

HD 2. del – Regnskab og Økonomistyring  
Aalborg Universitet  
Afgangsprojekt

7. maj 2018

# Investerings- ejendomme

Oplysninger i årsrapporten  
efter ændring til ÅRL

Opgaveløbere:  
Frederikke Risager & Camilla Reiche

Vejleder:  
Mads Madsen

---



## Indholdsfortegnelse

Abstract	4
1. Indledning	5
2. Problembehandling	6
2.1 Problemstilling	6
2.2 Problemformulering	6
2.3 Afgrænsning	7
3. Metode	8
3.1 Metodevalg	8
3.2 Opgavens struktur	10
4. Grundlæggende lovgivning	11
4.1 Omfattede virksomheder og lovens opbygning	11
4.2 Krav til årsrapporten	12
4.3 Udvalgte elementer fra årsrapporten	13
4.4 Delkonklusion	15
5. Investeringsejendomme	16
5.1 Generelt vedrørende aktiver	16
5.2 Definition af materielle anlægsaktiver	17
5.3 Investeringsejendomme	21
5.4 Valg af indregningsmetode og præsentation i årsrapporten	25
5.5 Delkonklusion	25
6. Værdiansættelse af investeringsejendomme	26
6.1 Grundlæggende begreber	26
6.2 Indregning baseret på vurdering fra ekstern vurderingsmand	31
6.3 Afkastbaseret model	33
6.4 DCF-modellen	37
6.5 Delkonklusion	42
7. Væsentligste ændringer til ÅRL vedrørende investeringsejendomme	43
7.1 Ændringer over tid – 10-årig periode	43
7.2 Hvad ligger bag ændringerne til ÅRL	45
7.3 Vores fokus vedrørende ændringerne	46
7.4 Delkonklusion	46
8. Sammenligning af oplysninger i årsrapporter	47
8.1 Sammenholdelse af årsrapporter udarbejdet af tre forskellige revisionsfirmaer	47
8.2 Sammenholdelse af 2016-årsrapporter for forskellige regnskabsklasser	72
8.3 Delkonklusion	90
9. Tiltag der kan forbedre oplysninger i årsrapporterne yderligere	91
9.1 Tolkning af de grundlæggende forudsætninger	91
9.2 Forskellige hensyn i forhold til de afgivne oplysninger	92

9.3 Hvilke ændringer kan hjælpe med at oplyse regnskabsbruger bedre	93
10. Konklusion	95
11. Perspektivering	97
12. Kilde- og Litteraturliste	98
12.1 Hjemmesider	98
12.2 Publikationer	98
12.3 Bøger	99
12.4 Artikler mv.	100
12.5 Årsrapporter	100
13. Bilag	101
13.1 DCF-model	101
13.2 Afkastkrav anvendt ved analyse af HGBN Frederikshavn ApS	102
13.3 Afkastkrav anvendt ved analyse af Boligselskabet Lykkebo A/S	102
13.4 Afkastkrav anvendt ved analyse af Boligselskabet Vigen ApS	103
13.5 Afkastkrav anvendt ved analyse af ATP-Ejendomme A/S	104
13.6 Bilag vedrørende oplysninger i årsrapporten om investeringsejendomme	105

## **Abstract**

In June 2015 the Danish Business Authority published an amendment to the rules in the Danish Financial Statements Act (ÅRL) that affected investment properties. The purpose of the amendment was to make sure that all the relevant information that has been used to measure the trade price of investment properties were given in the annual report. Therefore the amendment specified that there should be given the information about the measuring method and the central conditions used.

The above mentioned amendment has formed the basis for this project. The purpose was to analyze whether the reader of the annual report has been better informed after the amendment has come to force or if there still is a potential to even more specific rules to get the information that is needed.

That problem led us to describing the way investment properties are measured in a company's annual report, following the rules in the Danish Financial Statements Act (ÅRL). Investment properties are measured at either the cost price or trade price, where the trade price can be measured after one out of two different paragraphs. After the describing and examples of measuring of investment properties an analysis was made.

The analysis first looked at three different company's annual reports from the year before and after the amendment has come to force, all with reporting class B signed by three different audit firms and after that to more company's in class C (medium) and C (large) only for the year after the amendment.

From the above mentioned analysis it was concluded that there was given more information in the year after the amendment and that there was a big difference between the information given in the annual report signed by different audit firms.

A direct link between more information and higher reporting class was not consistent, because the information given in the company presented after reporting class C (medium) was the one with the poorest information given, although it should be said that the company presented after accounting class C (large) was the one with the best information.

From the above mentioned analysis we concluded that there was space for more information in all annual reports and that a clarification from the Danish Business Authority would be a great idea so that the company's has a guideline for which information that has to be given in the annual report and the information would be more comparable.

## 1. Indledning

Den seneste globale økonomiske krise satte tydeligt sine afmærkninger i verden over og skabte usikkerhed på markedet, og tendensen var faldende værdier. Særligt ramte finanskrisen det danske boligmarked hårdt, hvor priserne faldt og det blev svært at sælge ejendomme. Resultatet blev et boligmarked der kom hårdt under pres og markedet gik i stå.

Siden finanskrisen har særligt Erhvervsstyrelsen forsøgt at rette øget fokus på den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme – både erhvervsejendomme og boligejendomme, da indikationerne i lyset af finanskrisen viste, at ejendommene i visse tilfælde kunne have været overvurderet i regnskaberne i forhold til de reelle værdier, de burde have haft ud fra en korrekt anvendelse af regnskabsreglerne.

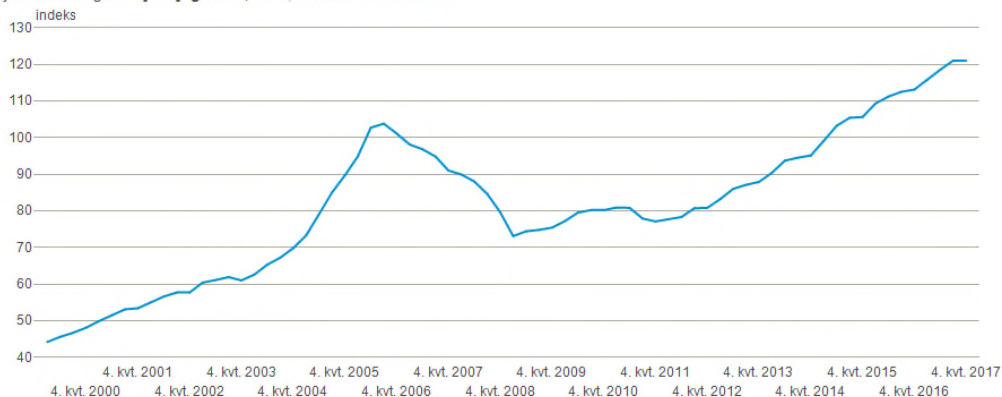
I lyset af finanskrisen offentliggjorde Erhvervs- og Selskabsstyrelsen i juni måned 2008 en ændring til årsregnskabsloven, hvor særligt virksomheder med investeringsejendomme var i fokus. En ændring til bestemmelserne i årsregnskabsloven, som ændrede den regnskabsmæssige behandling af opreguleringer på investeringsejendomme.

I juni 2015 fremlagde Erhvervs- og Selskabsstyrelsen så endnu en ændring til lovbestemmelserne vedrørende indregning og måling af investeringsejendomme. En ændring der blandt andet skabte betydelig øget krav til de oplysninger, som regnskabsaflægger giver i årsrapporten, når investerings-ejendomme indregnes til dagsværdi.

Kigger man på udviklingen i prisindekset for ejendomssalg på det danske boligmarked ses det, at der over de seneste 17 år har været en interessant udvikling i ejendomspriserne. Tydeligt ses udviklingen i årene omkring finanskrisen, hvor priserne forinden krisens udbrud var betydeligt høje, og senere hvordan markedet faldt markant og gik i stå da finanskrisen ramte. Er boligmarkedet på vej mod endnu en økonomisk krise, og er det derfor Erhvervsstyrelsen denne gang tager forskud på, endnu en gang, at rette fokus mod virksomheder med investeringsejendomme.

### Prisindeks for ejendomssalg (2006=100)

Ejendomskategori: Ejerlejligheder, i alt | Område: Hele landet



Kilde: Danmarks Statistik

Figur 1: Danmarks Statistik – Prisindeks for ejendomssalg (2006=100)<sup>1</sup>

## 2. Problembehandling

### 2.1 Problemstilling

Har Erhvervs- og Selskabsstyrelsens seneste ændring til årsregnskabsloven i juni 2015, om øget oplysningskrav i forhold til investeringsejendomme, stillet regnskabsbrugeren bedre i forhold til en vurdering af de indregnede værdier i årsrapporten. Har de indregnede dagsværdier, før ændringen til årsregnskabsloven, været for høje og dermed ikke afspejlet det retvisende billede? Bør der foretages yderligere ændringer til årsregnskabsloven eller øvrige tiltag, som kan bidrage til en mere retvisende værdiansættelse af værdierne i årsrapporten?

Med udgangspunkt i ovenstående henleder det os til en nærmere problemformulering, som vil blive besvaret igennem projektet.

### 2.2 Problemformulering

*Hvilke væsentlige ændringer har der været til årsregnskabsloven vedrørende investeringsejendomme over tid, og hvordan har disse ændringer stillet regnskabsbrugeren i forhold til vurdering af værdiansættelsen af investeringsejendomme? Hvilke eventuelle tiltag kan være relevante for at stille regnskabsbrugeren bedre i denne vurdering og hvilke hensyn skal der varetages i forhold til de givne oplysninger?*

Ovenstående problemformulering vil blive besvaret gennem følgende underspørgsmål:

- Hvilke krav og metoder anvendes ved indregning af investeringsejendomme?

<sup>1</sup> Danmarks Statistik <http://statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1920>

- Hvilke væsentlige ændringer har der været til årsregnskabsloven vedrørende investerings- ejendomme over tid?
- Har ændringerne til årsregnskabsloven medført at regnskabsbruger har fået bedre indsigt i de beregnede værdier, og er der forskel på hvilke oplysninger der afgives fra forskellige revisionsfirmaer samt mængden af oplysninger i de forskellige regnskabsklasser?
- Hvilke mulige tiltag kan være relevante for at regnskabsbrugeren er endnu bedre oplyst i forhold til de forudsætninger der anvendes i forbindelse med værdiansættelsen, og hvilke hensyn bør der tages i forhold til de oplysninger der afgives i årsrapporterne?

### **2.3 Afgrænsning**

Dette afsnit er til for at gøre læseren opmærksom på hvilke områder som problemformuleringen kunne give anledning til at løse, men som ikke i dette projekt vil blive behandlet yderligere.

Vi vil i dette projekt koncentrere os om selskaber omfattet af årsregnskabslovens bestemmelser for regnskabsklasse B og C, dog ikke yderligere behandling af B mikrovirksomheder. Der vil desuden ikke blive behandlet selskaber, der aflægger årsregnskab efter Regnskabsklasse D, herunder heller ikke IFRS (International Financial Reporting Standards).

Det er forudsat at læser af projektet har kendskab til de almindelige fagtermer som vi er blevet undervist i under HD-studiet, som derved vil være almindelig regnskabs- og revisionstermer. Vi vil lave en generel intro til teorien der ligger til grund for årsregnskabet og derefter bevæge os over i udvalgte elementer af årsrapporten og behandling af anlægsaktiver, herunder vil der være særligt fokus på investerings- ejendomme, hvorfor vi kun meget kort vil komme ind på domicilejendomme, handelsejendomme og ejendomme under opførsel.

Ligeledes vil vi i vores projekt ikke behandle de skattemæssige problemstillinger relateret til investeringsejendomme, da vi udelukkende har valgt at ligge vores primære fokus på de regnskabsmæssige problemstillinger.

Analysedelen vil udelukkende tage udgangspunkt i offentliggjorte årsrapporter for udvalgte selskaber samt øvrige offentlige tilgængelige oplysninger om selskaberne. For at opnå tilstrækkelig grundlag for vores analysedel, vil vi i vores udvælgelse af selskaber ligge vægt på selskaber med større ejendomsporteføljer samt selskaber med både investeringsejendomme til boligudlejning og erhvervs- udlejning.

Analysen vil bestå af to dele, den ene vedrører tre udvalgte B-selskaber fra forskellige revisionsfirmaer, hvor vi vil se på oplysningerne givet i årsrapporten før og efter implementeringen af de nye krav. Den anden analyse vil være på tværs af regnskabsklasser, hvor vi vil se på oplysninger i årsrapporterne for 2016 for to udvalgte selskaber, henholdsvis et regnskabsklasse C-mellem og et for C-stor. I delkonklusionen vil vi sammenholde med det konkluderede i gennemgangen af de tre B-selskaber.

I analyserne vil vi se nærmere på de bagvedliggende oplyste afkastkrav som er anvendt i beregningerne og undersøge om der er oplyst tilstrækkeligt til at regnskabsbruger kan forstå hvorledes indregningen er sket og om man er enig i de fastlagte kriterier der ligger til grund for værdiansættelsen.

Vores analyser vil blive udarbejdet ud fra udvalgte selskaber, 5 selskaber i alt, hvorfor det skal bemærkes at vores konklusioner er på baggrund af de udvalgte 5, men at såfremt tendenserne i disse er ens, er det sandsynligt at øvrige ejendomsselskaber også har oplysninger på samme niveau.

Opgaven vil ligeledes ikke behandle hvorledes selskabernes årsrapporter opfylder øvrige generelle krav mv., men blot fokusere på behandlingen af investeringsejendomme og derved udelukkende tage udgangspunkt i oplysninger vedrørende investeringsejendomme i ledelsesberetningen, anvendt regnskabspraksis, noterne samt årsregnskabet.

Afslutningsvis vil vi kigge på behovet for eventuelle yderligere tiltag der kunne laves for at sikre gennemsigtighed i værdiansættelserne, samt kigge på hvilke hensyn der skal tages ift. hvor meget der skal oplyses, både set fra selskabets og regnskabslæsernes synspunkt.

### **3. Metode**

Metodeafsnittet vil klarlægge anvendte fremgangsmåder og metodikker i forbindelse med opgavens fremstilling og dermed give en bedre indsigt i de overvejelser, der ligger til grund for den centrale problemformulering samt afslutningsvist vise opgavens struktur.

#### **3.1 Metodevalg**

Vi har til løsningen af dette projekt anvendt litteratursøgningen, hvor det vil blive undersøgt hvorvidt informationsgrundlaget er valide og derigennem verificerbare. Med henblik på at sikre høj validitet er følgende kilder anvendt:

- Lovsamlinger (årsregnskabsloven)
- Publikationer fra anerkendte revisionsfirmaer og "Ejendomsforeningen Danmark"
- Fagbøger



- Fagartikler
- Notater og afgørelser fra Erhvervsstyrelsen

Ved anvendelse af ovenstående materiale har vi haft fokus på at materialet kommer fra fagpersoner og må forventes at være valide kilder.

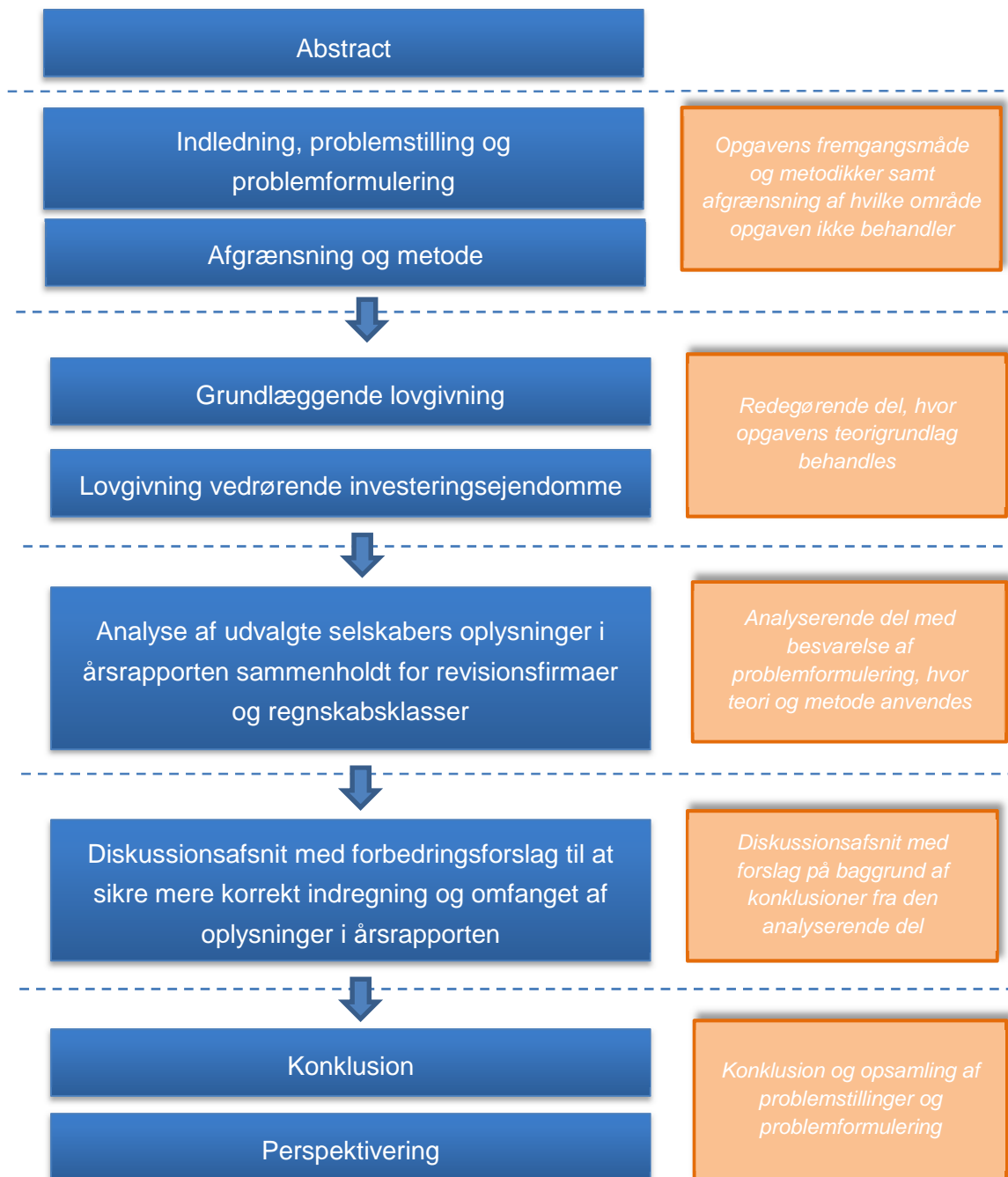
Opgavens redegørende del vil indledningsvis indeholde en gennemgang af grundlæggende lovgivning, hvor der anvendes årsregnskabsloven og publikationer udgivet herom. Derefter bliver der konkret kigget i dybden med behandlingen af investeringsejendomme, indledningsvist med definition af aktiver og behandling af materielle anlægsaktiver med fortsættelse af investeringsejendomme og indregningsmetoder herfor, hvor der også vil blive opstillet fiktive eksempler på værdiansættelsesmetoderne.

Opgavens analysedel tager udgangspunkt i 5 selskaber, der er udvalgt ud fra selskabernes offentliggjorte årsrapporter og i forhold til regnskabsklasse, anvendte revisionsfirmaer og regnskabsposten investeringsejendomme. Der vil blive analyseret afkastkrav ud fra de givne oplysninger i årsrapporterne og på selskabernes hjemmeside, hertil vil der blive anvendt anerkendte firmaers rapporter for markederne, herunder Colliers og Nybolig Erhverv til vurderingen af afkastkrav.

Der er tale om et mikroperspektiv, da opgaven tager udgangspunkt i 5 konkrete selskabers behandling af investeringsejendomme.

### 3.2 Opgavens struktur

Nedenstående illustration har til formål, at bidrage til et overblik over opgavens struktur, hvoraf det fremgår hvornår de enkelte dele vil blive behandlet.



Figur 2: Opstillet struktur for opgaven

## 4. Grundlæggende lovgivning

### 4.1 Omfattede virksomheder og lovens opbygning<sup>2</sup>

Loven er gældende for alle erhvervsdrivende virksomheder, med undtagelse af de virksomheder der er underlagt bestemmelse fra andet sted, eks. finansielle og offentlige virksomheder. Loven omfatter erhvervsdrivende virksomheder der skal aflægge årsrapport og erhvervsdrivende virksomheder, der ikke har pligt til, men frivilligt vælger at aflægge årsrapport.

Der er regnskabspligt for langt de fleste virksomheder, herunder alle aktie- anparts- og iværksætterselskaber. Dog kan øvrige meget små erhvervsdrivende virksomheder undlade at aflægge årsrapport, mod at indberette en undtagelseserklæring til Erhvervsstyrelsen, hvis de ikke på balancedagen i to på hinanden følgende år overskrider to af nedenstående grænser:

1. Balancesum på 7 mio. kr.
2. En nettoomsætning på 14 mio. kr.
3. Et gennemsnitligt antal ansatte på 10.

Årsregnskabsloven er opbygget efter en såkaldt byggeklodsmode, hvor loven er inddelt i 4 forskellige regnskabsklasser, benævnt regnskabsklasse A, B, C og D. Det gælder at jo højere regnskabsklasse jo flere krav til årsrapporten, dog kan en virksomhed altid vælge at følge reglerne for en højere regnskabsklasse eller blot tilvælge enkelte bestemmelser fra en oven liggende regnskabsklasse.

For at indplacere virksomhederne i den rigtige regnskabsklasse er der 3 kriterier man kigger på. Herunder balancesum, nettoomsætning og gennemsnitligt antal ansatte. Der skal skiftes regnskabsklasse når 2 ud af 3 kriterier overskrides i to på hinanden følgende år.

Størrelsesgrænserne fremgår af nedenstående:

---

<sup>2</sup> Indsigt i årsregnskabsloven, EY's praktiske guide til forståelse af loven, 4. udgave 2017/18, kapitel 1

<b>Klasse D</b> Børsnoterede og statslige aktieselskaber	Børsnoterede og statslige aktieselskaber uanset størrelse
<b>Klasse C</b> Store virksomheder	<b>Store virksomheder</b> Balance >156 mio. kr. Omsætning >313 mio. kr. Ansatte >250
Mellemstore virksomheder	<b>Mellemstore virksomheder<sup>1, 2</sup></b> Balance 44-156 mio. kr. Omsætning 89-313 mio. kr. Ansatte 50-250
<b>Klasse B</b> Små virksomheder	<b>Små virksomheder<sup>1</sup></b> Balance 0-44 mio. kr. Omsætning 0-89 mio. kr. Ansatte 0-50
Mikrovirksomheder	<b>Mikrovirksomheder<sup>1</sup></b> Balance 0-2,7 mio. kr. Omsætning 0-5,4 mio. kr. Ansatte 0-10
<b>Klasse A</b> Meget små virksomheder omfattet af LEV og personlige virksomheder	<b>Meget små virksomheder omfattet af LEV og personlige virksomheder uanset størrelse</b>

Figur 3: Byggeklodsmodellen, Indsigt i årsregnskabsloven, 4. udgave 2017/18, kapitel 1

Derudover gælder det at børsnoterede selskaber, uanset størrelse, har pligt til at aflægge regnskab efter IFRS, dette projekt behandler dog ikke IFRS kravene, hvorfor dette ikke vil blive omtalt dybere.

#### 4.2 Krav til årsrapporten<sup>3</sup>

Kravene til årsrapporten er præciseret i en begrebsramme, som understøtter kravet om at årsrapporten skal give et retvisende billede. Årsregnskabslovens § 11 indeholder en generalklausul, altså et overordnet mål for regnskabsaflæggelsen, som er: ”Et retvisende billede”. Det understreges at årsregnskabet skal give et retvisende billede af virksomhedens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet og ledelsesberetningen skal indeholde en retvisende redegørelse af de forhold, som beretningen omhandler.

For at årsrapporten kan opfylde sit formål er der udarbejdet nogle grundlæggende forudsætninger, som årsrapporten skal udarbejdes efter:

- Klarhed (årsrapporten skal udarbejdes så den er klar og overskuelig).
- Substans (der skal medtages reelt indhold og ikke ubetydelige informationer).
- Væsentlighed (alle relevante forhold skal indgå medmindre de er ubetydelige/uvæsentlige, dog skal det medtages hvis flere ubetydelige forhold tilsammen er betydelige).

<sup>3</sup> Indsigt i årsregnskabsloven, EY's praktiske guide til forståelse af loven, 4. udgave 2017/18, kapitel 4

- Going concern (der skal aflægges med fortsat drift for øje, ellers skal der ske tilpasninger i indregning og måling, klassifikation samt opstilling, hvis eks. aktiviteter forventes afviklet).
- Neutralitet (alle værdiændringer skal indregnes uanset indvirkning på egenkapital og resultatopgørelse).
- Periodisering (Der skal ske indregning når transaktioner, begivenheder og værdiændringer indtræffer uanset tidspunkt).
- Konsistens (Indregningsmetoder og målegrundlag skal være ensartet på samme kategori).
- Bruttoværdi (Der skal ske indregning af transaktioner mv. hver for sig, der må ikke ske modregning i de enkelte forhold).
- Formel kontinuitet (Ultimo balancen for sidste års regnskabsår skal stemme overens med primo balancen for det efterfølgende regnskabsår).
- Reel kontinuitet (Der må ikke ske ændringer i principper, regnskabsår mv. fra år til år, medmindre det er en ændring for at få et mere retvisende billede eller hvis det er afledt af lovændringer eller ny regnskabsklasse).

Derudover er der en række elementer som årsrapporten skal indeholde, dog afhænger det af regnskabsklassen, hvor meget der skal indgå. Nedenfor er oplistet de elementer som årsrapporten for klasse B og C som udgangspunkt skal indeholde:

- Ledelsespåtegning
- Revisorpåtegning
- Ledelsesberetning
- Anvendt regnskabspraksis
- Resultatopgørelse
- Balance, herunder aktiver og passiver
- Egenkapitalopgørelse (Krav for Regnskabsklasse C)
- Pengestrømsopgørelse (Krav for Regnskabsklasse C)
- Noter
- Evt. koncernregnskab, hvis dette er aktuelt

## **4.3 Udvalgte elementer fra årsrapporten<sup>4</sup>**

### **4.3.1 Ledelsesberetningen**

Ifølge årsregnskabsloven er der krav om at ledelsesberetning indgår i årsrapporter, som aflægges efter regnskabsklasse B, C og D. Kravene til indholdet i ledelsesberetningen er bygget op efter byggeklo-

---

<sup>4</sup> Indsigt i årsregnskabsloven, EY's praktiske guide til forståelse af loven, 4. udgave 2017/18, kapitel 4

modellen, hvor det gælder at jo højere regnskabsklasse, jo større krav er der til hvilke oplysninger der skal medtages.

Ledelsesberetning skal indeholde en retvisende redegørelse af de forhold der er medtaget og skal opfylde de tidligere omtalte grundlæggende forudsætninger.

Det skal bemærkes at der ikke er revisionspligt på ledelsesberetningen, hvorfor der i langt de fleste tilfælde udelukkende i revisors påtegning indgår en udtalelse om ledelsesberetningen i forhold til om denne er i overensstemmelse med resten af årsrapporten.

#### **4.3.2 Anvendt regnskabspraksis**

Anvendt regnskabspraksis er desuden også en vigtig del af årsrapporten, da der her oplyses om de anvendte indregningskriterier og målegrundlag der er anvendt på regnskabsposterne i både balance og resultatopgørelsen. Det er desuden også heri der oplyses om hvilken regnskabsklasse der aflægges årsrapport efter. Der skal medtages oplysninger om alle regnskabsposter i årsregnskabet, så regnskabsbruger ved hvorledes værdierne er opgjort.

#### **4.3.3 Resultatopgørelsen**

Der er i årsregnskabsloven givet definitionen på indtægter og omkostninger som må indregnes i resultatopgørelsen for en virksomhed.

Definition af indtægter:

*”Stigning i økonomiske fordele i regnskabsperioden i form af tilgang eller værdistigning af aktiver eller fald i forpligtelser, som medfører stigninger i egenkapitalen. I indtægter indgår dog ikke tilskud fra ejere.”*

Definition af omkostninger:

*”Fald i økonomiske fordele i regnskabsperioden i form af afgang eller værdiforringelse af aktiver eller stigning i forpligtelser, som medfører fald i egenkapitalen. I omkostninger indgår dog ikke udlodning eller uddelinger til ejere.”*

#### **4.3.4 Balancen - Aktiver og Passiver**

Årsregnskabsloven definerer balancens overordnede elementer, som er aktiver og passiver (forpligtelser). Såfremt en transaktion eller begivenhed opfylder definitionen på et aktiv eller en forpligtelse, men ikke kan opfylde kriterierne for indregning af aktiver og forpligtelser i balancen skal der ske indregning heraf i resultatopgørelsen eller oplysning herom i noterne.

For både aktiver og forpligtelser gælder det at første indregning sker til kostpris. Efterfølgende kan der eksempelvis ske indregning til dagsværdi for visse bestemte aktiver og forpligtelser.

Definition af aktiver:

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

Definition af forpligtelser (passiver):

*”Eksisterende forpligtelser for virksomheden opstået som resultat af tidligere begivenheder, og hvis indfrielse forventes at medføre afståelse af fremtidige økonomiske fordele.”*

#### **4.3.5 Noter**

Noteoplysningerne er til for at give regnskabslæser yderligere oplysninger om årsrapporten og omfanget af noteoplysninger afhænger af hvilken regnskabsklasse selskabet er omfattet af. Derudover skal noterne præsenteres i den rækkefølge, som regnskabsposterne som noterne vedrører, er præsenteret i regnskabet.

Nogle af de mest anvendte noter der er krævet for de forskellige regnskabsklasser er oplistet nedenfor:

*Regnskabsklasse B og opefter (gælder ikke B mikro-virksomheder)*

- Personaleomkostninger, specifikation vedrørende gennemsnitligt antal ansatte
- Finansielle indtægter/omkostninger såfremt der er renter til tilknyttede virksomheder skal disse vises på totalniveau
- Langfristede gældsforpligtelser, oplysninger om forfald efter 5 år.

*Regnskabsklasse C og opefter*

- Personaleomkostninger, specifikation vedrørende ledelsesvederlag
- Specifikation af periodeafgrænsningsposter
- Anlægsnoter på langfristede aktiver

#### **4.4 Delkonklusion**

Vi har nu gennemgået opbygningen af årsregnskabsloven og ved at denne er inddelt i en byggeklodsmodel og at indplaceringen i regnskabsklasser er afhængig af beløbsgrænser for hhv. nettoomsætning, balancesum og antal ansatte.

Derudover er der en generalklausul i loven, som siger at årsrapporten skal give et ”Retvisende billede”, som ligeledes opfyldes gennem nogle grundlæggende forudsætninger der overholdes, dette værende

eksempelvis at årsrapporten skal aflægges efter going concern, hvilket betyder at der er fortsat drift for øje, at årsrapporten i al væsentlighed er korrekt, herunder ubetydelige/uvæsentlige forhold ikke behøves medtaget samt korrekt periodisering, at transaktioner medtages i den periode de er indtruffet.

Afslutningsvis kiggede vi også på hvilke elementer der skal indgå i årsrapporten, samt at det er afgørende hvilken regnskabsklasse der aflægges efter i forhold til hvor mange oplysninger og elementer der skal medtages.

## **5. Investeringsejendomme**

I de foregående afsnit er den grundlæggende lovgivning og dele af årsrapporten gennemgået. I dette afsnit vil materielle anlægsaktiver blive defineret. Vi vil kigge på hvilke ejendomsstyper der kan være samt herefter bevæge os nærmere ind på investeringsejendomme. Herunder definitionen af investeringsejendomme samt den regnskabsmæssig behandling i årsrapporten.

### **5.1 Generelt vedrørende aktiver**

Tidligere i opgaven er der nævnt vedrørende definitionen på et aktiv, dette opsummeres som nedenstående:

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

Nedenfor vil de enkelte elementer i definitionen blive gennemgået, herunder ”under virksomhedens kontrol”, ”tidligere begivenheder” og ”fremtidige økonomiske fordele”.

#### **5.1.1 Under virksomhedens kontrol<sup>5</sup>**

Det er et krav at virksomheden skal have kontrol over det pågældende aktiv, som man indregner. Dette betyder at virksomheden skal have dispositionsretten til aktivet, således man er i stand til at disponere over aktivet. Det er dog ikke et krav at man har den juridiske ejendomsret.

#### **5.1.2 Tidligere begivenheder<sup>6</sup>**

Et andet krav er også at virksomheden skal have dispositionsretten over aktivet på balancedagen, man kan således ikke indregne aktiver der forventes anskaffet i fremtiden, selvom disse forventes at skabe fremtidige økonomiske fordele.

---

<sup>5</sup> Jens O. Elling ”Finansiell rapportering - teori og regulering”, 3. udgave 2012, side 227.

<sup>6</sup> Jens O. Elling ”Finansiell rapportering - teori og regulering”, 3. udgave 2012, side 227.



### **5.1.3 Fremtidige økonomiske fordele<sup>7</sup>**

Det sidste krav vedrører at aktivet genererer fremtidig økonomiske fordele, altså fremtidige pengestrømme for virksomheden. Pengestrømmene skal være positive, således der er tale om indtægter i virksomheden, besparelser eller andre økonomiske fordele der tilflyder ifm. anvendelse af aktivet. Desuden gælder det at pengestrømmene er forventet og de vedrører derfor fremtiden.

## **5.2 Definition af materielle anlægsaktiver**

I foregående afsnit er beskrevet generelt vedrørende aktiver, som er gældende for alle aktiver i virksomhedens balance, i dette afsnit vil vi gå dybere i definitionen på materielle anlægsaktiver og forskellige ejendomsstyper herunder.

### **5.2.1 Omsætnings- og anlægsaktiver**

Overordnet set er aktiver inddelt i hhv. anlægsaktiver og omsætningsaktiver. Definitionen på et anlægsaktiv er: *"Aktiver, der er bestemt til vedvarende eje eller brug for virksomheden"*, hvor definitionen på et omsætningsaktiv lyder: *"Aktiver, der ikke er anlægsaktiver"*.<sup>8</sup> Det gælder dermed at omsætningsaktiver ikke er til vedvarende eje eller brug og derved aktiver der forventes videresolgt eller forbrugt i virksomheden og dermed forventes realiseret inden for 12 måneder efter balancedagen.

Omsætningsaktiver vil ikke blive yderligere behandlet i rapporten og vi går derfor videre til anlægsaktiver, som opdeles i nedenstående underkategorier:

- Immaterielle anlægsaktiver
- Materielle anlægsaktiver
- Finansielle anlægsaktiver

Immaterielle anlægsaktiver defineres som *"Et identificerbart, ikke-monetært aktiv uden fysisk substans til brug ved fremstilling eller levering af varer eller tjenesteydelser til udlejning til andre eller til administrative formål"*<sup>9</sup>

Finansielle anlægsaktiver defineres ikke direkte i loven, men er i stedet opdelt i finansielle aktiver, som så herefter enkeltvis vurderes og inddeles i hhv. anlægsaktiver eller omsætningsaktiver, alt efter hvilke betingelser de opfylder, jf. tidligere i dette afsnit. Udvalgte eksempler på finansielle aktiver er: kapitalandele i tilknyttede eller associerede virksomheder, tilgodehavender i tilknyttede eller

---

<sup>7</sup> Jens O. Elling "Finansiell rapportering - teori og regulering", 3. udgave 2012, side 226.

<sup>8</sup> Årsregnskabsloven, bilag 1.C

<sup>9</sup> Jens O. Elling "Finansiell rapportering - teori og regulering", 3. udgave 2012, side 234.

associerede virksomheder, andre værdipapirer eller kapitalandele, tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser, andre tilgodehavender og likvide beholdninger.<sup>10</sup>

Immaterielle og finansielle anlægsaktiver vil ligeledes ikke blive behandlet yderligere i rapporten.

Materielle anlægsaktiver defineres som ”Fysiske aktiver, der besiddes af virksomheden til brug i produktionen eller distributionen af varer og tjenesteydelser eller med henblik på udlejning eller til administrative formål, og som forventes anvendt i mere end en regnskabsperiode”.<sup>11</sup>

### **5.2.3 Materielle anlægsaktiver - typer**

Materielle anlægsaktiver defineres dermed, jf. foregående afsnit, som fysiske aktiver, hvor det er sandsynligt at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden. Fysiske aktiver vil bestå i eksempelvis grunde og bygninger, maskiner, produktionsanlæg, biler mm. Der vil i de kommende afsnit blive behandlet yderligere vedrørende bygninger/ejendomme.

#### **5.2.3.1 Forskellige ejendoms typer**

Der findes flere forskellige typer af ejendomme, disse vil i dette afsnit kortfattet blive gennemgået for at der kan skelnes mellem de forskellige ejendoms typer, som er følgende:

- Domicilejendomme
- Handelsejendomme
- Ejendomme under opførelse
- Investerings ejendomme

#### *Domicilejendomme*

Domicilejendomme er ejendomme der besiddes med henblik på anvendelse i virksomhedens produktion eller administration. Der er dermed tale om ejendomme der ejes uden at have et egentligt driftsafkast for øje, men i stedet er anskaffet for at kunne understøtte den primære drift i virksomheden, eks. for at have lokaler til administrationen eller produktionsfaciliteterne i virksomheden.

Disse ejendomme behandles som materielle anlægsaktiver og indregnes til anskaffelsessummen og afskrives over den fastsatte brugstid, domicilejendomme kan ikke indregnes som investerings ejendomme.<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> Jens O. Elling ”Finansiell rapportering - teori og regulering”, 3. udgave 2012, side 254-255 samt ÅRL bilag 1.C

<sup>11</sup> Jens O. Elling ”Finansiell rapportering - teori og regulering”, 3. udgave 2012, side 244

<sup>12</sup> Regnskabsvejledning for regnskabsklasse B og C 2016, afsnit 15.

### *Handelsejendomme*

Handelsejendomme er ejendomme der besiddes med henblik på videresalg inden for en kortere årrække. Disse ejendomme behandles regnskabsmæssigt som varebeholdninger og behandles derfor efter reglerne herfor.

### *Ejendomme under opførelse*

Ejendomme under opførelse er ejendomme der endnu ikke står klar til at blive taget i brug og derfor regnskabsmæssigt behandles særskilt, for efterfølgende at kunne indregnes i en af de øvrige kategorier. Ejendomme under opførelse kan ikke indregnes som investeringsejendomme, da ejendomme skal være færdigopført før de kan indregnes som investeringsejendomme.<sup>13</sup>

### *Investeringssejendomme*

Investeringssejendomme defineres som ”*Investeringer i grunde, bygninger mv. med det formål at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende driftsafkast og/eller kapitalgevinst ved videresalg, frem for brug i produktion eller administration, eller videresalg som led i virksomhedens almindelige salgsaktiviteter.*”<sup>14</sup>

Der henvises desuden til mere udførlig gennemgang i afsnit 5.3, hvor investeringsejendomme behandles.

#### **5.2.4 Indregning og måling af materielle anlægsaktiver**

Første og efterfølgende indregning jf. ÅRL §36:

*”Aktiver og forpligtelser skal på tidspunktet for første indregning måles til kostpris. Efter første indregning skal aktiver måles til kostpris og forpligtelser til nettorealiseringsværdi, medmindre andet følger af denne lov”.*

Indregning af materielle anlægsaktiver sker jf. ovenstående første gang til kostpris og kostprisen skal omfatte alle omkostninger direkte forbundet med anskaffelse, indtil det tidspunkt hvor aktivet er klar til at blive taget i brug.

Herefter skal der fra ledelsens side vurderes hvordan efterfølgende måling skal ske, som kan være enten kostpris eller dagsværdi.

---

<sup>13</sup> Regnskabsvejledning for regnskabsklasse B og C 2016, afsnit 15.

<sup>14</sup> Fortolkning fra IAS 40

#### 5.2.4.1 Indregning til kostpris

Såfremt der vælges indregning til kostpris for aktiver med en begrænset brugstid jf. ÅRL § 43, skal kostprisen formindskes med afskrivninger, der tilsigter en systematisk afskrivning af aktiverne over deres brugstid.

Jf. ÅRL § 43, stk. 2, skal der tages hensyn til aktivets forventede restværdi efter endt brugstid. I daglig tale omtalt som scrapværdi, som er udtryk for den værdi aktivet forventes at kunne realiseres til ved endt brugstid, denne værdi revurderes årligt.

ÅRL § 43, stk. 1 og 2 tager dog ikke højde for en eventuel yderligere værdiforringelse, denne er i stedet indarbejdet jf. ÅRL § 42, som lyder følgende: *”Anlægsaktiver, der ikke løbende reguleres til dagsværdi efter §37, 37a eller 38, skal nedskrives til en lavere genindvindingsværdi.”*

#### 5.2.4.2 Indregning til dagsværdi efter ÅRL § 38 eller 41

Der findes to former for indregning til dagsværdi. Indregning efter ÅRL § 38 vedrørende investerings-ejendomme, hvor hovedtrækkene er at der skal ske revurdering af dagsværdien årligt, årets dagsværdireguleringer føres i resultatopgørelsen og denne dagsværdireguleringen er en fri reserve.

Derudover kan materielle anlægsaktiver, herunder også investeringsejendomme, måles til dagsværdi efter ÅRL § 41, hvor der sker indregning til kostpris fratrukket af- og nedskrivninger, men efterfølgende også kan ske opskrivning til dagsværdi. Her gælder det, modsat investeringsejendomme, at der sker en binding på egenkapitalen under ”Reserve for opskrivninger” efter skat og at reserven nedbringes i takt med afskrivninger og/eller hvis ejendommen udgår af driften.

Indregningsmetoderne er yderligere behandlet i de kommende afsnit vedrørende investerings-ejendomme.

#### **5.2.5 Delkonklusion**

Når der anskaffes en ny ejendom i et selskab skal der således tages stilling til hvilken ejendomstype der er tale om og hvorvidt denne skal indregnes og behandles ved første og efterfølgende indregning, mulighederne for at indregne ejendomme som investeringsejendomme er behandlet mere i næste afsnit og efter gennemgangen af investeringsejendomme vil der være et mindre afsnit som behandler hvilke årsager der kan være til at virksomheder vælger det ene frem for det andet.

## **5.3 Investeringsejendomme**

### ***5.3.1 Definition på investeringsejendomme***

Investeringsejendomme besiddes med henblik på at opnå løbende afkast af den investerede kapital. Afkastet kan bestå af lejeindtægter fra udlejning af ejendommene, med fradrag for de omkostninger der er forbundet med udlejning af ejendommene. Investeringsejendomme genererer modsat domicilejendomme ofte pengestrømme uafhængigt af selskabets øvrige aktiviteter.

Regnskabsvejledningen indeholder flere eksempler på typer af ejendomme der klassificeres som værende investeringsejendomme, herunder følgende:

- Ejendomme hvor den fremtidige anvendelse endnu ikke er fastlagt.
- Ejendomme som selskabet har leaset på finansielle leasingvilkår og efterfølgende videreudlejet ejendomme på operationelle leasingvilkår.
- Ejendomme der er tomme, men erhvervet med henblik på udlejning
- Grund der besiddes med henblik på langsigtet værdistigning

Hvorvidt en investeringsejendom skal måles og indregnes har tidligere været afhængig af selskabets hovedaktivitet. Grundlæggende skal en investeringsejendom præsenteres som et anlægsaktiv, da en investeringsejendom er bestemt til vedvarende eje over en længere periode. Indregning og måling af investeringsejendomme behandles yderligere de efterfølgende afsnit.

### ***5.3.2 Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme***

I dette afsnit vil der blive beskrevet hvorledes investeringsejendomme behandles regnskabsmæssigt. Den regnskabsmæssige behandling kan inddeles i flere underpunkter, herunder indregning og måling samt præsentation og oplysning.

#### **5.3.2.1 Indregning og måling**

Grundlæggende foreskriver årsregnskabsloven, jf. tidligere afsnit, at indregning af aktiver i balancen sker på det tidspunkt hvor det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden og aktivets værdi kan måles pålideligt. Indregningen af en investeringsejendom sker på det tidspunkt hvor fordele og risici ved besiddelse af ejendommen overgår til køber. Investeringsejendomme indregnes i overensstemmelse med øvrige materielle anlægsaktiver som redegjort i forrige afsnit. Dette vil sige at investeringsejendomme som hovedregel måles til kostpris ved første indregning. Kostprisen for en erhvervet investeringsejendom omfatter kostprisen for grund og bygninger, omkostninger der kan tilknyttes direkte til anskaffelsen samt andre omkostninger der kan henføres til erhvervelsen af

ejendommen. Ved erhvervelsesomkostninger for investeringsejendomme vil det typisk være mægleromkostninger eller installationsomkostninger forbundet direkte med anskaffelsen.

Efter første indregningen skal virksomheden afgøre hvorledes den efterfølgende måling skal ske. Ifølge Årsregnskabsloven kan investeringsejendomme værdiansættes efter to grundlæggende principper. Herunder indregning til dagsværdi hvor værdireguleringen indregnes løbende i resultatopgørelsen jf. ÅRL § 38 eller efter almindelig gældende regler for måling af anlægsaktiver. Dette vil sige kostpris med fradrag for af- og nedskrivninger eller til dagsværdi jf. ÅRL § 41 med indregning af opskrivninger direkte på egenkapitalen og med fradrag for af- og nedskrivninger. Dagsværdien opgøres uden reduktion af salgs- eller afhændelsesomkostninger. Ved anvendelse af ÅRL § 41 skal den foretagne opskrivning bindes på en særskilt reserve på egenkapitalen fratrukket skatten der måtte være relaterede til opskrivningen. Opskrivningsreserven reduceres i takt med afskrivningerne der er på den regnskabsmæssige værdi inklusiv opskrivningerne. Beløbet der reducerer den bundne reserve overføres til de frie reserver og vil dermed forøge udbytte mulighederne. Opskrivningsreserven opløses ligeledes hvis ejendommen sælges eller i øvrigt udgår af driften.

Ved anvendelse af ÅRL § 38 er der ingen krav om indregning af reserve på egenkapitalen til dækning af dagsværdireguleringer, hvorfor dagsværdireguleringen foretages uden binding.

Ved anvendelse af dagsværdi som målegrundlag for investeringsejendomme forudsætter det at virksomheden løbende kan opgøre en pålidelig dagsværdi. Forudsætningen for løbende dagsværdiansættelse er gældende uanset om virksomheden anvender § 38 eller § 41 da begge metoder stiller krav om, at den regnskabsmæssige værdi til en hver tid afspejler dagsværdien af det aktiv der er opgjort dagsværdi for.

#### 5.3.2.2 Præsentation og oplysning

Grundlæggende foreskriver Årsregnskabslovens § 12, stk. 2 følgende:

*”Årsrapporten skal udarbejdes således, at den støtter regnskabsbrugerne i deres økonomiske beslutninger...”*

Af Årsregnskabslovens § 12, stk. 3 fremgår endvidere, at:

*”Årsrapporten skal udarbejdes således, at den oplyser om forhold, der normalt er relevante for regnskabsbrugerne, jf. stk. 2. oplysningerne skal desuden være pålidelige i forhold til, hvad regnskabsbrugerne normalt forventer.”*

Årsregnskabsloven foreskriver således at årsrapporten skal indeholde oplysninger der vurderes, at være relevant for regnskabsbrugeren for, at opnå forståelse af årsrapportens indhold samt de enkelte regnskabsposter. Der vil i det følgende afsnit blive redegjort for præsentation og oplysninger af udvalgte bestanddele i årsrapporten i forhold til investeringsejendomme.

#### 5.3.2.2.1 Resultatopgørelsen

Med henblik på resultatopgørelsen for en virksomhed med investeringsaktivitet vil der blandt andet kunne fremgå huslejeindtægter, driftsomkostninger der er forbundet med ejendommen samt reguleringer af ejendommens værdi, herunder af- og nedskrivninger samt eventuelle op- og nedskrivninger.

Værdireguleringer kan i resultatopgørelsen præsenteres som en særskilt linje under bruttofortjenesten eller under finansielle poster.

#### 5.3.2.2.2 Balancen

Virksomheder der er i besiddelse af investeringsejendomme vil som tidligere nævnt optage ejendommen som et aktiv i balancen. Endvidere vil virksomhedens formål med ejendommen have indflydelse på, om ejendommen præsenteres som omsætnings- eller anlægsaktiv.

Såfremt ejendommen ikke afregnes kontant, men at finansieringen derimod sker igennem lån fra eksempelvis et realkreditinstitut, præsenteres gælden ved låneoptagelsen under passiverne i balancen. Nærmere bestemt som en gældsforpligtelse. Gældsforpligtelsen inddeles efter forfald som lang- og kortfristet gæld afhængigt af, om gælden forfalder inden for et år efter balancedagen eller har en længere tidshorisont.

#### 5.3.2.2.3 Anvendt regnskabspraksis

Anvendt regnskabspraksis er en redegørelse for de grundlæggende indregnings- og målemetoder der anvendes på de i regnskabet præsenterede poster i resultatopgørelsen, balancen, noterne og ledelsesberetningen. Forholdet gør sig gældende for såvel aktiver som forpligtelser. Med henblik på investeringsejendomme skal der oplyses om de værdiansættelsesmodeller og- teknikker der anvendes ved opgørelsen af dagsværdien af investeringsejendomme. Herunder metode og grundlag for op- ned- og afskrivninger samt op- og nedreguleringer.

#### 5.3.2.2.4 Noteoplysninger

Noteoplysningerne har til formål at uddybe informationer til regnskabsbruger for de i regnskabet præsenterede poster. I modsætningen til anvendt regnskabspraksis har noteoplysningerne til hensigt at behandle de konkrete taloplysninger i regnskabet. Årsregnskabsloven stiller krav om en række oplysninger i noterne. Herudover kan der være behov for yderligere oplysninger i årsrapporten for dels

at opfylde kravet om det retvisende billede og dels kvalitetskravet i årsregnskabsloven § 12, som tidligere omtalt.

I henhold til årsregnskabslovens § 58a skal der med vedtagelse af lovændringerne i 2015, for aktiver og forpligtelser, der måles til dagsværdi efter ÅRL §§ 37-38 hvor dagsværdien ikke måles på grundlag af observationer på et aktivt marked, oplyses om de centrale forudsætninger der anvendes ved beregningen af dagsværdi. Den ændrede notekravsbestemmelse vil være aktuel ved investeringsejendomme der måles til dagsværdi efter reglerne i ÅRL § 38, da dagsværdien er beregnet ved anvendelse af beregningsmodeller og ikke som en værdi på et aktivt marked. Hensigten med notekravet er, at årsrapporten skal oplyse om alle de forudsætninger, der er nødvendige for at regnskabsbrugeren kan vurdere virksomhedens beregninger. Jf. ÅRL § 58a, stk. 2 kan oplysningerne afgives samlet for en kategori eller en gruppe af investeringsejendomme såfremt de centrale forudsætninger ikke afviger væsentligt. Hvorvidt betingelserne for aggregering er opfyldt, skal foretages på baggrund af en konkret vurdering<sup>15</sup>.

Årsregnskabsloven kræver endvidere at der for klasse C-virksomheder specificeres årets til- og afgang samt værdireguleringer af investeringsejendomme i en anlægsnote. Regnskabsvejledningen supplerer med, at oplysningerne for klasse B-virksomheder tillige specificeres i en anlægsnote<sup>16</sup>.

#### 5.3.2.2.5 Ledelsesberetning

Ledelsesberetningen agerer som ledelsens beretning af virksomhedens aktiviteter og økonomiske stilling. Som beskrevet i afsnittet om grundlæggende lovgivning og krav til årsrapporten, er der krav om, at ledelsesberetningen medtages i årsrapporten for virksomheder i regnskabsklasse B og C.

Ledelsesberetningen skal i henhold til Årsregnskabsloven indeholde en retvisende redegørelse af de forhold som beretningen indeholder, hvorimod årsregnskabet har til hensigt at opfylde kravet om et retvisende billede. Med henblik på investeringsejendomme kan der være usikkerheder i forbindelse med dagsværdiansættelsen, som vil kræve en særlig omtale i beretningen, såfremt det er fundamentalt for regnskabsbrugers forståelse for årsregnskabet.

---

<sup>15</sup> Årsregnskabsloven kapitel 17 Investeringsejendomme

<sup>16</sup> Regnskabsvejledningen kapitel 15 Investeringsejendomme



#### **5.4 Valg af indregningsmetode og præsentation i årsrapporten**

Efter gennemgangen af metoder for indregning af materielle anlægsaktiver og investeringsejendomme vil vi i dette afsnit kort se på forskellen mellem at vælge indregning i årsrapporten som enten ”Investeringsejendomme” eller ”Grunde og bygninger”.

Indregning efter reglerne om investeringsejendomme er efter ændringen til årsregnskabsloven i 2015 blevet muligt for mange flere virksomheder, efter kravet om investeringsaktivitet som hovedaktivitet faldt bort. Dog er der stadig enkelte ejendomme, hvor det ikke er muligt at indregne disse som investeringsejendomme. Det er som nævnt tidligere bl.a. domicilejendomme. Sådanne ejendomme indregnes som ”Grunde og bygninger” til enten kostpris som formindskes med afskrivninger over løbetiden ned til den fastsatte scrapværdi, eller til dagsværdi efter § 41, med opskrivning over egenkapitalen.

For ejendomme hvor det er valgfrit om disse skal klassificeres som grunde og bygninger eller investeringsejendomme, er det vigtigt at bemærke at der ved indregning af grunde og bygninger til enten kostpris eller dagsværdi efter § 41 er færre oplysningskrav, end ved indregning af investerings-ejendomme til dagsværdi efter § 38.

Vurderingen af hvorvidt man skal vælge den ene præsentation frem for den anden og om der skal ske indregning til kostpris, dagsværdi efter § 38 eller § 41 er individuelt for hver enkelt virksomhed hvad der vil være den bedste løsning. Det er vigtigt at være opmærksom på at indregning til dagsværdi er mere omfattende og tidskrævende end kostprisindregningen og at det kan være meget svært at skulle argumentere for at kostprisberegningen er mere retvisende, hvis man senere ikke længere ønsker at indregne til dagsværdi.

#### **5.5 Delkonklusion**

I dette afsnit har vi været omkring definitionen af aktiver, som lyder at de skal generere fremtidige pengestrømme og være under virksomhedens kontrol som et resultat af tidligere begivenheder, samt at der findes både omsætnings- og anlægsaktiver. Vi har udelukkende berørt anlægsaktiverne, som defineres som værende til brug i mere end én regnskabsperiode og koncentreret os om behandlingen af materielle anlægsaktiver, herunder udelukkende ejendomme. Vi har set på forskellige typer af ejendomme, hvor definition af de forskellige ejendomstyper er gennemgået og efterfølgende beskrevet muligheder for indregningsmetoder. De forskellige indregningsmetoder er kostpris, dagsværdi efter § 38 og dagsværdi efter § 41, hvor § 38 kun kan anvendes på investeringsejendomme. Herefter er investeringsejendomme dybere gennemgået ift. definition, indregning som nævnt ovenfor og hvilke områder i årsrapporten man skal være særligt opmærksom i forhold til de givne oplysninger, herunder

særligt de givne oplysninger i anvendt regnskabspraksis omkring indregningsmetode og noteoplysninger omkring grundlæggende forudsætninger for beregningen.

## **6. Værdiansættelse af investeringsejendomme**

Til værdiansættelsen af investeringsejendomme til dagsværdi anvendes særligt tre anerkendte metoder, der vil i det følgende blive gennemgået de enkelte metoder, samt fordele og ulemper ved hver enkelt.

Værdiansættelsesmetoderne er følgende:

- Indregning baseret på vurdering fra ekstern vurderingsmand
- Afkastbaseret model
- DCF-modellen

Dog vil der indledningsvist blive gennemgået nogle grundlæggende begreber der anvendes i de forskellige metoder.

### **6.1 Grundlæggende begreber**

Inden gennemgangen af ovenstående værdiansættelsesmetoder, er det vurderet relevant at fastlægge nogle af de grundlæggende begreber for at sikre bedre forståelse af gennemgangen af de enkelte metoder. Der er udvalgt nogle af de mest brugte begreber som anvendes i særligt DCF modellen og den afkastbaserede model.

Der vil i det kommende derfor blive redegjort for nedenstående begreber:

- Forrentningskrav
- Diskonteringsrente og diskonteringsfaktor
- Markedsmæssige risici
- Ejendomsspecifikke risici

Der er mange faktorer der kan påvirke værdiansættelsen og fastlæggelsen af de enkelte elementer, der vil i det følgende blive redegjort for tidligere nævnte begreber, samt deres indvirkning på eller overvejelser i forbindelse med værdiansættelsen.

#### **6.1.1 Forrentningskrav**

Grundlæggende for både DCF-modellen og den afkastbaserede model er, at der skal anvendes et forrentningskrav i beregningerne. Forrentningskravet defineres som: *"Forrentningskravet, er det krav*

*der kompenserer for de risici investor tager ved at eje den pågældende ejendom*”, ligesom det gælder at når risikoen stiger, så bør forrentningskravet også stige.

Forrentningskravet er dermed det ønskede krav investor har til afkastet ud fra en alternativ risikofri investering plus tillæg for specifikke risikofaktorer ved denne investering. Forrentningskravet består derfor oftest af en risikofri rente og en markedsrisikopræmie for investeringsejendomme og er dermed afhængig af nogle af de kommende begreber der vil blive gennemgået og udfaldet af de enkelte risici der vurderes at være forbundet med de enkelte ejendomme.

Når den risikofrie rente skal fastlægges ser man ofte statsobligationer anvendt, da disse betragtes som en investering med lav risiko og dermed vil renten heraf være udtryk for en nedre grænse for hvad en investor vil acceptere uden særlig risiko. Dog skal man være opmærksom på landets tilstand som man vælger statsobligationen fra, da der i tilfælde af kriser, trusler om bankerot mv. ikke vil være tale om en risikofri investering.<sup>17</sup>

#### 6.1.1.1 Inspiration til fastlæggelse af forrentningskrav

Fastlæggelse af forrentningskrav kan være en svær proces, hvis man ikke har kendskab til markedet eller har svært ved at vurdere påvirkningen fra de forskellige risici og deres grad af indvirkning som der skal tages højde for.

Der kan derfor i mange tilfælde hentes inspiration i nogle markedsrapporter/analyser der laves af flere forskellige ejendomsmæglere med forventninger til afkastkrav. Nogle af de mest anvendte er Colliers Markeds PULS markedsrapporterne samt Nybolig Erhverv markedsindsigt og analyser.

Colliers Markeds PULS indeholder inddeling i delområder for de fleste større danske byer og underkategorier på ejendomsstyper som erhverv, kontor, retail-, industri- og logistik samt boligudlejningsejendomme. Derforuden er de inddelt efter kategori som bedste, standard og under middel og medtager informationer om tomgang, markedsleje og afkastkrav.<sup>18</sup>

Nybolig Erhverv udarbejder også landsdækkende markedsrapporter for ejendomsmarkedet i Danmark. Markedsrapporterne indeholder analyser af ejendomsmarkedet for hver region samt prognoser for den fremtidige udvikling samt forventning til afkastkrav for udvalgte større byer i de enkelte regioner.<sup>19</sup>

---

<sup>17</sup> ”Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forrentningskrav”, 2013 af ejendomsforeningen.dk

<sup>18</sup> Colliers Markeds PULS <http://www.colliers.com/da-dk/denmark/insights/markeds-puls>

<sup>19</sup> Nybolig Markedsrapport <https://nyboligerhverv.dk/markedsindsigt-og-analyser>

Ovenstående markedsrapporter kan derfor med fordel anvendes til at få et overblik over hvor man skal placere sig omkring, når der skal fastlægges forrentningskrav.

### **6.1.2 Diskonteringsrente og diskonteringsfaktor**

Diskonteringsrenten defineres som ”*Diskonteringsrenten er ejendommens nominelle forrentningskrav, dvs. forrentningskravet inklusiv inflation*”. Forrentningskravet der anvendes i den afkastbaserede model før eventuelle reguleringer er som udgangspunkt lig diskonteringsrenten fratrukket inflation.<sup>20</sup>

Diskonteringsfaktoren defineres som ”*Diskonteringsfaktoren afspejler tidsværdien af penge ved en given diskonteringsrente.*” Diskonteringsfaktoren anvendes dermed til at beregne nutidsværdien af fremtidige pengestrømme.

### **6.1.3 Markedsmæssige risici<sup>21</sup>**

Markedsmæssige risici er risikofaktorer der påvirker markedet udefra og kan skyldes strukturelle ændringer eller svigtende marked. Der er tale om risici der påvirker hele ejendomsmarkedet eller enkelte undergrupper på ejendomsmarkedet, som de enkelte selskaber med investeringsejendomme kan være påvirket af.

Nogle af de markedsmæssige risici er:

- Forlængede transaktionsperioder
- Fremtidige lejeindtægter
- Estimering af forrentningskrav
- Strukturelle ændringer
- Lovændringer

Ovenstående er risici der er med til at påvirke forrentningskravet som investor skal fastlægge for den enkelte ejendom, disse vil blive gennemgået nedenfor.

#### **6.1.3.1 Forlængede transaktionsperioder**

Når der handles med ejendomme er der tale om større investeringer som kræver den rette køber med likviditet til købet og det resulterer oftest i en længere transaktionsperiode end eksempelvis andre aktiver som aktier og obligationer der handles meget ofte på børsen. Derudover kan der, hvis der er behov for ekstern finansiering ved køber, være en længere periode ifm. kreditgodkendelse.

---

<sup>20</sup> ”Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forrentningskrav”, 2013 af ejendomsforeningen.dk

<sup>21</sup> ”Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forrentningskrav”, 2013 af ejendomsforeningen.dk

Hvis man opererer i et sådant marked med meget lange transaktionsperioder og manglende finansiering/likviditet vil der typisk være høje risikofaktorer.

#### 6.1.3.2 Fremtidige lejeindtægter

Risikofaktoren forbundet med fremtidige lejeindtægter vil afhænge meget af hvilket marked der skal ske udlejning i og hvordan udbud og efterspørgsel er i det pågældende marked. Såfremt der er tale om et ustabil og usikkert marked, hvor det kan være svært at få udlejet vil risikofaktoren oftest være høj, hvorimod den vil være lavere i et stabilt og forudsigeligt marked, hvor der er stor efterspørgsel.

#### 6.1.3.3 Estimering af forrentningskrav

Forrentningskravet fastsættes ud fra investors forventninger til markedet og det er derfor afgørende at investor har kendskab til markedet. Såfremt der er tale om et marked der er ustabil og mangler markedsanalyser vil der typisk være højere risikofaktorer, hvorimod de vil være lavere i et marked der er gennemskueligt og pålideligt.

#### 6.1.3.4 Beliggenhed

Beliggenhed er også en afgørende faktor, da der er forskel på hvor attraktiv en beliggenhed er og dermed hvor stor risiko der er forbundet med den pågældende beliggenhed ift. særligt fremtidige lejeindtægter. Derudover er det vigtigt at have fokus på at markedets opfattelse af en given beliggenhed kan ændres over tid og dermed også påvirke risikoen.

#### 6.1.3.5 Strukturelle ændringer

Ændringer i økonomiske forhold er også en faktor der spiller ind, særligt hvis der sker fald i beskæftigelse, lavere lønninger og fald i forbrug. Disse forhold er alle noget der kan medvirke til ændret risikosyn, da det kan medføre at der ikke er penge nok til at betale markedslejen og at det kan være sværere at få udlejet dyrere lejemål eller at der ikke er et nær så stort behov for erhvervslejemål, fordi butikker må lukke grundet manglende forbrug.

Derudover ser man også ændringer i måden at arbejde på, eksempelvis er åbne kontomiljøer blevet mere populære og de kan stille nye krav til muligheder for indretningen og konstruktioner.

#### 6.1.3.6 Lovændringer

Lovændringer kan også medføre ændrede forhold for ejendomsmarkedet og særligt stramme reguleringer for ejendomsmarkedet eller ændringer i planlægningslove og udvidelser af byområder man kan medføre større risici for nogle, alt efter beliggenhed ift. de pågældende ændringer. Der kan i disse

tilfælde være tale om ændringer der enten påvirker i positiv eller negativ grad, alt efter hvilke ændringer der foretages.

#### **6.1.4 Ejendomsspecifikke risici<sup>22</sup>**

Hvis man kigger mere på ejendomsspecifikke risici, vil der være tale om risici forbundet med den enkelte ejendom.

Der findes mange ejendomsspecifikke risici, men i nedenstående er nogle af de typiske oplyst:

- Manglende lejebetalinger
- Tomgang
- Omkostninger til den løbende drift af ejendommen
- Lejestruktur

##### 6.1.4.1 Manglende lejebetalinger

Manglende lejebetalinger vedrører den enkelte indgåede aftale med en lejer og knytter sig til risikoen for at lejer ikke kan betale den fremtidige leje. Risikoen ved lejere fra den offentlige sektor vurderes ofte at være forbundet med en lavere risiko.

##### 6.1.4.2 Tomgang

Tomgang vedrører risikoen for ledige lejemål, hvor man har svært ved at få dem udlejet igen. Risikoen er ofte forbundet med beliggenheden og ejendommens fleksibilitet ift. hvad lejerne søger, som kan resultere i at det kan være svært at finde lejere og der er tale om en stor omkostning for investor, hvis en ejendom har meget tomgang i længere perioder.

##### 6.1.4.3 Omkostninger til den løbende drift af ejendommen

Opgørelse af omkostninger forbundet med driften af ejendommen kan bestå af administrations- og vedligeholdelsesomkostninger, disse kan være svære at opgøre som følge af at det vil være påvirket af priser udefra og uforudsete omkostninger som eksempelvis skader på ejendommen.

###### 6.1.4.3.1 Vedligeholdelse vs. forbedringer

Når der skal opgøres forventede vedligeholdelsesomkostninger er det vigtigt at vide hvad der betragtes som vedligeholdelsesomkostninger og hvad der i stedet er forbedringer og hvilken forskel der er på regnskabsmæssig behandling af de to typer af omkostninger.

---

<sup>22</sup> ”Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forrentningskrav”, 2013 af ejendomsforeningen.dk

Der skelnes mellem om det er ønsket at skabe en bedre stand eller værditilvækst af aktivet eller om det er for at sikre den eksisterende værdi heraf.

Såfremt der ønskes at skabe en bedre stand eller værditilvækst af aktivet og det er sandsynligt at denne istandsættelse/tilføjelse vil medvirke til at generere yderligere fremtidige økonomiske fordele, så kan der ske aktivering heraf, hvor omkostningen tilgængesføres det pågældende aktiv i balance, da der så vil være tale om en forbedring.

Hvorimod hvis der blot er tale om at sikre den eksisterende værdi, så skal udgiften indregnes som en omkostning i virksomhedens resultatopgørelse og i dette tilfælde vil være at betragte som en vedligeholdelsesomkostning.

#### 6.1.4.4 Lejestruktur

Lejestrukturen omfatter risikoen forbundet med langtidsljekontrakter og særligt ift. det fastsatte lejeniveau og eventuelle afbrydelser. Der er en risiko for at der kan være fastsat en for lav leje ved indgåelse, som kan være svær efterfølgende at regulere og derfor ikke følger markedet. Dette skal der tages højde for i risikovurdering, ligesom det skal vurderes om der er risiko for afbrydelser i kontrakten alt efter situationen for den aktuelle lejer.

#### **6.1.5 Delkonklusion**

Vi har nu gennemgået de mest anvendte begreber og vigtige forhold der knytter sig til forrentningskravet som anvendes i værdiansættelsesmetoderne for investeringsejendomme, som vil blive gennemgået i de kommende afsnit. Overordnet set kan det konkluderes at der er mange risikofaktorer der kan påvirke forrentningen, dog kan de væsentligste nævnes, som værende kendskabet til markedet og de anvendte parametre, samt de specifikke risici der knytter sig til de enkelte ejendomme.

### **6.2 Indregning baseret på vurdering fra ekstern vurderingsmand**

Virksomhedens investeringsejendomme kan værdiansættes på baggrund af en vurdering foretaget af en ekstern uafhængig vurderingsmand. Det er dog vigtigt at bemærke at ledelsen skal tage stilling til de anvendte parametre som vurderingsmanden har indarbejdet og ligeledes har behov for de underliggende anvendte forudsætninger, da disse jf. tidligere gennemgået vedrørende noteoplysninger, skal oplyses i årsrapporten.<sup>23</sup>

---

<sup>23</sup> Artikel: "Investeringsejendomme og ny årsregnskabslov" Revision og regnskabsvæsen, juli 2016.

Det er ligeledes vigtigt at der ved denne metode ikke inddrages fremtidige investeringer i forudsætningerne, da vurderingen skal vedrøre ejendommens faktiske værdi pr. balancedagen. Det fremgår af ÅRL § 38 at der henvises til reguleringer med baggrund i IAS 40 når der skal ske indregning til dagsværdi af investeringsejendomme. IAS 40 siger følgende: *”Investeringsejendommens dagsværdi afspejler hverken fremtidige anlægsinvesteringer, som vil forbedre ejendommen, eller de tilknyttede fremtidige fordele fra disse fremtidige investeringer.”*

Det er tidligere konstateret jf. notat fra Erhvervsstyrelsen fra 2009 at de fremtidige investeringer i nogle tilfælde har været medtaget i vurderingen af ejendommens værdi, hvorfor det er vigtigt at sikre at dette ikke er tilfældet, såfremt denne metode ønskes anvendt.<sup>24</sup>

### **6.2.1 Fordele og ulemper ved anvendelse af ekstern vurderingsmand**

En fordel ved at anvende en ekstern vurderingsmand er at han betragtes som uafhængig og med kendskab til branchen. Der er ikke umiddelbart en fordel for valuaren ved at vurdere ejendommen til en forkert værdi, der er dog en risiko for at han kan blive presset af ledelsen eller lign. til at angive forkerte værdier fordi der kunne være et nært forhold eller bekendtskab mellem ledelse og valuar.

Der er nemlig ingen krav til en vurdering ift. at der skal underskrives en erklæring på at oplysningerne er korrekte eller lignende, på niveau med den erklæring revisor giver på årsrapporten, hvilket betyder at valuaren ikke kan anklages for fejlagtige vurderinger, såfremt valuaren ikke er uafhængig, dette er en ulempe set fra revisor og offentlighedens synspunkt.

Det kan være vanskeligt at få udleveret alle de oplysninger og forudsætninger der ligger til grund for beregningen og dermed være svært at give de krævede oplysninger i årsrapporten. Det er også vigtigt at være opmærksom på om der er anvendt fremtidige investeringer i beregningen, da dette ikke er tilladt jf. IAS 40, gennemgået i foregående afsnit.

Afslutningsvis kan det nævnes at der er tale om en meget omkostningstung metode, da det kan være dyrt at skulle betale en valuar for en ekstern vurdering, så det er også sjældent at denne metode ses anvendt.

---

<sup>24</sup> Notat: ”Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme” Erhvervs- og selskabsstyrelsen, 3. april 2009



### 6.3 Afkastbaseret model

Der findes som nævnt flere metoder for fastsættelse af dagsværdien for ejendomme, den afkastbaserede metode betragtes som den mest simple, hvorfor vi starter med at gennemgå denne. I afsnit 6.4 vil DCF-modellen blive gennemgået.

Afkastmetoden er også omtalt som normalindtjeningsmetoden, hvilket skyldes at der tages udgangspunkt i "den normale indtjening" på et år, hvor der indregnes forventede omkostninger til administration og vedligeholdelse.

Ved anvendelse af denne metode fastsættes en dagsværdi ud fra ejendommens driftsafkast i et normaliseret drifts år og et fastsat forrentningskrav og beregnes jf. nedenstående formel:

$$\text{Dagsværdi} = \frac{\text{Driftsafkast} * 100}{\text{Afkastprocent}}$$

Dagsværdien opgøres ud fra 3 punkter, som er opdelt som nedenfor<sup>25</sup>:

1. Opgørelse af ejendommens driftsafkast
2. Fastsættelse af ejendommens forrentningskrav
3. Eventuel korrektion af dagsværdien

#### 6.3.1 Opgørelse af ejendommens driftsafkast

Driftsafkastet omfatter lejeindtægter og de almindelige omkostninger forbundet med driften af ejendommen og opgøres på baggrund af en 12 måneders periode.

En ejendoms driftsafkast fastsættes efter nedenstående:

**Tabel 1: Opgørelse af driftsafkast, opstillet jf. Finanstilsynets bekendtgørelse<sup>26</sup>**

<b>Opgørelse af driftsafkast</b>
+ Lejeindtægter
- Vedligeholdelsesomkostninger
- Administrationsomkostninger
- Driftsomkostninger
= <i>Driftsafkast</i>

<sup>25</sup> Finanstilsynets bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl., 2008, bilag 8

<sup>26</sup> Finanstilsynets bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl., 2008, bilag 8

I de følgende afsnit er det gennemgået hvad der skal forstås ved de enkelte elementer.

#### 6.3.1.1 Lejeindtægter

Opgørelsen sker på årsbasis og lejeindtægter bør indgå med den faktiske forventede lejeindtægt for de kommende 12 måneder på baggrund af allerede indgåede lejekontrakter. Det er dog vigtigt at bemærke at såfremt lejen afviger væsentligt (+/- 10 %) fra markedslejen, så skal markedslejen anvendes frem for den kontraktbaserede leje.

Markedsleje defineres som *”Den leje, som de pågældende arealer må antages at kunne (gen)udlejes til inden for en tidshorisont på 6 måneder, fastsat under hensyntagen til kendskabet til de seneste indgåede lejekontrakter for og udbuddet af tilsvarende arealer med hensyn til beliggenhed, art, størrelse, kvalitet, udstyr og vedligeholdelsesstand.”*

Såfremt der er u udlejede arealer skal der medtages en skønnet markedsleje som lejeindtægt og for arealer der benyttes af virksomheden selv eller tilknyttede selskaber medtages en markedsleje fastsat ud fra et skøn.

#### 6.3.1.2 Vedligeholdelses- administrations- og driftsomkostninger

Ved vedligeholdelsesomkostninger forstås de omkostninger der årligt skal anvendes for at holde ejendommen i normal tilstand. Der henvises desuden til nærmere omtale om forskellen mellem vedligeholdelsesomkostninger og forbedringer i afsnit 6.1.4.3.1.

Ved administrations- og driftsomkostninger forstås de omkostninger der er budgetteret/estimeret for en 12 måneders periode. Såfremt der ikke betales administrationshonorar til ejendomsadministrator estimeres omkostningerne hertil ud fra markeds-mæssige vilkår.

Desuden indgår finansielle omkostninger, i form af prioritetsrenter, ikke i driftsomkostningerne.

#### **6.3.2 Fastsættelse af ejendommens forrentningskrav**

Der skal også fastlægges et forrentningskrav, hvilket fastsættes ud fra bedste skøn og under hensyntagen til den pågældende ejendoms type, tilstand, beliggenhed, lejekontrakternes løbetid og øvrige markeds-mæssige forhold. Forrentningskravet skal afspejle den værdi i de handler der har fundet sted på ejendomsmarkedet op til vurderingstidspunktet.

Forrentningskravet afspejler de risici investor tager ved at investere i det pågældende aktiv, dette er nærmere beskrevet i afsnit 6.1 ifm. gennemgang af de grundlæggende begreber.

### 6.3.3 Eventuel korrektion af dagsværdien

Foruden ovenstående driftsafkast og forrentningskrav kan der også være behov for øvrige specifikke korrektioner. Eksempler på nogle af de typiske korrektioner er oplistet nedenfor:

*Fradrag for tomgang* skal ske hvis der i lejeindtægterne er indregnet indtægter for en periode, hvor der ikke forventes at være sket udlejning af lejemålet.

*Fradrag for lavere leje* skal ske hvis der i lejeindtægterne er medtaget en højere lejeindtægt end den der faktisk er indgået.

*Fradrag for vedligeholdelsesarbejder* skal ske hvis der er planer om større vedligeholdelsesarbejder som ikke er dækket af de årlige vedligeholdelsesomkostninger der er medtaget i beregningen af driftsafkastet.

### 6.3.4 Eksempel på beregning efter afkastmetoden

I dette afsnit er der opstillet et eksempel på beregning af dagsværdi efter afkastmetoden. Oplysningerne er opdigtet, ligesom forrentningskravet blot er fastsat for eksemplets skyld.

**Tabel 2: Opstillet eksempel på afkastmetoden, opdigtet.**

<b>1. Opgørelse af ejendommens driftsafkast</b>	
Lejeindtægter	200.000,00
Vedligeholdelsesomkostninger	-10.000,00
Administrationsomkostninger	-2.000,00
Driftsomkostninger	-30.000,00
<b>Driftsafkast</b>	<b>158.000,00</b>

<b>2. Fastsættelse af ejendommens forrentningskrav</b>	
Forrentningskrav	5%
Værdi af ejendom før korrektioner	3.160.000,00
<b>Beregning af dagsværdi:</b>	

$$Dagsværdi = \frac{158.000 * 100}{5} = 3.160.000$$

<b>3. Eventuel korrektion af dagsværdien</b>	
Fradrag for tomgang	-10.000,00
Fradrag for større vedligeholdelsesarbejder	-200.000,00
<b>Værdi af ejendom efter korrektioner</b>	<b>2.950.000,00</b>

Jf. beregningerne ses det at der beregnes en foreløbig ejendomsværdi ud fra driftsafkast og forrentningskrav på 3.160.000 kr. hvorefter der fradrages for tomgang og vedligeholdelsesarbejder for 210.000 kr. hvorefter der fremkommer en endelig dagsværdi på baggrund af de fastsatte forudsætninger på 2.950.000 kr.

### **6.3.5 Fordele og ulemper ved afkastmetoden**

Den afkastbaserede model er til at overskue og indeholder få elementer for at kunne opgøre en dagsværdi, der er dog tale om en meget statisk værdiansættelse, eftersom der anvendes et afkast der anses for at være konstant ud i al fremtid i beregningen.

Driftsafkastet opgøres ud fra et normalt år og det er derfor vigtigt at der i øvrige korrektioner tages højde for eventuel tomgang og større vedligeholdelsesomkostninger mv.

Det øvrige væsentlige parameter er afkastkravet som skal fastsættes og dette kan være meget svært at beregne sig frem til, fordi der er mange risikofaktorer der skal tages højde for og disse kan være svære at opgøre værdien af. Det er dog her en mulighed som nævnt i afsnit 6.1.1.1 at hente inspiration i markedsrapporter og lignende der udarbejdes af eksempelvis Colliers og Nybolig Erhverv. Det er dog særligt vigtigt at der vurderes særskilt for ejendommene, hvilket afkastkrav der er aktuelt, da det er vigtigt at der anvendes et afkastkrav for en ejendom så sammenlignelig som muligt og ellers korrigeres i afkastkravet, da selv meget små udsving i afkastkrav kan få en stor betydning for værdien.

Det er tidligere konstateret af Erhvervsstyrelsen (dengang Erhvervs- og Selskabsstyrelsen) at nogle virksomheder har anvendt afkastkrav der har været meget under niveau for hvad det evt. så ud til at

burde ligge på og derved har opnået en højere værdi af ejendommen på et forkert grundlag. Det blev i samme omgang påpeget nedenstående om forrentningskravet<sup>27</sup>:

*”Forrentningskravet skal repræsentere den forrentning af investeringen, som det må forventes, at en villig og uafhængig part vil kræve ved køb af ejendommen.”*

Vi kan derfor konkludere at det er vigtigt at der foretages en konkret vurdering af afkastkravet for hver enkelt ejendom.

#### **6.4 DCF-modellen**

I det følgende vil DCF-modellen blive gennemgået med henblik på at klarlægge hvilke fordele og ulemper der er ved at anvende modellen til fastsættelse af investeringsaktivers dagsværdi. DCF-modellen er en forkortelse for *Discounted Cash Flow*-modellen og betyder diskontering af pengestrømme. Modellen er således en metode til at diskontere fremtidige pengestrømme, oftest over en femårig periode, for en ejendom til en nutidsværdi og derudfra fastsætte ejendommens dagsværdi.<sup>28</sup>

Typisk vil der for investeringsejendomme inden for en årrække være behov for vedligeholdelse og reoveringer af ejendommen, hvilket alt andet lige vil være likviditetskrævende for virksomheden. Ved anvendelse af DCF-modellen kan virksomheden herigennem anskueliggøre hvorvidt virksomheden i en fremtidig periode, på baggrund af de givne forudsætninger, vil have den fornødne likviditet til, at foretage de nødvendige investeringer til vedligeholdelse og reovering af ejendommen. DCF-modellen kan dermed bidrage til at optimere den tidsmæssige placering af investeringer ud fra de i år 0 angivne forudsætninger.

Til beregningen af DCF-modellen er der to centrale elementer i modellen, som skal fastlægges. Herunder investeringens pengestrømme og estimering af en passende diskonteringsfaktor, som er nødvendigt for at kunne beregne nutidsværdien af investeringsejendommen.

I det følgende vil der blive foretaget en beregning samt gennemgang af DCF-modellen, da teorien ønskes forklaret ved praktisk tilgang. Gennemgangen vil omfatte følgende områder:

- Opgørelse af forventede ind- og udbetalinger i budgetperioden
- Estimering af diskonteringsfaktor

---

<sup>27</sup> Notat: ”Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme” Erhvervs- og selskabsstyrelsen, 3. april 2009

<sup>28</sup> Finanstilsynets bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl., 2008, bilag 8

- Tilbagediskontering af pengestrømme
- Opgørelsen af terminalværdien
- Tilbagediskontering af terminalværdien
- Opgørelse af investeringsejendommens værdi

#### **6.4.1 Opgørelse af forventede ind- og udbetalinger i budgetperioden**

Første led i beregningen af dagsværdien for den pågældende investeringsejendom er i overensstemmelse med den afkastbaserede model de forventede fremtidige pengestrømme. Ved opgørelsen af de forventede pengestrømme for den bestemte budgetperiode kan der med fordel tages afsæt i tidligere års realiserede tal, med forbehold for at disse tilpasses ud fra den forventning der måtte være til driftsafkastet for den fremtidige periode. I de forventede pengestrømme indgår de pengestrømme som er direkte forbundet med investeringsejendommen og vedrører driften af investeringsejendommen og medtaget omkostninger til investeringer. Opgørelsen af de forventede fremtidige pengestrømme kan se således ud for en investeringsejendom:

**Tabel 3: Opgørelse af fremtidige pengestrømme**

<b>Opgørelse af fremtidige pengestrømme</b>
+ Lejeindtægter
- Vedligeholdelsesomkostninger
- Administrationsomkostninger
- Driftsomkostninger
- Investeringer
= <i>Cash flow (pengestrømme)</i>

#### **6.4.2 Estimering af diskonteringsfaktor**

Diskonteringsfaktoren er som tidligere nævnt en faktor der afspejler tidsværdien af penge ved en given diskonteringsrente. Diskonteringsfaktoren tilbagediskonterer de fremtidige forventede pengestrømme til en nutidsværdi.

DCF-modellen er en langsigtet model hvor der budgetteres for investeringsejendommens pengestrømme over en fremtidig periode. Typisk en periode på mellem 5-10 år. Da der er tale om en langsigtet model skal der i fastlæggelsen af diskonteringsfaktoren tages højde for inflationen.

Til fastlæggelse af diskonteringsfaktoren tages der udgangspunkt i CAPM (Capital Assets Pricing Model)<sup>29</sup>. CAPM svarer til en investors afkastkrav ved en tilsvarende investering.

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

$R_i$  = investors afkastkrav

$R_F$  = risikofri rente

$R_M - R_F$  = markedets risikopræmie

$\beta_i$  = systematisk risiko

CAPM illustrerer et lineært forhold mellem afkastkrav og risiko hvilket er i overensstemmelse med tidligere redegørelse af forrentningskravet. Højere risiko på en investeringsejendom kræver alt andet lige et højere afkast.

#### **6.4.3 Tilbagediskontering af pengestrømme**

Efter identifikation af de fremtidige forventede pengestrømme samt estimering af diskonteringsfaktoren er gennemgået, vil der i det følgende afsnit blive gennemgået hvordan de identificeret fremtidige pengestrømme tilbagediskonteres til nutidsværdi.

Som nævnt i forrige afsnit vedrørende estimering af diskonteringsfaktoren, bør der tages højde for inflationen, da man ud fra en betragtning må antage at indtægter og omkostninger som modtages i dag ikke nødvendigvis har samme værdi i fremtiden.

Dette betyder at tilbagediskonteringen af pengestrømmene skal ske med den diskonteringsfaktor, som er fastlagt i ovenstående afsnit.

Beregningsen af nutidsværdien af pengestrømmene kan anvises således:

$$NPV(k, N) = -CF_0 + [CF_1 * DF_1] + [CF_2 * DF_2] + \dots + [CF_t * DF_t] + \dots + [CF_N * DF_N]^{30}$$

Anviste formel for nutidsværdien af pengestrømmene viser, at nutidsværdien for hvert budgetår beregnes og tilbagediskonteres. Summen af nutidsværdien for de enkelte budgetår giver den samlede

---

<sup>29</sup> G. Hawawini & C. Viallet, "Finance for executives; Managing for Value Creation" – kapitel 14

<sup>30</sup> G. Hawawini & C. Viallet, "Finance for executives; Managing for Value Creation" – kapitel 14

nutidsværdi af pengestrømmene i den fastlagte budgetperiode. Den beregnede nutidsværdi skal efterfølgende anvendes i DCF-modellen.

#### **6.4.4 Opgørelse af terminalværdien**

Ud over budgetperioden arbejder DCF-modellen med en terminalperiode. Terminalperioden er perioden efter budgetperioden og terminalåret er det førstkomende år i terminalperioden. Terminalåret er et begreb for summen af det fremtidige cash flow der ligger udover cash flowet der indgår i budgetperioden. Terminalværdien af investeringsejendommen er den beregnede dagsværdi i terminalåret.

Terminalværdien beregnes således:

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

T = terminalværdien

PS<sub>t</sub> = pengestrømme på tidspunkt t

CAMP = diskonteringsfaktoren

INF = inflationsraten

#### **6.4.5 Tilbagediskontering af terminalværdien**

I overensstemmelse med tidligere afsnit vedrørende tilbagediskontering af pengestrømme skal terminalværdien tilbagediskonteres til nutidsværdi. Terminalværdien tilbagediskonteres ved brug af følgende formel:

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

NPV(T) = nutidsværdien af terminalværdien

T = terminalværdien

CAPM = diskonteringsfaktoren

N = antal budgetterede år

#### **6.4.6 Opgørelsen af investeringsejendommens værdi**

Med udgangspunkt i de foregående afsnit kan investeringsejendommens værdi beregnes ved at lægge nutidsværdien af pengestrømmene sammen med nutidsværdien af terminalværdien. Dette kan beskrives ud fra følgende formel:



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

#### **6.4.7 Regneeksempel DCF-model**

På baggrund af behandlingen af DCF-modellen i de foregående afsnit samt med ønske om forklaring af teorien ud fra et praktisk eksempel<sup>31</sup>, er der udarbejdet en fiktiv beregning af dagsværdien for en investeringsejendom med afsæt i DCF-modellen. Beregningen er udelukkende udarbejdet til brug for forståelse af ovenstående gennemgang.

I udarbejdet eksempel tager DCF-modellen udgangspunkt i en 10-årig budgetperiode samt et terminal år. Cash flowet i terminal året udtrykker et normaliseret år med forbehold for tomgang grundet vedligeholdelse og modernisering (indretnings-/ombygningsudgifter) af ejendommen.

Cash flowet i budgetperioden indeholder følgende indtægter og udgifter:

- Lejeindtægter (*lejeindtægter på ejendommen inkl. eventuelle lejerabatter og trappeleje*).
- Tomgang (*tomgang ved større reoveringer og vedligeholdelse*).
- Administrationsomkostninger (*forsikringer, serviceabonnementer og ejer administration*).
- Ejendomsskatter og –udgifter
- Vedligeholdelses- og indretningsudgifter (*løbende vedligeholdelse og modernisering*)

Endvidere er der fastsat en række forudsætninger som gør sig gældende for beregningen af cash flowet over den 10-årige budgetperiode. Både den reale og nominelle diskonteringsfaktor er skønnet da det udelukkende er anvendt til at skabe forståelse for modellen. Ved anvendelse af den nominelle diskonteringsfaktor tages der højde for en vægtet inflationsforventning.

I DCF-modellen er der gjort anvendelse af ovenstående afsnit til beregningen af terminalværdien samt nutidsværdien af pengestrømmene og terminalværdien.

#### **6.4.8 Fordele og ulemper ved DCF-modellen**

I det følgende afsnit vil der med udgangspunkt i ovenstående behandling af DCF-modellen blive belyst hvilke fordele og ulemper der er ved at benytte DCF-modellen.

---

<sup>31</sup>Der henvises til DCF-model i bilag, jf. afsnit 13.1

DCF-modellen er som beskrevet i de foregående afsnit en metode, hvorpå det er muligt at estimere en dagsværdi for en investeringsejendom. DCF-modellen tager udgangspunkt i tilbagediskonterede nutidsværdier af budgetterede pengestrømme (Cash flow) over en årrække. En såkaldt budgetperiode.

DCF-modellen er i forhold til den afkastbaserede model en mere kompleks model, herunder særligt grundet de yderligere forudsætninger der udarbejdes i DCF-modellen kontra den afkastbaserede model. DCF-modellen bygger på et højt antal forudsætninger og giver derfor samtidig et mere specificeret output på årsbasis.

Sammenholdt med den afkastbaserede model er DCF-modellen en udvidet værdiansættelsesmetode. DCF-modellen fordeler det forventede afkast ud på de fremtidige indtjeningsår og derved tager højde for eventuelle tomgang, forhøjede investeringer o. lign. i de enkelte indtjeningsår. På denne baggrund giver DCF-modellen et overblik over virksomhedens netto cash flow i den fremtidige indtjeningsperiode, som benyttes i DCF-modellen i form af den anvendte budgetperiode.

Modsat kan det også ses som en ulempe ved DCF-modellen, at dagsværdien beregnes ud fra en budgetterede periode, da der ofte vil være forbundet flere skøn, og dermed usikkerheder, ved en sådan vurdering.

## **6.5 Delkonklusion**

Nu har vi gennemgået de forskellige metoder der kan anvendes til at fastlægge dagsværdien på en ejendom. Der er fordele og ulemper ved alle modellerne, men i hovedtræk gælder det at der findes tre metoder, vurdering fra ekstern vurderingsmand, afkastmetoden og DCF-modellen. Ekstern vurdering kræver også en vurdering af ledelsen og de anvendte oplysninger som vurderingsmanden har anvendt, da der er krav om oplysninger i noterne om de grundlæggende forudsætninger, det gælder desuden også at denne metode kan være dyr for virksomheden.

Afkastmetoden beskrives som den simple sammenholdt med DCF-modellen og er også den mest anvendte, den indeholder få parametre med driftsafkast og et forrentningskrav for et normalt indtjeningsår, hvorimod DCF-modellen indeholder pengestrømme fordelt ud på en længere indtjeningsperiode, typisk 5-10 år og et forrentningskrav og er derfor mere kompleks at opføre.

Afkastmetoden er mere gennemskuelig for regnskabsbruger at forholde sig til, da der er få parametre anvendt sammenholdt med DCF-modellen. DCF-modellen kan være en fordel for virksomheder hvor der vil være en længere periode før den er i fuld drift og derved kan være en fordel med pengestrømme

opgjort over en 10-årig periode, det er dog en model der kan være svær at gennemskue hvis ikke hele beregningen lægges frem.

Vi vil i vores analyse i afsnit 8 kigge mere på de oplyste krav i årsrapporterne og her vil der blive taget udgangspunkt i årsrapporter med den afkastbaserede model som metode.

## **7. Væsentligste ændringer til ÅRL vedrørende investeringsejendomme**

I lyset af finanskrisen har man ønsket øget bevågenhed på virksomheder der besidder investerings-ejendomme med hensyn til netop indregning og måling samt hvilke oplysninger der fremgår af årsrapporten, hvilket over tid også har medført ændringer til årsregnskabsloven.<sup>32</sup>

### **7.1 Ændringer over tid – 10-årig periode**

De væsentligste ændringer der har været foretaget til årsregnskabsloven og berørt indregning af investeringsejendomme har været ændring foretaget i 2008 og 2015. Ændringerne er nærmere beskrevet nedenfor, hvor det er tydeligt at ændringen i 2015 var den mest omfattende.

#### **7.1.1 Ændringer til årsregnskabsloven vedtaget 2008**

Ændringen foretaget i 2008 berørte virksomheder der indregnede efter § 38. Tidligere var dagsværdireguleringen en bunden reserve på egenkapitalen, men fra denne ændring overgik dagsværdireguleringerne fra at være en bunden til en fri reserve.<sup>33</sup>

#### **7.1.2 Ændringer til årsregnskabsloven vedtaget 2015**

Med ændringer til årsregnskabsloven der blev vedtaget i 2015 med ikrafttrædelse for regnskabsår med start 1. januar 2016 eller senere, er der sket en række væsentlige ændringer til bestemmelserne særligt vedrørende indregning og måling af investeringsejendomme samt krav til noteoplysninger når der anvendes dagsværdi i årsrapporten.

##### **7.1.2.1 Ændring vedrørende indregning til kostpris**

Ændringen til årsregnskabsloven har medført at man fra og med ikrafttrædelsen af ændringerne løbende skal revurdere restværdien for aktiver der indregnes til kostpris. En revurdering af restværdien vil være relevant for investeringsejendomme, hvor der løbende er udsving i konjunkturerne. Revurdering af

---

<sup>32</sup> Notat: "Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme" Erhvervs- og selskabsstyrelsen, 3. april 2009

<sup>33</sup> [https://www.fsr.dk/Faglige\\_informationer/Regnskaber/Love%20og%20bekendtgørelser/Aarsregnskabsloven/Aarsregnskabsloven%2010\\_06\\_08](https://www.fsr.dk/Faglige_informationer/Regnskaber/Love%20og%20bekendtgørelser/Aarsregnskabsloven/Aarsregnskabsloven%2010_06_08)

restværdien kan have konsekvens for tilsvarende ændringer af afskrivningsgrundlaget med deraf følgende ændringer af afskrivningerne i resultatopgørelsen.<sup>34</sup>

#### 7.1.2.2 Ændring vedrørende indregning til dagsværdi efter § 38

Der er sket en del ændringer der påvirker behandling efter § 38, ændringerne er gennemgået nedenfor.

Med ændringerne til Årsregnskabsloven kan virksomheder der ejer investeringsejendomme vælge at indregne efter § 38 uanset hvorvidt virksomheden har investeringsaktivitet som hovedaktivitet eller ej. Det vil sige at en produktionsvirksomhed der besidder en udlejningsejendom i overensstemmelse med investeringsvirksomheder kan gøre anvendelse af § 38 hvor ejendommen måles til dagsværdi.

Omfanget af § 38 er dog blevet skærpet således at den ikke længere kan anvendes på alle investeringsaktiver, men i stedet udelukkende på investeringsejendomme.<sup>35</sup>

Tilhørende forpligtelse der måtte være optaget i forbindelse med investeringen herunder blandt andet lån optaget til finansieringen måles efter ændringerne til Årsregnskabsloven ikke længere til dagsværdien, men til amortiseret kostpris.<sup>36</sup>

Der er sket ændringer til bestemmelserne om oplysninger i anvendt regnskabspraksis jf. §53, stk. 2, nr. 1 a, som nu lyder at der for aktiver der indregnes til dagsværdi efter § 38 skal gives oplysninger om de anvendte værdiansættelsesmodeller og –teknikker til fastsættelse af dagsværdien.

Ligeledes er der øgede krav til noteoplysninger vedrørende aktier der indregnes efter § 38, hvor det jf. § 58 a lyder at der skal gives oplysninger om de centrale forudsætninger der er anvendt ved beregningen.<sup>37</sup>

I forbindelse med ændringerne til årsregnskabsloven blev der vedtaget en række overgangsbestemmelser som med fordel kunne anvendes ved første aflæggelse i forbindelse med årsregnskab indeholdende 31.12.2016. Nogle af de mest interessante overgangsbestemmelser vedrørte hovedaktivitet og indregning af forpligtelser.

---

<sup>34</sup> Artikel: "Investeringssejendomme og ny årsregnskabslov" Revision og regnskabsvæsen, juli 2016.

<sup>35</sup> Bestemmelsen kan fortsat anvendes af virksomheder der omdanner levende dyr eller planter biologisk.

<sup>36</sup> Artikel: "Investeringssejendomme og ny årsregnskabslov" Revision og regnskabsvæsen, juli 2016.

<sup>37</sup> "Ændring af årsregnskabsloven – betyder det noget for mit årsregnskab?" Udgivet af Deloitte 2015.

Overgangsbestemmelsen vedrørende hovedaktivitet var gældende for virksomheder med en eller flere investeringsejendomme som ikke tidligere har haft mulighed for at indregne til dagsværdi efter § 38 grundet at virksomheden ikke havde investering som hovedaktivitet, men efter de nye regler ønskede at indregne efter § 38. Her vil det typisk betragtes som en ændring i anvendt regnskabspraksis som medfører ændring af sammenligningstal, dog lød overgangsbestemmelsen på at det var muligt at foretage den første dagsværdiregulering ultimo direkte på egenkapitalen og først efterfølgende år indregne de løbende reguleringer i resultatopgørelsen.

Overgangsbestemmelsen vedrørende indregning af forpligtelser kunne anvendes af alle der tidligere har haft indregnet forpligtelser til dagsværdi og nu skulle have dem indregnet til amortiseret kostpris i stedet. Her var det muligt at anvende dagsværdien af sidste aflagte årsregnskab før ændringen som ny kostpris og dermed grundlag for beregning af amortiseret kostpris. Der var således ikke krav om ændring tilbage i tid eller tilpasning af sammenligningstal.

Såfremt man anvendte overgangsbestemmelserne skulle der oplyses herom i årsregnskabet, i form af en note.<sup>38</sup>

#### 7.1.2.3 Ændring vedrørende indregning til dagsværdi efter § 41

Ændringen til årsregnskabsloven medførte at de foretagne opskrivninger vedrørende ejendommen som er bundet på egenkapitalen nu løbende skal reduceres med løbende afskrivninger, desuden blev det muligt at gå tilbage i tid og opløse opskrivningen med de allerede foretagne afskrivninger, således det blev overført til frie reserver.

Desuden var der også her en overgangsbestemmelse hvor det var muligt at overgå fra indregning til kostpris til dagsværdi efter § 41 uden tilpasning af sammenligningstal.<sup>39</sup>

## 7.2 Hvad ligger bag ændringerne til ÅRL

Når man ser på ændringer generelt til årsregnskabsloven ses det mere at der i et vist omfang sker tilpasning til den internationale udvikling og dermed de internationale regnskabsstandarder (IFRS). Disse standarder er mere krævende og specifikke og har flere krav end Årsregnskabsloven eftersom det også er dem der skal anvendes på større selskaber, herunder børsnoterede selskaber.<sup>40</sup>

---

<sup>38</sup> Artikel: "Investeringssejendomme og ny årsregnskabslov" Revision og regnskabsvæsen, juli 2016.

<sup>39</sup> Artikel: "Investeringssejendomme og ny årsregnskabslov" Revision og regnskabsvæsen, juli 2016.

<sup>40</sup> <https://www2.deloitte.com/dk/da/pages/audit/articles/aendring-aarsregnskabsloven.html>

Desuden udgav Erhvervsstyrelsen (dengang Erhvervs- og Selskabsstyrelsen) i 2009 et notat omkring værdiansættelse af ejendomme, hvor udfordringer vedrørende værdiansættelsen blev omtalt og der blev sat fokus på at der skulle ske korrekt opgørelser af dagsværdier med baggrund i den usikkerhed der blev skabt på markedet efter finanskrisen, fordi der var indikationer på at ejendomme i flere regnskaber var betydeligt overvurderede.<sup>41</sup> Et sådan notat udarbejdes meget sjældent fra Erhvervsstyrelsen, hvilket også understøtter at der var tale om en løftet pegefinger fra styrelsen og præcisering af krav samt øget opmærksomhed omkring værdiansættelsen og kvaliteten heraf.<sup>42</sup>

Ændringer menes desuden også at være afledt at et ønske fra omverdenen om mere gennemsækelighed og indsigt i årsregnskaberne med investeringsejendomme, hvor det generelt set har været svært at vurdere de fastsatte værdier ud fra de tidligere givne oplysninger og hvorvidt regnskabsbruger på baggrund af disse oplysninger har været i stand til at vurdere det retvisende billede og træffe investeringsbeslutninger ud fra dette.

### **7.3 Vores fokus vedrørende ændringerne**

Vores fokus vil være ændringerne vedrørende oplysninger i anvendt regnskabspraksis og krav til noteoplysninger, hvor vi vil foretage sammenholdelse af udvalgte årsrapporter og se om disse opfylder kravene og hvordan disse er tolket.

Vores fokus vil desuden blive beskrevet mere detaljeret i forbindelse med intro til afsnit 8, hvor vi starter vores analyse.

### **7.4 Delkonklusion**

Vi har nu gennemgået de væsentligste ændringer vedrørende investeringsejendomme over en 10-årig periode, hvor det særligt har været ændringer til § 38 der har været flest af. Opsummeret er ændringerne vedrørende fjernelse af binding på egenkapital for § 38, ændringer i krav til hovedaktivitet for § 38, ændringer til indregning af forpligtelser samt ændringer vedrørende § 41 ift. nedbringelse af opskrivningsreserven med de foretagne afskrivninger, samt oplysningskrav vedrørende anvendte metoder og forudsætninger i årsrapporten.

Vi vil i det kommende afsnit foretage analyse af udvalgte årsrapporter, hvor vi jf. foregående afsnit, vil koncentrere os om anvendt regnskabspraksis og noteoplysningerne.

---

<sup>41</sup> Notat: "Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme" Erhvervs- og selskabsstyrelsen, 3. april 2009

<sup>42</sup> <https://erhvervsstyrelsen.dk/notater-og-afgoerelser> - samlet kun 14 notater, afgørelser og udtalelser.

## **8. Sammenligning af oplysninger i årsrapporter**

Der vil i dette afsnit blive analyseret udvalgte årsrapporters oplysninger omkring indregningen af investeringsejendomme. Vi vil kigge på de enkelte afsnit i årsrapporten der er relevant ift. oplysninger, herunder ledelsesberetning, anvendt regnskabspraksis og noteoplysninger.

Herefter vil vi sammenholde de oplyste afkastkrav med Colliers MarkedsPULS og Nybolig Erhvervs markedsrapporter med afkastkrav, som er anerkendte firmaers analyser af markedet. De anvendte rapporter vil tage udgangspunkt i Q2 for 30.06 selskabet og Q3 fra Colliers for 31.12 selskaberne, da der ikke ligger offentliggjorte for Q4 og det derfor anses for mest retvisende at holde på mod Q3 og ikke begynde at se på Q1 2017. For Nybolig Erhverv er der anvendt rapporter for Efterår 2016 og Forår 2017, da vi både analyserer 30.06 og 31.12 regnskaber.

Vi vil endvidere se på de foretagne reguleringer og hvis muligt se på de gennemsnitlige driftsafkast anvendt i beregningerne og sammenholde med realiseret for det pågældende år.

Analysen er opdelt i to, henholdsvis en analyse for tre regnskabsklasse B-selskaber fra tre forskellige revisionsfirmaer, for at se om der er forskel på de givne oplysninger som forskellige revisionsfirmaer afgiver erklæring på. Den anden analyse vil være i forhold til regnskabsklasser, for at se om der er forskel på de oplysninger der gives og om der oplyses yderligere jo højere regnskabsklasse.

### **8.1 Sammenholdelse af årsrapporter udarbejdet af tre forskellige revisionsfirmaer**

#### **8.1.1 HGBN Frederikshavn ApS**

I de følgende afsnit vil der bliver undersøgt hvorledes HGBN Frederikshavn foretager værdiansættelsen af investeringsejendomme samt hvilke oplysninger der medtages i forbindelse med regnskabs-aflæggelsen. Gennemgangen vil tage udgangspunkt i følgende:

- Årsrapport 2015/16
- Årsrapport 2016/17 (aflægges efter bestemmelser i årsregnskabsloven der blev vedtaget i 2015 med ikrafttrædelse 1. januar 2016)

##### **8.1.1.1 Generelle oplysninger om selskabet**

HGBN Frederikshavn ApS er stiftet i år 1992 og er hjemmehørende i Aalborg Kommune. Selskabets hovedaktivitet består i drift af investeringsejendomme. Selskabet råder over en række ejendomme

primært beliggende i Frederikshavn. Selskabets investeringsejendomme består hovedsageligt af lejemål, som udlejes til beboelse samt enkelte erhvervslejemål<sup>43</sup>.

Selskabet aflægger regnskab efter årsregnskabslovens bestemmelser for regnskabsklasse B med tilvalg af enkelte bestemmelser for regnskabsklasse C. Regnskabsåret løber fra den 01.07 – 30.06.

Selskabet har Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab, Aalborg som revisor i både 2015/16 og 2016/17. Der er i begge år afgivet revisionspåtegning uden modifikationer eller fremhævelse af forhold i regnskabet.

### 8.1.1.2 Ledelsesberetningen

#### 8.1.1.2.1 Årsrapport 2015/16

I ledelsesberetningen fremgår det at selskabets hovedaktivitet består i drift af investeringsejendomme. Kravene for indregning af ejendomme som investeringsejendomme vurderes opfyldt for ejendommene i HGBN Frederikshavn, da selskabet har investeringsaktivitet som hovedaktivitet, og derved er i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser vedrørende indregning af investerings-ejendomme til dagsværdi før ændringen der blev vedtaget i år 2015.

Ledelsesberetningen indeholder endvidere i overensstemmelse med årsregnskabslovens krav til indholdet af en ledelsesberetning, beskrivelse af usikkerheder om indregning og måling af aktiver og forpligtelser<sup>44</sup>, da ledelsen i forbindelse med regnskabsaflæggelsen har vurderet dette væsentligt, for regnskabsbrugers forståelse, af den samlede årsrapport. Ledelsen foreskriver følgende:

*”På grund af den økonomiske afmatning og svage salgsmuligheder på ejendomsmarkedet i Frederikshavn er det ledelsens opfattelse, at der er væsentlig usikkerhed omkring værdiansættelsen af selskabets investeringsejendomme. Usikkerheden påvirker således selskabets indregning af investeringsejendomme.”*

Endvidere oplyser selskabets ledelse om udviklingen i selskabets aktiviteter og økonomiske forhold, hvor det oplyses at selskabet i regnskabsåret 2015/16 udviser et underskud på 1.295 t.kr. og en negativ egenkapital på 30.307 t.kr. Herunder henledes der endvidere til, at årets resultat er negativt påvirket af dagsværdireguleringen på ejendommene.

---

<sup>43</sup> Årsrapport for HGBN Frederikshavn ApS, CVR-nummer: 16220574 for 2015/16 og 2016/17

<sup>44</sup> EY Indsigt i årsregnskabsloven 2017-18 – kapitel 6



#### 8.1.1.2.2 Årsrapport 2016/17

I ledelsesberetningen for regnskabsåret 2016/17 oplyser ledelsen udelukkende om selskabets hovedaktivitet, udvikling i aktiviteter og økonomiske forhold samt begivenheder efter balancedagen. Ledelsesberetningen indeholder i overensstemmelse med årsregnskabsloven oplysninger, som vurderes relevante for regnskabsbrugeren i henhold til den grundlæggende forudsætning om væsentlighed samt forståelse for den samlede årsrapport. På denne baggrund må det antages at ledelsen har vurderet at der ikke er yderligere oplysninger der er væsentlige for regnskabsbruger.

Selskabets hovedaktivitet består i lighed med foregående regnskabsår i drift af investeringsejendomme. Som tidligere nævnt er det med ændringen til bestemmelserne vedrørende indregning og måling af investeringsejendomme ikke længere et krav, at selskabet skal have investeringsvirksomhed som hovedaktivitet.

#### 8.1.1.3 Anvendt regnskabspraksis

##### 8.1.1.3.1 Årsrapport 2015/16

Anvendt regnskabspraksis indeholder indledningsvis generelle forhold omkring indregning og måling i balancen og resultatopgørelsen.

Med henblik på investeringsejendomme er der i anvendt regnskabspraksis beskrevet den anvendte praksis for de forhold der vedrører resultatopgørelsen og investeringsejendomme som balancepost.

I forhold til resultatopgørelsen beskrives det at dagsværdireguleringen for henholdsvis investerings- ejendomme samt dermed forbundne finansielle forpligtelser omfatter årets reguleringer af virksomhedens investeringsejendomme og dermed forbundne finansielle forpligtelser. Herunder gæld til realkreditinstitutter samt bankgæld der måles til dagsværdi.

For investeringsejendomme som balancepost beskrives der i anvendt regnskabspraksis, at investerings- ejendomme ved første indregning måles til kostpris. Herunder ejendommens anskaffelsessum tillagt eventuelle direkte tilknyttede anskaffelsesomkostninger. Efterfølgende måles ejendommene til dagsværdi, hvilket repræsenterer den værdi som den enkelte ejendom vurderes at kunne sælges for på balancedagen til en uafhængig køber.

Endvidere oplyses det at dagsværdien for investeringsejendommene opgøres ved anvendelse af den afkastbaserede model, hvor kapitalværdien beregnes af de forventede pengestrømme, som tager udgangspunkt i den budgetterede nettoindtjening for det kommende år. Der reguleres endvidere for

forhold som ikke afspejler en normalindtjening, herunder større renoveringsomkostninger, forventet tomgang og lignende.

Afkastkravet fastsættes på baggrund af gældende markedsforhold på balancedagen ud fra den pågældende ejendomstype, beliggenhed, lejer bonitet og lignende, således afkastkravet afspejler markedets gældende afkastkrav for tilsvarende ejendomme.

#### 8.1.1.3.2 Årsrapport 2016/17

Med ændringen til årsregnskabsloven er kravet om indregning og måling af finansielle forpligtelser tilknyttet til investeringsejendomme til dagsværdi med dagsværdiregulering i resultatopgørelsen fjernet. Med henblik herpå har man i anvendt regnskabspraksis beskrevet ændringer til den anvendte praksis i forhold til foregående regnskabsår. Endvidere er det beskrevet at der i overensstemmelse med årsregnskabslovens overgangsbestemmelser amortiseres gæld tilknyttede til investeringsejendomme med udgangspunkt i dagsværdien pr. balancedagen uden tilpasning af sammenligningstallene.

Endvidere indeholder anvendt regnskabspraksis i lighed med foregående regnskabsår beskrivelse af generelle forhold omkring indregning og måling i balancen og resultatopgørelsen.

Praksis vedrørende forhold med effekt i resultatopgørelsen er uændret i forhold til oplysningerne i årsrapporten for 2015/16. Dog med undtagelse af finansielle forpligtelser tilknyttede til investerings-ejendomme der med ændring til årsregnskabsloven måles til amortiseret kostpris. Effekten heraf fremgår endvidere af resultatopgørelsen hvor dagsværdireguleringen af finansielle forpligtelser i indeværende år er nul mod 217 t.kr. i 2015/16.

For investeringsejendomme som balancepost er anvendt regnskabspraksis ligeledes uændret i forhold til oplysningerne i årsrapporten for 2015/16.

#### 8.1.1.4 Noteoplysninger

##### 8.1.1.4.1 Årsrapport 2015/16

Noteoplysningerne indeholder ud over anlægsnoten for investeringsejendommene beskrivelse af at den afkastbaserede model anvendes ved opgørelsen af dagsværdien for investeringsejendommene. Der oplyses i overensstemmelse med årsregnskabslovens krav om anvendt afkastkrav på 7,5% suppleret med en følsomhedsanalyse, der illustrerer hvilken effekt en forøgelse af afkastkravet på 0,5%-point vil have på den fastsatte dagsværdi af investeringsejendommene. Der oplyses endvidere at der i forbindelse med fastsættelsen af dagsværdien ikke er anvendt ekstern vurderingsmand.

#### 8.1.1.4.2 Årsrapport 2016/17

Noteoplysningerne indeholder i lighed med foregående regnskabsår anlægsnote samt oplysning om anvendelse af den afkastbaserede model. Endvidere oplyses det at ejendommene hovedsagligt består af lejemål til beboelse i Frederikshavn samt enkelte erhvervslejemål.

Afkastkravet for selskabets ejendomme er fastsat til 6,0% mod 7,5% i 2015/16. Oplysningen om afkastkravet er suppleret med en følsomhedsanalyse der illustrerer hvilken effekt en afvigelse på afkastkravet med i gennemsnit +/- 0,5%-point vil have på den fastsatte dagsværdi samt selskabets egenkapital.

Med henblik på anvendelse af den afkastbaserede model er der i noteoplysningerne af ledelsen fastsat en normaliseret nettoleje baseret på ejendommens driftsudgifter og faktiske udlejning. Endvidere oplyses der at ejendommene i al væsentlig har været udlejet i indeværende år, hvorfor der i forbindelse med dagværdiansættelsen ikke er budgetteret med tomgang under forudsætningen for normaliseret drift blandt andet grundet ejendommens beliggenhed.

Endvidere fremgår der af noteoplysningen følgende:

*”Der har ikke været anvendt ekstern vurderingsmand ved værdiansættelsen af investerings-ejendommene, men ledelsen har anvendt opdateret markedsdata fra anerkendte markedsrapporter til brug for fastsættelse af afkastkravet. Afkastkravet fastsættes ved et vægtet gennemsnit af afkastkravet knyttede til de enkelte lejemål og udgør 6% ved brug af markedsdata. Afvigelsen fra det markedsfastsatte afkastkrav skyldes ledelsens konkrete vurdering.”*

#### 8.1.1.5 Vurdering af selskabets oplysninger

##### 8.1.1.5.1 Årsrapport 2015/16

Der er meget begrænsede oplysninger vedrørende indregning og måling af investeringsejendommene, hvilket begrænser regnskabsbrugerens mulighed for at vurdere og validere de indregnede værdier. På denne baggrund har vi valgt at rette fokus mod oplysningerne der er afgivet i årsrapporten for 2016/17.

##### 8.1.1.5.2 Årsrapport 2016/17

Som beskrevet i de foregående afsnit er oplysningerne relateret til indregning og måling samt dagsværdiansættelsen af selskabets investeringsejendomme mere omfattende, sammenholdt med oplysningerne i årsrapporten for 2015/16. Med udgangspunkt i årsrapporten for 2016/17 vil der i det følgende blive foretaget gennemgang af de beregnede værdier for investeringsejendomme i

årsrapporten. Endvidere vil de anvendte afkastkrav blive sammenholdt med afkastkrav i anerkendte markedsrapporter fra Colliers og Nybolig Erhverv.

Den samlede regnskabsmæssige værdi af investeringsejendommene udgør pr. balancedagen 54.622 t.kr. mod 41.507 t.kr. i foregående regnskabsår. Iflg. anlægsnoten for investeringsejendommene har der ingen til- eller afgang været i året, hvorfor udviklingen i den regnskabsmæssige værdi udelukkende skyldes dagsværdireguleringen svarende til 13.114 t.kr. Selskabets investeringsejendomme er således i 2016/17 opskrevet med 24% af den regnskabsmæssige værdi mod en nedskrivning i 2015/16 svarende til 5% af den regnskabsmæssige værdi. Ledelsen foreskriver i ledelsesberetningen for 2015/16 at værdierne for investeringsejendommene er påvirket af den økonomiske afmatning og svage salgsmuligheder på ejendomsmarkedet i Frederikshavn, hvorfor en nedskrivning i 2015/16 virker realistisk set i forhold til udviklingen på markedet i Frederikshavn. Kigger vi derimod på årsrapporten for 2016/17 fremgår der ingen oplysninger i forhold til den positive dagsværdiregulering der er foretaget, dog kan vi ud fra oplysninger i markedsrapporten fra Nybolig Erhverv for foråret 2017 se, at der på ejendomsmarkedet i Frederikshavn har været stigende optimisme og derved fremgang på boligefterspørgslen. Forventningen er derfor, at selskabet har opskrevet ejendommene på baggrund af den udvikling der har været på ejendomsmarkedet.

**Tabel 4: Oplysninger fra selskabets årsrapporter**

<b>HGBN Frederikshavn ApS</b>	<b>2016/17</b>	<b>2015/16</b>
Årets dagsværdireguleringer	13.114.480 kr.	(2.092.800) kr.
Investeringsejendomme pr. 30.06	54.621.680 kr.	41.507.200 kr.
Procentuel opskrivning af den regnskabsmæssige værdi	24%	(5,0)%

Endvidere er der med henblik på anvendelse af den afkastbaserede model af ledelsen fastsat en normaliseret nettoleje (driftsafkast) svarende til 3.277 t.kr. Det normaliseret driftsafkast er baseret på ejendommenes driftsudgifter og faktiske udlejning. Ud fra denne oplysning suppleret med det anvendte afkastkrav, er det muligt at efterregne den fastsatte dagsværdi ud fra følgende beregning:

$$Dagsværdi = \frac{\text{driftsafkast} * 100}{\text{afkastprocent}} = \frac{3.277 \text{ t.kr.} * 100}{6} = 54.616 \text{ t.kr.}$$

Det giver en samlet værdi af ejendommene på 54.616 t.kr. og afviger kun 6 t.kr. fra den regnskabsmæssige fastsatte dagsværdi. Forskellen vurderes at skyldes afrunding af driftsafkastet til t.kr. i årsrapporten som må forventes at være blevet beregnet i hele kr. i forbindelse med fastsættelse af

dagsværdien. Det er ikke muligt at sammenholdes det forventede driftsafkast med det realiserede driftsafkast for 2016/17 eftersom bruttofortjenesten er sammendraget i årsrapporten.

Afkastkravet udgør en betydelig faktor i beregningen af dagsværdien af investeringsejendommene, da en ændring i denne kan have en væsentlig påvirkning på resultatet af afkastberegningen. For at sandsynliggøre det anvendte afkastkrav sammenholdes der til Colliers markedsrapport samt Nybolig Erhvervs markedsrapport for samme periode. Med henblik på at kunne sammenholde det anvendte afkastkrav til eksterne markedsdata tages der endvidere udgangspunkt i de øvrige oplysninger der fremgår af årsrapporten. Ud fra disse oplysninger vil det være muligt at sammenholde med de korrekte afkastkrav iflg. Colliers markedsrapport og Nybolig Erhverv markedsrapport.<sup>45</sup>

I noteoplysningerne er det beskrevet at investeringsejendommene er beliggende i Frederikshavn. Endvidere består investeringsejendommene hovedsageligt af lejemål til beboelse samt enkelte med erhvervsleje. Iflg. Colliers markedsrapport vil erhvervslejemålene være at betragte som enten retailejendomme eller boksbutikker alt efter den geografiske placering i byen. Selskabets øvrige beboelseslejemål forventes at være en blanding af nyere og ældre boligudlejningsejendomme, eftersom en ældre ejendom iflg. Colliers markedsrapport skal være anskaffet før år 1992. Endvidere forventes ejendommenes stand samt beliggenhed at ligge imellem bedst og standard, hvorfor afkastkravet iflg. Colliers markedsrapport bør ligge mellem 6,00-8,00% alt afhængig af hvor meget de forskellige ejendomstyper hver især vægter.

I markedsrapporten fra Nybolig Erhverv skelnes der i beboelsesudlejningsejendommene mellem fuldt udviklede ejendomme eller ejendomme med udviklingspotentialer centralt eller med sekundær beliggenhed. For erhvervslejemålene skelnes der mellem butiksejendomme i hovedhandelsgader eller butiksejendomme i sekundære handelsgader. Tages der udgangspunkt i ovennævnte ejendomstyper vil afkastkravet ligge mellem 5,25-11,5% alt afhængigt af hvor meget de forskellige ejendomstyper hver især vægter.

Henset til de oplysninger regnskabsbrugeren opnår igennem årsrapporten, vil det være vanskeligt at vurdere hvilken kategori der bør tages udgangspunkt i, i forhold til at sandsynliggøre de afkastkrav der er anvendt i forbindelse med dagsværdiansættelsen af investeringsejendommene.

Sammenholdes afkastkravet der er anvendt i årsrapporten svarende til 6,00% med afkastkravene iflg. Colliers markedsrapport, hvor der ligger vægt på at kun enkelte lejemål anvendes som erhvervsformål,

---

<sup>45</sup> Der henvises til afkastkrav i bilag, jf. afsnit 13.2

vurderes afkastkravene at ligge på niveau. Endvidere oplyses der i årsrapportens noteoplysninger, at afvigelsen fra det markedsfastsatte afkastkrav skyldes ledelsens konkrete vurdering.

Sammenholdes det anvendte afkastkrav derimod med markedsrapporten fra Nybolig Erhverv ses der langt større afvigelser, hvorfor det for regnskabsbrugeren ikke vil være muligt at vurdere det af ledelsen fastsatte afkastkrav.

Som tidligere nævnt fremgår der af noteoplysningerne en følsomhedsanalyse der viser hvilken effekt en afvigelse på afkastkravet vil medføre på henholdsvis den beregnede dagsværdi samt selskabets egenkapital. Ændres afkastkravet med i gennemsnit +/- 0,5%-point vil det medføre en ændring i dagsværdien på -5,0 mio. kr. +4,2 mio. kr. og en ændring i egenkapitalen på henholdsvis -5,0 mio. kr. og +4,2 mio. kr.

Med henblik på nedenstående regnskabstal må det forventes, at en reducere af dagværdien på investeringsejendommene med 5 mio. kr., for regnskabsbruger vil være af væsentlig karakter, når der ses på årets resultat før skat og egenkapitalen, da en reducere på 5 mio. kr. vil udgøre 35,7% af det samlede resultat før skat. Ser man derimod på værdien af ejendommene vurderes det ikke at en ændring på 5 mio. kr. vil være af væsentlig betydningen, eftersom reduktionen kun vil udgør 9,2%.

**Tabel 5: Værdier fra selskabets årsrapport**

<b>HGBN Frederikshavn ApS</b>	<b>2016/17</b>
Dagsværdiregulering af investeringsejendomme	13.114 t.kr.
Årets resultat før skat	14.024 t.kr.
Regnskabsmæssig værdi af investeringsejendomme	54.622 t.kr.
Egenkapital	(16.663) t.kr.

#### 8.1.1.6 Delkonklusion vedrørende HGBN Frederikshavn ApS

Der er i foregående afsnit foretaget gennemgang af oplysninger i årsrapporter vedrørende indregnede investeringsejendomme i HGBN Frederikshavn. Ved gennemgangen af årsrapporterne for henholdsvis 2015/16 og 2016/17 er det konstateret at der i overensstemmelse med vores forventninger er forskel på mængden af oplysninger der afgives særskilt i ledelsesberegningen og noteoplysningerne. I lighed med vores forventninger samt med henblik på ændringerne til årsregnskabsloven i 2015 er oplysningsniveauet i årsrapporten for 2016/17 mere omfattende sammenholdt med årsrapporten for 2015/16. Ud fra vores gennemgang af begge årsrapporter vurderes det at HGBN Frederikshavn opfylder de krav, som fastlægges i årsregnskabsloven.

For årsrapporten 2016/17 er det af ledelsen fastsatte afkastkrav sammenholdt med markedsdata fra Colliers og Nybolig Erhvervs markedsrapporter for 2017. Ud fra de oplysninger der afgives i årsrapporten kan det konstateres at det for regnskabsbrugeren vil være vanskeligt at sandsynliggøre og vurdere det korrekte niveau for afkastkravene som bør anvendes i forbindelse med dagsværdiansættelsen af investeringsejendommene. Ud fra denne betragtning samt med henblik på regnskabsbrugerenes gennemsigtighed i årsrapporten, mener vi ikke at årsrapporten afgiver tilstrækkelige oplysninger i forhold til at kunne vurdere dagsværdien for de enkelte investeringsejendomme og dermed tage stilling til hvorvidt regnskabet giver et retvisende billede.

### **8.1.2 Boligselskabet Lykkebo A/S<sup>46</sup>**

I de følgende afsnit vil der bliver undersøgt hvorledes Boligselskabet Lykkebo A/S foretager værdiansættelsen af investeringsejendomme samt hvilke oplysninger der medtages i forbindelse med regnskabsaflæggelsen. Gennemgangen vil tage udgangspunkt i følgende:

- Årsrapport 2015
- Årsrapport 2016 (aflægges efter bestemmelser i årsregnskabsloven der blev vedtaget i 2015 med ikrafttrædelse 1. januar 2016)

#### 8.1.2.1 Generelle oplysninger om selskabet

Boligselskabet Lykkebo A/S er hjemmehørende i Aalborg Kommune. Selskabet beskriver i årsrapporten sin hovedaktivitet som: *Udlejning af bolig- og erhvervsjendomme, centralt beliggende i Aalborg*, hvilket understøtter at selskabet har haft investering som hovedaktivitet og dermed for 2015 har opfyldt betingelserne for indregning som investeringsejendomme og ligeledes for 2016, hvor kravet om hovedaktivitet blev fjernet. Selskabet råder over en række ejendomme, primært boligejendomme, med enkelte erhvervslejemål beliggende i Aalborg.

Selskabets regnskabsår følger kalenderåret 01.01 – 31.12 og aflægger regnskab efter årsregnskabslovens Regnskabsklasse B.

Selskabet har Beierholm Statsautoriseret Revisionspartnerselskab, Aalborg som revisor i både 2015 og 2016. Der er i begge regnskabsår afgivet revisionspåtegning uden modifikationer eller fremhævelser af forhold i regnskabet.

---

<sup>46</sup> Årsrapporter for Boligselskabet Lykkebo A/S, CVR-nummer: 73562910 for 2014, 2015 og 2016

## 8.1.2.2 Ledelsesberetning

### 8.1.2.2.1 Årsrapport 2015

De givne oplysninger i ledelsesberetningen for 2015 virker fyldestgørende. Der er oplyst om hovedaktivitet og derudover sket inddeling i underkategorier, herunder ”Profilering”, ”Værdiansættelser”, ”Investeringer, udvikling og afvikling” samt ”Overordnet mål”.

Under ”Profilering” står der hvad selskabet lægger vægt på, under ”Værdiansættelser” er der omtalt at der er sket større nedreguleringer af flere ejendomme, samt en større ejendom med ændret anvendelse som har medført lavere værdi, dette stemmer overens med at der er negative dagsværdireguleringer på 25 mio. kr. i 2015 vedrørende ejendommene.

I afsnittet ”Investeringer, udvikling og afvikling” er det omtalt at der ikke er tilkøb i året, samt at der er anvendt færre omkostninger til modernisering og udvikling, eftersom mange af lejlighederne har været under renovering og der derfor nu er et begrænset antal af umoderne lejligheder tilbage. Derudover nævnes det at selskabet fremadrettet vil koncentrere sig om deres hovedaktivitet og at de afledt heraf har frasolgt tidligere tømrer/vedligeholdelsesafdeling, udliciteret ejendomsadministration og overført ejendomme til nystiftede datterselskaber.

Det sidste afsnit ”Overordnet mål” omtaler kort at selskabets investeringsstrategi er langsigtet samt at selskabet har fokus på lønsomhed i driften.

Med et kig dybere på oplysninger, kan det dog konstateres at flere af forholdene ikke virker opdateret i forhold til 2015 årsrapporten. Særligt er det afsnittet omkring ”Investeringer, udvikling og afvikling” hvor vi er stødt på forhold der ikke umiddelbart er i overensstemmelse med årsrapporten. Det nævnes at der ikke er foretaget tilkøb i 2015, men det ses i anlægsnoten at der er tilgange på investerings-ejendomme for samlet 2.805 t.kr.

Grundet uoverensstemmelserne er selskabets årsrapport for 2014 hentet ned og heraf kan det konstateres at ledelsesberetningen stort set er magen til den i årsrapporten for 2015, bortset fra enkelte ændringer i årstal. Det konkluderes dermed at de oplysninger der er i årsrapporten, er mere sammenhængende med årsregnskabet for 2014, hvorfor vi i vores videre analyse skal være opmærksomme på oplysninger herfra.



#### 8.1.2.2.2 Årsrapport 2016

Oplysningerne i ledelsesberetningen for 2016 årsrapporten er væsentligt mindre og der er få oplysninger, inddelt i kategorierne, ”Væsentligste aktiviteter”, ”Udvikling i aktiviteter og økonomiske forhold” ”Efterfølgende begivenheder” og ”Egne kapitalandele”.

Under disse kategorier nævnes der meget overordnede forhold, med årets resultat og egenkapital, sammenholdt med sidste år samt oplysninger om at der i året er erhvervet egne kapitalandele i selskabet bestående af 90% af kapitalen og at dette skyldes udtrædelse af aktionærer.

Der er dermed ikke i ledelsesberetningen for 2016 oplysninger der påvirker indregningen af investeringsejendomme.

#### 8.1.2.3 Anvendt regnskabspraksis

##### 8.1.2.3.1 Årsrapport 2015

Som nævnt i det første afsnit vedrørende selskabet, aflægger de årsrapport efter regnskabsklasse B, dog kan vi allerede nu bemærke at der burde være oplyst om tilvalg fra regnskabsklasse C, da de har både egenkapitalopgørelse og anlægsnoter med i årsrapporten. Nedenfor vil relevante afsnit der relaterer sig til investeringsejendommene blive gennemgået.

Anvendt regnskabspraksis indeholder indledningsvis generelle forhold omkring indregning og måling i balancen og resultatopgørelsen.

Der er dagsværdireguleringer vedrørende investeringsejendommene og gæld vedrørende investeringsejendommene i resultatopgørelsen, dog findes der i anvendt regnskabspraksis ingen oplysninger herom.

Selskabet har investeringsejendomme i balancen hvor det beskrives at der sker indregning til kostpris og efterfølgende til dagsværdi med reguleringer over resultatopgørelsen, samt at dagsværdi er opgjort ud fra en individuel fastsat diskonteringsfaktor ved en kapitalisering af det forventede, fremtidige løbende driftsafkast af ejendommen. For gældsforpligtelser tilknyttet investeringsejendomme er der oplyst at ved låneoptagelse indregnes til kostpris og efterfølgende til kursværdi og også her med reguleringer over resultatopgørelsen.

##### 8.1.2.3.1 Årsrapport 2016

Ligesom for 2015 er der også her kun oplyst om regnskabsklasse B og ikke oplyst om tilvalg for regnskabsklasse C, som bør oplyses da der fortsat er anlægsnoter med i årsrapporten, der er dog ikke længere en egenkapitalopgørelse medtaget. I 2016 er der oplyst om ændringer i anvendt regnskabs-

praksis, vedrørende restværdier som vedrører almindelige anlægsaktiver og vedrørende gældsforpligtelser tilknyttet investeringsejendomme, som ikke længere indregnes til kursværdi, men nu er ændret til amortiseret kostpris. Ændringen vedrørende gældsforpligtelser er sket med anvendelse af overgangsbestemmelse og dermed uden ændring af sammenligningstal.

Endvidere indeholder anvendt regnskabspraksis i lighed med foregående regnskabsår beskrivelse af generelle forhold omkring indregning og måling i balancen og resultatopgørelsen.

I 2016 er der oplyst om kriterier for dagsværdiregulering i resultatopgørelsen, som nu kun er vedrørende dagsværdi af investeringsejendomme. Her oplyses det at posten består af urealiserede værdireguleringer samt realiserede gevinster og tab ved salg. Det skal dog bemærkes at det er konstateret at sammenligningstallene vedrørende 2015 i resultatopgørelsen, er sammendraget som én regnskabspost, hvor den tidligere var opdelt for henholdsvis investeringsejendommen og gældsforpligtelser tilknyttet disse.

Oplysningerne vedrørende investeringsejendomme er uændret i forhold til 2015, bortset fra at der er tilføjet at det er et markedsbaseret driftsafkast der foretages værdiansættelse ud fra, samt at der står at der ikke er anvendt valuar i forbindelse med fastsættelsen af dagsværdien. For gældsforpligtelserne er det nu ændret til at langfristede gældsforpligtelser indregnes til amortiseret kostpris.

#### 8.1.2.4 Noteoplysninger

##### 8.1.2.4.1 Årsrapport 2015

Der er meget få oplysninger i noterne i 2015, hvor der kun står at de anvender normalindtjeningsmetoden og har anvendt eksterne analyser til fastsættelse af dagsværdien.

##### 8.1.2.4.2 Årsrapport 2016

Sammenholdt med 2015 er der lidt flere oplysninger, men det er stadig et begrænset omfang. Der er igen oplyst at de anvender normalindtjeningsmetoden, samt at der har været anvendt ekstern vurderingsmand og eksterne analyser til fastsættelse af dagsværdien.

Derudover er det oplyst de nedenstående om dagsværdiansættelsen:

*”Fastsættelse af dagsværdien er baseret på en forventet normaliseret driftsresultat samt et afkastkrav på 4-5% afhængig af ejendomstype. Afkastkravet er fastlagt under hensyntagen til ejendommens beliggenhed, alder, vedligeholdelsesstand og udlejningsgrad, herunder vilkår og betingelser i lejekontrakter.*

*Der er i dagsværdien foretaget fradrag for tab af lejeindtægter for ikke udlejede arealer”*

#### 8.1.2.5 Vurdering af selskabets oplysninger

Der er meget få oplysninger om indregningen i 2015 årsrapporten, hvilket begrænser muligheden for at vurdere de indregnede værdier, vi har derfor valgt at have fokus på 2016 oplysningerne, hvor der vil blive gennemgået henholdsvis vurdering ud fra de oplyste afkastkrav og årenes værdireguleringer, der henvises til de kommende afsnit. Derudover har der været en afgang i året, som vi indledningsvis vil kigge på.

Den samlede regnskabsmæssige værdi af investeringsejendommene udgør 681.300 t.kr. i 2016 mod 621.600 t.kr. pr. i 2015. Iflg. anlægsnoten for investeringsejendommene har der været både til- og afgang i året, tilgange for samlet 2.805 t.kr. og afgang for 40.000 t.kr. Derudover udgør årets dagsværdireguleringer 96.895 t.kr. Selskabets investeringsejendomme er således i 2016 opskrevet med 14,2% af den regnskabsmæssige værdi.

##### 8.1.2.5.1 Gennemgang af afgang i året

Der har iflg. anlægsnoten været en samlet afgang til bogført værdi på 40.000 t.kr., vi har derfor undersøgt om der har været gevinst eller tab ved salget og hvor dette eventuelt er præsenteret i årsrapporten. Dette har været muligt at se eftersom der i anvendt regnskabspraksis oplyses om at dagsværdireguleringen i resultatopgørelsen også indeholder eventuelle gevinster og tab ved salg.

Den samlede dagsværdiregulering på investeringsejendommene i balancen har været på 96.895 t.kr. i opskrivning, dog har der kun været en samlet regulering i resultatopgørelsen på 91.895 t.kr. og der har præcist været en forskel på 5 mio. kr. som er udtryk for tab ved salg af ejendom, da det er det eneste der posteres på denne regnskabspost. Den/de afgangsførte ejendomme har dermed pr. 31.12.15 haft en opskrevet værdi på samlet 40 mio. kr. og er blevet solgt i løbet af 2016 til 35 mio. kr. Eftersom vi ikke ved hvilken ejendom der er tale om er det svært at vurdere hvorvidt der har været forhold der har påvirket værdien i 2016 eller om den har stået for højt bogført pr. 31.12.15.

##### 8.1.2.5.2 Gennemgang af afkastkrav<sup>47</sup>

Henset til omfanget af oplysninger i årsrapporten for 2016, vurderes der at være afgivet tilstrækkelige oplysninger til brug for analyse og sammenholdelse med forventninger i forhold til afkastkrav iflg. Colliers og Nybolig Erhverv.

---

<sup>47</sup> Der henvises til afkastkrav i bilag, jf. afsnit 13.3.

Kigger vi nærmere på de anvendte afkastkrav, er det vigtigt først at fastlægge hvilken type ejendomme selskabet ejer, og som det fremgår af hovedaktiviteten er der tale om bolig- og erhvervsjendomme beliggende centralt i Aalborg. Vi får ikke mange oplysninger fra årsrapporten, hvorfor vi har kigget på selskabets hjemmeside, hvoraf der fremgår at der er mere end 1000 lejligheder i Aalborg og at man ikke har lejligheder i andre byer.<sup>48</sup> Det er ud fra de oplysninger og generelt kendskab til Aalborg vores forventning at erhvervslejemål må være tilhørende de allerede eksisterende boligudlejningsejendomme, hvor det i Aalborg er almindeligt at have mindre butik i stueetagen/facade ud til fortov. Disse erhvervslejemål vil iflg. Colliers være at betragte som enten boksbutikker eller retailejendomme alt efter placeringen i byen. Øvrige ejendomme i Aalborg forventes at være en blanding af nyere og ældre boligejendomme i bedre stand, da der i ledelsesberetningen i 2015 oplyses, at der er meget få umoderne lejligheder tilbage efter øvrige er renoveret. Der oplyses ikke yderligere om placeringen i Aalborg, hvorfor vi i vores gennemgang vil holde de anvendte afkastkrav op mod hele intervallet for de samlede afkastkrav i Aalborg. Vi kan derfor godt mangle oplysninger i forhold til en helt korrekt vurderingen af hvor stor en andel der er erhverv, ejendommenes vedligeholdelsesstand, beliggenhed og lignende for at kunne vurdere de anvendte afkastkrav.

Det oplyses i noteoplysningerne at afkastkravene der er anvendt er mellem 4,00-5,00% i 2016.

Vi starter med afkastkravene vedrørende retailejendomme og boksbutikker, som ligger i et spænd fra 5,25 -8,25% i afkastkrav iflg. Colliers, og det lader derfor til at afkastkravet er en smule optimistisk fastsat, når man ser det i forhold til det anvendte afkastkrav på 4,00-5,00%. Desuden vil afkastkravene være højere endnu såfremt der er tale om øvrige erhvervsjendomme, herunder industri, kontor eller dagligvarebutikker. Dog er det vigtigt at bemærke at erhvervslejemålene forventes at være i umiddelbar tilknytning til boligudlejningsejendommene, hvorfor det også må antages at der er tale om en mindre andel af ejendommen, hvorfor afkastkravet vægter lavere hvis det kun er en mindre andel af ejendommen.

Colliers afkastkrav vedrørende nyere og ældre boligejendomme ligger i et spænd mellem 4,25-5,50% i kategorierne bedste og standard i Aalborg City og Øvrige Aalborg. Henset til det kendskab vi har fået til selskabets ejendomme ud fra oplysninger fra primært ledelsesberetning og hjemmeside er disse i kategorien af bedre stand for de fleste ejendomme. Når vi ser på de anvendte afkastkrav er de i den lave ende af intervallet, dette virker dog rimeligt såfremt standen på de enkelte ejendomme er god. Set for

---

<sup>48</sup> <http://www.lykkebo.dk/>

erhvervslejemålene ligger afkastkravene i markedet højere, men da vi ikke får oplyst andelen af disse lejemål samlet set er det svært at vurdere hvor meget disse bør vægte.

Nybolig Erhverv inddeler erhvervslejemål i kontor, butik og lager og det er uklart hvilket erhvervslejemål der præcist er tale om, men forventningen til Aalborg er at der primært vil være tale om butiksljemål jf. ovenfor. Butiksejendomme i Aalborg vurderes med afkastkrav for butikscener, hovedhandelsgader og sekundære handelsgader og ligger inden for et interval på 5,00-6,50%, hvilket er over de anvendte på 4-5%, dog er det igen her relevant at vide hvor stor en andel der er erhvervslejemål for at kunne vurdere fastsættelsen af hvor meget de skal vægte samlet.

I forhold til boligudlejningsejendomme har Nybolig Erhverv inddeling i fuldt udviklede eller ejendomme med udviklingspotentiale centralt eller med sekundær beliggenhed. Lykkebo skriver selv i ledelsesberetningen for 2015 at størstedelen af lejemålene er fuldt udviklede og moderne og det er derfor forventningen at deres ejendomme må gå i kategorien fuldt udviklede ejendomme og fuldt udviklede ejendomme med sekundær beliggenhed. Disse ligger inden for et spænd på 4,00-6,00% i både Aalborg Midtby og Øvrige Aalborg, såfremt selskabets ejendomme er i bedste stand og med rimelig beliggenhed virker det rimeligt at de ligger i den lave ende af intervallet.

#### 8.1.2.5.3 Gennemgang af de foretagne værdireguleringer

I dette afsnit vil vi se på de dagsværdireguleringer der har været foretaget i både 2015 og 2016 for at se om der er overensstemmelse mellem disse og de givne oplysninger i årsrapporten.

**Tabel 6: Oplysninger fra selskabets årsrapporter**

<b>Boligselskabet Lykkebo A/S</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Årets dagsværdireguleringer	96.895.465 kr.	(24.958.736) kr.
Investeringsejendomme pr. 31.12	681.300.000 kr.	621.600.000 kr.
Procentuel opskrivning af den regnskabsmæssige værdi	14,2%	4,0%

Som det ses ovenfor har der i 2015, været foretaget nedskrivninger på ejendommenes værdi for samlet 25 mio. kr., af ledelsesberetningen fremgår det at der har været foretaget individuelle vurderinger for alle ejendomme og ændring i anvendelse for en større ejendom, hvilket har medført nedskrivninger. Det virker derfor til at selskabet har gennemgået alle ejendomme meget præcist i året og fået tilpasset værdier og afkastkrav til markedet.

Ændringen til årsregnskabsloven som blev vedtaget i 2015 og medførte yderligere notekrav fra og med 2016 regnskaberne var derfor vedtaget på tidspunktet for aflæggelse af årsrapporten. Det er sandsynligt

at ejendommene tidligere kan have stået til en for høj værdi, og så har man foretaget tilpasninger inden 2016, hvor de begynder at oplyse anvendte afkastkrav.

I 2016 er der foretaget store opskrivninger svarende til 14,2% af investeringsejendommenes værdi ultimo, hvilket anses som en stor opskrivning, men at det er sandsynligt i forhold til den udvikling der ses i markedet i Aalborg og omtales i markedsrapporterne. Særligt i Nybolig Erhvervs markedsrapport<sup>49</sup> er der omtalt større investorpotentiale og stigning i kvadratpriser for udlejningsejendomme og lavere afkastkrav, hvorfor dette stemmer godt overens med at der også har været opskrevet på værdierne, det er dog svært at vurdere hvorvidt den præcise opskrivnings størrelse er korrekt ift. markedet.

#### 8.1.2.6 Delkonklusion vedrørende Boligselskabet Lykkebo A/S

Det er konstateret ved gennemgangen af årsrapporter for selskabet for henholdsvis 2015 og 2016 at der er forskel på mængden af oplysninger både i anvendt regnskabspraksis, ledelsesberetningen og noteoplysningerne.

Anvendt regnskabspraksis manglede i 2015 oplysninger om regnskabsposten i resultatopgørelsen, denne er medtaget i 2016. Sammenholder man ledelsesberetningen for henholdsvis 2015 og 2016, var der var meget beskrivende tekst i ledelsesberetningen for 2015, hvor den for 2016 blev mere generel og meget overordnet uden at give yderligere kendskab til selskabet. For noteoplysningerne var der generelt set ikke mange oplysninger. I 2015 var der ingen yderligere oplysninger om beregninger eller lignende, men der for 2016 blev oplyst om det anvendte spæn for afkastkravene. Dette blev sammenholdt med Colliers og Nybolig Erhvervs markedsrapporter for 2016, dog kunne det konstateres at det var svært at vurdere det helt korrekte niveau for afkastkravene, da vi ikke havde mange oplysninger om ejendommenes beliggenhed og stand og særligt omfanget af erhvervsejendomme.

Der er plads til yderligere oplysninger, da vi ikke mener at vi får nok oplysninger til at kunne vurdere ejendommene præcist eller en stillingtagen til hvor retvisende regnskabet er. Vi manglede ligeledes yderligere oplysninger om den solgte ejendom/ejendomme, for at kunne vurdere om der havde været tale om en eventuel for høj værdiansættelse eller ejendommen havde tabt værdi grundet andre forhold.

Oplysningerne i årsrapporten kan ikke stå alene i forhold til regnskabsbrugerens vurdering af de anvendte afkastkrav i forbindelse med dagsværdiansættelsen for investeringsejendommene. Som supplement til regnskabsoplysningerne har vi anvendt selskabets hjemmeside, hvilket betyder at de givne oplysninger i årsrapporten ikke har været fyldestgørende i forhold til at vurdere dagsværdierne

---

<sup>49</sup> Nybolig Erhverv markedsrapport, Efterår 2016 – s. 16-17

uden oplysninger hentet fra hjemmesiden. Regnskabsbruger er blevet bedre oplyst i noterne og anvendt regnskabspraksis i 2016 i forhold til 2015, men der er færre oplysninger i ledelsesberetningen, som i 2016 kun indeholder meget generelle oplysninger og ikke noget specifikt vedrørende ejendommene.

Afslutningsvis er der set på de foretagne dagsværdireguleringerne for de to år, hvor der i 2015 blev oplyst at der var sket revurdering af ejendommenes værdier enkeltvis og ændring af anvendelse for en anden ejendom, som havde medført store nedskrivninger, samlet 25 mio. kr. Et tegn på at der tidligere år kunne have været indregnet til for høje dagsværdier. I 2016 skete der stor opskrivninger på samlet 96 mio. kr. men markedet i Aalborg havde i samme periode også været stigende.

### **8.1.3 Boligselskabet Vigen ApS**

I de følgende afsnit vil der bliver undersøgt hvorledes Boligselskabet Vigen ApS foretager værdiansættelsen af investeringsejendomme samt hvilke oplysninger der medtages i forbindelse med regnskabsaflæggelsen. Gennemgangen vil tage udgangspunkt i følgende:

- Årsrapport 2015
- Årsrapport 2016 (aflægges efter bestemmelser i årsregnskabsloven der blev vedtaget i 2015 med ikrafttrædelse 1. januar 2016)

#### 8.1.3.1 Generelle oplysninger om selskabet

Boligselskabet Vigen ApS er stiftet i år 1996 og er hjemmehørende i Aalborg Kommune. Selskabets hovedaktivitet er udlejning og administration af erhvervs- og beboelsesejendomme.

Selskabet råder over en række ejendomme primært centralt beliggende i Aalborg og Nørresundby. Selskabets investeringsejendomme består hovedsagligt af lejemål, som udlejes til beboelse samt enkelte erhvervslejemål<sup>50</sup>.

Selskabet aflægger regnskab efter årsregnskabslovens bestemmelser for regnskabsklasse B med tilvalg af enkelte bestemmelser for regnskabsklasse C. Regnskabsåret løber fra den 01.01 – 31.12.

Selskabet har Ernst & Young Godkendt Revisionspartnerselskab, Aalborg som revisor i både 2015 og 2016. Der er i begge år afgivet revisionspåtegning uden modifikationer eller fremhævelse af forhold i regnskabet.

---

<sup>50</sup> Årsrapport for Boligselskabet Vigen ApS, CVR-nummer: 19434133 for 2015 og 2016

### 8.1.3.2 Ledelsesberetningen

#### 8.1.3.2.1 Årsrapport 2015

I ledelsesberetningen fremgår det at selskabets hovedaktivitet består i udlejning og administration af erhvervs- og boligejendomme. Selskabet skriver ikke specifikt i ledelsesberetningen, at hovedaktiviteten er investeringsaktivitet, hvorfor regnskabsbrugeren ikke direkte kan aflede af ledelsesberetningen, at kravene for indregning af ejendomme som investeringsejendomme er opfyldt for Boligselskabet Vigen.

Ledelsesberetningen indeholder endvidere oplysninger om udviklingen i selskabets aktiviteter og økonomiske forhold. Selskabet udviser i regnskabsåret 2015 et overskud på 6.044 t.kr. og en egenkapital på 42.760 t.kr. Herunder henledes der endvidere til at årets resultat er positiv påvirket af dagsværdireguleringen på ejendomme, gældsforpligtelser og finansielle kontrakter.

Endvidere fremgår det af ledelsesberetningen at der i indeværende år er afholdt omkostninger til indretning af erhvervslejemål, således der for det kommende regnskabsår forventes fuld udlejning. Med udgangspunkt heri forventes det at der i dagsværdiberegningen for selskabets ejendomme er taget højde for tomgang i indeværende regnskabsår.

Ledelsesberetningen indeholder i overensstemmelse med årsregnskabsloven oplysninger, som vurderes relevante for regnskabsbrugeren i henhold til den grundlæggende forudsætning om væsentlighed samt forståelse for den samlede årsrapport. På denne baggrund må det antages at ledelsen har vurderet at der ikke er yderligere oplysninger der er væsentlige for regnskabsbruger.

I ledelsesberetningen skriver ledelsen følgende vedrørende investeringsejendomme:

*”Virksomheden værdiansætter investeringsejendomme til dagsværdi ud fra ønsket om en langsigtet investering. På baggrund heraf har ledelsen valgt at anvende en forrentningsprocent 4,75-5,5% for velbeliggende ejendomme, der primært er beboelsesejendomme.”*

Ud fra ovenstående afsnit vurderes selskabet at opfylde kravene for indregning af ejendomme som investeringsejendomme til dagsværdi da ejendommene er anskaffet med henblik på langsigtet investering og ikke med henblik på kortsigtet salg som en del af den ordinære drift.

Ledelsesberetningen oplyser endvidere at der i indeværende år er indgået aftale om salg af fire ejendomme samt det realiserede tab ved salg af ejendomme udgør 116 t.kr. primært vedrørende salgsomkostninger. Disse oplysninger er undersøgt i forhold til de øvrige oplysninger i årsrapporten, hvor den samlede dagsværdiregulering på investeringsejendomme i balancen viser en opskrivning på 3.604



t.kr. mod en samlet dagsværdiregulering på 3.488 t.kr. i resultatopgørelsen. Forskellen herimellem svarende til -116 t.kr. udgør et realiseret tab ved salg af fire ejendomme. De fire ejendomme har dermed pr. salgstidspunktet haft en regnskabsmæssig værdi inkl. opskrivning på 38.345 t.kr. men kun solgt for 38.229 t.kr. hvorfor der realiseres et tab på -116 t.kr., hvilket er i overensstemmelse med ovennævnte oplysningerne der er afgivet i ledelsesberetningen.

#### 8.1.3.2.2 Årsrapport 2016

I ledelsesberetningen for 2016 oplyser ledelsen udelukkende om selskabets hovedaktivitet, udvikling i aktiviteter og økonomiske forhold samt begivenheder efter balancedagen. Ledelsesberetningen indeholder i overensstemmelse med årsregnskabsloven oplysninger, som vurderes relevante for regnskabsbrugeren i henhold til den grundlæggende forudsætning om væsentlighed samt forståelse for den samlede årsrapport. På denne baggrund må det antages at ledelsen har vurderet at der ikke er yderligere oplysninger der er væsentlige for regnskabsbrugeren.

Selskabets hovedaktivitet består i lighed med foregående regnskabsår i udlejning og administration af erhvervs- og boligejendomme. Som tidligere nævnt er det med ændringen til bestemmelserne vedrørende indregning og måling af investeringsejendomme ikke længere et krav, at selskabet skal have investeringsvirksomhed som hovedaktivitet.

Ledelsen foreskriver endvidere i ledelsesberetningen at virksomhedens udlejningsaktivitet er fuldt ud realiseret som forventet samt at årets resultat er positivt påvirket af dagsværdiregulering af investeringsejendomme med 7.216 t.kr. hvoraf 3.000 t.kr. vedrører ejendom, som er solgt primo 2017.

#### 8.1.3.3 Anvendt regnskabspraksis

##### 8.1.3.3.1 Årsrapport 2015

Anvendt regnskabspraksis indeholder indledningsvis generelle forhold omkring indregning og måling af investeringsejendomme samt hermed forbundne gældsforpligtelser.

Dog er der i anvendt regnskabspraksis ikke medtaget afsnit vedrørende værdireguleringer af investeringsejendomme i resultatopgørelsen, hvorfor vi mangler oplysninger om hvorvidt regnskabsposten består af øvrige reguleringer end blot årets dagsværdiregulering af ejendomme, herunder blandt andet gevinst og tab ved eventuel salg.

For investeringsejendomme som balancepost beskrives at investeringsejendomme ved første indregning måles til kostpris. Efterfølgende måles ejendommene til dagsværdi med værdiregulering i resultatopgørelsen under posten dagsværdiregulering af investeringsejendomme.

Endvidere oplyses det at dagsværdien for investeringsejendomme opgøres på baggrund af de forventede fremtidige pengestrømme for investeringsejendomme.

I regnskabspraksis beskrives endvidere der at gælden tilknyttet til investeringsejendomme indregnes til dagsværdi med indregning af værdireguleringen i resultatopgørelsen under posten dagsværdiregulering af gæld vedrørende investeringsejendomme.

#### 8.1.3.3.2 Årsrapport 2016

Med ændringen til årsregnskabsloven er kravet om indregning og måling af finansielle forpligtelser tilknyttet til investeringsejendomme til dagsværdi med dagsværdiregulering i resultatopgørelsen fjernet. Med henblik herpå har man i anvendt regnskabspraksis beskrevet ændringer til den anvendte praksis i forhold til foregående regnskabsår. Endvidere er det beskrevet at der i overensstemmelse med årsregnskabslovens overgangsbestemmelserne amortiseres gæld tilknyttede til investeringsejendomme med udgangspunkt i dagsværdien pr. balancedagen uden beløbsmæssig effekt af sammenligningstallene.

Anvendt regnskabspraksis vedrørende investeringsejendomme herunder indregning og måling samt dagsværdiregulering i resultatopgørelsen er uændret i forhold til oplysningerne i årsrapporten for 2015.

Endvidere er der i anvendt regnskabspraksis i overensstemmelse med ændringen til årsregnskabsloven beskrevet at finansielle forpligtelser tilknyttede til investeringsejendomme efterfølgende måles til amortiseret kostpris.

Henset til oplysningerne i anvendt regnskabspraksis kan det ikke direkte henledes heraf, hvilken metode der anvendes i forbindelse med beregningen af dagsværdien for investeringsejendommene, da der udelukkende står beskrevet at dagsværdien opgøres på baggrund af de forventede fremtidige pengestrømme.

#### 8.1.3.4 Noteoplysninger

##### 8.1.3.4.1 Årsrapport 2015

I noteoplysningerne er der ud over anlægsnoten beskrevet at den afkastbaserede model anvendes ved opgørelse af dagsværdien for investeringsejendommene. Det oplyses at dagsværdien opgøres for hver enkelt ejendom med udgangspunkt i ejendommens budget for det kommende år, korrigeret for udsving vedrørende enkeltstående begivenheder. Det opgjorte budget udtrykker et normaliseret driftsresultat og anvendes sammen med afkastkravet til beregningen af dagsværdien.

Endvidere oplyses der i overensstemmelse med årsregnskabslovens krav om anvendt afkastkrav på 4,75-5,50% samt en følsomhedsanalyse der illustrerer hvilken effekt en afvigelse i afkastkravet med i gennemsnit +/- 0,25%-point vil have på den fastsatte dagsværdi af investeringsejendommene, egenkapitalen samt resultat før skat.

#### 8.1.3.4.2 Årsrapport 2016

Noteoplysningerne indeholder i lighed med foregående regnskabsår en anlægsnote samt beskrivelse af indregning- og målingsmetode for selskabets investeringsejendomme. Det er beskrevet at selskabet investerer i udlejningsejendomme som i regnskabet indregnes til dagsværdi med værdiregulering i resultatopgørelsen jf. reglerne i årsregnskabslovens § 38. Endvidere oplyses det at ejendommene hovedsagligt består af lejemål til beboelse primært i Aalborg og Nørresundby samt enkelte erhvervslejemål svarende til 12-15%.

Noteoplysningerne indeholder i lighed med foregående år oplysninger om, at dagsværdien for investeringsejendomme opgøres efter den afkastbaserede model.

Der oplyses i overensstemmelse med lovkrav om anvendt afkastkrav på 4,75-5,50%. Oplysningen om afkastkravet er suppleret med en følsomhedsanalyse der illustrerer hvilken effekt en afvigelse på afkastkravet med i gennemsnit +/- 0,25%-point vil have på den fastsatte dagsværdi, selskabets egenkapital samt resultat før skat. Endvidere oplyses det at afkastkravet fastsættes af ledelsen samt at den anvendte værdiansættelsesmetode er uændret i forhold til sidste år.

#### 8.1.3.5 Vurdering af selskabets oplysninger

Med henblik på gennemgang af beregnede værdier i årsrapporten og sammenholdelse af anvendte afkastkrav til afkastkrav i markedsrapporter fra Colliers og Nybolig Erhverv tages der udelukkende udgangspunkt i årsrapporten for 2016.

##### 8.1.3.5.1 Årsrapport 2016

Med afsæt i det foregående afsnit vil der i det følgende blive foretaget gennemgang af de oplysninger der er givet vedrørende investeringsejendomme i årsrapporten 2016. Endvidere vil de anvendte afkastkrav blive sammenholdt med afkastkrav i anerkendte markedsrapporter fra Colliers og Nybolig Erhverv.

Den samlede regnskabsmæssige værdi af investeringsejendomme udgør 225.809 t.kr. i 2016 mod 215.110 t.kr. i 2015. Iflg. anlægsnoten for investeringsejendomme har der for 2016 været tilgange svarende til 3.483 t.kr. Herudover er der i året foretaget en dagsværdiregulering svarende til 7.216 t.kr.

Selskabets investeringsejendomme er således i 2016 opskrevet med 3,2% af den regnskabsmæssige værdi mod en opskrivning i 2015 svarende til 1,6% af den regnskabsmæssige værdi. Som tidligere nævnt foreskriver ledelsen i ledelsesberetningen, at 3.000 t.kr. af den samlede opskrivning i 2016 vedrører en ejendom der er solgt primo 2017, hvorfor det ud fra disse oplysninger må antages at ledelsen pr. 31.12.2016 har opskrevet den pågældende ejendom til den salgspris der senere er realiseret i 2017.

**Tablet 7: Oplysninger fra selskabets årsrapport**

<b>Boligselskabet Vigen ApS</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Årets dagsværdireguleringer	7.216 t.kr.	3.488 t.kr.
Investeringsejendomme pr. 31.12	225.809 t.kr.	215.110 t.kr.
Procentuel opskrivning af den regnskabsmæssige værdi	3,2%	1,6%

Afkastkravet udgør en betydelig faktor i beregningen af dagsværdien af investeringsejendommene, da en ændring i denne kan have en væsentlig påvirkning på resultatet af afkastberegningen. For at sandsynliggøre det anvendte afkastkrav sammenholdes der til Colliers markedsrapport samt Nybolig Erhverv markedsrapport for samme periode. Med henblik på at kunne sammenholde det anvendte afkastkrav til eksterne markedsdata tages der endvidere udgangspunkt i de øvrige oplysninger der fremgår af årsrapporten. Ud fra disse oplysninger vil det være muligt at sammenholde med de korrekte afkastkrav iflg. Colliers markedsrapport og Nybolig Erhverv markedsrapport.<sup>51</sup>

I noteoplysningerne er det beskrevet at investeringsejendommene er centralt beliggende i Aalborg og Nørresundby. Endvidere består investeringsejendommene hovedsageligt af lejemaal til beboelse samt enkelte med erhvervsleje. Iflg. Colliers markedsrapport vil erhvervslejemålene være at betragte som enten retailejendomme eller boksbutikker alt efter den geografiske placering i byen. Selskabets øvrige beboelseslejemål forventes at være en blanding af nyere og ældre boligudlejningsejendomme, eftersom en ældre ejendom iflg. Colliers markedsrapport skal være anskaffet før år 1992. Alt afhængigt af hvilken stand ejendommene er i, vil afkastkravet iflg. Colliers markedsrapport for beboelsesejendomme ligge mellem 4,00-6,50% og for erhvervsejendomme mellem 5,25-6,00%.

Det oplyses endvidere i noteoplysningerne at den samlede andel af erhverv i ejendommene udgør 12-15% og dermed udgør en mindre del af den samlede ejendomsportefølje, hvorfor det ligeledes må forventes at disse ikke vægter lige så meget i afkastkravene som beboelseslejemålene.

<sup>51</sup> Der henvises til afkastkrav i bilag, jf. afsnit 13.4

I markedsrapporten fra Nybolig Erhverv skelnes der i beboelsesudlejningsejendommene mellem fuldt udviklede ejendomme eller ejendomme med udviklingspotentiale centralt eller med sekundær beliggenhed. For erhvervslejemålene skelnes der mellem butiksejendomme i hovedhandelsgader eller butiksejendomme i sekundære handelsgader. Tages der udgangspunkt i ovennævnte ejendomstyper vil afkastkravet ligge mellem 3,00-6,00% for beboelsesejendomme og 5,00-6,50% for erhvervsejendomme. I lighed med sammenholdelse til Colliers markedsrapport bør der tages højde for de angivne oplysninger vedrørende den procentmæssige andel af erhvervsejendomme ud af den samlede ejendomsportefølje.

Henset til de oplysninger regnskabsbrugeren opnår igennem årsrapporten, vil det være vanskeligt at vurdere hvilken kategori der bør tages udgangspunkt i, i forhold til at sandsynliggøre de afkastkrav der er anvendt i forbindelse med dagsværdiansættelsen af investeringsejendommene.

Sammenholdes afkastkravet der er anvendt i årsrapporten på 4,75-5,50% med afkastkravene iflg. Colliers og Nybolig Erhverv markedsrapport, hvor der ligges vægt på at kun enkelte lejemål anvendes til erhvervsformål, vurderes afkastkravene at ligge inden for spændet af afkastkravene.

Som tidligere nævnt fremgår der af noteoplysningerne en følsomhedsanalyse der viser hvilken effekt en afvigelse på afkastkravet vil medføre på henholdsvis den beregnede dagsværdi, resultat før skat samt selskabets egenkapital. Ændres afkastkravet med i gennemsnit +/- 0,25%-point vil det medføre følgende ændringer:

- Regnskabsmæssig værdi af investeringsejendomme -10.849 t.kr. / +12.201 t.kr.
- Resultat før skat -10.849 t.kr. / +12.201 t.kr.
- Egenkapital -8.462 t.kr. / +9.517 t.kr.

Med henblik på nedenstående regnskabstal må det forventes, at en reducere af dagværdien på investeringsejendommene, for regnskabsbruger vil være af væsentlig karakter, når der ses på årets resultat før ska, da en reducere på 10.849 t.kr. vil udgøre 91,4% af det samlede resultat før skat. Ser man derimod på selskabets egenkapital og værdien af ejendommene, vurderes det ikke at en ændring på henholdsvis -8.462 t.kr. og 10.849 t.kr. vil være af væsentlig betydningen, eftersom reduktionen henholdsvis vil udgøre 17,6% og 4,8%.

**Tabel 8: Oplysninger fra selskabets årsrapport**

<b>Boligselskabets Vigen ApS</b>	<b>2016</b>
Dagsværdiregulering af investeringsejendomme	7.216 t.kr.

Årets resultat før skat	11.869 t.kr.
Regnskabsmæssig værdi af investeringsejendomme	225.809 t.kr.
Egenkapital	47.978 t.kr.

#### 8.1.3.6 Delkonklusion

Der er i foregående afsnit foretaget gennemgang af oplysninger i årsrapport vedrørende indregnede investeringsejendomme i Boligselskabet Viglen. Ved gennemgangen af årsrapporterne for henholdsvis 2015 og 2016 er det konstateret at der i overensstemmelse med vores forventninger, er forskel på omfanget af oplysninger der afgives særligt i ledelsesberetningen og noteoplysningerne. I lighed med vores forventninger samt med henblik på lovændringerne der er gældende for regnskabsår med start 1. januar 2016 eller senere, er oplysningsniveauet i årsrapporten for 2016 mere omfattende sammenholdt med årsrapporten for 2015. Ud fra vores gennemgang af begge årsrapporter vurderes det at Boligselskabet Viglen opfylder kravene som fastlægges i årsregnskabsloven.

Med henblik på at vurdere hvilke muligheder regnskabsbrugeren vil have i forhold til at kunne sandsynliggøre og validere de beregnede værdier, har vi med udgangspunkt i årsrapporten for 2016, gennemgået tallene for investeringsejendomme og sammenholdt de anvendte afkastkrav med markedsdata fra Colliers og Nybolig Erhverv. Ud fra vores gennemgang samt henset til de oplysninger der afgives i årsrapporten, må det konstateres, at det for regnskabsbrugeren vil være svært at vurdere det helt konkrete niveau for afkastkravene, da der ikke oplyses om ejendommenes stand, hvilket kan spille en væsentlig rolle i forhold til afkastkravene. Endvidere afgives der ikke tilstrækkelige oplysninger i forhold til at kunne efterregne den fastsatte dagsværdi, hvorfor det som regnskabsbruger kan være vanskeligt at vurdere hvorvidt regnskabet giver et retvisende billede af de beregnede værdier. Dette henleder os til en vurdering af hvorvidt kravene iflg. årsregnskabsloven er tilstrækkelige i forhold til regnskabsbrugerens indsigt i de beregnede værdien i årsrapporten samt de forudsætninger der ligger bag. Denne problemstillingen vil blive behandlet i et senere afsnit.

#### **8.1.4 Delkonklusion**

I forbindelse med gennemgangen af årsrapporter for tre regnskabsklasse B-selskaber påtegnet af tre forskellige revisionsfirmaer, hhv. Deloitte, Beierholm og EY kan det konkluderes at der er stor forskel på hvor mange oplysninger der gives. Der er lavet oplistningen af gennemgangen i tabel på næste side.

**Tabel 9: Opstillet til opsummering af analyser fra de tre foregående selskaber**

<b>Generelt</b>	<b>Ledelsesberetning</b>	<b>Anvendt regnskabspraksis</b>	<b>Noteoplysninger</b>	<b>Vurdering af værdier</b>
<p><i>Selskab:</i> HGBN Frederikshavn ApS</p> <p><i>Revisor:</i> Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab</p>	<p>2015/16: Oplyst om udvikling i årets resultat og egenkapital, samt usikkerhed ved værdiansættelse.</p> <p>2016/17: Oplyst om udvikling og ikke øvrigt.</p>	<p>2015/16: Oplysninger om praksis resultat og balanceposter. Afkastbaseret og gæld til dagsværdi</p> <p>2016/17: Uændret, bortset fra gæld ændret til amortiseret kostpris</p>	<p>2015/16: Afkastkrav og følsomhedsanalyse og oplyst ej anvendt vurderingsmand.</p> <p>2016/17: Uændret, bortset fra tilføjelse vedrørende normaliseret nettoleje</p>	<p><i>Lavet for 2016/17:</i> Stor dagsværdiregulering svær at vurdere. Nettoleje oplyst men ej muligt med sammenholdelse til realiseret 2016. Mangler oplysninger vedrørende stand og beliggenhed for vurdering af afkastkrav</p>
<p><i>Selskab:</i> Boligselskabet Lykkebo A/S</p> <p><i>Revisor:</i> Beierholm Statsautoriseret Revisionspartnerselskab</p>	<p>2015: Mange oplysninger om udvikling, men magen til 2014</p> <p>2016: Få oplysninger, kun på overordnet plan</p>	<p>2015: Mangler oplysninger om praksis i resultatopgørelsen, med for balance, afkastbaseret og gæld til dagsværdi</p> <p>2016: Tilføjet praksis for resultatopgørelsen samt tilrettet gæld til amortiseret kostpris, ellers uændret.</p>	<p>2015: Ingen oplysninger andet end metode.</p> <p>2016: Oplyst om afkastbaseret og eksterne vurdering, samt interval for afkastkrav</p>	<p><i>Lavet for 2016:</i> Få oplysninger, mangler præcisering vedrørende stand og beliggenhed, samt oplysninger om afgang. Udvikling i værdireguleringer kunne tyde på for høj værdiansættelse tidligere år</p>
<p><i>Selskab:</i> Boligselskabet Vigen ApS</p> <p><i>Revisor:</i> Ernst &amp; Young, Godkendt Revisionspartnerselskab</p>	<p>2015: Udvikling i forhold samt oplysninger om større omkostninger i året, som forventes at medføre fuld udlejning i 2016.</p> <p>2016: Kun beskrevet omkring udvikling i resultat.</p>	<p>2015: Mangler generelt afsnit om indregning og måling samt praksis vedrørende resultatopgørelses post. Øvrige oplyses om afkastbaseret og gæld til dagsværdi.</p> <p>2016: Uændret, dog tilrettet vedrørende gæld nu indregnes til amortiseret kostpris.</p>	<p>2015: Oplyst om metode, interval med afkastkrav og følsomhedsanalyse.</p> <p>2016: Uændret, bortset fra tilføjelse vedrørende erhvervslejemalets samlede andel.</p>	<p><i>Lavet for 2016:</i> Mangler oplysninger om stand til vurdering af afkastkrav. Opregulering vedrørende ejendom solgt primo 2017.</p>

De givne oplysninger spænder fra helt minimalt hvor der kun er oplyst interval for afkastkrav og ejendommens placering til oplysninger om nettoleje og vægtet afkastkrav. Der er forskel på hvor meget der oplyses i årsrapporterne påtegnet af de forskellige revisionsfirmaer, men det er svært om det er tilfældigt og der også vil være forskel på årsrapporter for et enkelt revisionsfirma. Vi er blevet bedre oplyst i årsrapporterne efter den nye årsregnskabslov og får oplyst de grundlæggende forudsætninger, men mangler fortsat yderligere for reelt set at kunne vurdere værdierne.

## **8.2 Sammenholdelse af 2016-årsrapporter for forskellige regnskabsklasser**

Der vil i dette afsnit blive gennemgået 2016 årsrapporter for at sammenholde forskellige regnskabsklasser og se om der er forskellige oplysninger givet alt efter regnskabsklasse. Vi vil nedenfor lave gennemgang af 2016 årsrapporterne for et regnskab i Klasse C-mellem og C-stor, for til sidst at sammenholde med konklusionen om B-selskaberne fra afsnit 8.1.

### **8.2.1 Regnskabsklasse C-mellem – Alm. Brand Ejendomsinvest A/S**

#### 8.2.1.1 Generelt om selskabet

Alm. Brand Ejendomsinvest A/S er stiftet i år 2002 og er hjemmehørende i København. Selskabets hovedaktivitet er investering i og drift af udlejningsejendomme. Selskabets investeringsejendomme består hovedsagligt af kontorejendomme<sup>52</sup>.

Selskabet aflægger regnskab efter årsregnskabslovens bestemmelser for regnskabsklasse C (mellemstore virksomheder). Regnskabsåret løber fra den 01.01 – 31.12.

Selskabet har Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab, København som revisor i 2016. Der er afgivet revisionspåtegning uden modifikationer eller fremhævelse af forhold i regnskabet.

#### 8.2.1.2 Ledelsesberetning

I ledelsesberetningen fremgår det at selskabets hovedaktivitet består af investering og drift af udlejningsejendomme. Som tidligere nævnt er det med ændringen til bestemmelserne vedrørende indregning og måling af investeringsejendomme ikke længere et krav, at selskabet skal have investeringsvirksomhed som hovedaktivitet.

Beretningen indeholder endvidere oplysninger om selskabets økonomiske forhold. Selskabet udviser et positivt resultat før skat på 157.614 t.kr. samt et positivt resultat af den primære drift på 55.696 t.kr. mod 53.004 t.kr. i 2015. Herunder henledes der endvidere til at den positive udvikling i driftsresultatet

---

<sup>52</sup> Årsrapport for Alm. Brand Ejendomsinvest A/S, CVR-nummer: 26860199 for 2016



er påvirket af højere huslejeindtægter i indeværende år. Endvidere fremgår det at det finansielle driftsresultat i indeværende år udgør en indtægt på 101.918 t.kr. mod tilsvarende indtægt i 2015 på 18.693 t.kr. Ledelsen begrundet den positive udvikling med følgende:

*”Det markant bedre resultat kan henføres til opskrivning af investeringsejendomme. Opjusteringen skyldes forbedrede udlejningsforhold på erhvervsnejendomme samt øget efterspørgsel på ejendomsmarkedet og erhvervslejemarkedet.”*

Endvidere fremgår der en beskrivelse af selskabets forventede udvikling. Herunder at der for 2017 forventes et resultat før skat og værdiregulering i niveauet 60 mio. kr.

#### 8.2.1.3 Anvendt regnskabspraksis

Anvendt regnskabspraksis indeholder afsnit vedrørende generelle principper for indregning og måling i balancen og resultatopgørelsen.

Der er værdireguleringer af investeringsejendommene i resultatopgørelsen, men der er ikke medtaget afsnit om anvendt regnskabspraksis relateret hertil. Vi mangler derfor oplysninger om hvorvidt posten består af yderligere end årets dagsværdireguleringer, eks. gevinst og tab ved eventuel salg.

For investeringsejendomme i balancen oplyses det i anvendt regnskabspraksis at de måles til en dagsværdi, der er opgjort på grundlag af Finanstilsynets retningslinjer. Endvidere oplyses det at dagsværdien for investeringsejendommene opgøres ved anvendelse af den afkastbaserede model, hvor den enkelte ejendom værdiansættes på grundlag af et forventet normalt driftsbudget og en afkastprocent. Der reguleres endvidere for kortvarige forhold som ikke ændrer ejendommens indtjening. Denne værdiregulering indregnes i resultatopgørelsen for det pågældende regnskabsår.

Endvidere indgår der i anvendt regnskabspraksis i overensstemmelse med lovkravene en beskrivelse af de anvendte målemetoder for investeringsejendommene:

*”I driftsbudgettet er indregnet lejeindtægter ved fuld udlejning, idet eventuel tomgangsleje eller anden manglende lejeindtægt modregnes i den beregnede værdi. I lighed hermed er i driftsbudgettet indregnet en forventet normal vedligeholdelse på ejendomme. Eventuelle større forventede renoveringsarbejder, opretningsopgaver eller istandsættelse modregnes i den beregnede værdi.”*

Endvidere fremgår det at afkastkravet fastsættes på baggrund af gældende markedsforhold på balancedagen ud fra den pågældende ejendomstype samt under hensyntagen til vedligeholdelsesstanden, beliggenheden, anvendelse, lejer, lejekontrakter o. lign.

Med henblik på anvendt praksis i forhold til de finansielle forpligtelser tilknyttet til investerings-ejendommene er der skrevet følgende:

*”Gæld måles ved første indregning til dagsværdi. Efterfølgende måles gæld til amortiseret kostpris. Gæld vedrørende investeringsejendomme måles til dagsværdi.”*

Den beskrevne regnskabspraksis i forhold til gæld tilknyttede til investeringsejendommene er ikke i overensstemmelse med ændringen til bestemmelserne i årsregnskabsloven, hvor de finansielle forpligtelser skal måles til amortiseret kostpris. Det er dog kontrolleret at der i regnskabet ikke er gæld tilknyttet til selskabets investeringsejendomme, hvorfor beskrivelsen af praksis ikke vurderes at have nogen betydning for regnskabet.

Ud fra ovenstående vurderes anvendt regnskabspraksis for 2016 at efterleve kravene i henhold til årsregnskabslovens bestemmelser om korrekt oplysning af anvendt praksis i forhold til investerings-ejendomme, bortset fra det manglende afsnit vedrørende værdireguleringer i resultatopgørelsen.

#### 8.2.1.4 Noteoplysninger

Noteoplysningerne indeholder indledningsvis en anlægsnote for selskabets investeringsejendomme. Endvidere oplyses der i noterne i overensstemmelse med årsregnskabslovens § 58 a om de centrale forudsætninger, som er anvendt ved dagsværdiberegningen, herunder det anvendte afkastkrav. I henhold til årsregnskabslovens § 58 a stk. 2 har selskabet angivet oplysningerne samlet for samtlige investeringsejendomme, hvorfor det må antages at man har vurderet at de centrale forudsætninger for dagsværdiberegningen ikke afviger væsentlig indbyrdes. Der er for 2016 anvendt ét gennemsnitligt afkastkrav på 5,58% (kontorejendomme).

I note 11 i årsrapporten fremgår endvidere oplysninger vedrørende væsentlige regnskabsmæssige skøn, forudsætninger og usikkerheder, hvor der står nedenstående vedrørende ”Værdiansættelse af ejendomme”:

*”Selskabets fremtidige udvikling er følsom overfor udefrakommende påvirkninger så som ændring i renteniveaue og udlejningsprocenten i ejendomme.”*

Endvidere suppleres ovenstående tekst med en følsomhedsberegning ved en renteændring henholdsvis ændring i lejen:

<b>Følsomhedsberegning</b>				
<b>Tabel 1 - Ændring i afkastprocent</b>				
Ændring i afkastprocent	pct.	-1,00%	-	1,00%
Afkastprocent	pct.	4,58%	5,58%	6,58%
Ændring i markedsværdi	mio.kr.	332	-	-232
Markedsværdi	mio.kr.	1.812	1.481	1.248

<b>Tabel 2 - Ændring af leje</b>				
Ændring i leje pr. m2	kr.	-50	-	50
Ændring i markedsværdi	mio.kr.	-66	-	66
Markedsværdi	mio.kr.	772	1.547	849

Figur 4: Alm. Brand Ejendomsinvest A/S, årsrapport 2016 – anvendt regnskabspraksis

Ud fra ovenstående vurderes noteoplysningerne for år 2016 at efterleve kravene i henhold til årsregnskabsloven.

#### 8.2.1.5 Vurdering af selskabets oplysninger

Med afsæt i det foregående afsnit vil der i det følgende blive foretaget gennemgang af de givne oplysninger vedrørende investeringsejendomme i årsrapporten 2016. Endvidere vil de oplyste afkastkrav blive sammenholdt med afkastkrav i anerkendte markedsrapporter fra Colliers og Nybolig Erhverv.

Den samlede regnskabsmæssige værdi af investeringsejendomme udgør pr. balancedagen 1.480.594 t.kr. mod 1.353.623 t.kr. i 2015. Iflg. anlægsnoten for investeringsejendomme har der for 2016 været tilgange svarende til 26.422 t.kr. Herudover er der i året foretaget en samlet dagsværdiregulering svarende til 100.549 t.kr. bestående af både opskrivninger i indeværende år (53.060 t.kr.), tilbageførsel af tidligere års opskrivninger (-168 t.kr.), årets af- og nedskrivninger (-8.090 t.kr.) samt tilbageførsel af tidligere års af- og nedskrivninger (55.747 t.kr.). Selskabets investeringsejendomme er således i 2016 jf. nedenstående oversigt opskrevet med 6,8% af den regnskabsmæssige værdi mod 1,5% i år 2015. Som tidligere nævnt begrundet ledelsen i ledelsesberetningen opskrivningsudviklingen med forbedrede udlejningsforhold på erhvervsjendomme samt øget efterspørgsel på ejendomsmarkedet og erhvervslejemarkedet. Denne positive udviklingen på ejendomsmarkedet for kontorejendomme omtales ligeledes i markedsrapporten fra Nybolig Erhverv<sup>53</sup>.

<sup>53</sup> Markedsrapport efterår 2016 – Nybolig Erhverv

**Tabel 10: Oplysninger fra selskabets årsrapporter**

<b>Alm. Brand Ejendomsinvest A/S</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Regnskabsmæssig værdi er investeringsejendomme pr. 31.12	1.480.594 t.kr.	1.353.623 t.kr.
Årets dagsværdiregulering	100.549 t.kr.	19.928 t.kr.
Procentuel opskrivning af den regnskabsmæssige værdi	6,8%	1,5%

I noteoplysningerne fremgår det at det gennemsnitlige anvendte afkastkrav på 5,58% er for kontorejendomme og at det samlede gennemsnitlige afkastkrav ligeledes er på 5,58% samlet. Ud fra denne oplysning må det antages at selskabets ejendomsportefølje udelukkende er sammensat af kontorejendomme. Vi vil i nedenstående sammenholde til Colliers markedsrapport samt Nybolig Erhverv markedsrapport for samme periode. Med henblik på at kunne sammenholde det anvendte afkastkrav til eksterne markedsdata tages der endvidere udgangspunkt i de øvrige oplysninger der fremgår af årsrapporten.

Der er ikke oplyst hvor ejendommene er beliggende, hvorfor det som regnskabsbruger vil være vanskeligt at sandsynliggøre de anvendte afkastkrav og dermed de beregnede værdier. Med udgangspunkt i Colliers markedsrapport for 3. kvartal 2016 vil afkastkravet for kontorejendomme ligge mellem 4,25-10,00%<sup>54</sup> alt afhængigt af ejendommens geografiske placering samt vedligeholdelsesstand. Sammenholdes afkastkravet der i mod med afkastkravene iflg. Nybolig Erhverv markedsrapport for efteråret 2016, vil afkastkravet for kontorejendomme i hele landet ligge mellem 5,00-20,00%<sup>55</sup>. Da der i årsrapporten ikke oplyses om ejendommens geografiske placering, vil afkastkravene der sammenholdes med iflg. Colliers og Nybolig Erhverv markedsrapport være for hele landet, hvor København og Aarhus ligger i den lave ende af afkastkravene, og Fyn der ligger i den høje ende.

Som supplement til vores sammenholdelse af afkastkravene til eksterne markedsrapporter, har vi ved søgning på Alm. Brands hjemmeside samt opslag i Tingoplysningsretten identificeret at en stor del af de ejendomme der rundt i landet huser afdelinger for Alm. Brand er ejet af Alm. Brand Ejendomsinvest A/S. Henset til de begrænsede og manglende oplysninger der gives i årsrapporten i forhold til ejendommens geografiske placering samt antallet af ejendomme, vil det for regnskabsbrugerne være vanskeligt at finde frem til samtlige ejendomme som indgår i selskabets ejendomsportefølje, og derved sandsynliggøre de beregnede værdier for investeringsejendommene.

---

<sup>54</sup> Markedsrapport 3. kvartal 2016 – Colliers

<sup>55</sup> Markedsrapport efterår 2016 – Nybolig Erhverv

Som tidligere nævnt fremgår der af noteoplysningerne en følsomhedsanalyse der viser hvilken effekt en afvigelse på afkastkravet vil medføre på den beregnede dagsværdi samt resultat før skat. Ændres afkastkravet med i gennemsnit +/- 1%-point vil det medføre en ændring i dagsværdien på -232 mio. kr. +332 mio. kr. og en ændring i resultat før skat på henholdsvis -232 mio. kr. +332 mio. kr.

Med henblik på nedenstående regnskabstal må det forventes, at en reducere af dagværdien på investeringsejendommene med 232 mio. kr., for regnskabsbruger vil være af yderst væsentlig karakter, når der ses på årets resultat før skat og egenkapitalen, da en reducere på 232 mio. kr. vil medføre et negativt resultat før skat på -74 mio. kr. som tilsvarende vil reducere selskabets egenkapital fratrukket skatten. Ser man derimod på værdien af ejendommene vurderes det ikke at en ændring på 232 mio. kr. vil være af væsentlig betydning, eftersom reduktionen vil udgøre 15,7%.

**Tabel 11: Oplysninger fra selskabets årsrapport**

<b>Alm. Brand Ejendomsinvest A/S</b>	<b>2016</b>
Dagsværdiregulering af investeringsejendomme	100.549 t.kr.
Årets resultat før skat	157.614 t.kr.
Regnskabsmæssig værdi af investeringsejendomme	1.480.594 t.kr.
Egenkapital	1.534.810 t.kr.

Eftersom der i noteoplysningerne er angivet et gennemsnitlig afkastkrav, er det muligt at finde frem til niveauet af det anvendte gennemsnitlige driftsafkast. Dette er dog under hensynstagen til, at der kan være foretaget korrektioner til dagsværdien, herunder reguleringer for tomgang, ekstra vedligeholdelsesarbejder eller lignende, som kan betyde at der reelt har været anvendt et andet gennemsnitligt afkastkrav, som enten har været højere eller lavere. Da der ikke er afgivet oplysninger herom vil vi ikke have mulighed for at vurdere dette.

Efterregning af parametre anvendt i dagsværdiberegningen:

**Tabel 12: Beregning af forventet driftsafkast ud fra de givne parametre**

Regnskabsmæssigværdi er investeringsejendomme pr. 31.12.2016	1.480.594	t.kr.
Gennemsnitlig afkastkrav, kontorejendomme	5,58	%
Beregnet gennemsnitlig driftsafkast (1.480.594 * 5,58/100)	82.617	t.kr.

Efterregning af ovenstående beregnede gennemsnitlige driftsafkast:

$$\text{Dagsværdi} = \frac{\text{driftsafkast} * 100}{\text{afkastprocent}} = \frac{82.617 \text{ t.kr.} * 100}{5,58} = 1.480.591 \text{ t.kr.}$$

Iflg. ovenstående beregninger ses det at vi kommer frem til at der er anvendt et gennemsnitligt driftsafkast på samlet 82.617 t.kr. i beregningen af dagsværdien, med forbehold for at der kan være foretaget korrektioner som der ikke oplyses om i årsrapporten. Det forventede gennemsnitlige driftsafkast er sammenholdt med det realiserede driftskast i 2016, som var 55.696 t.kr. Dog fremgår det af noteoplysningerne, at de eksterne udgifter som modregnes i driftsafkastet omfatter både vedligeholdelse, administration og driftsomkostninger vedrørende ejendomme samt administrationsomkostninger relateret til selskabet i øvrigt, hvorfor driftsafkastet reelt bør være højere end de 55.696 t.kr.

Desuden fremgår det af ledelsesberetningen at ledelsen i 2017 forventer et resultat før skat og værdireguleringer på 60 mio. kr. hvorfor der mellem det beregnede gennemsnitlige driftsafkast og det forventede resultat før skat og værdireguleringer for 2017 er en forskel på 22,6 mio. kr. Denne forskel vil blive nedbragt med de forventede omkostninger til administration af selskabet i øvrigt samt finansielle poster, det er derfor ikke muligt for os at sammenholde yderligere, eftersom selskabet ikke oplyser særskilt hvad der er omkostninger vedrørende lejemålene.

På denne baggrund må det konstateres at der henset til de oplysninger der er afgivet i årsrapport forsat er vanskeligt at vurdere de beregnede værdier for investeringsejendommene og derved tage stilling til det retvisende billede af den samlede årsrapport.

#### 8.2.1.6 Delkonklusion

Der er i de foregående afsnit foretaget gennemgang af oplysninger årsrapporten for 2016 vedrørende indregnede investeringsejendomme i Alm. Brand Ejendomsinvest A/S. Med henblik på en vurdering af de beregnede værdier for investeringsejendommene, har vi ud fra vore gennemgang af årsrapporten måtte konstatere en del manglende oplysninger. Herunder særligt i anvendt regnskabspraksis og noteoplysningerne.

I ledelsesberetningen afgiver ledelsen få, men tilstrækkelige og relevante oplysninger i forhold til investeringsejendommens påvirkning på det realiserede resultat.

Ved gennemgang af anvendt regnskabspraksis er der i overensstemmelse med lovkravene i årsregnskabsloven oplyst om de værdiansættelsesmodeller og –teknikker, som er anvendt ved opgørelsen af dagsværdien for investeringsejendommene. Dog er der i anvendt regnskabspraksis ikke medtaget afsnit vedrørende værdireguleringer af investeringsejendomme i resultatopgørelsen, hvorfor vi mangler

oplysninger om hvorvidt regnskabsposten består af øvrige reguleringer end blot årets dagsværdiregulering af ejendomme. Med henblik på anvendt praksis i forhold til de finansielle forpligtelser tilknyttet til investeringsejendommene fremgår der af anvendt regnskabspraksis, at gæld vedrørende investeringsejendomme måles til dagsværdi. Denne praksis er ikke i overensstemmelse med ændringen til lovbestemmelserne i årsregnskabsloven. Det er dog kontrolleret at der i regnskabet ikke er gæld tilknyttet til selskabets investeringsejendomme, hvorfor beskrivelsen af praksis ikke vurderes at have nogen betydning for regnskabet.

I noteoplysningerne er der ud over anlægsnoten udelukkende oplyst om anvendt gennemsnitlig afkastkrav suppleret med en følsomhedsberegning ved en renteændring henholdsvis ændring i lejen. Trods noteoplysningernes begrænset omfang, vurderes noterne i overensstemmelse med årsregnskabsloven, at indeholde oplysninger om de centrale forudsætninger, som er anvendt ved beregningen af dagsværdien.

I forbindelse med sammenholdelse af de anvendte afkastkrav til anderkendte markedsrapport for henholdsvis Colliers og Nybolig Erhverv, må det igen her konstateres at det begrænsede omfang af oplysninger i forhold til selskabets investeringsejendomme, formindsker muligheden for tilstrækkeligt at kunne sandsynliggøre de anvendte afkastkrav, og derved vurdere de beregnede værdier i årsrapporten. Der er blandt andet i årsrapporten ikke oplyst om ejendommenes geografiske placering samt vedligeholdelsesstand, hvorfor det alt andet lige begrænser regnskabsbrugerens mulighed for at sammenholde de anvendte afkastkrav til opdateret markedsdata.

Desuden er der ud fra årsrapportens oplysninger forsøgt efterregning af den beregnede dagsværdi for investeringsejendommene pr. balancedagen, ved beregning af det forventede gennemsnitlige driftsafkast, med forbehold for efterfølgende korrektioner. På baggrund af denne beregning må det konstateres at det henset til de oplysninger der er afgivet i årsrapporten ligeledes er vanskeligt at efterregne værdierne og derved vurdere forventningerne til det kommende års driftsafkast i forhold til det realiserede for 2016.

Endvidere fremgår der i årsrapporten ikke tilstrækkelige oplysninger, som giver os mulighed for at vurdere størrelsen af de opskrivninger der er foretaget i henholdsvis 2015 og 2016. Dog oplyses det at opskrivningen i 2016 er positiv påvirket af forbedrede udlejningsforhold på erhvervsnejendomme samt øget efterspørgsel på ejendomsmarkedet og erhvervslejemarkedet

Det kan på baggrund af den samlede gennemgang af årsrapporten konkluderes, at vi overordnede er godt oplyst samt at selskabet efterlever kravene i henhold til årsregnskabslovens bestemmelser vedrørende

investeringsejendomme. Dog kan det bemærkes at der fortsat er brug for yderligere oplysninger for tiltrækkeligt at kunne vurdere ejendommenes værdier.

## **8.2.2 Regnskabsklasse C-stor – ATP Ejendomme A/S<sup>56</sup>**

### 8.2.2.1 Generelt om selskabet

ATP Ejendomme A/S er hjemmehørende i København Kommune. Selskabet beskriver i årsrapporten sin hovedaktivitet som: *Besidde erhvervsejendomme og udføre totaltotaladministration af alle ATP Koncernens ejendomsinvesteringer i Danmark og udlandet*. Selskabet råder over en række ejendomme primært kontorejendomme beliggende i København. Selskabets investeringsejendomme består hovedsagligt af lejemål, som udlejes til erhverv.

Selskabet aflægger regnskab efter årsregnskabslovens bestemmelser for regnskabsklasse C (stor) og regnskabsåret følger kalenderåret 01.01-31.12.

Selskabet har Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab, som revisor i 2016. Der er afgivet revisionspåtegning uden modifikationer eller fremhævelse af forhold i regnskabet.

### 8.2.2.2 Ledelsesberetning

Ledelsesberetningen er omfattende, eftersom der er tale om Regnskabsklasse C-stor, hvor der er flere krav til oplysninger i årsrapporten. Der er i forbindelse med gennemgangen af ledelsesberetningen udelukkende fokus på relevante informationer vedrørende investeringsejendomme, hvorfor vi ikke har fokus på øvrige oplysninger, eller om selskabet opfylder kravene for ledelsesberetningen for regnskabsklasse C-stor.

Der er i ledelsesberetningen indledt med oplysninger om koncernens samlede antal ejendomme på 86 ejendomme i alt, som ATP-Ejendomme A/S administrerer, men kun selv ejer 23 af ejendommene. Det oplyses at der i året er overført en ejendom fra ATP til ATP Ejendomme A/S for 158 mio. kr. som er sket gennem kapitalforhøjelse ved apportindskud. Det oplyses endvidere at der efter balancedagen er overført yderligere 39 ejendomme til ATP Ejendomme A/S, som er yderligere uddybet i note 17 i årsrapporten vedrørende begivenheder efter balancedagen.

Der er beskrevet udvikling i resultatet fra 225 mio. kr. i 2015 til 250 mio. kr. i 2016, som primært skyldes tilgang af nye ejendomme. I 2016 er resultatet før værdireguleringer 185 mio. kr., hvilket ledelsen anser for tilfredsstillende. Det forventes for 2017 at der er væsentligt forbedret resultat på ca. 700 mio. kr. før

---

<sup>56</sup> Årsrapport for ATP Ejendomme A/S, CVR-nummer: 17261649 for 2016



værdireguleringer og eventuelle tab/avancer ved salg, den store stigning skyldes de allerede gennemførte overførsler af nye ejendomme pr. 1. januar 2017.

Derudover oplyses der nærmere omkring det direkte afkast af ejendommene, som er på 5,2 % og totale afkast inklusiv værdireguleringer udgør 7,2 % i 2016. Det gennemsnitlige afkastkrav der er anvendt til værdiansættelsen er på 4,8% i 2016 mod 5,0% i 2015, årsagen til faldet beskrives som et svagt fald i afkastkravene og har dermed medført stigning i dagsværdien. Det realiserede afkast af ejendomsdriften viser sig at være meget på niveau med det gennemsnitlige vægtede afkastkrav, hvilket udtrykker at selskabet formår at generere de ønskede afkast.

Derudover er der i afsnittet om usikkerhed ved indregning og måling oplyst om usikkerheden vedrørende de skøn og antagelser som dagsværdiansættelsen af investeringsejendomme baseres på. Det beskrives at der er anvendt FSR's vejledning og valgt den afkastbaserede model til værdiansættelsen, hvor budgetteret nettoindtjening og afkastkrav ligger til grund for værdiansættelsen. Ligeledes oplyses det, at afkastkravene er fastsat ud fra eksterne mægleres analyser af markedet for tilsvarende ejendomme.

#### 8.2.2.3 Anvendt regnskabspraksis

Selskabet aflægger som nævnt tidligere årsrapport efter Regnskabsklasse C-stor. Nedenfor vil relevante afsnit der relaterer sig til investeringsejendommene blive gennemgået.

Der er oplyst om ændringer i anvendt regnskabspraksis, men ingen der påvirker indregning relateret til investeringsejendomme. I de øvrige selskaber vi har analyseret, har der været omtalt ændring vedrørende gældsforpligtelserne, dette er der ikke i denne årsrapport, hvilket skyldes at der ikke er langfristet gæld til kreditinstitutter og lignende, men udelukkende gæld til tilknyttede virksomheder.

Endvidere indeholder anvendt regnskabspraksis afsnit vedrørende generelle principper for indregning og måling i balancen og resultatopgørelsen.

Der er dagsværdireguleringer vedrørende investeringsejendommene i resultatopgørelsen, men der er ikke medtaget afsnit om anvendt regnskabspraksis relateret hertil. Vi mangler derfor oplysninger om hvorvidt posten består af yderligere end årets dagsværdireguleringer, herunder blandt andet gevinst og tab ved eventuel salg.

Vedrørende investeringsejendomme beskrives det, at der sker indregning til kostpris ved første indregning og efterfølgende til dagsværdi. Det oplyses at der anvendes den afkastbaserede model, hvor dagsværdien opgøres ud fra forventede indtægter ved fuld udlejning, fratrukket administrations- drifts-

og vedligeholdelsesomkostninger, samt fradrag for tomgang, større vedligeholdelsesarbejder samt tillægges forudbetalt leje og deposita.

Afkastkravene er fastsat enkeltvis for ejendommene og ud fra eksterne mægleres markedsrapporter. Det oplyses endvidere at selskabet har domicil i et af selskabets egne ejendomme, men at den væsentligste andel anvendes til ekstern udlejning og at denne er fastsat til dagsværdi efter samme principper som de øvrige ejendomme. Afslutningsvis nævnes det at værdireguleringer føres i resultatopgørelsen under særskilt post hertil.

#### 8.2.2.4 Noteoplysninger

Noteoplysningerne er opstillet anderledes end de øvrige gennemgåede selskaber, nedenfor er udklip fra årsrapporten for 2016 for note 3:

	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>Regnskabsmæssig værdi pr. 31. december</b>	<b>3.455</b>	<b>2.973</b>
Værdireguleringen af investeringsejendomme fordeler sig således:		
Værdiregulering som følge af ændret afkastkrav	161	124
Værdiregulering som følge af ændret driftsindtjening	(46)	(9)
Ved fastsættelse af markedsværdien (bogført værdi) er følgende afkastprocenter lagt til grund, idet det bemærkes at samtlige ejendomme er kontorejendomme, hvor størstedelen er beliggende i København:		
Vægtet gennemsnitlig afkastprocent	4,8	5,0
Højeste afkastprocent	6,5	6,3
Laveste afkastprocent	4,3	4,8
En forøgelse af afkastkravet med i gennemsnit 0,25%-point vil reducere den samlede dagsværdi med 172 mio.kr.		
Der har ikke været anvendt ekstern vurderingsmand ved fastsættelsen af dagsværdierne, dog er afkastsatserne fastsat på baggrund af eksterne mægleres bedømmelser af markedsniveauet.		

**Figur 5: ATP Ejendomme A/S, årsrapport 2016 – oplysninger, note 3**

Derudover er der yderligere en note vedrørende dagsværdi, hvor de samme oplysninger om investeringsejendommene fremgår, og hvordan disse er værdiansat. Denne blot med en anderledes opstilling samlet med øvrige poster indregnet til dagsværdi. I note 14 er selskabets driftsmæssige risici præciseret og omtalt vedrørende svingende lejeindtægter og lejerporteføljen i øvrigt. Her oplyses det at de 10 største lejere udgør 47% af de samlede indtægter, og at deres validitet betragtes som særdeles god, hvilket vurderes som en relevant oplysning for regnskabsbruger for at kunne vurdere hvor solide lejere selskabet har.

På den sidste side i årsrapporten er der medtaget oplysninger om selskabets ejendomme. Der er oplyst i alt 24 adresser, hvor der ligeledes oplyses om hvorvidt de er placeret som detailhandel, kontor eller hotel og service, samlede kvadratmetre, antal lejere samt gennemsnitlig udlejningsprocent. Herudfra ses det at der er ejendomme primært beliggende i København samt en enkelt i både Odense C og Århus C. Der er i ledelsesberetningen oplyst, at der ejes 23 ejendomme, men der fremgår 24 ejendomme af denne oversigt. Det kan af oversigten ses at der på adressen, Jagtvej 171, København Ø er angivet 0 i etagemeter, antal lejer samt udlejningsprocent, hvorfor det er forventningen at det må skyldes at der ikke er ejendom på denne adresse og derfor ikke tælles med i den samlede ejendomsportefølje pr. balancedagen.

#### 8.2.2.5 Vurdering af selskabets oplysninger

Der vil i de kommende afsnit blive gennemgået henholdsvis de oplyste afkastkrav til markedsrapporter og årenes værdireguleringer.

##### 8.2.2.5.1 Gennemgang af afkastkrav<sup>57</sup>

Der vil i det følgende blive foretaget analyse og sammenholdelse med forventninger i forhold til afkastkrav iflg. Colliers og Nybolig Erhverv sammenholdt med de givne oplysninger i årsrapporten og afslutningsvis efterregne den fastsatte dagsværdi af regnskabsposten.

Den samlede regnskabsmæssige værdi af investeringsejendommene udgør 3.455 mio. kr. pr. 31.12.16 mod 2.973 mio. kr. pr. 31.12.15. Iflg. anlægsnoten for investeringsejendommene har der været tilgange i året svarende til 417 mio. kr., men ingen afgang. Derudover udgør årets dagsværdireguleringer 65 mio. kr. Selskabets investeringsejendomme er således i 2016 opskrevet med 1,9% af den samlede regnskabsmæssige værdi.

Det er kontrolleret at der er overensstemmelse mellem dagsværdireguleringen indregnet i resultatopgørelsen og balancen.

Til brug for den videre vurdering af afkastkrav er det nødvendigt at fastlægge hvilke ejendomsstyper der ejes, samt hvor disse er placeret. I ledelsesberetningen oplyses det at koncernens strategi er at eje ejendomme i de større byer på gode beliggenheder og med lav risikoprofil, samt at der løbende investeres i opgraderinger og indretninger af ejendommene. Af noteoplysningerne fremgår det at samtlige ejendomme er kontorejendomme samt at størstedelen er beliggende i København. Dog er der en side der oplister alle selskabets ejendomme, hvoraf denne er opdelt i detailhandel, kontor og hotel og

---

<sup>57</sup> Der henvises til afkastkrav i bilag, jf. afsnit 13.5

service. Dette modsiger dermed de givne oplysninger i noterne og skaber forvirring omkring hvorvidt der reelt set er tale om at alle ejendomme er kontorejendomme.

Der er desuden ikke yderligere oplyst om standen på ejendommene, andet end der løbende foretages opgraderinger og indretning, hvorfor det er svært ud fra årsrapporten at vurdere hvilken kategori af ejendomme der er tale om. Ejendommenes beliggenhed er nærmere oplyst med adresse og område på side 31 i årsrapporten, hvoraf det fremgår at der ejes ejendomme i Odense C, Århus C, København K, V, Ø og Frederiksberg. København K betragtes i vores videre analyse som København City, hvor København V, Ø og Frederiksberg betragtes samlet under Brokvarterer og Frederiksberg, hvor Odense C og Århus C giver sig selv.

Det kan ud fra de givne oplysninger i årsrapporten konstateres at det er uklart hvorvidt alle ejendomme er kontorejendomme, eller om der også ejes detailhandelsejendomme og ejendom inden for hotel og service branchen. Vi kunne derfor ønske en præcisering af de givne oplysninger på sidste side i årsrapporten, hvor selskabets ejendomme fremgår inddelt i kategorier og hvad disse kategorier er udtryk for, da der i noteoplysningerne, note 3 oplyses at samtlige ejendomme er kontorejendomme, samt standen på disse ejendomme. Vi vil i det følgende se på afkastkravene for kontorejendommene og holde dem op mod afkastkravene for detailhandelsejendomme (detailhandel) hvor dette er relevant, der fremgår dog ikke umiddelbart oplysninger om hotel og servicebranchen i forhold til afkastkrav, men blot at branchen er i rivende udvikling.<sup>58</sup>

Vi vil nu se nærmere på de anvendte afkastkrav i forhold til markedet, og har derfor brug for oplysningerne fra noterne jf. forrige afsnit, hvor det beskrives at afkastkravene der er anvendt er mellem 4,30-6,50% med et vægtet gennemsnit på 4,8%.

Nybolig Erhverv inddeler kontorejendomme i kategorierne: Klasse A, B og C-ejendomme, som er udtryk for om gennemsnitlig leje er over, under eller på niveau. Desuden opdeles København City i henholdsvis ældre og nyere ejendomme. Ud fra det omtalte vedrørende selskabets ejendomme, er det vores opfattelse, at de primært befinder sig i Klasse A og B, da de løbende renoverer og opgraderer ejendommene og må antages som minimum at kunne få en gennemsnitlig leje i det givne marked.

Ser man derfor på Nybolig Erhverv vedrørende københavner ejendommene bør disse ligge i et spæn inden for 4,25-6,75%, dette sammenholdt med intervallet på 4,30-6,50% stemmer overens. Dog skal det bemærkes at det vægtede gennemsnit er på 4,8% og derfor forventeligt at de fleste af ejendommene i

---

<sup>58</sup> Nybolig Erhverv, Markedsrapport Efterår 2016, s. 42-43

København ligger tæt omkring dette, eftersom størstedelen af porteføljen ligger i København. Såfremt dette er tilfældet, har selskabet vurderet dem som Klasse A ejendomme der spænder fra 4,25-5,25%. Ser man nærmere på ejendommen i Århus C spænder de fra Klasse A-B mellem 5,00-5,50% og ligger derfor inden for de anvendte afkastkrav, hvor det dog skal holdes op mod, at der er en mulighed for at der kan være anvendt et lavere afkastkrav, eftersom det vægtede gennemsnit er på 4,8%. Afkastkravene i Odense C er en smule højere og ligger for Klasse A-B mellem 6,25-7,50% og her skal ejendommen være i bedste kategori (Klasse A) og dermed over standard gennemsnitlig leje eller have andre forklaringer på, at det kan forsvares at der er anvendt et afkastkrav på højst 6,5%.

Selskabets årsrapport side 31 viser, som tidligere nævnt, en oversigt over selskabets ejendomme inddelt i detailhandel, kontor og hotel og service, hvor det fremgår at der i København og Odense er både detailhandel og kontor, selvom der i noteoplysningerne udelukkende står kontorejendomme. Der er ovenfor analyseret i forhold til. Kontorejendomme. Såfremt der er tale om detailhandel, er der en kategori ved Nybolig Erhverv, benævnt Butiksejendomme og er opdelt i butikcentre, lejemaal i hovedgader og sekundære gader. For butiksejendomme i København ligger afkastkravene på 4,00-6,50% og i Odense på 5,00-6,50% og er således fortsat inden for de allerede anvendte afkastkrav oplyst i årsrapporten, dog størstedelen over det vægtede gennemsnit.

En konkret vurdering af hver enkelt ejendom er ikke mulig eftersom afkastkravene er præsenteret samlet for alle selskabets ejendomme, ligesom en konkret vurdering af lejens niveau på det generelle marked ikke er oplyst.

Colliers Markedsrapporterne inddeler kontorejendomme i kategorierne bedste, standard og under middel, jf. tidligere gennemgået er forventningen til selskabets ejendomme at de befinder sig i kategorien bedste og standard. For København ligger afkastkravene inden for et interval på 4,25-5,75% og sammenholdt med de anvendte krav på 4,30-6,50% så ligger de tæt op ad dette, men set i forhold til det vægtede gennemsnit på 4,8%, er der igen her en tendens til at selskabet har vurderet deres ejendomme som værende i den bedste kategori. En vurdering af om hvorvidt dette er rigtigt kan være svært i forhold til de givne oplysninger i årsrapporten, da man skal have kendskab til de enkelte ejendomme for at kunne vide dette. Colliers afkastkrav i Århus ligger fra 4,75-5,25%, hvorfor det må vurderes at være rimeligt i forhold til de anvendte afkastkrav, men at en konkret vurdering heraf er svær. I Odense ligger afkastkravet mellem 5,75-7,00% og ligger derfor en smule højere. Såfremt det er ejendommen i Odense man har anvendt 6,50% på, som er det højest oplyste afkastningskrav, så ligger det imellem vurderingen af de to bedste kategorier for ejendommen iflg. Colliers afkastkrav.

Igen vil vi her også se hvilken betydning det har, såfremt der er tale om detailhandel i stedet for kontor. Her har Colliers mulighederne: retailejendomme, dagligvarebutikker og boksbutikker (kun i Odense) og i København ligger disse i et interval på 3,00-5,00% og i Odense på 5,25-8,50%. Her ligger de i København omkring de anvendte afkastkrav, dog startende allerede ved 3,00% og det højeste på 5,00% nærmere det vægtede gennemsnit og der kunne derfor såfremt der er tale om en af disse ejendomme, være værdiansat med et for højt afkastkrav og dermed til en for lav dagsværdi. I Odense ligger afkastkravene for detailhandel i et interval der overstiger de anvendte afkastkrav med 2%-point og der kan her være mulighed for at der skulle have været anvendt et højere afkastkrav som ville medføre en lavere dagsværdi.

Som tidligere nævnt fremgår der af noteoplysningerne en følsomhedsanalyse der viser at en forøgelse af afkastkravet med 0,25%-point vil reducere den beregnede dagsværdi med 172 mio. kr.

Ud fra nedenstående regnskabstal er det forventningen, at en reduktion af dagværdien på investeringsejendommene med 172 mio. kr., for regnskabsbruger vil være af væsentlig karakter, når der ses på årets resultat før skat., da 172 mio. kr. udgør 68,8% af det samlede resultat før skat. Ser man derimod på værdien af ejendommene og egenkapital vurderes det ikke at en ændring før skat på 172 mio. kr. vil være af væsentlig betydning, eftersom reduktionen udgør hhv. 5,0% og 4,9%.

**Tabel 13: Oplysninger fra selskabets årsrapport**

<b>ATP Ejendomme A/S</b>	<b>2016</b>
Dagsværdiregulering af investeringsejendomme	65 mio. kr.
Årets resultat før skat	250 mio. kr.
Regnskabsmæssig værdi af investeringsejendomme	3.455 mio. kr.
Egenkapital	3.533 mio. kr.

Eftersom der er angivet et vægtet gennemsnitligt afkastkrav er det muligt at finde frem til niveauet af det anvendte gennemsnitlige driftsafkast. Dette er dog under hensyntagen til at der kan være foretaget korrektioner til dagsværdien i form af reguleringer for tomgang, ekstra vedligeholdelsesarbejder eller lignende som der er mulighed for, jf. gennemgang af afkastbaseret model i afsnit 6.3, som kan betyde at der reelt set har været anvendt et andet gennemsnitligt afkastkrav der har været enten højere eller lavere, men dette har vi ikke mulighed for at vurdere, da der ikke oplyses herom.

Beregning er foretaget nedenfor:

**Tabel 14: Beregning af forventet driftsafkast ud fra givne parametre**

Regnskabsmæssigværdi er investeringsejendomme pr. 31.12.2016	3.445,00	mio. kr.
Vægtet gennemsnitlig afkastkrav	4,80	%
Beregnet gennemsnitlig driftsafkast (3.445,00 * 4,80/100)	165,84	mio. kr.

Efterregning af ovenstående beregnede gennemsnitlige driftsafkast:

$$\text{Dagsværdi} = \frac{\text{driftsafkast} * 100}{\text{afkastprocent}} = \frac{168,84 \text{ mio. kr.} * 100}{4,8} = 3.455 \text{ mio. kr.}$$

Ovenfor ses det at vi kommer frem til, at der er anvendt gennemsnitligt driftsafkast på samlet 165,84 mio. kr. i beregningen af dagsværdien. Dog med forbehold for, at der kan være anvendt et andet driftsafkast og derved foretaget korrektioner efterfølgende, men dette oplyses ikke. Det forventede gennemsnitlige driftsafkast er sammenholdt med det realiserede i 2016, som var på 159,00 mio. kr.<sup>59</sup> Stigningen til næste års resultat er i ledelsesberetningen årsagsforklaret med, at der har været tilgange i løbet af 2016, hvorfor det er forventeligt at der vil være flere indtægter vedrørende disse i 2017 end i 2016, såfremt de ikke har været ejet hele året. Derudover kan der være andre betragtninger om det kommende års omkostninger end de realiserede i året eller øvrige korrektioner, som vi ikke kender til.

#### 8.2.2.5.2 Gennemgang af årets værdiregulering

I dette afsnit vil vi se på de dagsværdireguleringer der har været foretaget i både 2015 og 2016 for at se om der er overensstemmelse mellem disse og de givne oplysninger i årsrapporten.

**Tabel 15: Oplysninger fra selskabets årsrapporter**

<b>ATP Ejendomme A/S</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
Årets dagsværdireguleringer	65 mio. kr.	115 mio. kr.
Investeringsejendomme pr. 31.12	3.455 mio. kr.	2.973 mio. kr.
Procentuel opskrivning af den regnskabsmæssige værdi	1,9%	3,9%

Som det ses ovenfor har der i 2015, været foretaget opskrivninger på ejendommenes værdi for samlet 115 mio. kr. mod yderligere opskrivning på 65 mio. kr. i 2016. Vi har ikke kigget på årsrapporten for 2015, men kan i ledelsesberetningen for 2016 se, at årsagen til at der i dette år sker en opskrivning skyldes ”Et svagt fald i afkastkravene”.

<sup>59</sup> Årsrapporten for ATP Ejendomme A/S, CVR-nummer: 17261649 s. 14, lejeindtægter 195 mio. kr. og udgifter vedrørende lejemål på 36 mio. kr. samlet 159 mio. kr.

Opskrivningerne i 2015 udgør 3,9% af den samlede regnskabsmæssige værdi pr. balancedagen og i 2016 udgør de 1,9%. Dette kunne være udtryk for at der er opskrevet for meget på værdierne i 2015 og at der ikke har været plads til lige så store opskrivninger i 2016, når de skulle oplyse forudsætningerne for beregningen. Det skal dog bemærkes at det skal ses i forhold til udviklingen i markedet for de pågældende ejendomme, om hvorvidt de følger opskrivningerne i 2015 og 2016.

Vi får ikke yderligere oplysninger om størrelsen af opskrivningerne i årsrapporten, men ved fra gennemgang af Colliers og Nybolig Erhvervs markedsrapporter, at der har været faldende afkastkrav i markedet over de seneste år, hvorfor det er sandsynligt at der er sket opskrivninger begge år.

#### 8.2.2.6 Delkonklusion vedrørende ATP-Ejendomme A/S

Efter gennemgangen af årsrapporten for 2016 er vi stødt på nogle mangler eller uklarheder ift. vores vurdering af værdier mv. Ved gennemgang af anvendt regnskabspraksis mangler der oplysninger vedrørende hvad regnskabsposten "Værdiregulering af investeringsejendomme" indeholder, eftersom der ingen praksis er medtaget herom.

I ledelsesberetningen oplyser selskabet at de ejer 23 ejendomme, dette stemmer dog ikke overens med oplysningerne på årsrapportens s. 31, hvor en oversigt over selskabets ejendomme fremgår med adresse, her er der 24 ejendomme. Der er dog en adresse uden kvm. og hvor antal lejere er 0, hvilket kan være udtryk for at der ikke er ejendom herpå, men udelukkende grund, dette er dog ikke noget vi får oplyst yderligere om.

Noteoplysningerne indeholder kun et interval for de anvendte afkastkrav og beskrev at der var kontorejendomme primært i København. Det er i forbindelse med gennemgangen af oversigten på s. 31 i årsrapporten konstateret at der er sket inddeling i detailhandel, kontor og hotel og service, hvorfor det skaber uklarhed om det udelukkende er kontorejendomme eller der også er andre. For hotel og service var det ligeledes svært at finde afkastkrav og vurdere hvor disse ville ligge, selvom det er vores forventning at de ligger højere end det vægtede anvendte gennemsnit.

En sammenholdelse af de anvendte afkastkrav med anerkendte markedsrapporter viste at de lå rimeligt på niveau for særligt København, men at selskabet har vurderet deres ejendomme værende i de bedste kategorier og dermed i den lave ende i forhold til afkastkrav. Det er konstateret at det er svært for regnskabsbrugere at vurdere niveauet for værdiansættelserne eftersom alle ejendomme er lagt sammen og giver et samlet interval for afkastkravet. Det er derfor svært for særligt ejendommen i Århus og Odense at vurdere hvordan disse er placeret.



Vi ser dog en fordel i at det vægtede afkastkrav oplyses, således det er muligt at vurdere i hvilken ende af intervallet at størstedelen af ejendommene er placeret, desuden sker der i ledelsesberetningen en oplysning om den faktiske realiserede afkastprocent vedrørende ejendommene, som er på 5,2% i 2016 før værdireguleringer og et afkast på 7,2% inkl. værdireguleringer. Dette viser også meget godt at de fastsatte afkastkrav stemmer nogenlunde overens med de realiserede.

Desuden er dagsværdien efterregnet, hvor vi finder frem til det forventede anvendte gennemsnitlige driftsafkast med forbehold for korrektioner foretaget efterfølgende, hvilket giver regnskabsbruger mulighed for at vurdere forventninger til det næste års driftsafkast i forhold til det realiserede for året.

Der er ikke mange oplysninger i årsrapporten der giver os mulighed for at vurdere størrelsen af de opskrivninger der er foretaget i hhv. 2015 og 2016, dog oplyses der om faldende afkastkrav som årsag til opskrivningen i 2015.

Det kan konkluderes at vi generelt set er godt oplyst i dette regnskab, men fortsat savner enkelte oplysninger for at det for regnskabsbruger er muligt at vurdere ejendommenes indregning i mindre grupper

### ***8.2.3 Opsummering vedrørende gennemgåede regnskaber for forskellige regnskabsklasser***

I forbindelse med gennemgangen af årsrapporter for regnskabsklasse C-mellem og C-stor er det konstateret at der er stor forskel på hvilke oplysninger der gives i de to selskaber.

Der mangler mange informationer i C-mellem selskabet for at det er muligt at kunne vurdere de anvendte afkastkrav. Vi får ingen oplysninger om ejendommenes placering eller antallet af ejendomme, hvilket gør det stort set umuligt at finde frem til ejendomsporteføljen, andet end der oplyses om at der er tale om kontorejendomme. Derforuden er der ingen anvendt regnskabspraksis om resultatopgørelses posten med dagsværdireguleringer.

For C-stor selskabet får vi mange yderligere oplysninger, men dog stadig nogle svagheder, i form af manglende overensstemmelse imellem de givne oplysninger flere forskellige steder i årsrapporten, som skaber uklarhed for regnskabsbruger og manglende praksis om dagsværdireguleringer i resultatopgørelsen. Disse er nærmere omtalt i delkonklusionen vedrørende selskabet.

Hvis vi skal fremhæve nogle gode ting fra analysen så var der oplyst et vægtet gennemsnitligt afkastkrav, som gjorde det nemmere at vurdere hvor flest af ejendomme var placeret omkring, samt sammenholdelse

til et realiseret driftsafkast oplyst i ledelsesberetningen. Dog var det svært at vurdere de forskellige ejendomme i 3 større byer, når afkastkravet var lagt sammen og ikke et interval for de øvrige.

Det vægtede driftsafkast gjorde det muligt at efterregne det forventede anvendte gennemsnitlige afkastkrav vedrørende 2017 med forbehold for særlige korrektioner, samt en sammenholdelse til det realiserede for 2016, som i årsrapporten var opdelt i lejeindtægter og udgifter vedrørende lejemål. Det gjorde det muligt at sammenholde det realiserede for 2016 med det forventede anvendte og se det i forhold til oplysninger i årsrapporten omkring forventninger til det kommende år.

Generelt set viste vores analyser af de foretagne dagsværdireguleringer at der i årsrapporterne var meget begrænsede oplysninger til at vurdere størrelsen af værdireguleringerne.

Fra analysen i forrige afsnit (afsnit 8.1) kunne det konkluderes der var plads til forbedringer ift. de givne oplysninger i årsrapporterne for regnskabsklasse B-selskaber vedrørende investeringsejendomme, her var der hovedsageligt givet oplysninger om interval for anvendte afkastkrav og enkelte hvor der også var medtaget følsomhedsanalyser.

I det foregående har vi analyseret yderligere to selskaber, hhv. et regnskabsklasse C-mellem og C-stor. Her er det meget blandet hvad vi får af oplysninger, men det kan konkluderes at det selskab hvor vi har fået flest oplysninger har været for regnskabsklasse C-stor, hvorfor det må antages at der vil være flere oplysninger jo højere regnskabsklasse. Dog skal det bemærkes at det analyserede C-mellem selskab har meget få oplysninger og var det selskab hvor det var sværest at vurdere de oplyste afkastkrav, hvorfor dette også er udtryk for at der er forskel selskaberne imellem.

### **8.3 Delkonklusion**

Ud fra de foregående analyser kan vi opsummere nedenstående punkter som vi er stødt på i gennemgangen. Der er tale om punkter opsummeret for hele analysen og nogle punkter gælder alle, mens andre kun vedrører enkelte selskaber.

#### **Observationer vedrørende mangler:**

- Mangler oplysninger omkring hvilke ejendomme der ejes for at kunne vurdere de fastsatte afkastkrav
- Manglende sammenhæng mellem oplysninger i årsrapporten, forskellige antal ejendomme og ejendomstyper er nævnt
- Intervaller for afkastkrav er generelt samlet for hele porteføljen og kan gøre det vanskeligt at vurdere de anvendte krav, når der ejes ejendomme i meget forskellige områder

- Størrelsen af værdireguleringer er svære at vurdere, når der er meget begrænset oplysninger om udviklingen i nogle af årsrapporterne
- Der mangler i flere årsrapporter anvendt regnskabspraksis om værdireguleringerne i resultatopgørelsen og for et selskab vedrørende tilvalg af regnskabsklasse C.
- Mangler præcisering vedrørende ejendommenes stand, placering og fordeling med bolig- og erhvervslejemål i procent.

#### **Observationer vedrørende gode oplysninger:**

- Et gennemsnitligt vægtet afkastkrav er en god oplysning som kan anvendes til vurdering og giver mulighed for beregning af et forventet anvendt driftsafkast
- Oplysninger om lejeindtægter og omkostninger vedrørende driften viser realiseret driftsafkast og muligt at sammenholde med 2017 forventninger
- Oplysning om realiseret driftsafkast på ejendommene i procent er en god oplysning til brug for sammenholdelse med anvendt afkastkrav.

Generelt set har vores analyser konkluderet at der fortsat kan gives flere oplysninger og at det i nogle årsrapporter er meget svært at vurdere afkastkravene ud fra de givne oplysninger. Der er desuden forskel på oplysninger fra de forskellige revisionsfirmaer, men også forskel mellem regnskabsklasser, men ud fra vores analyse har det dog vist at den årsrapport, hvor vi har været dårligst stillet i forhold til at vurdere værdier og afkastkrav har været i årsrapporten for selskabet der aflagde efter regnskabsklasse C-mellem.

## **9. Tiltag der kan forbedre oplysninger i årsrapporterne yderligere**

Vi vil indlede dette afsnit med tolkningen af årsregnskabslovens krav til årsrapportens noteoplysninger vedrørende investeringsejendomme, som lyder at der skal oplyses om *de centrale forudsætninger*. Derefter vil vi se nærmere på de forskellige interessenter og hvilke hensyn der skal tages ift. afgivelse af oplysninger. Afslutningsvis vil vi komme med vores bud på hvilke oplysninger der bør indgå i årsrapporterne og dermed hvilke ændringer eller tiltag der kunne bidrage til at regnskabsbruger blev bedre oplyst om værdiansættelsen af investeringsejendomme.

### **9.1 Tolkning af de grundlæggende forudsætninger**

Ud fra vores analyser har vi kunne konkludere at der har været stor forskel på mængden af oplysninger i de forskellige årsrapporter og dermed må forventes at de har tolket *de centrale forudsætninger* forskelligt. De centrale forudsætninger må være at betragte som de oplysninger der er væsentlige for regnskabsbruger at vide ift. hvilke tanker der ligger bag værdiansættelsen og altså heller ikke udtryk for at alt nødvendigvis skal oplyses.

En artikel i ”Revision og regnskabsvæsen” omtaler også de centrale forudsætninger og her er Torben Johansen, partner i BDO’s holdning at der for DCF-modellen vil skulle oplyses om diskonteringsrente og inflation, tomgang, ændringer i lejeniveau, vedligeholdelse samt øvrige væsentlige forhold, hvis der er andre. For den afkastbaserede model omtaler han at afkastkravet bl.a. må anses for en central forudsætning.<sup>60</sup>

I en kendelse fra Erhvervsankenævnet fra 2015, blev en sag vedrørende beregning af og dokumentation for dagsværdien på en ejendom behandlet og heraf fremgik det at det helt centrale ved en sådan beregning var afkastkravet og hvordan man var kommet frem til dette. At der skulle foreligge dokumentation for beregningen og med omtale af de parametre der anses for centrale for beregningen.<sup>61</sup>

Vi vil i senere afsnit komme med vores bud på hvilke oplysninger der efter vores opfattelse bør gives i årsrapporterne.

## **9.2 Forskellige hensyn i forhold til de afgivne oplysninger**

I forbindelse med aflæggelsen af en årsrapport er der flere parter indblandet og for hvem informationerne har forskellig værdi. Overordnet set er der regnskabsaflægger og regnskabsinteressenterne. For regnskabsaflægger vil disse i de fleste tilfælde give så få oplysninger som muligt for at holde værdierne tæt ift. ledelse og ejere i selskabet og de opgjorte værdier og forudsætninger. Regnskabsinteressenterne består af en langt større gruppe, som forventes at have et forskelligt kendskab til årsrapporter og regnskabsaflæggelse og dermed også et forskelligt behov for oplysninger i årsrapporterne og spørgsmålet er så hvem der skal tilgodeses.

Der kan være meget stor forskel på mængden af oplysninger som disse interessenter vil efterspørge og finde relevante. For banker, investorer, advokater, kreditinstitutter mv. vil der i mange tilfælde være tale om, at de ville ønske flere konkrete oplysninger for, at kunne vurdere de indregnede værdier. Hvorimod den mere private regnskabsbruger måske kun ville efterspørge få oplysninger eller en beskrivelse af om ledelsen har været forsigtige eller optimistiske i deres værdiansættelser.

Såfremt der er tale om købsituationer må det forventes at kravet fra køber er at se underliggende beregninger for værdiansættelsen, således at der er mulighed for at vurdere dette inden et køb og

---

<sup>60</sup> ”Investeringsjendomme og ny årsregnskabslov”, Revision og regnskabsvæsen, juli 2016

<sup>61</sup> Kendelse fra Erhvervsankenævnet ”Kendelse af 19. oktober 2015 (J.nr. 2015-4224)

ligeledes fremlægges for købers bankforbindelse inden finansiering. Dette medfører at der for disse eventuelle køber ikke er et nær så stort behov for oplysninger i årsrapporten.

Der kan også være tanker om hvorfor hele værdien eller beregningerne ikke oplyses vedrørende investeringsejendommene, men at det må antages at dette er for mange følsomme oplysninger ift. konkurrenceforhold i markedet og måske også vil resultere i for mange oplysninger i årsrapporten og derved kunne risikere at skabe mere forvirring.

Det er desuden jf. ÅRL § 58a, stk. 2 er det muligt at give oplysningerne samlet for en kategori eller gruppe af aktiver (ejendommene), såfremt forudsætninger ikke afviger væsentligt, som endvidere er en mulighed der tilgodeser regnskabsaflægger og derved muliggør at samle ejendomme og ikke skulle give særskilte oplysninger.

### **9.3 Hvilke ændringer kan hjælpe med at oplyse regnskabsbruger bedre**

Generelt set gives der flere oplysninger i regnskabsklasse C hvilket ligeledes forbedrer regnskabsbrugers mulighed for i nogle tilfælde at kunne efterregne værdierne og sammenholde med realiserede for tidligere år. Hvorimod der for regnskabsklasse B selskaber er skjult langt flere oplysninger eks. bruttofortjeneste og færre krav til oplysninger i ledelsesberetningen.

Ud fra vores analyser af B og C-selskaber er vi også kommet frem til en række oplysninger, som har været gode og hvilke vi fortsat kunne mangle i andre og derved hvad der iflg. os bør oplyses i årsrapporternes noteoplysninger.

Vi er kommet frem til nedenstående som de oplysninger vi ser som værende centrale forudsætninger, for at kunne vurdere værdierne:

- Afkastkrav i interval
- Opdeling af interval for afkastkrav når ejendomme ikke har samme beliggenhed og/eller stand
- Et beregnet vægtet gennemsnitligt afkastkrav
- Følsomhedsanalyse vedrørende ændring af afkastkrav
- Ejendommenes beliggenhed
- Ejendommenes vedligeholdelsesstand
- Procentvis angivelse af hhv. beboelses- og erhvervslejemål.

Det er alle oplysninger vi enten har konstateret som værende gode oplysninger for vores vurderinger eller oplysninger vi har mangler for at kunne vurdere ejendommene.

Der er flere revisionshuse der har givet deres bud på hvilke oplysninger de mener der bør fremgå af noteoplysninger, vi har medtaget eksempel på disse fra en publikation udgivet af Deloitte, som viser eksempler på hvordan har tolket de centrale forudsætninger for nogle eksempelregnskaber. Heraf fremgår det generelt set at de mener der bør oplyses om mange forskellige forhold, herunder altid om beliggenhed, størrelse, type/antal og afkastkrav, følsomhedsanalyse og værdi pr. m2 samt om der er anvendt ekstern vurderingsmand, uanset hvilket af eksemplerne der var tale om.<sup>62</sup>

Der er forskellige holdninger og tolkninger af de centrale forudsætninger og ud fra vores gennemgang mener vi at der fra Erhvervsstyrelsens side bør ske en præcisering af hvilke oplysninger der betragtes som centrale, eftersom det kan være svært at vurdere værdierne, såfremt eneste oplysning er et interval for afkastkravene. Dette vil medføre en ensretning af de givne oplysninger i årsrapporterne og gøre det nemmere for regnskabsbruger at vurdere værdierne samt at sammenholde ejendomme indregnet i forskellige selskaber.

---

<sup>62</sup> ”Investeringsejendomme – Oplysninger i årsrapporten” Deloitte, uddrag herfra se bilag 13.6

## 10. Konklusion

Investeringsejendomme indregnes i årsrapporten i henhold til årsregnskabslovens gældende regler for materielle anlægsaktiver. Hovedreglen for indregning af investeringsejendomme er ved første indregning kostprismetoden. Efterfølgende er det ledelsens vurdering hvorvidt ejendommene skal måles til dagsværdi eller kostpris.

Indregning til dagsværdi kan ske ved løbende værdiregulering i resultatopgørelsen jf. ÅRL § 38 eller efter almindelig gældende regler for måling af anlægsaktiver. Dette vil sige kostpris med fradrag for af- og nedskrivninger, eller til dagsværdi jf. ÅRL § 41 med indregning af opskrivninger direkte på egenkapitalen. Ved anvendelse af dagsværdiprincippet for investeringsejendomme forudsætter det, at der løbende kan opgøres en pålidelig dagsværdi uanset hvorvidt virksomheden anvender § 38 eller § 41, da begge metoder stiller krav om at den fastsatte værdi afspejler den markedsmæssige værdi af ejendommen pr. balancetidspunktet.

I lyset af den seneste globale økonomiske krise har Erhvervs- og Selskabsstyrelsen med de seneste ændringer til årsregnskabsloven forsøgt at sætte fokus på virksomheder med investeringsejendomme indregnet i årsrapporten. Ændringerne har blandt andet medført øget oplysningskrav for investerings- ejendomme indregnet til dagsværdi, med henblik på at styrke regnskabsbrugernes mulighed for, at vurdere de indregnede værdier i årsrapporten.

Der har over de sidste 10 år været få ændringer til årsregnskabsloven vedrørende investerings- ejendomme. De væsentligste ændringer ligger i 2008 og 2015, hvoraf 2015 klart var den mest omfattende. I 2008 overgik opskrivninger vedrørende investeringsejendomme indregnet efter § 38 fra at være en bunden til en fri reserve.

I 2015 skete der flere ændringer til behandlingen og oplysninger i årsrapporten, hvor det blev vedtaget at der ved indregning efter kostpris skulle ske revurdering årligt af de fastsatte restværdier. Ved indregning efter § 38 faldt kravet om hovedaktivitet bort, tilhørende gældsforpligtelser skulle indregnes efter amortiseret kostpris samt der skulle oplyses om anvendte værdiansættelsesmetoder samt de centrale forudsætninger. For indregning efter § 41 blev det muligt at reducere de bundne opskrivninger med de foretagne afskrivninger.

Ud fra vores analyser af oplysninger i årsrapporterne for hhv. selskaberne i regnskabsklasse B påtegnet af forskellige revisionsfirmaer og yderligere to selskaber i regnskabsklasse C mellem og C stor, kan det konkluderes at der er stor forskel på de oplysninger der gives. Generelt set er regnskabsbruger bedre oplyst i årsrapporter aflagt efter ændringen til årsregnskabsloven end før, der er således givet flere oplysninger. Vores analyse indeholdende 3 forskellige revisionsfirmaer viste at der var stor forskel på de givne oplysninger, ligesom der også var stor forskel på regnskabsklasserne, hvor det viste sig at selskabet aflagt efter regnskabsklasse C stor var klart den opgave hvor vi var bedst oplyst. Dog var

regnskabsklasse C mellem selskabet det der gav os færrest oplysninger, hvilket gjorde at der ikke var en klar sammenhæng mellem flere oplysninger jo højere regnskabsklasse.

Det kan konkluderes at tolkning af de centrale forudsætninger er meget forskellig i de gennemgåede årsrapporter og det kunne være en fordel med en præcisering heraf, for at ensrette oplysninger i årsrapporterne yderligere og gøre dem mere sammenlignelige. Der er også hensyn at tage i relation til hvilke oplysninger der kan gives og hvor meget der er nødvendigt, det må forventes at der er forskellige holdninger alt efter om det er regnskabsaflægger eller regnskabsbruger der skal tilgodeses. Igennem vores analyser er vi kommet frem til nogle af de oplysninger der har givet os mest indsigt i årsrapporterne og herudfra vurderet at oplysninger om afkastkrav er en fordel at have i interval, et vægtet afkastkrav samt følsomhedsanalyse. Derudover er oplysninger om ejendommens beliggenhed, stand og fordeling af private/erhvervslejemål relevante, samt inddeling i grupper såfremt der ejes forskellige typer, så alle ejendomme ikke puljes sammen. Vi mener at der bør ske en præcisering, da der i nogle årsrapporter ikke har været oplyst tilstrækkeligt for at kunne vurdere indregningen.

Ovenstående er svar på vores problemformulering og det overordnede der kan konkluderes er, at der i forhold til oplysninger i årsrapporten fortsat, efter vores vurdering, bør oplyses yderligere, for at kunne vurdere de indregnede værdier, men at regnskabsbruger er blevet bedre oplyst efter ændringerne til årsregnskabsloven trådte i kraft.



## 11. Perspektivering

Der er lavet gennemgang af udvalgte regnskaber i alt 5 selskaber, det kunne være interessant at se det i et større perspektiv på eks. 100 eller 1000 selskaber og se om tendenserne var det samme eller konklusionen ville være anderledes. En udvidelse af populationen ville også kunne indeholde Regnskabsklasse D og se om der i disse var yderligere oplysninger, ligesom der kunne inddrages flere forskellige revisionsfirmaer eller evt. flere selskaber aflagt af eks. de 4 største revisionsfirmaer.

Udtalelser fra Erhvervsstyrelsen omkring deres tolkning af de centrale forudsætninger ville også være yderst interessante for at se hvad de ville definere som tilstrækkeligt og dermed få mere klare retningslinjer og se det ift. hvad der rent faktisk har været oplyst om i årsrapporterne.

Det ville også have været interessant at gå mere i dybden med ændringen vedrørende hovedaktivitet og fremfinde oplysninger om selskaber der har valgt det efter kravet faldt bort og analysere hvilke årsager der evt. kunne være hertil, dette ville dog forudsætte en udvikling frem i tid, for at sikre at der kunne analyseres på flere år med indregning som investeringsejendomme og se hvilken tendens der har været.

## **12. Kilde- og Litteraturliste**

### **12.1 Hjemmesider**

Oplysninger vedrørende finanskrisen

<https://www.dr.dk/skole/samfundsfag/finanskrisen>

Colliers Markedsrapporter

<http://www.colliers.com/da-dk/denmark/insights/markeds-puls>

Nybolig Markedsrapporter

<https://nyboligerhverv.dk/markedsindsigt-og-analyser>

Ændringer til Årsregnskabsloven 2008

[https://www.fsr.dk/Faglige\\_informationer/Regnskaber/Love%20og%20bekendtgørelser/Aarsregnskabsloven/Aarsregnskabsloven%2010\\_06\\_08](https://www.fsr.dk/Faglige_informationer/Regnskaber/Love%20og%20bekendtgørelser/Aarsregnskabsloven/Aarsregnskabsloven%2010_06_08)

Deloitte: Generelt vedrørende ændringer til Årsregnskabsloven

<https://www2.deloitte.com/dk/da/pages/audit/articles/aendring-aarsregnskabsloven.html>

Deloitte: Investeringsejendomme – Oplysninger i årsrapporten

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/audit/Downloads/aarl-tema-14-investeringsejendomme.pdf>

Erhvervsstyrelsen: Notater og afgørelser

<https://erhvervsstyrelsen.dk/notater-og-afgoerelser>

Database til indhentning af årsrapporter

[www.cvr.dk](http://www.cvr.dk)

Hjemmeside for udvalgt boligselskab

<http://www.lykkebo.dk/>

### **12.2 Publikationer**

#### ***12.2.1 Lovmateriale***

Årsregnskabsloven

Regnskabsvejledning for regnskabsklasse B og C, 2016

IAS 40 - Investeringsejendomme

Finanstilsynets bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl., 2008

### **12.2.2 Øvrige**

Titel: "Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forrentningskrav"

Forfatter: Ejendomsforeningen Danmark og Dansk Ejendomsmæglerforening

År: 2013

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

Forfatter: Ejendomsforeningen Danmark

År: 2006

Titel: "Ændring af årsregnskabsloven – betyder det noget for mit årsregnskab?"

Forfatter: Deloitte

År: 2015

Titel: Colliers MarkedsPULS 3. kvartal 2016

Forfatter: Colliers International

År: 2016

Titel: Colliers MarkedsPULS 2. kvartal 2017

Forfatter: Colliers International

År: 2017

Titel: Markedsrapport – Erhvervsejendomme i Danmark, Efterår 2016

Forfatter: Nybolig Erhverv

År: 2016

Titel: Markedsrapport – Erhvervsejendomme i Danmark, Forår 2017

Forfatter: Nybolig Erhverv

År: 2017

### **12.3 Bøger**

Titel: "Finansiell rapportering - teori og regulering"

Forfatter: Jens O. Elling

År: 3. udgave 2012, 3. udgave 2012

Titel: "Finance for executives; Managing for Value Creation"

Forfatter: G. Hawawini & C. Viallet

År: 5. udgave, 2016

Titel: Indsigt i årsregnskabsloven, EY's praktiske guide til forståelse af loven

Forfatter: Ernst & Young

År: 4. udgave 2017/18

#### **12.4 Artikler mv.**

Titel: "Investeringsjendomme og ny årsregnskabslov"

Forfatter: Torben Johansen, BDO

År: Udgivet juli 2016 i "Revision og regnskabsvæsen"

Titel: "Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme"

Forfatter: Erhvervsstyrelsen (dengang Erhvervs- og selskabsstyrelsen)

År: 3. april 2009

Titel: "Kendelse af 19. oktober 2015 (J.nr. 2015-4224)"

Forfatter: Erhvervsankenævnet

År: 2015

#### **12.5 Årsrapporter**

HGBN Frederikshavn ApS, CVR-nummer: 16 22 05 74, Årsrapporter for 2014/15 og 2015/16

Boligselskabet Lykkebo A/S, CVR-nummer: 73 56 29 10, Årsrapporter for 2014, 2015 og 2016

Boligselskabet Vigen ApS, CVR-nummer: 19 43 41 33, Årsrapporter for 2015 og 2016

Alm. Brand Ejendomsinvest A/S, CVR-nummer: 26 86 01 99, Årsrapport 2016

ATP Ejendomme A/S, CVR-nummer: 17 26 16 49, Årsrapport 2016