være mange ting, der taler for, at DCF-modellen er bedst af disse, da denne kan håndtere flere udfordringer, og især dem vi har set i finanskrisen, som har ramt os de senere år, og stadig er her. Endvidere kan DCF-modellen tage højde for lavkonjunktur ud fra udgangspunktet med fastlæggelse af budgetperioden og fastsættelse af diskonteringsfaktoren samt forrentningskravet i terminalværdien. Desuden er der flere elementer i DCF-modellen, der tager højde for finanskrisen. F.eks. i budgetperioden kan DCF-modellen tage højde for de usædvanlige pengestrømme, der kan gives ved en lavkonjunktur, og det kan afkastkravet ikke i samme omfang gøre i normalindtjeningsmodellen. Derimod kan det siges i DCF-modellen, at diskonteringsfaktoren er fastlagt ud fra nogle samfundsmæssige, konjunkturbetingede og individuelle kvalitetsforhold som ikke er håndgribelige i forhold til budgettering i budgetperioden. De omtalte forhold skal man være utrolig opmærksom på, da der hurtigt kan ske skønmæssige fejl, som kan have store konsekvenser for fastlæggelsen af dagsværdien. Min holdning er endvidere, at finanskrisen har bidraget til, at pålideligheden er gået i den negative retning, da der er mange forhold, der er svære at lave et pålideligt skøn over, hvorfor selve nytteværdien er blevet lavere på baggrund af finanskrisen, som har været med til at skabe usikkerhed omkring værdiansættelsen af investeringsejendomme.

Erhvervsstyrelsen omtaler ligeledes i deres notat fra 2009, at de har set investeringsejendomme overvurderet, så regnskaberne, så pænere ud, og nogle virksomheder har været på kanten af loven. Så man skal være omhyggelig ved fastlæggelsen af værdiansættelsen.

11.0 Perspektivering US GAAP

Der vil i dette afsnit blive omtalt US GAAP¹⁰² og fortalt om, hvad det er. Det vil blive sat op i forhold til IFRS, mht. hvad forskellen er på disse to regelsæt, og en indgangsvinkel til hvor det hele startede.

11.1 Introduktion af IASB¹⁰³

Den internationale udstedende organisation IASC senere kaldet IASB blev stiftet tilbage i 1973 af revisorprofessioner fra ni lande, hvor hovedsædet blev London, hvor den også i dag er lokaliseret. IASB består i dag af ca. 140 organisationer fra mere end 100 lande. Den har til formål at harmonisere regnskabspraksis i medlemslandene. Endvidere er IASB en frivillig organisation uden nogen magtbeføjelser over for medlemslandene, da de ønsker at opnå enighed mellem de mere end 100 medlemslande. Denne proces endte ud i brede og uklare standarder, som havde en begrænset effekt. Derfor begyndte IASB i 1989 at indføre en begrebsramme, som skulle danne basis for udarbejdelsen af regnskabsstandarderne på et defineret grundlag.

I 2001 valgte IASB at ændre deres struktur, og formålet med IASB som nedenstående med udgangspunkt efter det amerikanske forbillede (FASB¹⁰⁴).

- Udvikle et sæt globale regnskabsstandarder af høj kvalitet, som ville være forståelige og kunne håndhæves fra juridisk side. Standarderne skulle medvirke til forståelighed og sammenlignelighed i årsrapporter, som kan afhjælpe deltagerne på verdens kapitalmarkeder ved de økonomiske beslutninger.
- Fremme brugen af standarderne og tage højde for specielle behov for de små og mellemstore virksomheder.
- Sørge for overensstemmelse mellem de internationale og nationale standarder, som vil sikre en løsning med høj kvalitet.

De standarder der bliver udstedt af IASC blev kaldt IAS og de nye gennemgribende ændringer i IAS blev betegnet IFRS.

IASB er en af de store standardudbydere på verdensplan, og den anden er den amerikanske FASB. Disse to udbydere har deres forskelligheder, som vil blive gennemgået nedenfor.

¹⁰² US GAAP- definition – generally accepted accounting principles

¹⁰³ IASB forkortelse af International Accounting Standards Board

¹⁰⁴ FASB forkortelse af Financial Accounting Standards Board

11.2 Konvergensprojektet et samarbejde mellem IASB og FASB

I 2002 i Connecticut blev der afholdt et fællesmøde mellem IASB og FASB, som også blev kaldt "the Norwalk Agreement", som havde til formål at udarbejde standarder af høj kvalitet. I 2004 blev projektet udvidet til også at udvikle en fælles begrebsramme, som skulle være med til at forbedre de nuværende begrebsrammer. Projektet blev afsluttet i 2012 efter at forskellige arbejdsgrupper havde arbejdet med at lave formuleringer af en fælles målsætning, kvalitetskrav og målesystem. Begrebsrammerne er nærtbeslægtede, men implementeringen af dem er forskellig. IASB regnskabsstandarder er mere principbaseret, hvorimod FASB standarder mere følger en regelbaseret tilgang. Dog kan der findes undtagelser hos dem begge¹⁰⁵.

11.3 US GAAP definition

Overordnet set skal man anvende US GAAP regelsættet, hvis man er et dansk datterselskab af en amerikansk koncern. De virksomheder som befinder sig eller bevæger sig ind på det amerikanske marked skal anvende og udarbejde deres årsrapport efter de amerikanske regnskabsreguleringer US GAAP. Endvidere vil selskabet, hvis der er 500 investorer hvoraf de 300 er amerikanske, markedsværdi over 75 mio. USD, være forpligtet til at følge de amerikanske rapporteringskrav¹⁰⁶.

11.4 IFRS kontra US GAAP

IFRS og US GAAP minder meget om hinanden teknisk set. Forskellen er, at US GAAP er regelbaseret, hvor regler tilføjes løbende med det resultat at virksomhederne kan følge reglerne til punkt og prikke og samtidigt levere et vildledende regnskab i strid med standardens hensigt, i modsætning til IFRS der er principbaseret hvor der indgår nogle elementer af detaljstyring. Ifølge IASB og FASB arbejder de sammen om at få de to standarder tættere på hinanden¹⁰⁷.

¹⁰⁵ Jens o. Elling: "Finansiell rapportering- teori og regulering", side 73-77

¹⁰⁶ PWC: "US GAAP", side 1,

¹⁰⁷ Wikipedia: "International Financial Reporting Standards", side 1

Forskelle mellem IFRS og US GAAP for investeringsjendomme

IFRS	US GAAP
Investeringsejendomme er ejendomme som er anskaffet for at opnå lejeindtægter, kapitalgevinster eller begge dele	I modsætning til IFRS er der ingen specifik definition på en investeringsejendom udover at en ejendom regnskabsmæssigt skal anses som materielle anlægsaktiver medmindre den opfylder kriterierne for klassifikation med henblik på salg
Besiddes ejendomme af en leasingtager gennem en operational leasing skal den klassificeres som en investeringsejendom, hvis resten af definitionen af investerings-ejendomme er opfyldt og leasingtager måler alle sine investeringsejendomme til dagsværdi	I modsætning til IFRS, kan ejendomme der besiddes af leasingtager gennem en operationel leasingkontrakt ikke blive indregnet ved opgørelse af den finansielle stilling
Hvis ejendommen bliver anvendt til flere formål vil ejendommen blive klassificeret som en investeringsejendom, hvis den del der bliver solgt eller lejet ud hører under finansiell leasing. Ellers skal hele ejendommen klassificeres som materielle anlægsaktiver medmindre den del af ejendommen som bliver anvendt til eget forbrug er ubetydelig	Der er ingen vejledning til hvordan klassifikationen skal ske ved dobbelt anvendelse af en ejendom. I stedet skal hele ejendommen regnskabsmæssigt indregnes som et materielt anlægsaktiv
Hvis en udlejer leverer andre accessoriske tjenesteydelser, og disse er ubetydelige for arrangementet som helhed, kan ejendommen stadig klassificeres som en investeringsejendom	I modsætning til IFRS har udlejers supplerende tjenesteydelse ikke nogen påvirkning på behandlingen af ejendommen som et materielt anlægsaktiv
Investeringsejendomme indregnes første gang til kostpris	Som IFRS skal ejendomme indregnes til kostpris under materielle anlægsaktiver
Efter første indregning skal alle ejendomme måles til dagsværdi eller anvende kostpris metoden. Hvis dagsværdi metoden er anvendt skal dagsværdireguleringen føres over resultatopgørelsen	Den efterfølgende indregning kan for alle investeringsejendomme måles til dagsværdi dog ikke leasing ejendomme
Offentliggørelse af dagsværdien for alle investeringsejendomme er påkrævet uanset hvilken model man anvender til måling	I modsætning til IFRS er der ingen krav til oplysning af dagsværdien på investeringsejendomme
De efterfølgende omkostninger kan kun aktiveres, såfremt det er sandsynligt, at det vil give anledning til fremtidige økonomiske fordele	Svarende til IFRS skal de efterfølgende omkostninger aktiveres, såfremt det er sandsynligt, at det vil give anledning til fremtidige økonomiske fordele
Overførsler til og fra en investeringsejendom kan kun ske, hvis der sker ændringer i anvendelsen af ejendommen	I modsætning til IFRS er investeringsejendomme regnskabsmæssigt sat under materielle anlægsaktiver, og der er ingen overførsler til og fra en investerings-ejendoms kategori

Figur 14: Egen tilvirkning med hjælp fra KPMG "IFRS compared to US GAAP; An overview", punkt 3.4

Ud fra ovenstående skema opfatter jeg US GAAP som et mere large regelsæt, som egentlig ikke har så mange fastlagte regler, da der ikke står noget i regelsættet omkring hvordan en investeringsejendom defineres, samt hvordan den skal klassificeres. Men efter begge regelsæt både US GAAP og IFRS kan man anvende kostpris og dagsværdi til indregning af sine investeringsejendomme. Men jf. den forskellige litteratur jeg har læst omkring US GAAP, kan en implementering af en ny regel tage lang tid inden man får sat den i værk og ført ud i livet, og den skal igennem FASB flere gange måske, inden de er helt enige.

Men mere generelt kan man også sige, at forskellen mellem IFRS og US GAAP ligger i, at IFRS har en masse retningslinjer, som er nogle generelle anbefalinger, mens US GAAP har mere specifikke anvisninger. US GAAP reglerne ønsker hele tiden at håndtere enhver situation, derfor er deres regler meget detaljerede og specifikke. Derfor siges det i USA, at så længe der ikke foreligger nogen formel regel som er overtrådt, så er alt i orden. Men som nævnt tidligere er IFRS mere principbaseret, hvilket stiller nogle flere krav til revisor, som skal være mere standhaftigt, og fordelene er at man i regnskabet kan afsløre alle de økonomiske realiteter. Men som tabellen fortæller ovenfor er der en del grundlæggende problemstillinger mellem IFRS og US GAAP, som giver en række problemstillinger i forbindelse med konvergensbestrebelse. Men ud fra læste artikler foreskriver de også, at IFRS og US GAAP ønsker, at få de to regelsæt til at konvergere i fremtiden og i den ene læste artikel stod der, at det ville ske i 2013/2014¹⁰⁸.

¹⁰⁸ PWC: "Fair value reporting for investment properties under US GAAP", august 2010

12.0 Fremtiden i forhold til investeringsejendomme

Nedenstående afsnit vil omhandle den økonomiske situation i Danmark her og nu og frem i tid. Endvidere vil der være et afsnit omkring vedtagelse af den nye ÅRL som i øjeblikket er i høringsudkast.

12.1 Fremtiden set ud fra den økonomiske situation i Danmark

I Danmark ser Colliers en svag økonomisk vækst i deres prognoser. I 2013 landede Danmark på 0,4 % i vækst¹⁰⁹. Denne lave vækst er forårsaget af, at væksten i det private forbrug har været begrænset på tværs af skattelettelser, lav inflation og en højere forbrugertillid¹¹⁰. Men selvom det har været en rutchebane siden finanskrisen indtrådte i 2008, forudser de fleste økonomiske prognoser en positiv vækst mellem 1-2 % i de kommende år. Den økonomiske vækst i Danmark er præget af lavkonjunktur ligesom i de fleste andre lande i Europa med nogle enkelte undtagelser. I USA er væksten noget højere end på de breddegrader, vi ligger på. Men samlet set, ser man en fremgang i den internationale økonomi, som man forventer fortsætter i de kommende år¹¹¹. Men jf. den nyeste opgjorte Colliers status for 3. kvartal 2014, mener de, at jf. flere og flere nøgletal tyder det på, at der er stigende økonomisk vækst på vej til Danmark. Den opgjorte vækst for 1. halvår 2014 udviser en stigning på 0,5 %, og de fleste prognoser peger på en samlet vækst på 1,5 % for hele 2014 og et lidt højere niveau for 2015. Så det er en stor ændring, vi ser fra 2013 på de ovenfor omtalte 0,4 % i vækst.

Forventningerne om en højere økonomisk vækst ses også ved den stigende fremgang på eksportmarkedet, og den øgede forbrugertillid. Det danske eksportmarked steg i 2013, selvom der var en begrænset fremgang i det øvrige EU område. Man forventer, at den ligeledes stiger for USA og Storbritannien, som også har en god vækst.

Forbrugertilliden er ligeledes godt på vej, da den har været voksende siden starten af 2013, og er i august 2014 oppe på et niveau, der hedder 11,4 %, hvilket er det højeste niveau siden 2007. Man ser den stigende tillid pga. faldende arbejdsløshed som ligger på 5,1 % for 2013 og kun året før lå den på 5,8 % i ledighed. Endvidere skyldes tilliden, at boligmarkedet er tøet lidt op, og priserne er blevet stabiliseret og stigende, men det ses mest i hovedstadsområdet. Men antallet af handler ligger fortsat på et lavt niveau.

Selvom man ser den stigende positivitet, skal vi stadig være varsomme, da vi er sårbare overfor de begivenheder, der kan ske i verden såsom Ukraine og Mellemøsten. Men nedenfor ses en kurve for hvordan væksten forventes at udvikle sig frem til 2016.

¹⁰⁹ Colliers: "Colliers Status 2. kvartal 2014", side. 1, 2014

¹¹⁰ Colliers: "Colliers Status 1. kvartal 2014", side. 1, 2014

¹¹¹ Colliers: "Colliers Status 2. kvartal 2014", side. 1, 2014

Årlig realvækst i BNP



Kilde: Danmarks Statistik – statistikbanken.dk og Danmarks Nationalbank
 Note: 2014, 2015 og 2016 er baseret på skøn.

Figur 14

Kilde: Colliers, "Colliers status 3. kvartal 2014"

Det ses fortsat i øjeblikket, at den korte rente ligger stabilt lav siden midten af 2012. Derimod er den lange rente faldet gennem det sidste halve år og svarer nu til niveauet i 2013. Med denne opstigning af økonomien forventes det, at renten på længere sigt vil stige¹¹².

Den 23. september kom så udmeldingen fra Nationalbanken omkring nedjustering af væksten for 2014. De skønner, at den vil falde til 0,8 %, hvor Nationalbanken i juni mente, vi ville ende med 1,5 % i vækst for 2014. Dette fald i væksten har fået Nationalbanken til at nedjustere tallene for 2015 også, så de hedder 1,7 % i stedet for 1,8 %. For 2016 skønner Nationalbanken at væksten vil ligge på 2 %. Men selvom de har nedjusteret, mener nationalbankdirektøren Lars Rohde stadig, at vi skal have de optimistiske briller på fremadrettet¹¹³.

Endvidere siger Nationalbanken, at renten vil stige gradvist fra 2017 på baggrund af en række simuleringer. Nationalbanken mener, at den korte og den lange rente vil stige gradvist op til et normalniveau på 3,5 % og 5 % fra 2017 – 2020¹¹⁴.

¹¹² Colliers: "Colliers Status 3. kvartal 2014", side. 1, 2014

¹¹³ Børsen: "Nationalbanken halverer sit vækstskøn", 23. september 2014

¹¹⁴ Børsen: "Rohde: Renteblinde boligere giver ny boble", 23. september 2014

12.2 Fremtiden ved vedtagelse af ny ÅRL

I øjeblikket ligger der et udkast til forslag om ændring af ÅRL ude i høring. Lovforslaget har overordnet 3 formål at ændre i den nuværende ÅRL. De er følgende:

- Lettelse af de administrative byrder
- Implementering af EU's nye regnskabsdirektiv
- En international tilpasning af loven

Høringsfristen er fastlagt til den 5. december 2014, og det forventes, at det endelige lovforslag forventes fremsat i Folketinget i begyndelsen af 2015 med en endelig vedtagelse inden juli 2015.

På baggrund af det nye EU-regnskabsdirektiv der blev vedtaget i 2013, lægger lovforslaget op til en række større og mindre ændringer i ÅRL på grund af EU-direktivet foreskriver en totalharmonisering af reglerne for de små virksomheder, hvor der er en lang række ændringer til reglerne for regnskabsklasse B i ÅRL. Derudover indeholder EU-regnskabsdirektiv en række undtagelser for mikrovirksomheder, det vil sige helt små selskaber, hvor der f.eks. vil blive lempet på notekrav og der vil være mulighed for fravælgelse af oplysninger i årsrapporten f.eks. anvendt regnskabspraksis. Det er ikke alle undtagelser der forslås indført i den danske regnskabslovgivning. Desuden ønskes der ændret på grænserne for klasse B og C virksomheder og en ny grænse for mikrovirksomheder, som er omfattet af regnskabsklasse B.

Der afgrænses for at gå nærmere i dybden med de mulige ændringer af ÅRL, hvor fokus i stedet vil være på investeringsejendomme, om det har nogen lovændring for dem?

Der er foreslået i lovforslaget, at investeringsejendomme kan vælge at indregne investeringsaktiverne til dagsværdi i overensstemmelse med ÅRL § 38, hvorved dagsværdireguleringerne føres i resultatopgørelsen. For at kunne anvende denne bestemmelse er det bl.a. et krav, at investeringsvirksomhed er selskabets hovedaktivitet. Men i udkastet til lovforslaget vil dette krav omkring hovedaktivitet bortfalde, samtidig med at kravet om også at dagsværdiregulere den tilhørende gældsforpligtelse ligeledes vil bortfalde. Samtidig ønskes der at indsnævre omfanget af anvendelsen af bestemmelsen til kun at gælde for investeringsejendomme. Denne ændring vil kun komme til at vedrører investeringsvirksomheder, da de ikke kan anvende lempelserne for mikrovirksomheder. Hvor det forventes, at for mikrovirksomheder vil de efter ÅRL § 38 om måling af investeringsejendomme til dagsværdi ikke længere være gældende for dem, og derfor skal de måles til kostpris, hvis man befinder sig under regnskabsklasse B mikrovirksomheder, da de ikke må drive investeringsvirksomhed¹¹⁵.

¹¹⁵ BDO: "Udkast til forslag til ændring af årsregnskabsloven er nu ude i høring", november 2014

Desuden bliver der færre oplysningskrav til B-virksomheder, som bortfalder og flyttes i stedet over i klasse C virksomheder. I klasse C virksomhederne kommer der flere præsentationskrav og nye oplysningskrav til regnskabsaflæggelsen. Dette kan medføre, at det bliver svære for regnskabslæseren at forstå og gennemskue et regnskab for klasse B-virksomheder, hvis de får mulighed for at fravælge nogle oplysningskrav, men hvorimod det bør blive nemmere for regnskabslæseren i klasse C-virksomheder, hvor der kommer flere præsentationskrav og oplysningskrav¹¹⁶.

Min holdning til dette lovforslag hvis det bliver godkendt er, at når man begynder at fravælge en del notekrav for mikrovirksomheder, så vil deres banker og leverandører fortsat efterspørge fyldestgørende informationer omkring virksomhedens økonomi, og hvis de ikke kan få disse oplysninger vil det med stor sandsynlighed blive dyrere at låne penge. Så det kan godt være, at regnskabet bliver enklere, men det bliver ikke nødvendigvis billigere for virksomhederne, da jeg mener at finansieringsomkostningerne vil blive højere og leverandørkreditten vil blive dyrere og kortere, hvis der ikke længere er transparente og troværdige regnskaber. Desuden vil det betyde for mikrovirksomheder som f.eks. driver tømmervirksomhed, men har en udlejningsejendom, som tidligere blev behandlet som en investeringsvirksomhed nu skal indregnes til kostpris i regnskabet i stedet for dagsværdi, hvis lovforslaget går igennem. Da så vil muligheden for at anvende ÅRL § 38 bortfalde for mikrovirksomheder, hvor denne post i stedet skal måles til kostpris. Endvidere vil tilpasning af ÅRL til IFRS betyde, at Erhvervsstyrelsen får hjemmel til at tillade, at danske virksomheder kan anvende standarden i den udstrækning, det er muligt inden for rammerne af regnskabsdirektivet. Da direktivkravene kan medføre, at standarden måske ikke kan følges fuldt ud.

¹¹⁶ PWC: ”Ændringer til årsregnskabsloven i høring”, side 4-5, november 2014

13.0 Konklusion

Ud fra gennemgangen af dette speciale er jeg blevet i stand til at svare på mit hovedspørgsmål i opgaven.

Den regnskabsmæssige behandling af investeringsjendomme med fokus på udfordringer med værdiansættelsen

Der har været mere og mere fokus på værdiansættelsen af investeringsjendomme pga. finanskrisen. Derfor har jeg i dette speciale set nærmere på dette område.

Jeg startede med at se på begrebsrammen og det retvisende billede i opgaven, for at der blev en blid start omkring, hvad der er retvisende for investorerne i regnskabet. Begrebsrammen er med til at give regnskabslæseren en forståelse af regnskabet, hvor virksomhederne skal følge nogle retningslinjer for, hvordan den finansielle rapportering bør udformes i virksomheden for at opnå den størst mulige beslutningsnytte for regnskabsbrugeren. Begrebsrammen er inddelt i fem niveauer, hvor niveau 1 og 2 danner målsætningen for virksomhedens regnskabsproduktion og uddyber indholdet af det retvisende billede. Niveau 3-5 angiver de generelle kriterier og krav, der bliver stillet til målesystemet, for at man kan implementere målsætningen i praksis.

Dernæst kom definitionen på investeringsjendomme. ÅRL indeholder ikke nogen definition på investeringsjendomme, udover at de skal følge reglerne for materielle anlægsaktiver. Men nærmere definition forefindes i IAS 40, hvor der står følgende:

”Investeringsjendomme er ejendomme (grunde og bygninger- eller en del af en bygning- eller både grunde og bygninger), som besiddes (af indehaveren eller en leasingtager gennem en finansiell leasingkontrakt) for at opnå lejeindtægter, kapitalgevinst eller begge dele”¹¹⁷.

Den regnskabsmæssige behandling af investeringsjendomme foreskriver, at indregningen skal foretages til kostpris ved første indregning, og ved efterfølgende måling kan man vælge mellem følgende tre metoder til indregning:

- Kostprismetoden
- Omvurderingsmodellen
- Dagsværdimetoden.

For at kunne anvende dagsværdimetoden efter de danske regler, skal der være tale om hovedaktivitet, og virksomheden må kun have én hovedaktivitet for at kunne indregne ejendomme til dagsværdi. Ved at indregne til dagsværdi opgør man ejendomme til en værdi, der er baseret på de markedsforhold, der er på

¹¹⁷ Citat: IAS 40 afsnit 5

balancedagen og ud fra nogle forudsætninger f.eks. fra Colliers omkring bestemmelse af afkastkrav på investeringsejendommen samt følgende andre indregningsmuligheder:

- Handelspriser for nyligt gennemførte handler af tilsvarende ejendomme
- Ekstern vurderingsmand
- Afkastbaserede modeller

Hvis virksomheden ikke har investeringsejendomme som hovedaktivitet, kan de benytte sig af kostprismetoden eller omvurderingsmodellen. Kostprismetoden foreskriver en regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme i lighed med øvrige materielle anlægsaktiver, hvor man afskriver på ejendommen. I omvurderingsmodellen bliver investeringsejendomme indregnet til dagsværdi, men forskellen fra denne dagsværdi er, at reguleringen ikke indgår i virksomhedens ordinære drift, men bliver modposteret på en bunden reserve under egenkapitalen med en fratrukket udskudt skat.

I forhold til indregning i regnskabet er de danske og internationale standarder ens. Men forskellen viser sig i den efterfølgende måling, hvor de internationale standarder ikke har et krav omkring hovedaktivitet for at kunne benytte sig af dagsværdimetoden. Den kan man vælge uanset, om man så har to hovedaktiviteter i sin virksomhed. Men efter de internationale standarder anvender man ikke omvurderingsmodellen, men kun kostpris og dagsværdi.

Præsentationen af investeringsejendomme i regnskabet skal gøres sådan, at de præsenteres særskilt i balancen under de materielle anlægsaktiver. Der skal oplyses i noterne omkring kostpris og værdireguleringer på ejendommene. Så sammenlagt er præsentationskravet næsten identisk, men IAS og RVL er mere uddybende end ÅRL. Men der er kommet flere præsentationskrav efter indførelsen af IFRS fra 1. januar 2013.

Så samlet set ud fra indregning, måling og præsentation er der ikke den store forskel mellem reglerne. Den største forskel ligger mellem den danske og internationale praksis, da ÅRL sonderer mellem, om virksomhedens hovedaktivitet er investeringsejendomme eller ej, som ikke er nødvendigt jf. IAS 40.

Efter dette skal man finde ud fra hvilken værdiansættelsesmetode, man ønsker at anvende. Der kan man vælge mellem normalindtjeningsmodellen eller DCF-modellen. Normalindtjeningsmodellen er en afkastbaseret model, som er simpel at bruge til beregningen af dagsværdien. Modellen er opbygget omkring tre faser. Man anvender de første to faser til at opgøre et bruttoestimat på dagsværdien, hvor estimatet bliver opgjort på baggrund af investeringsejendommens driftsafkast og forrentningskrav. Den tredje fase regulerer det beregnede estimat for ejendommens specifikke forhold, hvorefter man gerne skulle regulere ejendommen så den giver et mere korrekt billede af markedsværdien af ejendommens dagsværdi.

DCF-modellen er en mere kompliceret model at anvende, og der er heller ikke så mange virksomheder der anvender denne metode, da den kræver en del kompetence og viden omkring værdiansættelsen. Den beregning strækker sig typisk over en årrække på 5-10 år og en terminalperiode, der tager udgangspunkt i ejendommens budgetter. Terminalperioden kommer efter budgetperioden og bliver karakteriseret ved at stabilisere pengestrømmene. Ud fra terminalperiode og budgetperioden bliver de frie pengestrømme identificeret, og derefter beregner man kapitalværdien ved at tilbagediskontere. Herefter fratrækker man virksomhedens finansielle nettoforpligtelser, hvorefter man kommer frem til dagsværdien for investeringsejendommen.

Man anbefaler ofte at anvende DCF-modellen, hvis det er ejendomme der er mere komplekse med svingende driftsafkast og DCF-modellen kan give mulighed for at foretage nogle mere præcise værdiansættelser, da modellen kan bruge flere ubekendte i beregningen.

Normalindtjeningsmodellen anvendes mest, når det er mere simple ejendomme med stabiliserede uforanderende driftsafkast. Modellen tager kun udgangspunkt i et budgetår i modsætning til DCF-modellens 5-10 år. Modellen er dermed simplificeret, og den er ikke god til for mange ændringer i økonomiske forhold på længere sigt.

Man skal derfor tage stilling til selv, hvilken model man ønsker at anvende, da de enkelte modeller vurderes velegnede til hver af deres situationer og formål.

Efter værdiansættelsesmetoderne har jeg set på kostprismetoden og dagsværdimetoden, hvor jeg holdt dem op mod hinanden for at vurdere, hvilken model der var mest retvisende. Kostprismetoden er den mest forsigtige, som bruger mest energi på resultatopgørelsen og bruger den præsentationsorienterede regnskabsteori, som hovedsagelig ser på indtægter og omkostninger og det er lig med et resultat. Det kan diskuteres, om det er den mest retvisende metode, da der også er usikkerheder omkring denne vedrørende fastlæggelse af afskrivningsperiode og scrapværdi.

Dagsværdimetoden er modsat kostprismetoden, da den anvender det formueorienterede paradigme, da den ønsker at opgøre aktiverne til de mest reelle værdier på balancetidspunktet. Man opgør ved denne metode en dagsværdiregulering, hvor kostprismetoden bruger afskrivninger. Denne regulering bliver ført over resultatopgørelsen, og ejendommen skulle gerne derefter kunne afspejle sin dagsværdi i markedet.

Efter min vurdering opgør dagsværdi den mest relevante og korrekte værdi af en ejendom i forhold til, hvad den kan sælges for på et tidspunkt i forhold til kostprismetoden. Men hvis man ikke kan opgøre en pålidelig værdi efter dagsværdi, skal man anvende kostprismetoden.

Ses der videre på hvad der er sket lovgivningsmæssigt og i praksis, er der sket nogen justeringer i forhold til praksis samt vejledninger og retningslinjer. Der er blevet indført IFRS 13, som var gældende pr. 1. januar 2013. Efter indførslen af IFRS 13 har den medført en bredere ramme for værdiansættelsen, da lovgivningen har fokus på aktivet, og man mener, det betyder flere muligheder i forhold til dagsværdivurderingen. I IFRS 13 skal man anvende dagsværdihierarkiet til vurdering af den anvendte information til værdiansættelsen. Dagsværdihierarkiet er rangordnet i tre niveauer efter relevans og pålidelighed. Ud fra den nye IFRS 13 vil man give regnskabslæseren nogle værktøjer til at anvende de oplyste informationer. IFRS 13 indeholder en del flere oplysningskrav i forhold til IAS 40. Ellers har Ejendomsforeningen Danmark og Erhvervsstyrelsen været på banen med mere vurdering og nøjagtighed omkring værdiansættelsen af investeringsejendomme og selve det retvisende billede for regnskabsbrugeren.

Til analysedelen valgte jeg at opstille fire scenarier, ud fra nogle forudsætninger, jeg valgte omkring følgende:

- Lejeindtægter
 - Tomgang og pristalsregulering
- Forbedringsudgifter
- Afkastkravets følsomhed
- Metodernes følsomhed

Disse scenarier er blevet testet ind i de to værdiansættelsesmetoder normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen, for at se hvad forskellen på beregningerne vil være, og hvilken der gav det mest retvisende billede, og for at se om det kan betale sig at anvende den ene metode frem for den anden. Jeg kom frem til, at DCF-modellen er mere omfattende end normalindtjeningsmodellen. Endvidere fandt jeg ud af, at afkastkravet er mere følsomt overfor ændringer end driftsafkastet, og man skal være mere præcis omkring fastlæggelsen af afkastkravet.

Ses IFRS i perspektiv til US GAAP så er der nogen forskelle mellem de to regelsæt. IFRS er mere princip-baseret, hvorimod US GAAP er mere regelbaseret. Selvom den begrebsramme, der er blevet udarbejdet tilbage fra 2004 og blev færdig 2012, er blevet udarbejdet sammen med IASB og FASB, er implementeringen forskellige fra IASB til FASB. Begge regelsæt IFRS og US GAAP anvender kostprismetoden ved første indregning og efterfølgende indregning dagsværdimetoden, hvis det giver et retvisende billede. US GAAP indeholder ikke nogen definition på en investeringsejendom, som den gør i IFRS. Endvidere er der heller ikke nogen krav til klassifikation af ejendomme under US GAAP, men de skal blot indregnes under materielle anlægsaktiver.

Men reglerne omkring US GAAP er mere en slags kogebogsregler, da de er meget detaljerede, og de vil regulere enhver tænkelig situation. Man siger i USA, at hvis der ikke ligger nogen formel regel som er overtrådt, så er alt i orden, hvorimod IFRS stiller større krav til revisor og man skal have alle de økonomiske realiteter med i regnskabet. Så IFRS regler er mere fastlagte og bestemte end US GAAP, som er mere af den ældre generation, men man forventer, at der skal opdateres i 2013/2014. Men der er ikke blevet lavet nogen korrektion til US GAAP indtil videre på dette område omkring investeringsejendomme.

Konklusionen på fremtiden er, at man forventer at Danmark er inde i en svag økonomisk vækst i deres prognoser. Endvidere ser Colliers og Nationalbanken, at væksten vil stige fremadrettet, i 2014 forventer man, at væksten vil ende med 0,8 %, selvom det er efter en nedjustering fra 1,5 %. Endvidere ses det, at forbrugertilliden er oppe på et højere niveau end i 2007. Det ligger på 11,4 % i 2014 for forbrugertilliden. Væksten skal ses lidt i sammenhæng med en lav inflation samt øget forbrugertillid. Men væksten skal ses i et varsomt perspektiv pga. urolighederne i Ukraine og Mellemøsten. Men i 2016 forventer man, at væksten vil ligge på 2 %, og Nationalbanken forventer ud fra prognoserne, at renterne vil begynde at stige fra 2017-2020 og ende på et normaliseret niveau.

En lovændring i ÅRL som er i høringsudkast kan medføre ændringer til investeringsejendomme omkring kravet om hovedaktivitet bortfalder, så man kan have flere aktiviteter og stadig bibeholde muligheden for at indregne investeringsejendomme til dagsværdi i årsrapporten. Endvidere vil den nye mulige lovændring have betydning for klasse B og C virksomheder i forhold til, at der bliver færre oplysningskrav for klasse B-virksomheder og flere oplysningskrav og præsentationskrav for klasse C-virksomheder, hvilket kan have en påvirkning på regnskabslæserens forståelse af regnskabet, hvis der bliver færre oplysningskrav til årsrapporten. Men som noget nyt forventes der at komme en ny klasse B-virksomheder som vil betegnes som mikrovirksomheder, hvor der er en del undtagelser til i forhold til notekrav og mulighed for fravælgelse af anvendt regnskabspraksis. Endvidere kan disse mikrovirksomheder også kun indregne deres investeringsejendomme til kostpris, hvor de tidligere havde mulighed for at anvende bestemmelserne i ÅRL § 38 omkring dagsværdi.

14.0 Litteraturliste

14.1 Bøger

Karnov Group: *"Revisorhåndbogen 2011"* regnskab, 1. udgave, 1. oplag,

Andersen, Ib: *"Den skinbarlige virkelighed- vidensproduktion inden for samfundsvidenskaberne"*, 4. udgave, 3. oplag 2010, forlag Samfundslitteratur 2008, ISBN: 978-87-593-1380-0

PWC: *"Revisorhåndbogen 2014"*, elektronisk udgave, ISBN: 87-91837-34-0

Elling, Jens O.: *"Finansiel Rapportering- Teori og regulering"*, 3. udgave, 1. oplag 2012, Forlaget Gjellerup, ISBN: 978-87-13-05036-9

Ejendomsforeningen Danmark: *"Værdiansættelse af investeringsejendomme- Anbefalinger til DCF-modellen"*, udgivet oktober 2010, ISBN: 978-87-990996-2-7

KPMG: *"Ejendom & Entreprise- investeringsejendomme"* forlag: Audit tax advisory, udgave: 2. udgave, 2006, ISBN: 87-91262-66-6

Fedders, Jan & Steffensen Henrik: *"Årsrapport efter internationale regnskabsstandarder- fra dansk praksis til IFRS"*, forlag Karnov Group, 4. udgave, 1. oplag 2012, ISBN: 978-87-619-3294-5

Ejendomsforeningen Danmark: *"Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF- modellen"*, oktober 2006

Den danske finansanalytikerforening: *"Anbefalinger & nøgletal 2010"*, 1. juni 2010, ISBN: 978-87-89720-04-3

14.2 Artikler, publikationer og pressemeddelelser

Børsen: *"Advokat skal sælge resterne i Victoria Properties"*, 11/1/2013

http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/249422/advokat_skal_saelge_resterne_i_victoria_properties.html

Business: *"Jeudan gnaver sig ind på tomme kontorer"*, 23/5/2014

<http://www.business.dk/ejendomme/jeudan-gnaver-sig-ind-paa-tomme-kontorer>

Business: *"Ejendomsbranche øjner igen lysere tider"*, 24/6/2014

<http://www.business.dk/ejendomme/ejendomsbranche-oejner-igen-lysere-tider>

FSR: "Nye regnskabsregler skal hjælpe investorer", 8/8/2011

<http://www.fsr.dk/Nyheder%20og%20presse/FSR%20i%20medierne/2011/Regnskabsregler>

PWC: "Dagsværdimåling og oplysningskrav i IFRS 13", november 2013

http://www.pwc.dk/da_DK/dk/nyt/finance/regnskab/assets/arsnyt-dagsvardi-oplkrav-ifrs-nov-2013.pdf

BDO: "Investeringsjendomme, regnskabsmæssig behandling", januar 2011

<http://www.bdo.dk/faglig-info/publikationer/revision-og-regnskab/investeringsjendomme/>

Colliers: "Markedsrapport- kontor", juni 2009

<http://www.colliers.com/~media/FE5EFB7DB2C141D78A6FBAAFE44CC4DD.ashx>

Colliers: "Colliers status", 2. kvartal 2014"

http://www.colliers.com/-/media/Files/EMEA/Denmark/brochures/PDFer/Status_2_2014x.pdf

Colliers: "Colliers status", 3. kvartal 2014"

http://www.colliers.com/-/media/Files/EMEA/Denmark/brochures/PDFer/Status_3_2014

Colliers: "Colliers markedsplus" 3. kvartal 2014

http://www.colliers.com/-/media/Files/EMEA/Denmark/brochures/PDFer/MarkedsPULS_3_2014

PWC: "Practical guide to IFRS 13", oktober 2011

http://www.pwccn.com/webmedia/doc/634625645360922184_ifrs_practical_guide_jan2012.pdf

Ejendomsforeningen Danmark: "Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber", juni 2009

http://www.ejendomsforeningen.dk/multimedia/Best_practice.pdf

Børsen: "Investorer ser igen lysere på fremtiden", 11. september 2014

<http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/92429/artikel.html?hl=aW52ZXN0ZXJpbmdzZWplbmRvbW1lO0ludmVzdGVyaW5nc2VqZW5kb21tZQ,,>

Børsen: "*Rohde: Renteblinde boligejere giver ny boble*", 23. september 2014

http://borsen.dk/nyheder/oekonomi/artikel/1/291295/rohde_renteblinde_boligejere_giver_ny_boble.html

Børsen: "*Nationalbanken halverer sit vækstskøn*", 23. september 2014

http://borsen.dk/nyheder/oekonomi/artikel/1/291274/nationalbanken_halverer_sit_vaekstskoen.html

KPMG: "*IFRS compared to US GAAP; An overview*", november 2013

<http://www.kpmg.com/CN/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/IFRS-compared-to-US-GAAP-An-overview-O-201311.pdf>

PWC: "*Fair value reporting for investment properties under US GAAP*", august 2010

<http://www.financialexecutives.org/eweb/upload/FEI/FV%20Reporting%20for%20Investment%20Properties%20Under%20GAAP-PwC%20Aug.%202010.pdf>

BDO: "*Investeringsjendomme- regnskabsmæssig behandling*", side 1, januar 2011

<http://www.bdo.dk/media/467624/investeringsjendomme.pdf>

BDO: "*Udkast til forslag til ændring af årsregnskabsloven er nu ude i høring*", november 2014

<http://www.bdo.dk/services/PageToPdf.ashx?nodeid=106623>

PWC: "*Ændringer til årsregnskabsloven i høring*", side 4-5, november 2014

http://www.pwc.dk/da_DK/dk/nyt/finance/regnskab/assets/aarsnyt-2014-andringer-arsregnskabsloven-2.pdf

14.3 Hjemmesider

www.deloitte.dk

www.pwc.dk

www.ey.dk

www.dn-erhverv.dk

www.colliers.dk

www.eogs.dk

<http://www.dst.dk/da/Statistik/emner/forbrugerpriser/nettoprisindeks.aspx>

14.4 Lovgivning

Årsregnskabsloven af 1. november 2013

Regnskabsvejledning 10- Materielle anlægsaktiver

Regnskabsvejledning 16- investeringsejendomme

IAS 40- Investeringsejendomme

IAS 16- Materielle anlægsaktiver

IFRS 13- Måling af dagsværdi

14.5 Afgørelser, kendelser og notater

Finanstilsynet: ”Redegørelse vedrørende forløbet Fionia Bank A/S”, 12/4/2013

https://www.finanstilsynet.dk/~/_media/Tal-og-fakta/2013/Fionia%20Bank_redegoerelse.ashx

Erhvervsstyrelsen: ”Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme”, april-2009

http://erhvervsstyrelsen.dk/file/241802/maaling_ejendomme.pdf

Erhvervsstyrelsen/Fondsrådet: *"Afgørelse vedrørende årsrapporten for regnskabsåret 2010 for Ejendomsaktieselskabet Pakhuset"*, 9. januar 2012

http://www.fondsraadet.dk/~media/Fondsraadet/2012/FR_Afg_Pakhuset.ashx

Bilag 1

Kontorejendomme

Det kan både være moderne og ældre ejendomme. For så vidt det angår afkastkrav, antages det at ejendommene er udlejet på en 10 årig lejekontrakt.

	Markedsleje			Afkastkrav		
	Bedste	Standard	Under middel	Bedste	Standard	Under middel
Sjælland						
København City	1.700	1.300	1.000	5,25	5,50	5,75
Brokvarterer og Frederiksberg	1.250	1.050	900	5,50	5,75	6,00
Havnefront	1.800	1.300	1.100	5,25	5,50	5,75
Ørestaden	1.350	1.150	900	5,50	5,75	6,00
Øvrige København	1.000	900	700	5,75	6,00	6,25
Forstæder Nord	1.400	1.000	900	5,50	6,00	6,25
Forstæder Syd/Vest	950	800	650	6,50	6,75	7,00
Midt- og Vestjylland						
Aarhus City	1.300	1.000	850	5,50	5,75	6,25
Øvrige Aarhus	1.050	800	600	6,50	7,00	7,75
Horsens	950	750	475	6,00	7,50	8,75
Randers	850	600	400	7,00	7,50	8,25
Viborg	850	600	450	7,25	8,00	8,75
Nordjylland						
Aalborg City	1.000	850	700	5,75	6,50	7,00
Øvrige Aalborg	825	725	625	6,25	6,75	7,25
Nørresundby	775	650	575	7,25	7,75	8,75
Hjørring	750	700	500	7,25	8,00	8,75
Frederikshavn	700	600	500	7,50	8,00	8,75
Trekantområdet og Syddanmark						
Vejle	1.050	750	475	6,00	7,25	8,00
Kolding	1.100	750	475	6,00	7,25	8,00
Fredericia	1.050	750	475	6,00	7,25	9,00
Esbjerg	1.100	750	475	6,00	7,25	9,00
Fyn						
Odense City	950	700	600	6,00	7,00	8,00
Øvrige Odense	700	600	500	7,00	8,00	9,00
Svendborg	800	600	450	7,00	8,00	10,00
Middelfart	850	650	475	7,50	8,00	10,00
Nyborg	800	650	450	7,50	8,00	10,00

Kilde: Colliers Markedsplus 3. kvartal 2014

Bilag 2

Normalindtjeningsmetoden

Scenarie 1: Tomgang

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tomgang	
Vedligeholdelse af lejeindtægten	3%
Administration af lejeindtægten	1%
Driftsudgifter af lejeindtægten	5%

Fase I

	Tomgang 0%	Tomgang 5%	Tomgang 8,80%
Tomgang			
Indtægter:			
Årlig lejeindtægt	3.250.000	3.250.000	3.250.000
Regulering til markedsleje	-	-	-
Indtægter i alt	3.250.000	3.250.000	3.250.000
Omkostninger:			
Driftsomkostninger	-162.500	-162.500	-162.500
Administration	-32.500	-32.500	-32.500
Løbende vedligeholdelse	-97.500	-97.500	-97.500
Forbedringsudgifter	-	-	-
Omkostninger i alt	-292.500	-292.500	-292.500
Nettodriftsresultat før finansiering	2.957.500	2.957.500	2.957.500

Fase II

Forrentningskrav	5,50%	5,50%	5,50%
Beregnet markedsværdi før øvrige reguleringer	53.772.727	53.772.727	53.772.727

Fase III

Nedslag for tomme lejemål	-	-162.500	-286.000
Fradrag for periode indtil regulering til markedsleje	-	-	-
Fradrag for udgifter til udskudt vedligeholdelse	-	-	-
Beregnet markedsværdi	53.772.727	50.818.182	48.572.727
Afrundet	53.773.000	50.818.000	48.573.000

Bilag 3

Normalindtjeningsmetoden

Scenarie 1: Tomgang 0% kontra pristalsregulering

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tomgang	
Vedligeholdelse af lejeindtægten	3%
Administration af lejeindtægten	1%
Driftsudgifter af lejeindtægten	5%

Fase I

	Tomgang/ pristalsregulering	Tomgang/ pristalsregulering	Tomgang/ pristalsregulering
Tomgang	0%	0%	0%
Pristalsregulering	0%	3%	1,20%
Indtægter:			
Årlig lejeindtægt	3.250.000	3.250.000	3.250.000
Regulering til markedsleje	-	97.500	39.000
Indtægter i alt	3.250.000	3.347.500	3.289.000
Omkostninger:			
Driftsomkostninger	-162.500	-162.500	-162.500
Administration	-32.500	-32.500	-32.500
Løbende vedligeholdelse	-97.500	-97.500	-97.500
Forbedringsudgifter	-	-	-
Omkostninger i alt	-292.500	-292.500	-292.500
Nettodriftsresultat før finansiering	2.957.500	3.055.000	2.996.500

Fase II

Forrentningskrav	5,50%	5,50%	5,50%
Beregnet markedsværdi før øvrige reguleringer	53.772.727	55.545.455	54.481.818

Fase III

Nedslag for tomme lejemål	-	-	-
Fradrag for periode indtil regulering til markedsleje	-	-	-
Fradrag for udgifter til udskudt vedligeholdelse	-	-	-
Beregnet markedsværdi	53.772.727	55.545.455	54.481.818
Afrundet	53.773.000	55.545.000	54.482.000

Bilag 4

Normalindtjeningsmetoden

Scenarie 1: Tomgang 5 % kontra pristalsregulering

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tomgang	
Vedligeholdelse af lejeindtægten	3%
Administration af lejeindtægten	1%
Driftsudgifter af lejeindtægten	5%

Fase I

	Tomgang/ pristalsregulering	Tomgang/ pristalsregulering	Tomgang/ pristalsregulering
Tomgang	5%	5%	5%
Pristalsregulering	0%	3%	1,20%
Indtægter:			
Årlig lejeindtægt	3.250.000	3.250.000	3.250.000
Regulering til markedsleje	-	97.500	39.000
Indtægter i alt	3.250.000	3.347.500	3.289.000
Omkostninger:			
Driftsomkostninger	-162.500	-162.500	-162.500
Administration	-32.500	-32.500	-32.500
Løbende vedligeholdelse	-97.500	-97.500	-97.500
Forbedringsudgifter	-	-	-
Omkostninger i alt	-292.500	-292.500	-292.500
Nettodriftsresultat før finansiering	2.957.500	3.055.000	2.996.500

Fase II

Forrentningskrav	5,50%	5,50%	5,50%
Beregnet markedsværdi før øvrige reguleringer	53.772.727	55.545.455	54.481.818

Fase III

Nedslag for tomme lejemål	-162.500	-162.500	-162.500
Fradrag for periode indtil regulering til markedsleje	-	-	-
Fradrag for udgifter til udskudt vedligeholdelse	-	-	-
Beregnet markedsværdi	50.818.182	52.590.909	51.527.273
Afrundet	50.818.000	52.591.000	51.527.000

Bilag 5**Normalindtjeningsmetoden****Scenarie 1: Tomgang 8,80 % kontra pristalsregulering**

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tomgang	
Vedligeholdelse af lejeindtægten	3%
Administration af lejeindtægten	1%
Driftsudgifter af lejeindtægten	5%

Fase I

	Tomgang/ pristalsregulering	Tomgang/ pristalsregulering	Tomgang/ pristalsregulering
Tomgang	8,80%	8,80%	8,80%
Pristalsregulering	0%	3%	1,20%
Indtægter:			
Årlig lejeindtægt	3.250.000	3.250.000	3.250.000
Regulering til markedsleje	-	97.500	39.000
Indtægter i alt	3.250.000	3.347.500	3.289.000
Omkostninger:			
Driftsomkostninger	-162.500	-162.500	-162.500
Administration	-32.500	-32.500	-32.500
Løbende vedligeholdelse	-97.500	-97.500	-97.500
Forbedringsudgifter	-	-	-
Omkostninger i alt	-292.500	-292.500	-292.500
Nettodriftsresultat før finansiering	2.957.500	3.055.000	2.996.500

Fase II

Forrentningskrav	5,50%	5,50%	5,50%
Beregnet markedsværdi før øvrige reguleringer	53.772.727	55.545.455	54.481.818

Fase III

Nedslag for tomme lejemål	-286.000	-286.000	-286.000
Fradrag for periode indtil regulering til markedsleje	-	-	-
Fradrag for udgifter til udskudt vedligeholdelse	-	-	-
Beregnet markedsværdi	48.572.727	50.345.455	49.281.818
Afrundet	48.573.000	50.345.000	49.282.000

Bilag 6**Normalindtjeningsmetoden****Scenarie 2: Forbedringsomkostninger**

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tomgang	
Vedligeholdelse af lejeindtægten	3%
Administration af lejeindtægten	1%
Driftsudgifter af lejeindtægten	5%

Fase I

	Uden	Særlige forhold	Fordelt over 5 år
Indtægter:			
Årlig lejeindtægt	3.250.000	3.250.000	3.250.000
Regulering til markedsleje	-	-	-
Indtægter i alt	3.250.000	3.250.000	3.250.000
Omkostninger:			
Driftsomkostninger	-162.500	-162.500	-162.500
Administration	-32.500	-32.500	-32.500
Løbende vedligeholdelse	-97.500	-97.500	-97.500
Forbedringsudgifter	-	-	-500.000
Omkostninger i alt	-292.500	-292.500	-792.500
Nettodriftsresultat før finansiering	2.957.500	2.957.500	2.457.500

Fase II

Forrentningskrav	5,50%	5,50%	5,50%
Beregnet markedsværdi før øvrige reguleringer	53.772.727	53.772.727	44.681.818

Fase III

Nedslag for tomme lejemål	-	-	-
Fradrag for periode indtil regulering til markedsleje	-	-	-
Fremtidig vedligeholdelse	-	-2.500.000	-
Beregnet markedsværdi	53.772.727	51.272.727	44.681.818
Afrundet	53.773.000	51.273.000	44.682.000

Bilag 7**Normalindtjeningsmetoden****Scenarie 3: Afkastkravets følsomhed**

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tomgang	
Vedligeholdelse af lejeindtægten	3%
Administration af lejeindtægten	1%
Driftsudgifter af lejeindtægten	5%

Fase I

	Afkastkrav Over middel	Afkastkrav Standard	Afkastkrav Under middel
Afkastkrav	5,25%	5,50%	5,75%
Indtægter:			
Årlig lejeindtægt	3.250.000	3.250.000	3.250.000
Regulering til markedsleje	-	-	-
Indtægter i alt	3.250.000	3.250.000	3.250.000
Omkostninger:			
Driftsomkostninger	-162.500	-162.500	-162.500
Administration	-32.500	-32.500	-32.500
Løbende vedligeholdelse	-97.500	-97.500	-97.500
Forbedringsudgifter	-	-	-
Omkostninger i alt	-292.500	-292.500	-292.500
Nettodriftsresultat før finansiering	2.957.500	2.957.500	2.957.500

Fase II

	5,25%	5,50%	5,75%
Forrentningskrav			
Beregnet markedsværdi før øvrige reguleringer	56.333.333	53.772.727	51.434.783

Fase III

Nedslag for tomme lejemål	-	-	-
Fradrag for periode indtil regulering til markedsleje	-	-	-
Fradrag for udgifter til udskudt vedligeholdelse	-	-	-
Beregnet markedsværdi	56.333.333	53.772.727	51.434.783
Afrundet	56.333.000	53.773.000	51.435.000

Bilag 8

Normalindtjeningsmetoden

Scenarie 4: Modellens følsomhed- afkastkrav 5,25%

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tomgang	
Vedligeholdelse af lejeindtægten	3%
Administration af lejeindtægten	1%
Driftsudgifter af lejeindtægten	5%

Fase I

	Driftsafkast	Driftsafkast	Driftsafkast
Driftsafkast	0,25%	0,00%	-0,25%
Indtægter:			
Årlig lejeindtægt	3.250.000	3.250.000	3.250.000
Regulering til markedsleje	-	-	-
Indtægter i alt	3.250.000	3.250.000	3.250.000

Omkostninger:

Driftsomkostninger	-162.500	-162.500	-162.500
Administration	-32.500	-32.500	-32.500
Løbende vedligeholdelse	-97.500	-97.500	-97.500
Forbedringsudgifter	-	-	-
Omkostninger i alt	-292.500	-292.500	-292.500

Nettodriftsresultat før finansiering	2.957.500	2.957.500	2.957.500
---	------------------	------------------	------------------

Korrektion driftsafkast i %	0,25%	0,00%	-0,25%
Korrektion af driftsafkast i kr.	7.394	-	-7.394

Nettodriftsresultat efter driftsafkast korrigering	2.964.894	2.957.500	2.950.106
---	------------------	------------------	------------------

Fase II

Forrentningskrav	5,25%	5,25%	5,25%
Beregnet markedsværdi før øvrige reguleringer	56.474.167	56.333.333	56.192.500

Fase III

Nedslag for tomme lejemål	-	-	-
Fradrag for periode indtil regulering til markedsleje	-	-	-
Fradrag for udgifter til udskudt vedligeholdelse	-	-	-
Beregnet markedsværdi	56.474.167	56.333.333	56.192.500
Afrundet	56.474.000	56.333.000	56.193.000

Bilag 9

Normalindtjeningsmetoden

Scenarie 4: Modellens følsomhed- afkastkrav 5,50%

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tomgang	
Vedligeholdelse af lejeindtægten	3%
Administration af lejeindtægten	1%
Driftsudgifter af lejeindtægten	5%

Fase I

	Driftsafkast	Driftsafkast	Driftsafkast
Driftsafkast	0,25%	0,00%	-0,25%
Indtægter:			
Årlig lejeindtægt	3.250.000	3.250.000	3.250.000
Regulering til markedsleje	-	-	-
Indtægter i alt	3.250.000	3.250.000	3.250.000

Omkostninger:

Driftsomkostninger	-162.500	-162.500	-162.500
Administration	-32.500	-32.500	-32.500
Løbende vedligeholdelse	-97.500	-97.500	-97.500
Forbedringsudgifter	-	-	-
Omkostninger i alt	-292.500	-292.500	-292.500

Nettodriftsresultat før finansiering	2.957.500	2.957.500	2.957.500
---	------------------	------------------	------------------

Korrektion driftsafkast i %	0,25%	0,00%	-0,25%
Korrektion af driftsafkast i kr.	7.394	-	-7.394

Nettodriftsresultat efter driftsafkast korrigering	2.964.894	2.957.500	2.950.106
---	------------------	------------------	------------------

Fase II

Forrentningskrav	5,50%	5,50%	5,50%
Beregnet markedsværdi før øvrige reguleringer	53.907.159	53.772.727	53.638.295

Fase III

Nedslag for tomme lejemål	-	-	-
Fradrag for periode indtil regulering til markedsleje	-	-	-
Fradrag for udgifter til udskudt vedligeholdelse	-	-	-
Beregnet markedsværdi	53.907.159	53.772.727	53.638.295
Afrundet	53.907.000	53.773.000	53.638.000

Bilag 10**Normalindtjeningsmetoden****Scenario 4: Modellens følsomhed- afkastkrav 5,75%**

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tomgang	
Vedligeholdelse af lejeindtægten	3%
Administration af lejeindtægten	1%
Driftsudgifter af lejeindtægten	5%

Fase I

	Driftsafkast	Driftsafkast	Driftsafkast
Driftsafkast	0,25%	0,00%	-0,25%
Indtægter:			
Årlig lejeindtægt	3.250.000	3.250.000	3.250.000
Regulering til markedsleje	-	-	-
Indtægter i alt	3.250.000	3.250.000	3.250.000

Omkostninger:

Driftsomkostninger	-162.500	-162.500	-162.500
Administration	-32.500	-32.500	-32.500
Løbende vedligeholdelse	-97.500	-97.500	-97.500
Forbedringsudgifter	-	-	-
Omkostninger i alt	-292.500	-292.500	-292.500

Nettodriftsresultat før finansiering	2.957.500	2.957.500	2.957.500
---	------------------	------------------	------------------

Korrektion driftsafkast i %	0,25%	0,00%	-0,25%
Korrektion af driftsafkast i kr.	7.394	-	-7.394

Nettodriftsresultat efter driftsafkast korrigering	2.964.894	2.957.500	2.950.106
---	------------------	------------------	------------------

Fase II

Forrentningskrav	5,75%	5,75%	5,75%
Beregnet markedsværdi før øvrige reguleringer	51.563.370	51.434.783	51.306.196

Fase III

Nedslag for tomme lejemål	-	-	-
Fradrag for periode indtil regulering til markedsleje	-	-	-
Fradrag for udgifter til udskudt vedligeholdelse	-	-	-
Beregnet markedsværdi	51.563.370	51.434.783	51.306.196
Afrundet	51.563.000	51.435.000	51.306.000

Bilag 11

DCF modellen

Scenario 1: Lejeindtægter herunder tomgang 0 % og pristalsregulering

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tomgang	0%
Vedligeholdelse	3%
Administration	1%
Driftsudgifter	5%

DCF modellen	NU	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejeindtægter	3.250.000	3.315.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.884.051	3.884.051
Tomgang	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bruttoleje	3.250.000	3.315.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.884.051	3.884.051
Driftsudgifter	-162.500	-165.750	-169.065	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-190.395	-194.203	-194.203	-194.203
Administrationsudgifter	-32.500	-33.150	-33.813	-34.489	-35.179	-35.883	-36.600	-37.332	-38.079	-38.841	-38.841	-38.841
Vedligeholdelse	-97.500	-99.450	-101.439	-103.468	-105.537	-107.648	-109.801	-111.997	-114.237	-116.522	-116.522	-116.522
Forbedringer	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Udgifter i alt	-292.500	-298.350	-304.317	-310.403	-316.611	-322.944	-329.403	-335.991	-342.710	-349.565	-349.565	-349.565
Cash flow	2.957.500	3.016.650	3.076.983	3.138.523	3.201.293	3.265.319	3.330.625	3.397.238	3.465.183	3.534.486	3.534.486	3.534.486

Nominel diskonteringsfaktor 7,50%

Tilbagedis konterede værdien fra år

År 1	2.957.500
År 2	2.806.186
År 3	2.662.614
År 4	2.526.387
År 5	2.397.130
År 6	2.274.486
År 7	2.158.117
År 8	2.047.702
År 9	1.942.936
År 10	1.843.530

Real diskonteringsfaktor

Terminalværdi

64.263.387

Summen af tilbagedis konterede værdier fra budgetteringsperioden 23.616.587

Tilbagedis konteret terminalværdi 31.180.205

Ejendommens værdi 54.796.792

Bilag 12

DCF modellen

Scenarie 1: Lejeindægter herunder tomgang 5 % og pristalsregulering

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tomgang	5%
Vedligeholdelse	3%
Administration	1%
Driftsudgifter	5%

DCF modellen	NU	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejeindægter	3.250.000	3.315.000	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.961.732		
Tomgang	-162.500	-165.750	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-190.395	-194.203	-198.087		
Bruttoleje	3.087.500	3.149.250	3.276.480	3.342.009	3.408.849	3.477.026	3.546.567	3.617.498	3.689.848	3.763.645		
Driftsudgifter	-162.500	-165.750	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-190.395	-194.203	-198.087		
Administrationsudgifter	-30.875	-31.493	-32.122	-33.420	-34.088	-34.770	-35.466	-36.175	-36.898	-37.636		
Vedligeholdelse	-92.625	-94.478	-96.367	-98.294	-102.265	-104.311	-106.397	-108.525	-110.695	-112.909		
Forbedringer	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Udgift i alt	-286.000	-291.720	-303.505	-309.576	-315.767	-322.082	-328.524	-335.095	-341.796	-348.632		
Cash flow	2.801.500	2.857.530	2.972.974	3.032.434	3.093.082	3.154.944	3.218.043	3.282.404	3.348.052	3.415.013		

Nominal diskonteringsfaktor 7,50%

Tilbage diskonterede værdien fra år

År 1	2.801.500
År 2	2.658.167
År 3	2.522.168
År 4	2.393.127
År 5	2.270.688
År 6	2.154.513
År 7	2.044.282
År 8	1.939.691
År 9	1.840.451
År 10	1.746.289

Real diskonteringsfaktor

Terminalværdi

62.091.143

Summen af tilbage diskonterede værdier fra budgetteringsperioden 22.370.877

Tilbage diskonteret terminalværdi 30.126.246

Ejendommens værdi 52.497.122

Bilag 13

DCF modellen

Scenarie 1: Lejendtægter herunder tomgang 8,80 % og pristalsregulering

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tomgang	8,80%
Vedligeholdelse	3%
Administration	1%
Driftsudgifter	5%

DCF modellen	NU	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejendtægter	3.250.000	3.315.000	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.961.732		3.961.732
Tomgang	-286.000	-291.720	-303.505	-309.576	-315.767	-322.082	-328.524	-335.095	-341.796	-348.632		-348.632
Bruttoleje	2.964.000	3.023.280	3.145.421	3.208.329	3.272.496	3.337.945	3.404.704	3.472.798	3.542.254	3.613.099		3.613.099
Driftsudgifter	-162.500	-165.750	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-190.395	-194.203	-198.087		-198.087
Administrationsudgifter	-29.640	-30.233	-31.454	-32.083	-32.725	-33.379	-34.047	-34.728	-35.423	-36.131		-36.131
Vedligeholdelse	-88.920	-90.698	-92.512	-96.250	-98.175	-100.138	-102.141	-104.184	-106.268	-108.393		-108.393
Forbedringer	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		-
Udgift i alt	-281.060	-286.681	-298.263	-304.228	-310.313	-316.519	-322.850	-329.307	-335.893	-342.611		-342.611
Cash flow	2.682.940	2.736.599	2.847.157	2.904.101	2.962.183	3.021.426	3.081.855	3.143.492	3.206.362	3.270.489		3.270.489
Nominal dis konteringsfaktor	7,50%											5,50%
Tilbagedis konterede værdien fra år		2.682.940	2.545.673	2.415.430	2.291.849	2.174.592	2.063.334	1.957.768	1.857.603	1.762.563	1.672.385	
Summen af tilbagedis konterede værdier fra budgetteringsperioden												21.424.137
Tilbagedis konterede værdier fra år												28.851.297
Tilbagedis konteret terminalværdi												<u>50.275.435</u>
Ejendommens værdi												59.463.434
Real dis konteringsfaktor												Terminalværdi

Bilag 14

DCF modellen

Scenario 1: Lejendttegter herunder tongang 0 % og pristalsregulering 3 %

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tongang	0%
Vedligeholdelse	3%
Administration	1%
Driftsudgifter	5%

DCF modellen	NU	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejendttegter	3.250.000	3.315.000	3.448.926	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.884.051
Pristalsregulering 3%	97.500	99.450	103.468	101.439	103.468	105.537	107.648	109.801	111.997	114.237	116.522	116.522
Tongang	3.347.500	3.414.450	3.552.394	3.482.739	3.552.394	3.623.442	3.695.910	3.769.829	3.845.225	3.922.130	4.000.572	4.000.572
Driftsudgifter	-162.500	-165.750	-172.446	-169.065	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-190.395	-194.203	-194.203
Administrationsudgifter	-33.475	-34.145	-35.524	-34.827	-35.524	-36.234	-36.959	-37.698	-38.452	-39.221	-40.006	-40.006
Vedligeholdelse	-100.425	-102.434	-104.482	-104.482	-106.572	-108.703	-110.877	-113.095	-115.357	-117.664	-120.017	-120.017
Forbedringer	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Udgifter i alt	-296.400	-302.328	-314.542	-308.375	-314.542	-320.833	-327.250	-333.795	-340.470	-347.280	-354.225	-354.225
Cash flow	3.051.100	3.112.122	3.237.852	3.174.364	3.237.852	3.302.609	3.368.661	3.436.034	3.504.755	3.574.850	3.646.347	3.646.347

Nominal diskonteringsfaktor	7,50%											
Tilbage-diskonterede værdien fra år												
År 1	3.051.100											
År 2	2.894.997											
År 3	2.746.881											
År 4	2.606.343											
År 5	2.472.995											
År 6	2.346.470											
År 7	2.226.418											
År 8	2.112.508											
År 9	2.004.426											
År 10	1.901.874											
Real dis konteringsfaktor												5,50%
Terminalværdi												66.297.217
Summen af tilbage-diskonterede værdier fra budgetteringsperioden												24.364.013
Tilbage-diskonteret terminalværdi												32.167.007
Ejendommens værdi												56.531.020

Bilag 15

DCF modellen

Scenarie 1: Lejendttegter herunder tomgang 0 % og pristalsregulering 1,2 %

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tomgang	0%
Vedligeholdelse	3%
Administration	1%
Driftsudgifter	5%

DCF modellen	NU	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejendttegter	3.250.000	3.315.000	3.448.926	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.884.051
Pristalsregulering 1,2%	39.000	39.780	41.387	40.576	41.387	42.215	43.059	43.920	44.799	45.695	46.609	46.609
Tomgang	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bruttoleje	3.289.000	3.354.780	3.490.313	3.421.876	3.490.313	3.560.119	3.631.322	3.703.948	3.778.027	3.853.588	3.930.659	3.930.659
Driftsudgifter	-162.500	-165.750	-172.446	-169.065	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-190.395	-194.203	-194.203
Administrationsudgifter	-32.890	-33.548	-34.219	-34.219	-34.903	-35.601	-36.313	-37.039	-37.780	-38.536	-39.307	-39.307
Vedligeholdelse	-98.670	-100.643	-102.656	-102.656	-104.709	-106.804	-108.940	-111.118	-113.341	-115.608	-117.920	-117.920
Forbedringer	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Udgifter i alt	-294.060	-299.941	-312.059	-305.940	-312.059	-318.300	-324.666	-331.159	-337.783	-344.538	-351.429	-351.429
Cash flow	2.994.940	3.054.839	3.178.254	3.115.936	3.178.254	3.241.819	3.306.656	3.372.789	3.440.245	3.509.050	3.579.231	3.579.231

Nominal diskonteringsfaktor	7,50%											
Tilbagediskonterede værdier fra år	År 1	2.994,940										
	År 2	2.841,711										
	År 3	2.696,321										
	År 4	2.558,369										
	År 5	2.427,476										
	År 6	2.303,280										
	År 7	2.185,437										
	År 8	2.073,624										
	År 9	1.967,532										
	År 10	1.866,867										

Real diskonteringsfaktor

5,50%

Terminalværdi

65.076.919

Summen af tilbagediskonterede værdier fra budgetteringsperioden 23.915.557

Tilbagediskonteret terminalværdi 31.574.926

Ejendommens værdi 55.490.483

Bilag 16

DCF modellen

Scenarie 1: Lejseindtægter herunder tomgang 5 % og pristalsregulering 0 %

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tongang	5%
Vedligeholdelse	3%
Administration	1%
Driftsudgifter	5%

DCF modellen	NU	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejseindtægter	3.250.000	3.315.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.961.732	
Tongang	-162.500	-165.750	-169.065	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-190.395	-194.203	-198.087	
Bruttotøle	3.087.500	3.149.250	3.212.235	3.276.480	3.342.009	3.408.849	3.477.026	3.546.567	3.617.498	3.689.848	3.763.645	
Driftsudgifter	-162.500	-165.750	-169.065	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-190.395	-194.203	-198.087	
Administrationsudgifter	-30.875	-31.493	-32.122	-32.765	-33.420	-34.088	-34.770	-35.466	-36.175	-36.898	-37.636	
Vedligeholdelse	-92.625	-94.478	-96.367	-98.294	-100.260	-102.265	-104.311	-106.397	-108.525	-110.695	-112.909	
Forbedringer	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Udgifter i alt	-286.000	-291.720	-297.554	-303.505	-309.576	-315.767	-322.082	-328.524	-335.095	-341.796	-348.632	
Cash flow	2.801.500	2.857.530	2.914.681	2.972.974	3.032.434	3.093.082	3.154.944	3.218.043	3.282.404	3.348.052	3.415.013	

Nommel diskonteringsfaktor	7,50%
Tilbage diskonterede værdien fra år	
År 1	2.801.500
År 2	2.658.167
År 3	2.522.168
År 4	2.393.127
År 5	2.270.688
År 6	2.154.513
År 7	2.044.282
År 8	1.939.691
År 9	1.840.451
År 10	1.746.289

Summen af tilbage diskonterede værdier fra budgetteringsperioden 22.370.877

Tilbage diskonteret terminalværdi 30.126.246

Ejendommens værdi 52.497.122Real diskonteringsfaktor
Terminalværdi5,50%
62.091.143

Bilag 17

DCF modellen

Scenarie 1: Lejendttegter herunder tomgang 5 % og prístalsregulering 3 %

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tomgang	5%
Vedligeholdelse	3%
Administration	1%
Driftsudgifter	5%

DCF modellen	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejendttegter	3.250.000	3.315.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.961.732
Prístalsregulering 3%	97.500	99.450	101.439	103.468	105.537	107.648	109.801	111.997	114.237	116.522	118.852
Tomgang	-162.500	-165.750	-169.065	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-190.395	-194.203	-198.087
Bruttoløje	3.185.000	3.248.700	3.313.674	3.379.947	3.447.546	3.516.497	3.586.827	3.658.564	3.731.735	3.806.370	3.882.497
Driftsudgifter	-162.500	-165.750	-169.065	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-190.395	-194.203	-198.087
Administration	-31.850	-32.487	-33.137	-33.799	-34.475	-35.165	-35.868	-36.586	-37.317	-38.064	-38.825
Vedligeholdelse	-95.550	-97.461	-99.410	-101.398	-103.426	-105.495	-107.605	-109.757	-111.952	-114.191	-116.475
Forbedringer	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Udgifter i alt	-289.900	-295.698	-301.612	-307.644	-313.797	-320.073	-326.474	-333.004	-339.664	-346.457	-353.386
Cash flow	2.895.100	2.953.002	3.012.062	3.072.303	3.133.749	3.196.424	3.260.353	3.325.560	3.392.071	3.459.912	3.529.111

Nominel diskonteringsfaktor	7,50%
Tilbage diskonterede værdier fra år	
År 1	2.895.100
År 2	2.746.979
År 3	2.606.436
År 4	2.473.083
År 5	2.346.553
År 6	2.226.497
År 7	2.112.583
År 8	2.004.498
År 9	1.901.942
År 10	1.804.633

Summen af tilbage diskonterede værdier fra budgetteringsperioden 23.118.303

Tilbage diskonteret terminalværdi 31.132.784

Ejendommens værdi 54.251.087

Real diskonteringsfaktor

Terminalværdi 64.165.650

Bilag 18

DCF modellen

Scenario 1: Lejeindtægter herunder tomgang 5 % og pristalsregulering 1,2 %

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tomgang	5%
Vedligeholdelse	3%
Administration	1%
Driftsudgifter	5%

DCF modellen	NU	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejeindtægter	3.250.000	3.315.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.961.732	
Pristalsregulering 1,2%	39.000	39.780	40.576	41.387	42.215	43.059	43.920	44.799	45.695	46.609	47.541	
Tomgang	-162.500	-165.750	-169.065	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-190.395	-194.203	-198.087	
Bruttoløje	3.126.500	3.189.030	3.252.811	3.317.867	3.384.224	3.451.909	3.520.947	3.591.366	3.663.193	3.736.457	3.811.186	
Driftsudgifter	-162.500	-165.750	-169.065	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-190.395	-194.203	-198.087	
Administrationsudgifter	-31.265	-31.890	-32.528	-33.179	-33.842	-34.519	-35.209	-35.914	-36.632	-37.365	-38.112	
Vedligeholdelse	-93.795	-95.671	-97.584	-99.536	-101.527	-103.557	-105.628	-107.741	-109.896	-112.094	-114.336	
Forbedringer	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Udgifter i alt	-287.560	-293.311	-299.177	-305.161	-311.264	-317.489	-323.839	-330.316	-336.922	-343.661	-350.534	
Cash flow	2.838.940	2.895.719	2.953.633	3.012.706	3.072.960	3.134.419	3.197.108	3.261.050	3.326.271	3.392.796	3.460.652	

Nominal diskonteringsfaktor 7,50%

Tilbagediskonterede værdien fra år

År 1	2.838.940
År 2	2.693.692
År 3	2.555.875
År 4	2.425.109
År 5	2.301.034
År 6	2.183.307
År 7	2.071.603
År 8	1.965.614
År 9	1.865.047
År 10	1.769.626

Real diskonteringsfaktor

Terminalværdi

5,50%

62.920.946

Summen af tilbagediskonterede værdier fra budgetteringsperioden

22.669.847

Tilbagediskonteret terminalværdi

30.528.861

Ejendommens værdi

53.198.708

Bilag 19

DCF modellen

Scenario 1: Lejendætager berunder tomgang 8,80 % og pristalsregulering 0 %

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tomgang	8,80%
Vedligeholdelse	3%
Administration	1%
Driftsudgifter	5%

DCF modellen	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejendætager	3.250.000	3.315.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.961.732
Tomgang	-286.000	-291.720	-297.554	-303.505	-309.576	-315.767	-322.082	-328.524	-335.095	-341.796	-348.632
Bruttoleje	2.964.000	3.023.280	3.083.746	3.145.421	3.208.329	3.272.496	3.337.945	3.404.704	3.472.798	3.542.254	3.613.099
Driftsudgifter	-162.500	-165.750	-169.065	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-190.395	-194.203	-198.087
Administrationsudgifter	-29.640	-30.233	-30.837	-31.454	-32.083	-32.725	-33.379	-34.047	-34.728	-35.423	-36.131
Vedligeholdelse	-88.920	-90.698	-92.512	-94.363	-96.250	-98.175	-100.138	-102.141	-104.184	-106.268	-108.393
Forbedringer	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Udgifter i alt	-281.060	-286.681	-292.415	-298.263	-304.228	-310.313	-316.519	-322.850	-329.307	-335.893	-342.611
Cash flow	2.682.940	2.736.599	2.791.331	2.847.157	2.904.101	2.962.183	3.021.426	3.081.855	3.143.492	3.206.362	3.270.489

Nominal diskonteringsfaktor	7,50%
Tilbagediskonterede værdien fra år	
År 1	2.682.940
År 2	2.545.673
År 3	2.415.430
År 4	2.291.849
År 5	2.174.592
År 6	2.063.334
År 7	1.957.768
År 8	1.857.603
År 9	1.762.563
År 10	1.672.385

Summen af tilbageds konterede værdier fra budgetteringsperioden	21.424.137
Tilbagediskonteret terminalværd	28.851.297
Ejendommens værdi	50.275.435

Real diskonteringsfaktor 5,50%

Terminalværdi 59.463.434

Bilag 20

DCF modellen

Scenario 1: Lejndteger herunder tomgang 8,80 % og pristalsregulering 3 %

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tomgang	8,80%
Vedligeholdelse	3%
Administration	1%
Driftsudgifter	5%

	NU	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejndteger	3.250.000	3.315.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.961.732	
Pristalsregulering 3%	97.500	99.450	101.439	103.468	105.537	107.648	109.801	111.997	114.237	116.522	118.852	
Tomgang	-286.000	-291.720	-297.554	-303.505	-309.576	-315.767	-322.082	-328.524	-335.095	-341.796	-348.632	
Bruttoleje	3.061.500	3.122.730	3.185.185	3.248.888	3.313.866	3.380.143	3.447.746	3.516.701	3.587.035	3.658.776	3.731.951	
Driftsudgifter	-162.500	-165.750	-169.065	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-190.395	-194.203	-198.087	
Administrationsudgifter	-30.615	-31.227	-31.852	-32.489	-33.139	-33.801	-34.477	-35.167	-35.870	-36.588	-37.320	
Vedligeholdelse	-91.845	-93.682	-95.556	-97.467	-99.416	-101.404	-103.432	-105.501	-107.611	-109.763	-111.959	
Forbedringer	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Udgifter i alt	-284.960	-290.659	-296.472	-302.402	-308.450	-314.619	-320.911	-327.329	-333.876	-340.554	-347.365	
Cash flow	2.776.540	2.832.071	2.888.712	2.946.486	3.005.416	3.065.525	3.126.835	3.189.372	3.253.159	3.318.222	3.384.587	

Nominal dis konteringsfaktor	7,50%											
Tilbage-dis konterede værdier fra år	År 1	2.776.540										
	År 2	2.634.484										
	År 3	2.499.697										
	År 4	2.371.805										
	År 5	2.250.457										
	År 6	2.135.318										
	År 7	2.026.069										
	År 8	1.922.409										
	År 9	1.824.054										
	År 10	1.730.730										

Real dis konteringsfaktor

Terminalværdi

5,50%

61.537.941

Summen af tilbage-dis konterede værdier fra budgetteringsperioden

22.171.563

Tilbage-dis konteret terminalværdi

29.857.835

Ejendommens værdi

52.029.399

Bilag 21

DCF modellen

Scenario 1: Lejeindtægter herunder tongang 8,80 % og pristalsregulering 1,2 %

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tongang	9%
Vedligeholdelse	3%
Administration	1%
Driftsudgifter	5%

DCF modellen	NU	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejeindtægter	3.250.000	3.315.000	3.448.926	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.961.732
Pristalsregulering 1,2%	39.000	39.780	41.387	40.576	41.387	42.215	43.059	43.920	44.799	45.695	46.609	47.541
Tongang	-286.000	-291.720	-303.505	-297.554	-303.505	-309.576	-315.767	-322.082	-328.524	-335.095	-341.796	-348.632
Bruttoleje	3.003.000	3.063.060	3.186.808	3.124.321	3.186.808	3.250.544	3.315.555	3.381.866	3.449.503	3.518.493	3.588.863	3.660.640
Driftsudgifter	-162.500	-165.750	-172.446	-169.065	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-190.395	-194.203	-198.087
Administrationsudgifter	-300.300	-300.631	-31.868	-31.243	-31.868	-32.505	-33.156	-33.819	-34.495	-35.185	-35.889	-36.606
Vedligeholdelse	-90.090	-91.892	-95.604	-93.730	-95.604	-97.516	-99.467	-101.456	-103.485	-105.555	-107.666	-109.819
Forbedringer	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Udgifter i alt	-282.620	-288.272	-299.919	-294.038	-299.919	-305.917	-312.035	-318.276	-324.642	-331.134	-337.757	-344.512
Cash flow	2.720.380	2.774.788	2.886.889	2.830.283	2.886.889	2.944.627	3.003.519	3.063.590	3.124.862	3.187.359	3.251.106	3.316.128

Nominal diskonteringsfaktor 7,50%

Tilbagediskonterede værdier fra år

År 1	2.720.380
År 2	2.581.198
År 3	2.449.136
År 4	2.323.832
År 5	2.204.938
År 6	2.092.127
År 7	1.985.088
År 8	1.883.526
År 9	1.787.159
År 10	1.695.723

Real diskonteringsfaktor

5,50%

Terminalværdi

60.293.237

Summen af tilbagediskonterede værdier fra budgetteringsperioden 21.723.108

Tilbagediskonteret terminalværdi 29.253.913

Ejendommens værdi 50.977.020

Bilag 22

DCF modellen

Scenario 2: Forbedringer ingen korrektion

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tongang	0%
Vedligeholdelse	3%
Administration	1%
Driftsudgifter	5%

DCF modellen	NU	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejendtrægtter	3.250.000	3.250.000	3.315.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.884.051
Tongang												
Bruttoleje	3.250.000	3.315.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.884.051	3.884.051
Driftsudgifter	-162.500	-165.750	-169.065	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-186.661	-190.395	-194.203	-194.203
Administrationsudgifter	-32.500	-33.150	-33.813	-34.489	-35.179	-35.883	-36.600	-37.332	-37.332	-38.079	-38.841	-38.841
Vedligeholdelse	-97.500	-99.450	-101.439	-103.468	-105.537	-107.648	-109.801	-111.997	-111.997	-114.237	-116.522	-116.522
Forbedringer	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Udgifter i alt	-292.500	-298.350	-304.317	-310.403	-316.611	-322.944	-329.403	-335.991	-342.710	-349.565	-349.565	-349.565
Cash flow	2.957.500	3.016.650	3.076.983	3.138.523	3.201.293	3.265.319	3.330.625	3.397.238	3.465.183	3.534.486	3.534.486	3.534.486

Nominaldis konteringsfaktor 7,50%

Tilbagediskonterede værdier fra år

År 1	2.957.500
År 2	2.806.186
År 3	2.662.614
År 4	2.526.387
År 5	2.397.130
År 6	2.274.486
År 7	2.158.117
År 8	2.047.702
År 9	1.942.936
År 10	1.843.530

Realdis konteringsfaktor

5,50%

Terminalværdi

64.263.387

Summen af tilbagediskonterede værdier fra budgetteringsperioden 23.616.587

Tilbagediskonteret terminalværdi

31.180.205

Ejendommens værdi

54.796.792

Bilag 23

DCF modellen

Scenario 2: Forbedringer primo

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tøngang	0%
Vedligeholdelse	3%
Administration	1%
Driftsudgifter	5%

DCF modellen	NU	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejendtægter	3.250.000	3.315.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.884.051	3.884.051
Tøngang	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bruttoteleje	3.250.000	3.315.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.884.051	3.884.051
Driftsudgifter	-162.500	-165.750	-169.065	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-190.395	-194.203	-194.203	-194.203
Administrationsudgifter	-32.500	-33.150	-33.813	-34.489	-35.179	-35.883	-36.600	-37.332	-38.079	-38.841	-38.841	-38.841
Vedligeholdelse	-97.500	-99.450	-101.439	-103.468	-105.537	-107.648	-109.801	-111.997	-114.237	-116.522	-116.522	-116.522
Forbedringer	-2.500.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Udgifter i alt	-2.792.500	-298.350	-304.317	-310.403	-316.611	-322.944	-329.403	-335.991	-342.710	-349.565	-349.565	-349.565
Cash flow	457.500	3.016.650	3.076.983	3.138.523	3.201.293	3.265.319	3.330.625	3.397.238	3.465.183	3.534.486	3.534.486	3.534.486

Nominal diskonteringsfaktor 7,50%

Tilbagegis konterede værdien fra år

År 1	457.500
År 2	2.806.186
År 3	2.662.614
År 4	2.526.387
År 5	2.397.130
År 6	2.274.486
År 7	2.158.117
År 8	2.047.702
År 9	1.942.936
År 10	1.843.530

Summen af tilbagegis konterede værdier fra budgetteringsperioden

21.116.587

Tilbagegis konteret terminalværdi

31.180.205

Ejendommens værdi

52.296.792

Real diskonteringsfaktor

5,50%

Terminalværdi

64.263.387

Bilag 24

DCF modellen

Scenario 2: Forbedringer medio

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tomgang	0%
Vedligeholdelse	3%
Administration	1%
Driftsudgifter	5%

DCF modellen	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10
Lejendtegrer	3.250.000	3.315.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051
Tomgang										
Bruttoteleje	3.250.000	3.315.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051
Driftsudgifter	-162.500	-165.750	-169.065	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-190.395	-194.203
Administrationsudgifter	-32.500	-33.150	-33.813	-34.489	-35.179	-35.883	-36.600	-37.332	-38.079	-38.841
Vedligeholdelse	-97.500	-99.450	-101.439	-103.468	-105.537	-107.648	-109.801	-111.997	-114.237	-116.522
Forbedringer					-2.500.000					
Utgiffter i alt	-292.500	-298.350	-304.317	-310.403	-2.816.611	-322.944	-329.403	-335.991	-342.710	-349.565
Cash flow	2.957.500	3.016.650	3.076.983	3.138.523	701.293	3.265.319	3.330.625	3.397.238	3.465.183	3.534.486

Nominal diskonteringsfaktor 7,50%

Tilbagediskonterede værdien fra år

År 1	2.957.500
År 2	2.806.186
År 3	2.662.614
År 4	2.526.387
År 5	525.129
År 6	2.274.486
År 7	2.158.117
År 8	2.047.702
År 9	1.942.936
År 10	1.843.530

Summen af tilbagediskonterede værdier fra budgetteringsperioden

21.744.586

Tilbagediskonteret terminalværdi

31.180.205

Ejendommens værdi

52.924.791

Real diskonteringsfaktor

Terminalværdi

Bilag 25

DCF modellen

Scenario 3: Afkastkrævet fuldsomhed

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tongang	0%
Vedligeholdelse	3%
Administration	1%
Driftsudgifter	5%

DCF modellen	NU	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejendtrægtier	3.250.000	3.250.000	3.315.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.884.051
Tongang	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bruttoleje	3.250.000	3.250.000	3.315.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.884.051
Driftsudgifter	-162.500	-165.750	-169.065	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-190.395	-194.203	-194.203	-194.203
Administrationsudgifter	-32.500	-33.150	-33.813	-34.489	-35.179	-35.883	-36.600	-37.332	-38.079	-38.841	-38.841	-38.841
Vedligeholdelse	-97.500	-99.450	-101.439	-103.468	-105.537	-107.648	-109.801	-111.997	-114.237	-116.522	-116.522	-116.522
Forbedringer	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Udgifter i alt	-292.500	-298.350	-304.317	-310.403	-316.611	-322.944	-329.403	-335.991	-342.710	-349.565	-349.565	-349.565
Cash flow	2.957.500	3.016.650	3.076.983	3.138.523	3.201.293	3.265.319	3.330.625	3.397.238	3.465.183	3.534.486	3.534.486	3.534.486

Nominal diskonteringsfaktor

Bedste	7,25%
Standard	7,50%
Under middel	7,75%

Tilbageleds konterede værdien fra år

	7,25% / 5,25 %	7,50% / 5,50 %	7,75% / 5,75 %
År 1	2.957.500	2.957.500	2.957.500
År 2	2.812.727	2.806.186	2.799.675
År 3	2.675.041	2.662.614	2.650.273
År 4	2.544.095	2.526.387	2.508.843
År 5	2.419.559	2.397.130	2.374.960
År 6	2.301.119	2.274.486	2.248.222
År 7	2.188.477	2.158.117	2.128.247
År 8	2.081.349	2.047.702	2.014.675
År 9	1.979.465	1.942.936	1.907.163
År 10	1.882.568	1.843.530	1.805.389

Summen af tilbageleds konterede værdier fra budgetteringsperioden

23.841.900 23.616.587 23.394.947

Tilbageleds konteret terminalværdi

33.434.435 31.180.205 29.139.740

Ejendommens værdi

57.276.335 54.796.792 52.534.687

Real diskonteringsfaktor

Bedste	5,25%
Standard	5,50%
Under middel	5,75%

Terminalværdi

67.323.548

Terminalværdi

64.263.387

Terminalværdi

61.469.326

Bilag 26

DCF modellen

Scenario 4: Modelleens følsomhed positiv

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tomgang	0%
Vedligeholdelse	3%
Administration	1%
Driftsudgifter	5%

DCF modellen	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejeindtægter	3.250.000	3.315.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.884.051
Tomgang	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bruttoleje	3.250.000	3.315.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.884.051
Driftsudgifter	-162.500	-165.750	-169.065	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-190.395	-194.203	-194.203
Administrationsudgifter	-32.500	-33.150	-33.813	-34.489	-35.179	-35.883	-36.600	-37.332	-38.079	-38.841	-38.841
Vedligeholdelse	-97.500	-99.450	-101.439	-103.468	-105.537	-107.648	-109.801	-111.997	-114.237	-116.522	-116.522
Forbedringer	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Udgifter i alt	-292.500	-298.350	-304.317	-310.403	-316.611	-322.944	-329.403	-335.991	-342.710	-349.565	-349.565
Cash flow før korrigering	2.957.500	3.016.650	3.076.983	3.138.523	3.201.293	3.265.319	3.330.625	3.397.238	3.465.183	3.534.486	3.534.486
Påvirkning cash flow	0,25%	7,394	7,692	7,946	8,003	8,163	8,327	8,493	8,663	8,836	8,836
Cash flow efter korrigering	2.964.894	3.024.192	3.084.675	3.146.369	3.209.296	3.273.482	3.338.952	3.405.731	3.473.846	3.543.322	3.543.322
Nominal diskonteringsfaktor	7,25%										
Standard	7,50%										
Under middel	7,75%										
Tilbageis kontrede værdien fra år					7,25% / 5,25 %	7,50% / 5,50 %	7,75% / 5,75 %				
År 1	2.964.894	2.964.894	2.964.894	2.964.894	2.964.894	2.964.894	2.964.894	2.964.894	2.964.894	2.964.894	2.964.894
År 2	2.819.759	2.813.202	2.813.202	2.813.202	2.813.202	2.813.202	2.813.202	2.813.202	2.813.202	2.813.202	2.813.202
År 3	2.681.729	2.669.270	2.669.270	2.669.270	2.669.270	2.669.270	2.669.270	2.669.270	2.669.270	2.669.270	2.669.270
År 4	2.550.455	2.532.703	2.532.703	2.532.703	2.532.703	2.532.703	2.532.703	2.532.703	2.532.703	2.532.703	2.532.703
År 5	2.425.608	2.403.123	2.403.123	2.403.123	2.403.123	2.403.123	2.403.123	2.403.123	2.403.123	2.403.123	2.403.123
År 6	2.306.872	2.280.172	2.280.172	2.280.172	2.280.172	2.280.172	2.280.172	2.280.172	2.280.172	2.280.172	2.280.172
År 7	2.193.948	2.163.512	2.163.512	2.163.512	2.163.512	2.163.512	2.163.512	2.163.512	2.163.512	2.163.512	2.163.512
År 8	2.086.552	2.052.821	2.052.821	2.052.821	2.052.821	2.052.821	2.052.821	2.052.821	2.052.821	2.052.821	2.052.821
År 9	1.984.413	1.947.793	1.947.793	1.947.793	1.947.793	1.947.793	1.947.793	1.947.793	1.947.793	1.947.793	1.947.793
År 10	1.887.274	1.848.138	1.848.138	1.848.138	1.848.138	1.848.138	1.848.138	1.848.138	1.848.138	1.848.138	1.848.138
Summen af tilbageis kontrede værdier fra budgetteringsperioden	23.901.505	23.675.628	23.675.628	23.675.628	23.675.628	23.675.628	23.675.628	23.675.628	23.675.628	23.675.628	23.675.628
Tilbageis kontret terminalværdi	33.518.021	31.258.156	31.258.156	31.258.156	31.258.156	31.258.156	31.258.156	31.258.156	31.258.156	31.258.156	31.258.156
Ejendommens værdi	57.419.526	54.933.784	54.933.784	54.933.784	54.933.784	54.933.784	54.933.784	54.933.784	54.933.784	54.933.784	54.933.784

Bilag 27

DCF modellen

Scenario 4: Modellens følsomhed negativ

Inflation	2%
m2	2.500
m2.pris	1.300
Tongang	0%
Vedligeholdelse	3%
Administration	1%
Driftsudgifter	5%

	NU	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
DCF modellen												
Lejningdtegrter	3.250.000	3.315.000	3.315.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.884.051
Tongang												
Bruttoløje	3.250.000	3.315.000	3.315.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.884.051
Driftsudgifter	-162.500	-165.750	-169.065	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-189.395	-192.203	-194.203	-194.203
Administrationsudgifter	-32.500	-33.150	-33.813	-34.489	-35.179	-35.883	-36.600	-37.332	-38.079	-38.841	-38.841	-38.841
Vedligeholdelse	-97.500	-99.450	-101.439	-103.468	-105.537	-107.648	-109.801	-111.997	-114.237	-116.522	-116.522	-116.522
Forbedringer												
Udgifter i alt	-292.500	-298.350	-304.317	-310.403	-316.611	-322.944	-329.403	-335.991	-342.710	-349.565	-349.565	-349.565
Cash flow før korrigering	2.957.500	3.016.650	3.076.983	3.138.523	3.201.293	3.265.319	3.330.625	3.397.238	3.465.183	3.465.183	3.534.486	3.534.486
Påvirkning cash flow	-0,25%	-7,394	-7,542	-7,692	-7,846	-8,003	-8,163	-8,327	-8,493	-8,663	-8,836	-8,836
Cash flow efter korrigering	2.950.106	3.009.108	3.069.291	3.130.676	3.193.290	3.257.156	3.322.299	3.388.745	3.456.520	3.456.520	3.525.650	3.525.650
Nominal diskonteringsfaktor	7,25%											
Standard	7,50%											
Under middel	7,75%											
Tilbagelidskonterede værdien fra år		År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	
		2.950.106	2.805.695	2.668.354	2.537.735	2.413.510	2.295.366	2.183.006	2.076.145	1.974.516	1.877.861	
		2.950.106	2.799.171	2.655.957	2.520.071	2.391.137	2.268.800	2.152.722	2.042.583	1.938.078	1.838.921	
		2.950.106	2.792.676	2.643.647	2.502.571	2.369.023	2.242.602	2.122.927	2.009.638	1.902.395	1.800.876	
		7,25% / 5,25%	7,50% / 5,50%	7,75% / 5,75%	7,75% / 5,75%	7,75% / 5,75%	7,75% / 5,75%	7,75% / 5,75%	7,75% / 5,75%	7,75% / 5,75%	7,75% / 5,75%	
Real diskonteringsfaktor												
Bedste												67.155.239
Standard												64.102.728
Under middel												61.315.653
Summen af tilbagelidskonterede værdier fra budgetteringsperioden			23.782.295	23.557.545	23.336.460							
Tilbagelidskonteret terminalværdi			33.350.849	31.102.255	29.066.890							
Ejendommens værdi			57.133.144	54.659.800	52.403.350							

Bilag 28

DCF modellen

Scenarie 4: Modellens følsomhed negativ

Inflation	2%
m2	2.500
m2 pris	1.300
Tomgang	0%
Vedligeholdelse	3%
Administration	1%
Driftsudgifter	5%

DCF modellen	NU	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejendtegrter	3.250.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.884.051	3.884.051	3.884.051
Tomgang												
Bruttoleje	3.250.000	3.381.300	3.448.926	3.517.905	3.588.263	3.660.028	3.733.228	3.807.893	3.884.051	3.884.051	3.884.051	3.884.051
Driftsudgifter	-162.500	-169.065	-172.446	-175.895	-179.413	-183.001	-186.661	-190.395	-194.203	-194.203	-194.203	-194.203
Administrationsudgifter	-32.500	-33.813	-34.489	-35.179	-35.883	-36.600	-37.332	-38.079	-38.841	-38.841	-38.841	-38.841
Vedligeholdelse	-97.500	-101.439	-103.468	-105.537	-107.648	-109.801	-111.997	-114.237	-116.522	-116.522	-116.522	-116.522
Forbedringer												
Udgifter i alt	-292.500	-304.317	-310.403	-316.611	-322.944	-329.403	-335.991	-342.710	-349.565	-349.565	-349.565	-349.565
Cash flow før korrigering	2.957.500	3.076.983	3.138.523	3.201.293	3.265.319	3.330.625	3.397.238	3.465.183	3.534.486	3.534.486	3.534.486	3.534.486
Påvirkning cash flow	-0,25%											
Cash flow efter korrigering	2.957.500	3.016.650	3.138.523	3.201.293	3.265.319	3.330.625	3.397.238	3.465.183	3.534.486	3.534.486	3.534.486	3.534.486
Nominal diskonteringsfaktor	7,25%											
Standard	7,50%											
Under middel	7,75%											
Tilbagediskonterede værdien fra år		7,25% / 5,25 %	7,50% / 5,50 %	7,75% / 5,75 %	7,75% / 5,75 %							
År 1	2.957.500	2.957.500	2.957.500	2.957.500	2.957.500							
År 2	2.812.727	2.812.727	2.806.186	2.799.675	2.793.164							
År 3	2.675.041	2.675.041	2.662.614	2.650.273	2.638.016							
År 4	2.544.095	2.544.095	2.526.387	2.508.843	2.492.460							
År 5	2.419.559	2.419.559	2.397.130	2.374.960	2.353.040							
År 6	2.301.119	2.301.119	2.274.486	2.248.222	2.222.311							
År 7	2.188.477	2.188.477	2.158.117	2.128.247	2.098.866							
År 8	2.081.349	2.081.349	2.047.702	2.014.675	1.982.146							
År 9	1.979.465	1.979.465	1.942.936	1.907.163	1.872.136							
År 10	1.882.568	1.882.568	1.843.530	1.805.389	1.768.146							
Real diskonteringsfaktor												
Bedste	5,25%											
Standard	5,50%											
Under middel	5,75%											
Terminalværdi	67.323.548											
Terminalværdi	64.263.387											
Terminalværdi	61.469.326											
Summen af tilbagediskonterede værdier fra budgetteringsperioden	23.841.900	23.616.587	23.394.947	23.180.205	22.976.740							
Tilbagediskonteret terminalværdi	33.434.435	31.180.205	29.139.740	27.196.335	25.334.687							
Ejendommens værdi	57.276.335	54.796.792	52.534.687	50.376.945	48.311.427							