

Investerings- ejendomme

Regnskabsmæssig behandling af investerings-
ejendomme med fokus på det retvisende bil-
lede.

MAJ 2018

HD 2. Del – Regnskab og økonomistyring

Aalborg Universitet

Opgaveløsere:

Matias Kirkelund Kristensen og Rasmus Søgaard Nielsen

Vejleder:

Mads Madsen



Indholdsfortegnelse

Forord	4
Abstract	5
1. Indledning.....	6
2. Problembehandling.....	7
2.1 Problemstilling	7
2.2 Problemformulering	7
2.3 Afgrænsning	9
3. Metode.....	10
3.1 Metodevalg.....	10
3.2 Opgavestruktur	13
4. Grundlæggende lovgivning og regnskabsteori.....	14
4.1 Delkonklusion	19
5.0 Investeringsejendomme.....	21
5.1 Materielle anlægsaktiver	21
5.2 Ejendoms typer.....	22
5.1 Delkonklusion	27
6.0 Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme.....	28
6.1 Indregning og måling af investeringsejendomme	28
6.2 Præsentation og oplysning	29
6.3 Delkonklusion	32
7. Værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi.....	33
7.1 Dagsværdi Begrebet	33
7.2 Grundlæggende begreber	35
7.3 Værdiansættelsesmodeller.....	41
7.3.1 Ekstern vurderingsmand.....	42
7.3.2 Afkastbaseret model	42
7.3.3 DCF-modellen	46
7.3.4 Afkastbaseret kontra DCF	50

8. Ændringer til ÅRL vedrørende investeringsejendomme	52
8.1 Ændringer i perioden 2014-2018	52
8.2 Delkonklusion	56
9. Sammenligning af årsrapporter	57
9.1 Prisudvikling på ejendomsmarkedet i Danmark	57
9.2 Udvalgte selskaber	61
9.3 Analyse af udviklingen i værdiansættelsen i de udvalgte årsrapporter	66
9.3.1. Analyse af udviklingen i priserne på ejendomsmarkedet i forhold til dagsværdien i de udvalgte selskaber	67
9.3.2. Analyse af det anvendte afkastkrav	69
9.3.3. Analyse af afkastkrav i udvalgte markedsrapporter	71
9.3.4. Analyse af anvendte afkastkrav	73
9.3.5. Delkonklusion vedr. værdiansættelsen af ejendommene i de udvalgte selskaber	74
9.4 Analyse af udvalgte årsrapporters oplysninger omkring de væsentligste forudsætninger for værdiansættelsen	76
10. Tolkning af de centrale forudsætninger for værdiansættelse	81
10.1 Tiltag der kan forbedre oplysninger i årsrapporterne yderligere	83
11. Konklusion	89
12. Perspektivering	92
13. Kilde- og Litteraturliste	94
13.1 Hjemmesider	94
13.2 Publikationer	95
13.3 Bøger	97
13.4 Artikler mv.	97
13.5 Årsrapporter	98

Forord

Denne afhandling er skrevet af Matias Kirkelund Kristensen og Rasmus Søgaard Nielsen, som afslutning på HD Regnskab og Økonomistyring på Aalborg Universitet anno 2019. Opgavens omfang vedrører hovedfaget Eksternt Regnskab og berører andre bifag, som f.eks. Finansielle Planlægning og Samfundsøkonomi.

Vi vil takke vores vejleder Mads Madsen for vejledningen omkring afhandlingen.

Abstract

The Thesis deals with the accounting treatment of investment properties and especially the fair value calculation like the DCF-model and Return-based model. Since the financial crisis in 2007 properties has got a lot of attention and the value has risen above the former level. The rule that gives companies the opportunity to use fair value measurement has changed to be a bit less strict, so all danish companies measure their investment properties with fair value. This could result in some high valuations. We have the hypothesis that the fair value of investment properties in the Annual Reports for danish companies is closely comparable to the value and development in realized sales prices. We will in this Thesis compare the fair value of investment properties in some chosen danish companies with each other and with the general price development for comparable properties.

In the first chapters we will focus on the general accounting standards regarding investment properties, mainly from the Danish Financial Statements Act and where it is deficient the International Accounting Standard will be applied. To fully understand the rules regarding fair value measurement the Thesis has also some supporting theory but not too comprehensive.

With the knowledge from the first part of the Thesis, in the middle part there will be an analysis of the real estate development in Denmark and then an analysis of the development in the fair value for the investment properties in 5 chosen companies who have investment in properties as their main activity. At last in the analytical part we will look into the demands in the Danish Financial Statements Act regarding key conditions for the fair value accounting, and if the demands are met by the chosen companies.

With the findings from the analysis there will be a conclusion whether the fair value accounting and valuation is made accurate and valid in the chosen companies and however they meet the rules for information of the central conditions of the fair value.

1. Indledning

Danmark er igen i økonomisk opsving. Økonomien buldrer derudaf, markedet for investerings-ejendomme er større end nogensinde før, priserne på markedet er stigende og nationale samt internationale investorer kæmper om ejendommene og disses afkast.

Prisudviklingen og økonomien i Danmark er opadgående, disse kan dog ikke følge med udviklingen i ejendomsmarkedet. Ser man på ejendomsvurderinger siden finanskrisen i 2007 er prisniveauet nu over det daværende prisniveau og flere markedsrapporter vurderer ikke tilbagegang i kommende år og der er stor fokus på priserne både fra investorer og politisk. Der har været en lav inflation og en relativ stor lønstigning i Danmark, som giver danskerne mulighed for at investere mere i bolig. Dog er en bedre national økonomi og vedvarende lave renter ikke risikofrit, som vi ved fra tidligere, fra finanskrisen i 2007.¹ Priserne i region hovedstaden ligger ved udgangen af 2018 på TDKK 35 pr. kvadratmeter for et parcel- og rækkehuse og dette må vurderes være højt ift. niveauet for bare 10 år siden, da priserne var på sit højeste, var prisen TDKK 30 pr. kvadratmeter.²

Ejere af investeringsejendomme har på baggrund af de store opsving haft lukrative år og der har været godt afkast til investorer, særligt i de illikvide værdireguleringer som til tider kan synes opblæste. Kigger man på regnskabet for disse virksomheder med ejendomme, ses det at ejendommene i virksomhederne typisk bliver indregnet til dagsværdi og med relativt store dagsværdireguleringer.

I årsrapporten for selskaber med investeringsejendomme er det yderst vigtigt, at værdiansættelsen er retvisende. Det kan have kæmpe betydning for den enkelte investor, hvor der sker køb af salg af andele i et selskab med investeringsejendomme eller i et nødlidende selskab hvor værdien bliver reguleret fejlagtigt og långivere derfor stiller særlige krav.

¹ <https://ejendomswatch.dk/Ejendomsnyt/Investorer/article10498140.ece>

² <http://finansdanmark.dk/toerre-tal/boligstatistik/boligmarkedsstatistikken/>

2. Problembehandling

I dette afsnit vil der blive gjort rede for problemet der er forbundet med emnet, investeringsejendomme, samt hvordan hvordan dette vil blive behandlet for at kunne udlede en konklusion.

2.1 Problemstilling

Som beskrevet i indledningen, så er der sket et boom i opmærksomheden på ejendomsmarkedet, da prisniveauet er nået et højere niveau end da Danmark blev ramt af finanskrisen. Dette har givet incitament til, at investere i ejendomme samt med de seneste års ændringer i Årsregnskabsloven har givet en større mulighed for, at indregne disse til dagsværdi. Denne dagsværdi er baseret på en væsentlig andel af skøn. Ledelsen i selskaber med investeringsejendomme vil gerne have bedst muligt afkast til investorer og interessenter og vil måske være lidt for aggressive i deres skøn til værdiansættelsen? Er det et problem, at der er kommet flere muligheder eller giver det et mere retvisende billede på værdien af investeringsejendomme? Skal der ske generelle ændringer og er regnskabslæser klædt på, med tilstrækkelige oplysninger til at forstå de centrale forudsætninger for værdiansættelsen?

Med afsæt i ovenstående problemstilling henleder dette til nedenstående problemformulering som vil blive besvaret i opgaven.

2.2 Problemformulering

Hvorledes har udvalgte selskaber værdiansat investeringsejendomme i årsrapporten og hvordan afspejler værdiansættelsen prisudviklingen på ejendomsmarkedet?

Hvilke væsentlige forudsætninger er oplyst i de udvalgte selskabers årsrapporter og understøtter disse forudsætninger regnskabsbruger forståelse for værdiansættelsen i årsrapporten?

Til besvarelse af foregående problemformulering, vil besvarelsen blive indelt i følgende underspørgsmål:

Underspørgsmål:

1. Hvorledes giver årsregnskabsloven mulighed for indregning og måling af investeringsejendomme i årsrapporten?
2. Er de foretagne værdireguleringer i årsrapporten for de udvalgte selskaber i overensstemmelse med prisudviklingen på ejendomsmarkedet i Danmark i perioden 2014 til 2018?
3. Er de væsentlige forudsætninger, som danner grundlag for værdiansættelsen i årsrapporten, tilstrækkeligt gennemskuelige og retvisende i forhold til de foretagne værdireguleringer i årsrapporten?
4. Er der tilstrækkelige krav til oplysningerne omkring væsentlige forudsætninger i årsrapporten eller bør disse skærpes?

2.3 Afgrænsning

Følgende afsnit har til hensigt at informere læseren omkring hvilke forhold og problemstillinger, som problemformulering ville kunne give anledning til, men som ikke bliver behandlet yderligere.

Projektets primære fokus er den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. Projektet vil derfor ikke behandle moms- og skattemæssige forhold vedrørende investeringsejendomme og dermed vil lovgivningen vedrørende moms og skat heller ikke blive behandlet yderligere.

Opgavens hovedfokus er investeringsejendomme, hvorfor der i teoriafsnittet hovedsageligt, vil blive omtalt forhold, som er vedrørende investeringsejendomme. Der vil blive foretaget en kortfattet introduktion til øvrige ejendomstyper, herunder domicilejendomme, handelsejendomme og ejendomme under opførelse, der vil derfor ikke blive lavet en uddybende gennemgang af reglerne for disse ejendomstyper.

Udgangspunktet for projektet er reglerne og kravene i Årsregnskabsloven. Da bestemmelserne i Årsregnskabsloven er reguleret på baggrund af bestemmelserne i de internationale regnskabsstandarder (IFRS), vil der være flere steder i rapporten, hvor enkelte IFRS bestemmelser vil blive nævnt og omtalt.

Projektet tager udgangspunkt i danske ejendomsselskaber, og de udvalgte selskaber, som anvendes i rapportens analyserende del, vil være selskaber, som størrelsesmæssigt er selskaber i regnskabsklasse B og C. Der vil ligeledes i den analyserende del, blive taget udgangspunkt i selskabernes offentliggjorte årsrapporter samt andet offentligt materiale. Der vil derfor ikke blive inddraget materiale, som ikke er tilgængeligt for 3. mand.

Analysen vil udelukkende omfatte 5 selskaber, og vores konklusioner vil derfor også udelukkende blive baseret på tendenserne i analysen af disse 5 selskaber.

I gennemgangen af de 5 udvalgte selskabers årsrapporter, vil vi udelukkende forholde os til de oplysninger og talopstillinger, som er vedrørende investeringsejendomme. Der vil derfor ikke blive lavet en vurdering af de øvrige forhold i årsrapporten. Der er dog i udvælgelsen af selskaber lagt

stor vægt på, at de udvalgte selskaber har en revideret årsrapport uden modificeringer til revisors konklusion.

Det er forudsat i udarbejdelsen af projektet, at læseren af projektet, er bekendt med almindelige regnskabs- og revisionstermer, som der er blevet undervist i på HD-studiet.

3. Metode

Dette afsnit vil belyse, hvilke metodevalg der er foretaget i forbindelse med besvarelsen af problemstillingen. Derudover vil der blive redegjort for hvilke overvejelser, der har været i forbindelse med kildebehandling og opgavestruktur.

3.1 Metodevalg

Der er til besvarelse af problemstillingen hovedsageligt anvendt sekundært empiri, da det skaber et overblik over viden på området, men ikke skaber ny viden. Vi vil bruge denne viden til, at analysere og konkludere på vores problemstilling.

Vi anvender hovedsageligt følgende kilder:

- Lovsamlinger (Årsregnskabsloven)
- Udvalgte årsrapporter, påtegnet med en revisionspåtegning uden bemærkninger om væsentlige fejlbehæftninger
- Notater og afgørelser fra erhvervs- og selskabsstyrelsen
- Publikationer fra anerkendte revisionsfirmaer og ejendomsforeninger
- Fagbøger
- Fagartikler

Ved anvendelsen af ovenstående kilder, er der lagt stor vægt på kildernes validitet og reliabilitet og der anvendes udelukkende materiale fra anerkendte fagpersoner.

Opgaven vil blive inddelt i følgende afsnit:

- Teoretisk gennemgang
- Analyserende afsnit

-
- Diskuterende afsnit
 - Konkluderende afsnit
 - Perspektiverende afsnit

Afhandlingens indledende redegørelse, vil give opgavelæser en overordnet og grundlæggende forståelse for lovgivning indenfor regnskab, herunder det retvisende billede og særligt omkring investeringsejendomme og de forskellige metoder til opgørelse af dagsværdier for investeringsejendomme. Der vil ikke blive redegjort for lovgivning, som ikke direkte eller indirekte vedrører investeringsejendomme, da det ikke er med til at besvare problemstillingen. Der vil blive brugt direkte henvisninger til Årsregnskabslovens bestemmelser, samt publikationer fra fagpersoner, som giver indblik i bestemmelsernes fortolkning. Det er forudsat, som beskrevet i afgrænsningen, at opgavelæser har et overordnet kendskab til regnskab.

Afhandlingens analyserende del af opgaven, vil bestå af en kvalitativ og kvantitativ analyse af 5 udvalgte selskabers årsrapporter, på baggrund af det beskrevne i teoriafsnittet.

I første del af den analyserende del, arbejdes der ud fra en kvantitativ metode, hvor der tages udgangspunkt i de 5 selskabers årsrapporter, herunder nærmere bestemt årsrapportens talmæssige opstillinger. De regnskabsmæssige værdier af selskabernes investeringsejendomme gennemgås og analyseres, ved at sammenholde disse med den generelle udvikling på ejendomsmarkedet. Det vil sige, vi her arbejder ud fra en deduktiv metode.

I analysens afsluttende del vil der blive lavet en kvalitativ analyse. Her gennemgås den seneste udgave af de udvalgte selskabers årsrapporter, for at kunne besvare underspørgsmålet i problembehandlingsafsnittet, omkring de væsentligste forudsætninger og gennemskuelighed i årsrapporterne. Der vil blive lavet en gennemgang af oplysningerne, for derefter at analysere disse i forhold til informationsniveauet i årsrapporten og regnskabslæseres informationsbehov, for dermed at kunne forstå den opgjorte værdi for investeringsejendommene, samt sammenligne værdien med øvrige investeringsejendomme på markedet.

Der vil i analysen blive lagt stor vægt på, at de udvalgte selskabers årsrapporter er reviderede, og underskrevet af en statsautoriseret revisor uden bemærkninger, og dermed ikke behæftet med væsentlige fejl og mangler. Dette gøres for at sikre det bedste grundlag for analysen, og at analysen tager udgangspunkt i bedst mulige grundlag.

Afhandlingens diskuterende afsnit vil blive brugt til at diskutere de findings, der har været i forbindelse med analysen og de konklusioner, der er draget. Heri vil der blive diskuteret fordele og ulemper ved nuværende lovgivning og givet forslag til eventuelle tiltag, der kan forbedre behandlingen af investeringsejendomme i årsrapporten.

Afhandlingens konkluderende afsnit, vil samle oplysningerne opnået i teori og analyse afsnittene, for at kunne konkludere på problemformuleringen.

Afhandlingens perspektiverende afsnit vil bruges til at opstille yderligere problemstillinger, som er identificeret omkring emnet gennem udarbejdelsen af opgaven. Disse problemstillinger kan undersøges yderligere, for at opnå bedre forståelse for emnet.

3.2 Opgavestruktur

Nedenstående illustration har til hensigt, at klarlægge afhandlingens struktur samt gennemgå hvordan opgavens del elementer anvendes.

Indledning

Afhandlingens indledende del, som beskriver fremgangsmåde, metodikker, afgrænsning og problemformuleringer.

Teori

Redegørende del af afhandlingen, som indeholder teoretisk afsnit omhandlende grundlæggende regnskabslovgivning og lovgivning vedrørende investeringsejendomme. Teoriafsnittet danner ligeledes grundlag for afhandlingens analyse afsnit.

Analyse

Afhandlingens analyserende del, hvor metode og det teoretiske afsnit anvendes til at foretage analyse af udvalgte selskabers investeringsejendomme i årsrapporten. Danner desuden grundlag for besvarelsen af afhandlingens problemformulering.

Vurdering & diskussion

Vurderings- og diskussionsafsnit på baggrund af afhandlingens analyseafsnit, som indeholder diskussion og vurdering af fordele og ulemper ved den nuværende lovgivning samt forbedringsforslag.

Konklusion & Perspektivering

Konklusion og opsamling af problemstillinger og problemformulering. Opsamlingen anvendes til besvarelse af afhandlingens problemformulering samt gennemgang af øvrige muligheder, som afhandlingen kunne have anvendt.

4. Grundlæggende lovgivning og regnskabsteori

Årsregnskabsloven er gældende for alle danske erhvervsdrivende virksomheder, undtaget herfor er finansielle virksomheder samt visse offentlige virksomheder.

Regnskabspligt

Udgangspunktet er at alle erhvervsdrivende, uanset juridisk form, er underlagt årsregnskabslovens bestemmelser. Til trods for dette, er det ikke alle virksomheder, som er underlagt regnskabspligt. Årsregnskabslovens §3 præciserer hvilke virksomheder som er underlagt regnskabspligt, heraf nævnes kapitalselskaber, interessentskaber og kommanditselskaber, erhvervsdrivende fonde samt virksomheder med begrænset ansvar. Årsregnskabslovens §4-5 indeholder undtagelsesbestemmelser, for visse erhvervsdrivende virksomheder, intereressentskaber og kommanditselskab, hvor disse virksomheder kan undlade at aflægge årsrapport. Selskaber omfattet af §4-5 skal ved undladelse af indsendelse af årsrapport indsende en undtagelseserklæring til erhvervsstyrelsen.

Årsregnskabslovens opbygning

Årsregnskabsloven er bygget op omkring den såkaldte ”byggeklodsmodel”. Byggeklodsmodellen er en struktur, som gør det muligt for loven at rumme regnskabsregler for alle erhvervsdrivende virksomheder, samt overskueliggøre opbygningen af loven for erhvervsdrivende. Byggeklodsmodellen inddeler de erhvervsdrivende i 4 regnskabsklasser jf. nedenfor:

Klasse D Børsnoterede og statslige aktieselskaber	Børsnoterede og statslige aktieselskaber uanset størrelse
Klasse C Store virksomheder	Store virksomheder Balance >156 mio. kr. Omsætning >313 mio. kr. Ansatte >250
Mellemstore virksomheder	Mellemstore virksomheder ^{1,2} Balance 44-156 mio. kr. Omsætning 89-313 mio. kr. Ansatte 50-250
Klasse B Små virksomheder	Små virksomheder ¹ Balance 0-44 mio. kr. Omsætning 0-89 mio. kr. Ansatte 0-50
Mikrovirksomheder	Mikrovirksomheder ² Balance 0-2,7 mio. kr. Omsætning 0-5,4 mio. kr. Ansatte 0-10
Klasse A Meget små virksomheder omfattet af LEV og personlige virksomheder	Meget små virksomheder omfattet af LEV ³ og personlige virksomheder uanset størrelse

1) Der skal skiftes klasse, hvis 2 af de 3 kriterier overskrides i 2 på hinanden følgende år.
2) Visse mellemstore dattervirksomheder kan vælge at aflægge årsrapport efter regnskabsklasse B, når visse betingelser er opfyldt.
3) Lov om visse erhvervsdrivende virksomheder.

Figur 1 – Byggeklodsmodellen - Udklip fra EY Indsigt i årsregnskabsloven³

³ EY Indsigt i årsregnskabsloven 2018/19, side 28

Inddelingen af erhvervsdrivende i regnskabsklasser, tager udgangspunkt i de erhvervsdrivendes balance, omsætning og gennemsnitligt antal ansatte. Regnskabsklasserne er med til at anskueliggøre, hvilke generelle krav regnskabsaflægger er underlagt. Princippet hermed er, at større virksomheder skal følge flere og mere detaljerede krav, og mindre virksomheder skal følge mere lempelige krav. Årsregnskabsloven foreskriver, at hvis en virksomhed overskrider 2 af 3 ovenfor nævnte grænser på hinanden 2 følgende år, skal virksomheden aflægge årsrapporten for den pågældende regnskabsklasse. Udgangspunktet for byggeklodsmodellen er, at der er i alt 4 regnskabsklasser (A, B, C & D), dog er de enkelte regnskabsklasser opdelt f.eks. Klasse C, hvor der både er store og mellemstore virksomheder. Regnskabsaflægger har altid mulighed, for at aflægge årsrapport efter en højere regnskabsklasse eller blot tilvælge bestemmelser fra højere regnskabsklasser, såfremt den pågældende virksomhed ønsker at implementerer disse jf. ÅRL § 7 stk. 6. Herunder skal det dog nævnes, at årsregnskabsloven indeholder en generalklausul, som regnskabsaflægger altid, skal tage et særligt hensyn til. Generalklausulen er beskrevet i ÅRL §11, som foreskriver:

”Årsregnskabet og et eventuelt koncernregnskab skal give et retvisende billede af virksomhedens og koncernens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet. Ledelsesberetningen skal indeholde en retvisende redegørelse for de forhold, som beretningen omhandler.”

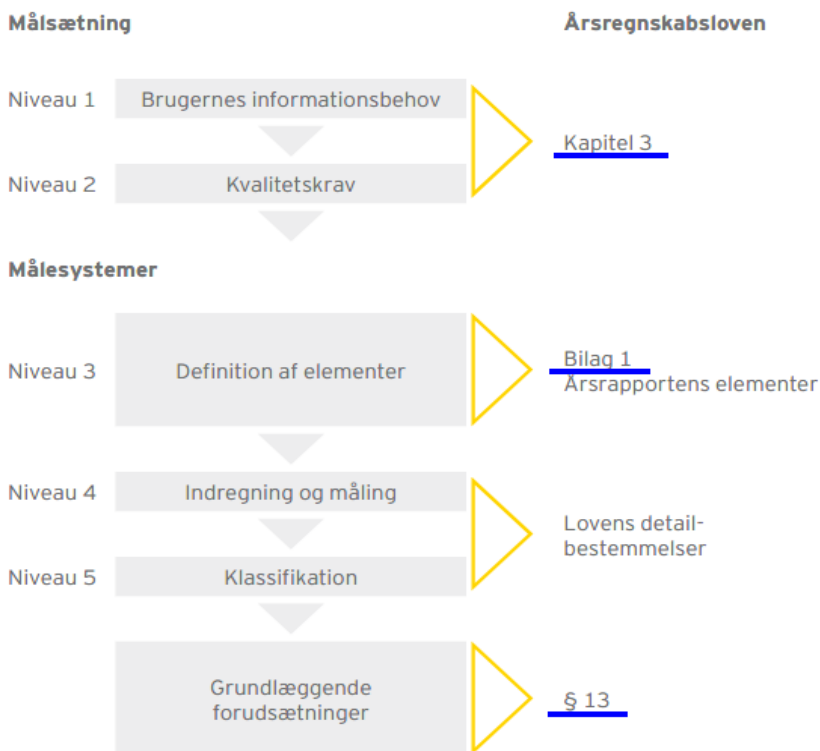
På baggrund af ovenstående, er det derfor ikke muligt for virksomheden at fravige fra bestemmelser i en højere regnskabsklasse, hvis dette har indflydelse på det retvisende billede i årsrapporten. Ligeledes følger det af ÅRL §11 stk. 3, at regnskabsaflægger har mulighed for at fravige fra enkelte bestemmelser i loven, hvis anvendelsen af lovens bestemmelser strider mod kravet om retvisende billede.

Gældende for børsnoterede virksomheder, som er underlagt regnskabsklasse D, er at disse har pligt til at aflægge årsrapport efter de af EU-kommissionen godkendte internationale regnskabsstandarde (IFRS).

Krav til årsrapporten

Årsrapportens grundlæggende krav er præciseret i en begrebsramme, som understøtter ovenfor nævnte generalklausul om et retvisende billede i årsrapporten. Begrebsrammen er inddelt i 5 niveauer jf. nedenfor:

Begrebsrammens 5 niveauer



Figur 2 - Begreb rammens 5 niveauer⁴

Begrebsrammen er med til at sikre, at de grundlæggende krav i Årsregnskabsloven bliver overholdt. Begrebsrammens elementer er beskrevet nedenfor:

Brugernes informationsbehov og kvalitetskrav

Det overordnede formål med årsrapporten, er at informere eksterne regnskabsbrugere omkring finansiel og ikke finansiel information om virksomheden. For at kunne afgive en retvisende årsrap-

⁴ EY Indsigt i årsregnskabsloven 2018/19, side 56

port, er det vigtigt at indrette denne efter regnskabsbrugerens informationsbehov. Dvs. at årsrapporten skal tilpasses, således at den eksterne regnskabsbruger har de nødvendige informationer til, at en ekstern regnskabsbruger kan benytte årsrapporten, som grundlag for sin vurdering af virksomheden. Kvalitetskravene til oplysninger i årsrapporten, herunder relevans, pålidelighed samt sammenlignelighed, understøtter at årsrapporten kan opfylde regnskabsbrugers informationsbehov, men dog ikke give overflødige informationer jf. ÅRL §13 pkt. 2 (Substans).

Årsrapporten elementer

Årsregnskabsloven er primært rettet mod årsrapportens balance samt resultatopgørelse. Indregning af resultatopgørelsen er dog ofte baseret på målegrundlaget af balancens elementer, og dermed et resultat heraf. Årsrapporten består af følgende elementer: Aktiver, Forpligtelser, Indtægter og Omkostninger.

Årsregnskabsloven definerer elementerne på følgende måde:⁵

Aktiver	<i>”Ressourcer, som er under virksomhedens kontrol som et resultat af tidligere begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden”</i>
Forpligtelser	<i>”Eksisterende pligter for virksomheden, opstået som resultat af tidligere begivenheder, og hvis indfrielse forventes at medføre afståelse af fremtidige økonomiske fordele”</i>
Indtægter	<i>”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 indskud fra ejere.”</i>

⁵ Årsregnskabsloven – Bilag 1

Omkostninger	<i>”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 uddeling til ejere.”</i>
--------------	---

Tabel 1 – Egen tilvirkning med informationer fra ÅRL

Indregning og måling

Årsregnskabslovens § 33 stk. 1, 2, 3 og 4 definerer, hvornår henholdsvis aktiver og forpligtelser skal indregnes i balancen. Årsregnskabsloven har fokus på to centrale begreber i vurderingen heraf, sandsynlighed og pålidelighed. Det fremgår af ÅRL §33, at aktiver og forpligtelser, som opfylder definitionerne herfor, skal indregnes i balancen når det er sandsynligt, at økonomiske fordele vil tilgå eller fragå virksomheden, samt at værdien heraf kan måles pålideligt.

Ved første indregning af aktiver og forpligtelser, er udgangspunktet i ÅRL, at disse indregnes til kostpris. Efterfølgende måling fastsættes af lovens øvrige bestemmelser i henhold til hvilke typer af aktiver og forpligtelser, der er tale om. I denne opgave vil kravene vedrørende materielle anlægsaktiver, herunder investeringsejendomme blive behandlet, kravene hertil er beskrevet i efterfølgende kapitler. Kravene for indregning og måling af øvrige aktiver og forpligtelser, vil derfor ikke blive behandlet yderligere.

Klassifikation

Klassificering af årsrapporten kan primært henføres til klassificering af de enkelte elementer i årsrapporten, herunder de enkelte regnskabsposter. Årsregnskabsloven indeholder, i bilag 2, skema-krav for de enkelte regnskabsklasser, og som regnskabsaflægger skal overholde i forbindelse med aflæggelse af årsrapporten. Disse skemakrav er ligeledes udarbejdet, med henblik på at udarbejde en retvisende årsrapport.

Grundlæggende forudsætninger

De grundlæggende krav er præciseret i årsregnskabslovens §13 og består af følgende:

1. *Klarhed.* Årsrapporten skal udarbejdes på en klar og overskuelig måde.

-
2. *Substans*. Årsrapporten skal indeholde reelt indhold, og ikke ubetydelige informationer.
 3. *Væsentlighed*. Alle relevante forhold skal indgå i årsrapporten, medmindre disse er ubetydelige. Dog skal de ubetydelige forhold indgå, hvis de tilsammen er betydelige.
 4. *Going Concern*. Driften af en aktivitet skal formodes at fortsætte. Dog ikke hvis den ikke skal eller ikke antages at skulle, såfremt dette er tilfældet, skal der ske tilpasning af indregning og måling, klassifikation samt opstilling.
 5. *Neutralitet*. Alle værdiændringer skal præsenteres, uanset indvirkning på egenkapital og resultatopgørelse.
 6. *Periodisering*. Alle begivenheder, herunder transaktioner og værdiændringer, skal indregnes når de indtræffer, uanset betalingstidspunkt.
 7. *Konsistens*. Alle indregningsmetoder og målegrundlag, skal foretages ensartet for samme kategori af forhold.
 8. *Bruttoværdi*. Hver transaktion, værdiændring mv. skal indregnes og måles hver for sig, ligesom de enkelte forhold ikke må modregnes med hinanden.
 9. *Formel kontinuitet*. Primo balancen for regnskabsåret svarer til ultimo balancen, for det foregående regnskabsår.
 10. *Reel kontinuitet*. Regnskabsår, opstilling, principper mv. må ikke ændres fra år til år, medmindre dette understøtter det retvisende billede, eller der sker ændringer i lovgivningen.

Ovenstående forudsætninger medvirker og anses som værende nødvendige, for at regnskabsaflægger kan aflægge en retvisende årsrapport. Forudsætningerne understøtter ligeledes regnskabsbrugers forståelse for regnskabet, og giver dermed regnskabsbruger muligheden, for at vurdere virksomhedens præstationer på tværs af regnskabsår, samt sammenholde virksomhedens præstationer med øvrige virksomheder.

4.1 Delkonklusion

Årsregnskabslovens overordnede regler og krav er gennemgået. Årsregnskabsloven er som udgangspunkt gældende for alle erhvervsdrivende, dog med få undtagelser. Opbygningen af Årsregnskabsloven tager udgangspunkt i en byggeklodsmode, som inddeler virksomheder i forskellige

regnskabsklasser. Inddelingen sker på baggrund af virksomhedens omsætning, balancesum og antal ansatte.

Der fremgår af ÅRL §11, en generalklausul, som er gældende for alle virksomheder, som er omfattet af årsregnskabsloven. Denne generalklausul tilsiger, at årsrapporten skal udarbejdes således, at denne er retvisende. Generalklausulen kan ikke fraviges, og virksomheden skal i alle situationer, tage et særligt hensyn hertil.

Årsregnskabsloven indeholder en begrebsramme, som sikrer at de grundlæggende krav til årsrapporten overholdes. Begrebsrammen indeholder følgende elementer: *Brugernes informationsbehov, kvalitetskrav, definition af elementer, indregning og måling, klassifikation og grundlæggende forudsætninger.*

Årsrapporten skal i sin opbygning tage hensyn til 13 grundlæggende forudsætninger, som f.eks. sikrer at årsrapporten udarbejdes på en klar og overskuelig måde, at alle væsentlige forhold er medtaget i årsrapporten og at årsrapporten er kontinuerlig. Alle de 13 forudsætninger medvirker til en retvisende årsrapport.

5.0 Investerings ejendomme

I de foregående afsnit, har rapporten behandlet den generelle lovgivning og de generelle krav til årsrapporten. I de følgende afsnit vil rapporten behandle de mere specifikke krav vedrørende materielle anlægsaktiver, herunder mere bestemt investerings ejendomme. Beskrivelsen vil gennemgå definitionerne på henholdsvis, aktiver, anlægsaktiver, materielle anlægsaktiver og investerings ejendomme. Herudover vil der i beskrivelse indgå en gennemgang af forskellige ejendoms typer.

5.1 Materielle anlægsaktiver

Materielle anlægsaktiver, hører pr. definition, under årsrapportens aktiver. Aktiver, er som tidligere beskrevet, defineret ved lov. ÅRL bilag 1 C definerer aktiver med følgende:

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

Herunder definerer ÅRL ligeledes anlægsaktiver som:

”Aktiver der er bestemt til vedvarende eje eller brug for virksomheden”

Anlægsaktiver kan jf skemakravene i ÅRL inddeles i følgende kategorier: Materielle anlægsaktiver, immaterielle anlægsaktiver og finansielle anlægsaktiver. Opgaven vil kun behandle den regnskabsmæssige behandling af materielle anlægsaktiver, de øvrige anlægsaktiver vil derfor ikke blive behandlet yderligere i opgaven.

Materielle anlægsaktiver defineres som *”Fysiske aktiver, der besiddes af virksomheden til brug i produktionen eller distributionen af varer eller tjenesteydelser eller med henblik på udlejning eller til administrative formål, og som forventes anvendt i mere end en regnskabsperiode”*.⁶

⁶ EY Indsigt i årsregnskabsloven 2018/19, side 259-60

Denne form for aktiver anskaffes typisk af virksomheden med henblik på at opnå fremtidige økonomiske fortjenester, ved benyttelse af dette aktiv.

De regnskabsmæssige krav for materielle aktiver er oplistet jf. nedenfor⁷

Regnskabsklasse	B mikro	B	C mellem	C stor	D
Hovedregel	Kostpris med fradrag af af- og nedskrivninger				
Alternativ metode	Dagsværdi, jf. § 41				
Krav om indregning af IPO på egenfremstillede materielle aktiver	Valgmulighed				
Krav om indregning af finansieringsomkostninger	Valgmulighed				
Krav om dekomponering	Ja				
Krav om afskrivning	Ja				
Krav om nedskrivning ved værdiforringelse	Ja				

Figur 3 – uddrag om regnskabsklasser fra EY Indsigt i årsregnskabsloven

Som det fremgår af oven stående er udgangspunktet for materielle aktiver, at disse indregnes til kostpris, dog kan virksomheder jf. ÅRL § 41 anvende dagsværdi for materielle aktiver. Dette er særligt relevant for virksomheder, som besidder investeringsaktiver, og har deres fokus på værdien af de pågældende investeringsaktiver, herunder er selskaber som besidder ejendomme med fokus på investeringsafkast. Der gælder dog ved anvendelse af § 41, at selskabet skal binde et beløb, svarende til opskrivningen på egenkapitalen under posten ”Reserve for opskrivning”.

5.2 Ejendomstyper

Hovedreglen for materielle aktiver er gennemgået jf. ovenfor. Udgangspunktet regnskabsmæssigt er kostpris, der er dog mulighed for at anvende alternative måder ved indregningen af et aktiv. Særligt for investeringsaktiver, som besiddes med afkast for øje, er det muligt at anvende alternative metoder som f.eks. dagsværdi, med en binding af opskrivningen på egenkapitalen. For at kunne

⁷ EY Indsigt i årsregnskabsloven 2018/19, side 259

fastlægge om en ejendom er en investeringsejendom, er det vigtigt at kunne skelne mellem de forskellige typer af ejendomme, som findes regnskabsmæssigt. Årsregnskabsloven indeholder ikke en klar bestemmelse af opdelingen af ejendomstyper, man kan dog som hovedregel opdele ejendomme i følgende ejendomstyper: ⁸

- Ejendomme under opførelse
- Domicilejendomme
- Handelsejendomme
- Investeringsejendomme

I relation til ovenstående og inddeling af ejendomme i de enkelte ejendomstyper, kan der anvendes følgende beslutningstræ:



Figur 4 - Beslutningstræ, PwC's regnskabshåndbog⁹

Ejendomme under opførelse:

Ejendomme under opførelse, er ejendomme som ikke står klar, og dermed ikke kan tages i brug. Regnskabsmæssige skal disse derfor behandles særskilt. Når ejendomme under opførelse er færdiggjorte og dermed klar til brug, skal de efterfølgende indgå i en af de øvrige kategorier. Selvom

⁸ Regnskabsvejledning 2016 FSR, side 54

⁹ PwC regnskabshåndbogen 2019, side 235

ejendomme opføres, for at være investeringsejendomme, kan disse ikke indregnes som investeringsejendomme før disse er færdiggjorte og klar til brug.

Domicilejendomme:

Domicilejendomme besiddes af virksomheden med henblik på at disse skal indgå i virksomhedens produktion eller administration. Disse ejendomme besiddes derfor ikke med henblik på at skabe et egentlig driftsafkast, men er blot anskaffet for at kunne understøtte virksomhedens primære aktiviteter. Disse ejendomme behandles regnskabsmæssigt i henhold til hovedreglen for materielle aktiver, og indregnes til kostpris med fradrag for af- og nedskrivninger.

Handelsejendomme:

Handelsejendomme besiddes af virksomheder med henblik på videresalg indenfor en kortere år-række. Denne type af ejendomme kategoriseres som varelager, og behandles derfor regnskabsmæssigt som dette og indregnes i henhold til reglerne herfor.

Investeringsejendomme:

Årsregnskabsloven indeholder ikke en klar definition af investeringsejendomme, hvorfor opgaven tager udgangspunkt i definitionen i IAS 40 og regnskabsvejledningen. I IAS 40 fremgår det at:

”Investeringsejendomme er ejendomme, grunde eller bygninger, eller en del af en bygning, eller både grunde og bygninger, som besiddes af indehaveren eller en leasingtager gennem en finansiel leasingkontrakt for at opnå lejeindtægter, kapitalgevinst eller begge dele, frem for ejendomme, som:

a) anvendes i produktionen, til levering af varer eller tjenesteydelser eller til administrative formål, eller

b) videresælges som led i det normale forretningsforløb.”

I regnskabsvejledningen fremgår det at:

”Investeringsejendomme besiddes med henblik på at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende driftsafkast og/eller langsigtet kapitalgevinst ved videresalg”.

Udover ovenstående definition indeholder regnskabsvejledningen følgende eksempler på ejendomme, som er investeringsejendomme:

- Ejendomme der er udlejet
- Ejendomme, der er tomme, men ejet med henblik på udlejning
- Ejendomme, hvor den fremtidige anvendelse endnu ikke er fastlagt.
- Investeringsejendomme, der er under ombygning, renovering mv. med henblik på at sikre fortsat anvendelse som investeringsejendom
- Investeringsejendomme, der udbydes til salg, og som ikke ombygges eller renoveres med henblik på salg.
- Leasingtageres finansielt leasede investeringsejendomme, der er videre udlejet på operationelle leasingvilkår

Ovenstående definitioner, definerer begge investeringsejendomme, som ejendomme hvor ejerne besidder, med henblik på at modtage afkast. Det fremgår dog yderligere af definitionen fra IAS 40, at investeringsejendomme ikke kan være handelsejendomme eller domicilejendomme.

Ændring i anvendelse

Ejendomme kan i relation til tidligere beskrevne ejendomstyper ændre karakterer fra at være en ejendomstype til en anden. Dette kunne f.eks. være ændringer fra handelsejendomme til investeringsejendomme. En sådan ændring, kan medføre ændret præsentation i regnskabet, og ledelsen skal derfor tage stilling til, hvorledes denne ændring præsenteres i regnskabet. Nedenstående tabel er udtryk for de situationer, hvor en ejendom ændrer karakter fra at være en investeringsejendom eller til at være en investeringsejendom.

Anvendelse	Kategori	Resultatopgørelses-effekt	Lovgivning	Kommentar
Investeringsejendomme overgår til at blive benyttet internt i virksomheden	Investerings-ejendomme → Domicilejendomme	Ingen effekt	§38 kan ikke anvendes længere. §40 (Kostpris) og evt. §41 (Dagsværdi) skal benyttes fremadrettet.	Dagsværdi pr. overførsels tidspunkt er lig med kostprisen
Investeringsejendomme overgår til at være bestemt for salg i virksomhedens drift	Investerings-ejendomme → handelsejendomme	Ingen effekt	§38 kan ikke anvendes længere. §45 eller §46 skal benyttes fremadrettet.	Overgår til varebeholdninger. Indregnes til kostpris. Dagsværdi på overførsels tidspunkt er kostpris
Ejendommen overgår til at blive benyttet til investeringsformål fremfor af virksomheden selv	Domicilejendomme → Investeringsejendomme	Ejendommens dagsværdi opgøres. Eventuelle opskrivninger i forhold til ejendommens kostpris bindes på egenkapitalen. Nedskriv reguleres over resultatopgørelsen. Tidligere afskrivninger tilbageføres via egenkapitalens frie reserver. Fremtidige reguleringer indgår i resultatopgørelsen og skal ikke bindes.	§40 og evt §41 erstattes af § 38	Der sker ved overførsel en måling til dagsværdi på overførselstidspunktet
Virksomhedens ejendom overgår fra, at være bestemt for salg, til at blive benyttet til investeringsformål	Handelsejendomme → Investeringsejendomme	Forskellen mellem regnskabsmæssig værdi og dagsværdi reguleres i resultatopgørelsen	§45 eller §46 erstattes af §38.	Der sker ved overførsel en måling til dagsværdi på overførsels tidspunktet.

Som det fremgår af ovenstående tabel, skal der ved overgangen fra en ejendomskategori til en anden, ske tilpasning af regnskabspraksis vedrørende ejendommen. Dette kunne f.eks. være en ejendom, som overgik fra at være investeringsejendom til at være handelsejendom, og dermed efterfølgende skulle måles til kostpris. Fra og med 2018 er der kommet større krav til virksomhedens dokumentation for overgange mellem de forskellige kategorier. Det er derfor ikke længere tilstrækkeligt, at man blot anvender ledelsens formål med ejendommen. Fremadrettet har virksomheden derfor først mulighed, for at overføre ejendomme mellem kategorier, når ejendommen ændrer anvendelsesformål og dette kan dokumenteres af ledelsen.¹⁰

Som beskrevet i ovenstående tabel, gælder der særlige regler for den bundne reserve på egenkapitalen, ved overførsel fra domicilejendomme til investeringsejendomme. Før reglerne omkring hovedaktivitet blev ændret (beskrevet senere i rapporten), indregnede flere virksomheder investeringsejendomme til dagsværdi jf §41 med en bunden opskrivning på egenkapitalen jf ÅRL §49, stk. 2. Ved overgangen fra § 41 til § 38, kan selskaber opløse den hidtidige bundne reserve på egenkapitalen, da der er tale om et decideret skift i regnskabspraksis. Modsat vil der ved en overførsel fra domicilejendomme til investeringsejendomme, være tale om et kategoriskift. Den bundne reserve vil derfor ikke skulle opløses, men forblive en bunden reserve, til der realiseres et salg af investeringsejendommen.¹¹

5.1 Delkonklusion

I det foregående afsnit er der blevet gennemgået Årsregnskabslovens definition på aktiver, som tilsiger at et aktiv er defineret som: *“Ressourcer, som er under virksomhedens kontrol som et resultat af tidligere begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden”*. I gennemgang har der særligt været fokus på materielle anlægsaktiver, som defineres som: *“Fysiske aktiver, der besiddes af virksomheden til brug i produktionen eller distributionen af varer eller tjenesteydelser eller med henblik på udlejning eller til administrative formål, og som*

¹⁰ EY Indsigt i årsregnskabsloven 2018-19, side 278

¹¹ PwC regnskabshåndbogen 2019, side 243

forventes anvendt i mere end en regnskabsperiode.”. I årsrapportens materielle anlægsaktiver, indgår virksomhedens ejendomme, herunder investeringsejendomme. Vi har foretaget en gennemgang af de forskellige ejendoms typer, som kan indgå i selskabets årsrapporter, herunder definitioner og indregningsmetoder.

Udgangspunktet er at der findes 4 typer ejendomme, som kan indgå i selskabets årsrapport, herunder ejendomme under opførelse, domicilejendomme, handelsejendomme og investeringsejendomme. Ejendomme kan over tid skifte anvendelsesformål, og dermed også skifte mellem de 4 nævnte ejendoms kategorier. Dette medfører tilpasning af måling og indregningsmetode.

6.0 Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme

Der vil i det efterfølgende afsnit, blive foretaget en nærmere gennemgang af den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. Beskrivelsen vil indeholde kravene til indregning, måling samt klassificering af investeringsejendomme.

6.1 Indregning og måling af investeringsejendomme

Investeringsejendomme må indregnes i balancen på det tidspunkt, hvor alle fordele og risici for ejendommen er overgået til erhverver. Her gør sig gældende, at indregning må ske, når erhverver har retten til at modtage indtægter fra ejendommen, samt skal afholde alle ejendomsomkostninger forbundet med ejendommen.

Investeringsejendomme måles ved første indregning til kostpris, som omfatter anskaffelsessummen. Denne fratrasket omkostninger, der kan direkte henføres til erhvervelsen af ejendommen f.eks. mægleromkostninger, renteomkostninger, mv. som selskabet har afholdt i forbindelse med erhvervelsen.

Ved efterfølgende måling, skal selskabet vælge hvilken regnskabspraksis selskabet ønsker at anvende ved indregning af investeringsejendomme. Selskabet har mulighed for at anvende de generelle regler for anlægsaktiver jf. ovenfor, hvor selskabet kan indregne til kostpris fratrasket af- og nedskrivninger eller til dagsværdi jf. § 41, hvor virksomheden skal binde opskrivningen på egenkapitalen. Herudover kan virksomheden anvende ÅRL §38, og indregne investeringsejendomme

til dagsværdi. Ved anvendelsen af § 38 er der ikke krav om at foretage binding af opskrivning på egenkapitalen, og bestemmelsen afviger derfor fra §41.

Som øvrige materielle anlægsaktiver, så har investeringsejendomme en begrænset økonomisk levetid, hvorfor man kunne forvente, at investeringsejendomme bør afskrives i lighed med øvrige materielle anlægsaktiver. Ved indregning til dagsværdi, er der dog ikke krav om løbende afskrivninger, da værdiforringelse heraf skal afspejles i de foretagne dagsværdireguleringer.

Har ledelsen valgt en regnskabspraksis og derefter ønsker at ændre den, kan det som udgangspunkt kun ske, hvis den nye metode er mere retvisende eller i forbindelse med lovændringer. Hvis der ændres praksis, skal dette rettes i sammenligningstallene og effekten direkte på egenkapitalen, samt der skal laves en beskrivelse, begrundelse og beløbsmæssig effekt af ændringen jf. ÅRL §51. Der skal dog ikke ændres sammenligningstal, hvis man går fra at indregne efter reglerne omkring investeringsejendomme og til at gøre brug af ÅRL §41.

Værdiansættelse af investeringsejendomme, er behandlet yderligere nedenfor. Der henvises derfor til nedenstående afsnit for nærmere gennemgang af investeringsejendomme, herunder dagsværdi begrebet samt indregning af investeringsejendomme til dagsværdi.

6.2 Præsentation og oplysning

Af årsrapportens elementer, fremgår investeringsejendommen flere steder i årsrapporten. Af ÅRL fremgår forskellige krav til de enkelte elementer, som virksomheder skal tage hensyn. Nedenfor fremgår en nærmere gennemgang af de elementer i årsrapporten, hvor der indgår oplysninger vedrørende investeringsejendomme.

Balance

Investeringsejendomme præsenteres i virksomhedens årsrapport i balancen under aktiver. Årsregnskabslovens skemakrav indeholder ikke en specifik regnskabspost til investeringsejendomme. Det ses dog i praksis, at virksomheder benytter sig af en separat regnskabspost for investeringsejendomme.

Resultatopgørelse

Resultatopgørelsen indeholder indtægter og omkostninger forbundet med selskabets indtægter fra investeringsejendomme. I resultatopgørelse fremgår de værdireguleringer, som virksomheden har foretaget på ejendomme enten i form af dagsværdireguleringer, af- og nedskrivninger samt eventuelle op- og nedskrivninger. Dagsværdireguleringer vil typisk fremgå af resultatopgørelsen som en separat linje.

Anvendt regnskabspraksis

Det fremgår af ÅRL §53 at: *"Der skal redegøres for de indregningsmetoder og målegrundlag (værdiansættelsen), der er anvendt på posterne i balance, resultatopgørelse, noter og ledelsesberetning. Endvidere skal det fremgå, hvilken regnskabsklasse virksomheden aflægger årsrapport efter. Anføres beløbene i en anden valuta end danske kroner eller euro, jf. § 16, 2. pkt., skal der gives oplysning om kursen på den anførte valuta pr. balancedagen i forhold til danske kroner og den tilsvarende valutakurs pr. det foregående regnskabsårs balancedag."*

Det vil sige, at virksomheden som minimum skal oplyse omkring, hvilke værdiansættelsesmetoder og -teknikker, virksomheden har anvendt til opgørelse af investeringsejendommens værdi. Det vil derfor fremgå af anvendt regnskabspraksis, om selskabets investeringsejendom er værdiansat til kostpris eller dagsværdi. Herudover, hvis det er dagsværdi, hvilken metode virksomheden har anvendt til deres beregning.

Noteoplysning:

Virksomheder i regnskabsklasse C og D skal i årsrapporten jf. ÅRL §88 under noteoplysninger anføre anlægsnoter for investeringsejendomme, som anses som værende langfristede aktiver. Det gør sig derfor ikke gældende for virksomheder i regnskabsklasse B. Dog skal virksomheder i regnskabsklasse B, som besidder anlægsaktiver, vurdere, om der kan aflægges en retvisende årsrapport uden en anlægsnote, henset til ÅRLs generalklausul.

Udover ovenstående fremgår det af ÅRL § 58a at: *Måles aktiver eller forpligtelser til dagsværdi, jf. §§ 37-38, og måles dagsværdien ikke på grundlag af observationer på et aktivt marked, skal der oplyses om de centrale forudsætninger, som er anvendt ved beregningen.*

Stk. 2. Oplysningerne i stk. 1 kan gives samlet for en kategori eller en gruppe af aktiver, hvis de centrale forudsætninger for dagsværdiberegningen i henholdsvis kategorien og gruppen af aktiver ikke afviger væsentligt indbyrdes.

Har virksomheden derfor valgt at opskrive investeringsejendomme til dagsværdi efter §38, skal virksomheden oplyse om de centrale forudsætninger, som virksomheden har anvendt ved fastsættelse af dagsværdien af investeringsejendomme. Disse centrale forudsætninger er ikke klart defineret, og flere større revisionshuse samt fagpersoner har givet forskellige eksempler på hvad de anser, som værende minimumskrav i relation hertil. Disse eksempler og forslag, kan benyttes af virksomheder, som inspiration og pejlemærke for omfanget af disse oplysninger. Det fremgår f.eks. af EY indsigt i årsregnskabsloven, at følgende oplysninger, som minimum bør indgå i årsrapporten:

- Den eller de anvendte målemetoder til opgørelse af dagsværdier (valuarvurdering, DCF-model, afkastbaseret modeller, sammenlignelige transaktioner mv.)
- Centrale forudsætninger til opgørelse af dagsværdier herunder:
 - afkastkrav eller diskonteringsfaktor
 - forventede inflationsrater
 - principper for opgørelse af afkast- eller diskonteringsgrundlag (fx tomgang, lejereserve, vedligeholdelsesomkostninger, deposita)
 - terminalværdi (Ved DCF model)

Der skal ligeledes i noterne, gives oplysninger om eventuelle begrænsninger i ejendomsretten, omfanget af pantsætninger, samt den regnskabsmæssige værdi af pantsatte aktiver.

Ledelsesberetning

Ledelsesberetningen skal, såfremt der har været usikkerhed ved indregning og måling af investeringsejendomme i balance, indeholde en beskrivelse af usikkerheden såfremt dette er fundamentalt for regnskabsbrugers forståelse af regnskabet. Ledelsesberetningen skal ligeledes indeholde en beskrivelse af begivenheder efter balancedagen, og henset til investeringsejendomme, vil dette typisk være relevant, hvis virksomheden, har solgt en væsentlig del af selskabets investeringsejendomme efter balancedagen.

6.3 Delkonklusion

I foregående afsnit, er det blev gennemgået, hvilke muligheder virksomheder har for indregning og måling af investeringsejendomme. Overordnet er der 2 muligheder, Kostpris og dagsværdi. Virksomheder der indregner til dagsværdi, kan både indregne efter ÅRL §41 og ÅRL §38. Den primære forskel mellem disse, er at virksomheder, der anvender §41, skal binde opskrivningen af ejendommen på egenkapitalen. Når en virksomhed besidder investeringsejendomme, er der ligeledes en række præsentations- og oplysningskrav, som virksomheden skal være opmærksom på. Årsrapportens elementer indeholder forskellige krav, som virksomhedens skal tage hensyn til, herunder krav til præsentation i balancen og resultatopgørelsen samt oplysninger i noterne, anvendt regnskabspraksis og ledelsesberetningen.

7. Værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi

Dette afsnit har til hensigt, at behandle hvordan virksomheder opgør dagsværdien af virksomhedens investeringsejendomme. Afsnittet vil desuden beskrive dagsværdi begrebet helt grundlæggende, og hvad dette indebærer.

7.1 Dagsværdi Begrebet

Dagsværdi begrebet defineres i ÅRL bilag 1, D, nr. 2, som følger:

” Dagsværdien er det beløb, hvormed et aktiv kan udveksles eller en forpligtelse kan udlignes ved transaktioner mellem af hinanden uafhængige parter. ”

For investeringsejendomme betyder dette, at den opgjorte dagsværdi skal afspejle den værdi, som to uafhængige parter ville handle ejendommen til. Formålet med dagsværdi, er at opgøre en værdi, som ville kunne bruges i en regulær transaktion mellem 2 uafhængige parter. Det er her særligt vigtigt at lægge vægt på at det er mellem 2 uafhængige parter, og dermed retvisende for regnskabet, således der i dagsværdi vurderingen ikke indgår øvrige forhold, som 2 handlende eventuelt har aftalt.

Ved anvendelse af ÅRL §38 og §41, og dermed dagsværdi som målegrundlag, skal virksomheden kunne opgøre dagsværdien pålideligt. Dermed skal virksomheden kunne redegøre for, at den regnskabsmæssige værdi til enhver tid afspejler dagsværdien af aktivet.

Som det fremgår af både EY 's indsigt i Årsregnskabsloven og ”Notat om måling af ejendomme” fra erhvervsstyrelsen fra d. 3. april 2009, skal dagsværdien af investeringsejendomme vurderes ud fra de faktiske forhold på balancedagen. Det vil sige at dagsværdien af investeringsejendomme ikke må afspejle fremtidige anlægsinvesteringer, som vil forbedre ejendommen eller de fremtidige økonomiske fordele, fra disse investeringer. ÅRL foreskriver ligeledes i sin definition af anlægsaktiver at: *”Ressourcer, som er under virksomhedens kontrol som et resultat af tidligere begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden”*

Definitionen er derfor meget klar, da dette skal være et resultat af tidligere begivenheder, og dermed ikke fremtidige. Virksomheder må derfor ikke indregne forventet fremtidige investeringer.

ÅRL indeholder ikke specifikke metoder til fastsættelse af dagsværdi på investeringsejendomme eller øvrige materielle anlægsaktiver, dette skyldes, at der ikke er en bestemt metode til opgørelsen af dagsværdi, da man i forbindelse med værdiansættelsen skal anvende den metode, som afspejler det bedste estimat på en dagsværdi. Virksomheder, der indregner investeringsejendomme til dagsværdi, kan dog søge inspiration i ÅRL §37 samt IFRS 13. ÅRL 37§ indeholder et hierarki i forhold til værdiansættelse af finansielle instrumenter. ÅRLs dagsværdihierarki er som følger:

1. Salgsværdi på et aktivt marked
2. Salgsværdi for enkelte bestanddele
3. Kapitalværdi, beregnet ved hjælp af almindeligt accepterede værdiansættelsesmodeller og – teknikker.
4. Kostpris er undtagelsen fra lovens regler, og skal anvendes, såfremt der ikke kan opgøres en pålidelig salgsværdi

Ved opgørelse af dagsværdien, skal virksomheden søge det højest mulige niveau af ovenstående. Ovenstående er dog gældende for finansielle instrumenter, og vurderes derfor ikke være at sammenlignelige med investeringsejendomme. Hvorfor vi mener, at man ved opgørelse af dagsværdi skal benytte sig af IFRS 13, som 3 overordnede metoder til opgørelse af dagsværdi:

1. Aktivt reguleret marked
2. Sammenlignelige transaktioner.
3. Værdiberegninger el. anvendelse af vurderingsmand.

Første niveau i IFRS 13 er markedsmetoden, som tager udgangspunkt i et aktivt reguleret marked for nøjagtigt de samme aktiver, uden behov for justeringer. Denne metode er dog ikke så relevant for investeringsejendomme, da der i praksis ikke vil være et aktivt reguleret marked for disse ejendomme.

Næste niveau i IFRS 13's dagsværdihieraki, er sammenlignelige transaktioner. Her tager dagsværdimålingen udgangspunkt i markedspriser for lignende aktiver. Dette niveau er mere udbredt blandt investeringsejendomme end niveau 1, da det i nogle tilfælde vil være muligt at finde lignende ejendomme, og vurdere dagsværdien, baseret på transaktioner for disse ejendomme. Niveau 2 er dog

stadig begrænset, da dette ikke altid vil være muligt at finde transaktioner for en ejendom, som har samme beliggenhed, stand og lejekontrakter mv. Ved værdiansættelse af investeringsejendomme, ender man ofte i dagsværdihierarkiets 3. Niveau. Hvis der ikke findes et aktivt regulerende marked eller markedspriser for en tilsvarende ejendom, kan man anvende værdiberegninger eller anvende en vurderingsmand. Her vil man i praksis anvende anerkendte værdiberegningsmetoder, DCF-beregning eller en afkastbaseret beregning.

Ovenstående vurdering skal foretages for det specifikke aktiv, og dermed for ejendom som selskabet besidder. I praksis vil virksomhederne dog ofte anvende de samme værdiansættelsesmetoder for hele deres portefølje. Der skal tages udgangspunkt i det specifikke aktiv, da værdisætningen af investeringsejendomme varierer i forhold til beliggenhed, størrelse, stand, byggeår, anvendelse m.v. Vurderingen beror derfor på en konkret vurdering fra ejendom til ejendom.

Som beskrevet tidligere skal dagsværdien afspejle det beløb, som det kan udveksles til mellem to uafhængige parter. Der vil i de fleste situationer være tale om en hypotetisk transaktion, denne skal dog afspejle en regulær transaktion, og dermed også tage udgangspunkt i den nuværende markeds-situation, som er gældende på balancetidspunktet. På ejendomsmarkedet, ville dette betyde, at sælger har haft passende mulighed for at markedsføre ejendommen samt at sælger har haft mulighed for at vurdere ejendommen. Dagsværdien skal hermed ikke afspejle den værdi, som ejendommen ville blive solgt til under en tvangsauktion eller pres fra eksterne kreditorer.

Værdisætning baseret på beregningsmodeller, DCF og afkastbaseret model, vil blive gennemgået i det følgende afsnit.

7.2 Grundlæggende begreber

Følgende begreber vil blive beskrevet, da de vurderes værende de centrale i dagsværdi-teknikkerne:

- Forrentningskrav
 - Risikofri rente
 - Markedsmæssige risici
 - Specifikke risici

-
- Diskonteringsrente og diskonteringsfaktor

Forrentningskrav

Grundlæggende for både Discounted-cash-flow (herefter forkortet DCF) modellen og den afkast-baserede model er, at der anvendes et forrentningskrav eller afkastkrav i opgørelsen af dagsværdien. Forrentningskravet kan defineres som:

“Forrentningskravet er det afkast, der kompenserer investors risici.”¹²

Det vil sige når risikoen stiger, så bør compensationen stige tilsvarende, hvilket afspejles i forrentningskravet. Forrentningskravet kan sammenlignes med et afkast fra en alternativ risikofri investering, plus et risikofaktortillæg.

For en ejendom, vil forrentningskravet indeholde:

- + den risikofrie rente
- + tillæg for de markedsmæssige risici
- + tillæg for de specifikke risici.
- = Forrentningskravet

Den risikofrie rente

Denne bliver tit defineret, som renten på den danske statsobligation. Dette kommer an på landets tilstand, i forhold til krise, trusler og statens økonomi. Det vurderes dog, at den er relativ risikofri. Dette er altså det afkast fra en alternative investering uden eller med begrænset risiko.

I forlængelse skal der vurderes på løbetiden af investeringen, da risikoen på at investere i statsobligationer på kort sigt er stort set risikofrit, men hvis man binder en investering i f.eks. 30 år, som med nogle investeringsejendomme, så stiger risikoen betydeligt.

¹² Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forrentningskrav

Markedsmæssige risici

Markedsmæssige risici, er de risici, som ikke kan påvirkes af investor eller enkelte markedsdeltagere. Det er risici, der er påvirket af andre parter, lovgivning og processer på markedet. De markedsmæssige risici ændres derved hele tiden, hvorfor der ikke kan laves en fuldstændig liste. Nogle af de vigtigste er:¹³

- Forlængede transaktionsperioder
- Fremtidige lejeindtægter
- Beliggenhed
- Strukturelle ændringer
- Lovændringer

Forlængede transaktionsperioder

Når der sker en handel med en eller flere ejendomme, er der tale om større investeringer, som kræver planlægning mellem køber, mægler, sælger, bank osv. Det kræver stor kapital, samt en masse administrative opgaver, som f.eks. information til lejere og tilbud ved tilbudspligt osv. Dette resulterer typisk i at transaktionsperioden bliver lang. En forlænget transaktionsperiode giver både køber og sælger længere tid til at revurdere handlen og er en af grundene til, at det giver en forhøjet risiko.

Fremtidige lejeindtægter

De fremtidige lejeindtægter afhænger i særdeleshed af, hvordan markedet udvikler sig i forhold til efterspørgsel og udbud. Det vil derfor være meget svært, at spå omkring udviklingen i lejeniveauet. Risikoen afhænger af graden af usikkerhed og ustabilitet på markedet.

¹³ Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forretningskrav

Beliggenhed

Beliggenhed er en væsentlig faktor i forhold til dagsværdien af en ejendom. Det er dog over tid usikkert, hvad markedet mener er en god beliggenhed. Der kan også være specifikke begivenheder, som ændrer beliggenhedens status, dette kunne f.eks. være forøget transportmuligheder og indkøbsmuligheder.

Strukturelle ændringer

Ændring i økonomiske forhold er også en væsentlig faktor i den markedsmæssige risiko. Hvis der sker store ændringer i beskæftigelsen, vil det betyde ændrede lønninger og dermed ændret forbrug. Disse forhold kan påvirke risikobetragtningen, da det kan medføre at markedslejen er for høj, i forhold til den generelle lønmodtager. Det vil derfor, være vanskeligere at finde lejere og dette kan få tomgangen til at stige. Det vil også have konsekvenser for erhvervsmæssige lejemål, da butikker kan lukke eller drives andet sted fra.

Derudover kan der også være samfundstendenser, som spiller ind. Eksempelvis er åbne kontormiljøer blevet særlig populære de senere år og dette kan ændres og giver andre krav til konstruktionen af ejendommene.

Lovændringer

Den politiske risiko er væsentlig større i nogle sektorer og mindre i andre. Beboelses Sektoren er yderst reguleret og der føres stramme markedsmæssige reguleringer. Disse reguleringer påvirker investors risiko og villighed til at investere i beboelsesejendomme. Der kan også være lovændringer og stramninger, der påvirker mere direkte, som beskatning, afgifter mv.

Specifikke risici

De ejendomsspecifikke risici er de, som er forbundet med de enkelte ejendomme og som ejeren kan have en påvirkning på. Der er ingen udtømmende liste af specifikke risici, da de som de markedsmæssige risici ændrer sig:

-
- Manglende lejebetalinger
 - Tomgang
 - Ejer udgifter
 - Forskellige lejestrukturer

Manglende lejebetalinger

Risikoen i forbindelse med manglende betaling vedr. aftale risikoen med lejer. Denne er forbundet med ejendommens lejere og deres fremtidige evne til at betale. Lejere fra den offentlige sektor opfattes som regel som sikre, med deraf følgende lav risiko.

Tomgang

Der er ligeledes en specifik risiko i forbindelse med risikoen for genudlejning ved endt lejemål. Reel og forventet tomgang vil forekomme i forbindelse med renovering og modernisering, men denne er usikker og kan svinge mellem de specifikke ejendomme og i forhold til at imødekomme trends og fremtidige lejers krav.

Ejerudgifter

Ejeromkostninger, administration, vedligeholdelse relateres direkte til den specifikke ejendom og usikkerheden ved opgørelsen heraf, kan påvirke forrentningskravet betydeligt. Det er også typisk en stor udfordring, at opgøre, blandt andet vedligeholdelse, pålideligt i DCF-modellen, da der kan være poster som bliver udskiftet hver 10. år og hvor den årlige pris kan være svær at estimere. Der kan også være udefra kommende skader på ejendommen som giver usikkerhed.

Forskellige lejestrukturer

Lejestruktur omfatter risikoen forbundet med langtidslejekontrakter. En længere lejekontrakt med en fast reguleret leje, kan ikke nødvendigvis til svare markedsudviklingen.

Øvrige forhold

Det er vigtigt at bemærke, at værdien ved den valgte forrentningskrav kan forventes realiseret efter en periode med salgsbestræbelser af højst 6 måneders varighed jf. lovteksten. Dette betyder i praksis bare, at dagsværdien skal være en salgsværdi mellem velinformerede parter og til svare salgsværdier på markedet.¹⁴

Alle disse forhold og flere til, da listen ovenfor er langt fra udtømmende, har indflydelse på forrentningskravet og det er derfor behov for en stor analyse og beregning, at finde frem til det mest retvisende forrentningskrav for de enkelte ejendomme. Ledelsen skal lave deres egen vurdering, men de kan med fordel bruge nogle analyser og rapporter fra diverse fageksperter på området. Colliers, Nordical og ejendomsforeningen Danmark er nogle af de førende på markedet og er med i så mange ejendomssalg og dagsværdiopgørelser, at de har grundlag til at lave store og nøjagtige analyser af markedsleje, afkastkrav, tomgang mv.

Disse markedsrapporter giver regnskabsaflægger og regnskabslæser et godt sammenligningsgrundlag til forrentningskrav, gennemsnitlig lejepris, antal handler mv. Regnskabslæser har dog kun mulighed for at sammenligne, hvis regnskabsaflægger beskriver ejendommen med beliggenhed, ejendomstype, stand osv., for at kunne aflæse i markedsrapporterne hvilket afkastkrav der er gældende. Disse oplysninger bør derfor være indeholdt i årsrapporten, for at sikre der kan ske sammenligning af de forskellige selskaber med investeringsejendomme.

Diskonteringsrente og diskonteringsfaktor

Diskonteringsrenten kan defineres som følgende *“Diskonteringsrenten er ejendommens benchmark afkast ... Forrentningskravet efter den afkastbaserede model før reguleringer er som udgangspunkt lig diskonteringsrenten fratrullet inflation”* Diskonteringsrenten skal opgøres før skat og afspejle det generelle renteniveau og de konkrete risici, dog ikke de risici vedr. øvrige skøn over de beløb

¹⁴ Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl

der er nødvendige for fastsættelsen. Man kan ved fastsættelse af diskonteringsrenten bruge virksomhedens WACC (Weighted Average Cost Capital), korregeret til den generelle kapitalstruktur på markedet, man kan også bruge modellen CAPM (Capital Asset Pricing Model)¹⁵ hvilket er en forrentningskrav. En lignende model, hvor der er korregeret for Beta, som er følsomheden på det gældende aktiv. Det vil sige, en høj Beta-værdi vil give store udsving i værdien, når der er fluktuationer i samfundsøkonomien. Det skal bemærkes, at diskonteringsrenten ikke kan sammenlignes med afkastkravet i den afkastbaserede-model, da der i afkastkravet tages højde for de forskellige risici, disse er i DCF-modellen indregnet direkte i driftsafkastet/cash-flowet. Der er videre inflation i DCF- modellen, hvorfor det skal afspejles i diskonteringsrenten.

Diskonteringsfaktoren kan defineres som *“Diskonteringsfaktoren afspejler tidsværdien af penge ved en given diskonteringsrente. Diskonteringsfaktoren bruges således til at beregne nutidsværdien af fremtidige pengestrømme”* Diskonteringsfaktoren afspejler altså kapitalværdien af fremtidige pengestrømme. Den afspejler dog ikke de risici der er forbundne med pengestrømmene.

Ovenstående er en gennemgang af de forskellige grundlæggende begreber, som vi mener er nødvendige, for at kunne forstå nedenstående gennemgang af de anerkendte værdiansættelsesmetoder.

7.3 Værdiansættelsesmodeller

Ved fastsættelse af dagsværdien af investeringsejendom, er der i praksis, nogle anerkendte værdiansættelsesmodeller, som ofte anvendes. Disse værdiansættelsesmodeller anses, som værende beregninger, hvor med en virksomhed kan fastsætte dagsværen af en ejendom. De 3 mest benyttede metoder, er anvendelse af en ekstern vurderingsmand, beregning ved hjælp af en afkastbaseret model eller beregning ved hjælp af en DCF model.

¹⁵ Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/what-is-capm-formula/>

7.3.1 Ekstern vurderingsmand

Virksomhedens investeringsejendomme kan værdiansættes på baggrund af en ekstern uafhængig ekspert. I IAS 40 pkt. 32, slår standarden fast, at der ikke er formelle krav om at få lavet en vurdering af en ekstern uafhængig vurderingsmand, men det tilskyndes.

Det skal dog altid være op til ledelsen at vurdere de anvendte parametre og forudsætninger, vurderingsmanden har brugt. Nogle af forudsætningerne vil også være internt fra virksomhedens egen datasystem, ift. nettoleje, omkostninger osv. Det er ikke et krav, men troværdigheden af en ekstern vurderingsmand kan afhænge af, om han er registreret i RICS, som er et internationalt forbund for Valuarer, som er en betegnelse for valuarer, som har de nødvendige kompetencer og kurser.

Det er samtidig vigtigt, at metoden ikke inddrager fremtidige investeringer, som beskrevet fra IAS 40, pkt. 51 da værdien skal være ejendommens dagsværdi pr. balancedagen og ikke fremtidige forhold fra investeringer eller andre fiktive forudsætninger. Det er også konkluderet i et notat fra Erhvervsstyrelsen, at dette har været en udfordring for flere selskaber.¹⁶

Ved brug af ekstern vurderingsmand, skal man også give oplysninger omkring de centrale forudsætninger som beskrevet i ÅRL §53 stk. 2, nr. 1 litra a. ved opgørelsen af dagsværdi, som ikke er på baggrund af observationer på et aktivt marked.

Det skal også nævnes, at selvom IAS 40 nævner, at der “tilskyndes” at få en vurdering fra en ekstern vurderingsmand, at det er meget omkostningstungt og derfor er det typisk kun de større ejendoms-selskaber som bruger denne metode.

7.3.2 Afkastbaseret model

Den afkastbaserede metode vurderes, som den mest simple metode til at fastsætte dagsværdien for ejendomme. Det er derfor også den foretrukne model for mindre selskaber, der ikke har kompetencer og ressourcer til DCF-modellen, som er den mere avancerede

¹⁶ Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme, Erhvervs- og selskabsstyrelsen, 3. april 2009

Afkastmetoden er også kaldt normalindtjeningsmetoden, da den tager udgangspunkt i den normale indtjening for ejendommen. Man tager “den normale indtjening”, også kaldet driftsafkastet, for ejendommen og fastsætter dagsværdien med det opgjorte forrentningskrav også kaldet afkastprocent for ejendommen. Derved får man nutidsværdien af ejendommens driftsafkast med uendelig annuitet. Dette kan skrives som følgende formel inden eventuelle reguleringer:

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

Dagsværdiopgørelsen med den afkastbaserede model har derfor følgende trin:

1. Opgørelse af driftsafkast
2. Opgørelse af ejendommens forrentningskrav
3. Eventuelle korrektioner af dagsværdien¹⁷

Opgørelse af driftsafkastet

Driftsafkastet kan skrives som:

+ Lejeindtægt
- Vedligeholdelsesomkostninger
- Administrationsomkostninger
- Driftsomkostninger
= Driftsafkast

Tabel 2: Opgørelse af driftsafkast, jf. Finanstilsynets¹⁸

Udfordringen med opgørelsen af driftsafkastet er, at posterne skal opgøres på årsbasis, altså en 12 måneders periode.

¹⁷ Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl

¹⁸ Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl

Dette kan gøres problemfrit for lejeindtægterne, dog kan man korrigere hvis man vurderer at den faktiske lejeindtægt afviger væsentligt fra markedslejen (+/- 10%).

Vedligeholdelsesomkostningerne kan være mere udfordrende, da dette skal være de gennemsnitlige omkostninger, der kræves for at holde ejendommen i normal stand. Dette kræver flere års kendskab til ejendommen og branchen, for at kunne estimere den gennemsnitlige vedligeholdelse.

Administrations- og driftsomkostninger omfatter diverse honorarer til forvaltning af ejendommen, samt generel driftsmæssige omkostninger

Det skal afsluttende bemærkes, at finansielle omkostninger ikke kan indgå, da dagsværdien ikke er påvirket af finansieringen af ejendommen.

Forrentningskrav

Der henvises til tidligere afsnit omkring forrentningskrav.

Eventuelle korrektion af dagsværdien

Det vil ofte være nødvendigt at korrigere værdien, som fremkommer på baggrund af tidligere formelen. Disse korrektioner kan eksempelvis være:

- Tillæg for forudbetalinger og deposita
- Tillæg for merleje
- Fradrag for mindre leje
- Tomgang
- Fradrag for nødvendige udgifter til indretning
- Fradrag for udskudte vedligeholdelsesarbejder

Disse korrektioner kan være svære at indarbejde i driftsafkastet og derfor måske være mere hensigtsmæssig at opgøre en værdi af korrektionen, som reguleres.

Eksempel på beregning af dagsværdi med den Afkastbaserede-model

Der vil blive opstillet et eksempel på beregningen af dagsværdien efter den afkastbaserede-model. Tallene er fiktive og kun til brug for eksemplet.

Eksempel - Afkastbaseret model	
	TDKK
Lejeindtægter	4.500
Omkostninger	
Vedligeholdelse	-550
Administration	-150
Driftsomkostninger	-100
Total omkostninger	-800
Beregnet driftsafkast	3.700
Forrentningskrav	5,00%
Beregnet dagsværdi før reguleringer	74.000
Regulering for tomgang	-450
Regulering for udskudt vedligeholdelse	-475
Regulering for forudbetalinger og deposita	50
Beregnet dagsværdi efter reguleringer	73.125

Tabel 3 - Egen tilvirkning - Eksempel på afkastbaseret-model

Det ses i tabel 3, som tidligere beskrevet, at den afkastbaserede metode er relativt simpel og man kan genbruge opgørelsen og rette i forudsætningerne de efterfølgende år.

7.3.3 DCF-modellen

DCF-modellen er en mere teknisk og nøjagtig dagsværdiopgørelse. Den kan bruges på alle aktiver, som genererer en pengestrøm og kan desuden også bruges til, at værdiansætte virksomheder. Der er dog flere skøn forbundet med DCF-metoden, hvilket kan gøre den svære at anvende i praksis. En ejendoms dagsværdi kan findes ved nutidsværdien af de fremtidige pengestrømme, deraf kommer Discounted-cash-flow, forkortet DCF.

Der er følgende trin til at opgøre dagsværdien med DCF-Modellen:¹⁹

- Opgørelse af ejendommens driftsafkast i planlægningsperioden
- Opgørelse af andre likviditetsmæssige forhold direkte forbundet med ejendommen
- Fastsettelse af ejendommens forrentningskrav, diskonteringsrente og diskonteringsfaktor
- Tilbagediskontering af pengestrømme
- Opgørelse af terminalværdien
- Tilbagediskontering af terminalværdi

Opgørelsen af driftsafkastet er gennemgået under afsnittet omkring den afkastbaserede-model. Perioden er mindst 5 år og normalt 5 - 10 år, hvor man skal tage højde, hvorvidt der er særlige forhold der giver udsving i indtjeningen.

Opgørelse af andre likviditetsmæssige forhold for ejendommen kan være køb/salg af enkelte lejligheder i ejendommen, samt andre større investeringer for at fastholde den stand ejendommen har. Det har betydning for nutidsværdien af disse investeringer, i hvilken periode de bliver lavet.

Udover at der er en længere periode i DCF-modellen, så er der også i den budgetterede pengestrøm indarbejdet en mere præcis opgørelse af investeringer til moderniseringer og andre pengestrømme, samt betydningen for i hvilken periode de forfalder.²⁰

¹⁹ Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl

²⁰ ”Investerings ejendomme og ny Årsregnskabslov” af Torben Johansen, RR, juli 2016

Opgørelsen af forrentningskrav, diskonteringsrente og faktoren, er gennemgået under afsnittet omkring grundlæggende forudsætninger.

Herefter fastsættes en diskonteringsrente og diskonteringsfaktor, der henviser til tidligere afsnit om diskonteringsrenten og diskonteringsfaktoren, som bruges til at tilbagediskontere pengestrømmene til en nutidsværdi.

De opgjorte pengestrømme fra driftsresultatet + nettoinvesteringerne tilbagediskonteres med den opgjorte diskonteringsfaktor.

Sidst skal der opgøres en terminal værdi, denne skal afspejle et gennemsnitligt driftsafkast over de fremtidige år. Dette driftsafkast divideres med forrentningskravet og ganges med 100. Forrentningskravet er tilsvarende afkastkravet, i den afkastbaserede-model. Terminalværdien tilbagediskonteres herefter til nutidsværdi.

Terminalværdien kan beregnes således:

$$T = \frac{PSt}{(D - INF)}$$

PSt = Pengestrømme på tidspunktet t

D = Diskonteringsfaktoren

INF = Inflation

Diskonteringsfaktoren fratrullet inflation svarer til forrentningskravet.

Herefter har man summen af nutidsværdien for planlægningsperiodens pengestrømme, samt en nutidsværdi af terminalværdien. Disse tilsammen giver den beregnede dagsværdi.

Beregningen af nutidsværdien af pengestrømmene kan vises ved følgende formel:

$$NPV(k, N) = -CF_0 + [CF_1 * DF_1] + [CF_2 * DF_2] + [CF_t * DF_t] + \dots + [CF_n * DF_n]$$

CF_n er pengestrømmene i de pågældende år og DF er diskonteringsfaktoren.

Eksempel på DCF-Model

Nedenfor i tabel ses et forsimplet eksempel på, hvordan en DCF-model kan se ud. Der er taget udgangspunkt i de samme forudsætninger, som i eksemplet med den afkastbaserede-model, herunder lejeindtægter, øvrige omkostninger, forrentningskrav mv.

I eksemplet er der en planlægningsbudgetperiode på 6 år, hvorefter terminalåret opgøres.

Der er anvendt et forrentningskrav på 5% og inflation på 2%. Inflationen er høj ift. den nuværende, dette ligger tæt på det gennemsnitlige inflationsniveau for de europæiske lande, så det vurderes at være det forventelige niveau. I en mere komplet DCF-model kunne man med fordel korrigere for forventningen om et stigende inflationsniveau, stigning i leje eller andre forhold i modellen. Der kunne også lægges andre forhold ind, som f.eks. salg af enkelte lejligheder, genudlejning med en højere nettoleje stigning, forretning af depositum mv.

Det skal påpeges igen, at alle tal og forudsætninger i tabel 4 er fiktive og kun brugt til illustrationen af DCF-modellen.

Eksempel - DCF-model i TDKK								
Indtægter								
År	0	1	2	3	4	5	6	Terminal - år
Diskonteringsfaktor	1	0,93	0,86	0,80	0,75	0,70	0,65	
Lejeindtægter		4.725	4.961	5.209	5.470	5.743	6.030	6.332
Omkostninger								
Vedligeholdelse		-578	-589	-601	-613	-625	-638	-650
Administration		-158	-159	-162	-165	-168	-172	-175
Driftsomkostninger		-106	-108	-110	-112	-115	-117	-119
Total driftsresultat		-841	-856	-873	-890	-908	-926	-945
Indretning, modernisering og større omkostninger		-1.500	0	0	-4.000	0	0	-1.000
Cashflow total		2.384	4.105	4.336	579	4.835	5.104	4.387
Terminalværdi								87.741
Nutidsværdi af årligt cash flow		2.219	3.551	3.488	433	3.364	3.302	
Nutidsværdi af pengestrømme		16.357						
Nutidsværdi af terminalværdien		56.768						
Beregnet dagsværdi efter reguleringer		73.125						
Forudsætninger								
Diskonteringsrente		7,0%						
Forrentningskrav		5,0%						
Inflation		2,0%						

Tabel 4 – Egentilvirkning – Eksempel på DCF Model

7.3.4 Afkastbaseret kontra DCF

Når der skal overvejes, hvorvidt man skal bruge den afkastbaserede-model eller DCF-modellen til, at opgøre dagsværdien af en investeringsejendom, skal man vurdere, om man har kompetencerne og tiden, samt i hvilken grad af nøjagtighed, der forventes af opgørelsen.

Den afkastbaserede-model, er en beregning af dagsværdien på baggrund af et normalt indtjeningsår. Den er derfor også mere simpel i selve opstillingen af modellen, hvorfor den som beskrevet tidligere er mere anvendt i praksis, specielt af de lidt mindre virksomheder, med investeringsejendomme.

DCF-modellen stiller langt større krav til regnskabsaflægger, da de fremtidige forudsætninger er svære at opgøre. Der skal også kunne dokumenteres forudsætningerne til revisor, samt der skal oplyses omkring de centrale forudsætninger i årsrapporten. Det kan være tæt på umuligt at budgettere 10 år eller længere ud i fremtiden med stor præcision, selvom ejendom og udlejningsmarkedet synes at være et relativt stabilt marked, så vil det være svært at spå om blandt andet leje niveau, tomgang, omkostningsniveau og vedligeholdelsesomkostninger. Her ser den afkastbaserede-model kun på de nærmeste 12 måneder frem, på et normaliseret indtjeningsår.

Dette kan også være en ulempe for DCF-modellen, at der er så mange forudsætninger og komponenter i modellen. De mange budgetterede tal, er i høj grad behæftede med skøn og herunder særligt hvordan diskonteringsfaktoren udvikler sig, eller som typisk er den samme igennem planlægningsperioden, da det er endnu svære at forudse hvordan den risikofrie rente, de markedsmæssige risici, de specifikke risici og inflationen ændres i fremtiden.

Vurdering af forskelle

På baggrund af ovenstående forskelle og beskrivelse af vurdering af en ekstern vurderingsmand, den afkastbaseret-model og DCF-model, kan det vurderes at det kan være en fordel for mindre selskaber med få interessenter at anvende den afkastbaserede-model. Det vil typisk være et relativt godt estimat, på en ejendom der er “normal”, altså en ejendom der er i drift og hvor der i fremtiden ikke forventes at ske væsentlige ændringer.

Brug af en ekstern vurderingsmand, vil ikke kunne stå alene, da ledelsen skal tage stilling til værdien og de skøn som er blevet brugt i vurderingsmandens opgørelse, som typisk vil være en DCF-model, samt sammenligning med reference ejendomme. Der skal også oplyses, om disse centrale forudsætninger i årsrapporten. Denne vurdering fra en ekstern vurderingsmand anbefales dog i IAS 40, at der bruges. Det vurderes derfor at være en god og nødvendig opgørelse, at have med hvis man er en virksomhed med mange interessenter og med en stor portefølje af investeringsejendomme. Det er desuden påkrævet for div. andelsboliger og virksomheder med mange investorer. Det vil også typisk blive påkrævet af investorerne.

DCF-modellen er mere detaljeret, end den afkastbaseret-model og kan derfor være mere nøjagtig. Det vil dog kræve, et stort kendskab til markedet, branchen og den generelle udvikling i samfundet. Den er i høj grad baseret på ledelsens skøn og kan derfor indeholde væsentlige fejl. Det vurderes derfor at større virksomheder, med en større portefølje af investeringsejendomme og kendskab til markedet med fordel kan anvende DCF-modellen. Der kan også være tilfælde hvor den afkastbaserede model ikke er nøjagtig, dette kunne være en nyere opført ejendom hvor udlejningen er i gang men ikke færdig. Der vil i disse tilfælde ved brug af den afkastbaseret-model være en væsentlig fejl i dagsværdien på en sådan ejendom. DCF-modellen kan i øvrigt være et godt redskab til, at overvåge driften af sine ejendomme.

8. Ændringer til ÅRL vedrørende investeringsejendomme

Årsregnskabsloven er siden det først blev indført ændret mange gange. Vi vil i det efterfølgende afsnit opsummere hvilke ændringer der er sket til ÅRL i perioden 2014-18 vedrørende reglerne for investeringsejendomme. Erhvervsstyrelsen udgav i 2009 et notat, som havde til hensigt at præcisere reglerne for måling af ejendomme. Baggrunden herfor var at finanskrisen havde medført en vis usikkerhed på markedet, og ejendomsværdierne var påvirket af fald i økonomien. Der har siden været stor fokus på værdiansættelsen af ejendomme, herunder investeringsejendomme. På baggrund af bl.a. ovenstående er der i den efterfølgende periode sket ændringer til ÅRL.

8.1 Ændringer i perioden 2014-2018

Ændringer til årsregnskabsloven 2015

Den største ændring til Årsregnskabsloven i perioden 2014-18 blev vedtaget d. 21. juni 2015²¹. Ændringen medførte flere ændringer, som var særlig relevante for virksomheder, som besidder fast ejendom. Nedenstående er ikke en udtømmende liste over de ændringer, som blev foretaget, men blot de ændringer, som vi mener er relevante for virksomheder, der besidder investeringsejendomme:

1. Ændring af regler vedrørende virksomheders hovedaktivitet
2. Indregning af gæld vedrørende investeringsejendomme.
3. Præcisering af oplysningskrav
4. Opgørelse af størrelsesgrænser.
5. Indregning til dagsværdi efter §41
6. Årlig revurdering af scrapværdier

²¹ PwC Danmark: <https://www.pwc.dk/da/publikationer/assets/aarl-er-du-klar-2015.pdf>

Ændring af regler vedrørende virksomheders hovedaktivitet

Loven blev ændret således, at virksomheder ikke længere skulle have som hovedaktivitet at drive investeringsvirksomhed, for at benytte sig af ÅRL § 38 og indregne investeringsejendomme til dagsværdi. Fra og med 1.1.2016 er det dermed muligt for f.eks. en handelsvirksomhed, som besidder en investeringsejendom at anvende ÅRL §38, til trods for at deres hovedaktivitet ikke er at drive investeringsvirksomhed. Dermed kan virksomheder, hvis hovedaktivitet ikke relaterer sig til ejendomsrelaterede aktiviteter, således anvende ÅRL § 38.

Indregning af gæld vedrørende investeringsejendomme

Ændringen til ÅRL, der blev vedtaget 21. juni 2015, indeholdt en ændring til måling af gæld, som vedrører investeringsejendomme. Frem til ændringen, som trådte i kraft for regnskaber begyndende 01.01.2016, har virksomheder skullet indregne gæld, som vedrører investeringsejendomme der måles til dagsværdi, ligeledes indregne gælden til dagsværdi, med reguleringer over resultatopgørelsen. Efter vedtagelsen af den nye lov, skulle virksomheder fremadrettet indregne bank- og realkreditlån i lighed med øvrige gældsforpligtelser, og indregne denne til amortiseret kostpris, således låneomkostninger og kurstab fradrages over lånets løbetid.

Præcisering af oplysningskrav (ÅRL §53 stk. 2, 1A)

Med ændringen i 2015, blev der foretaget en udvidelse af de oplysningskrav, som er gældende når virksomheder indregner investeringsejendomme til dagsværdi, hidtil har der været krav om at oplyse omkring de forudsætninger, som der lå til grund for beregningsmetoden, som er anvendt ved værdisætningen af virksomhedens investeringsejendom/omme. Der er med den nye lovgivning, sket en præcisering af disse krav, og det er dermed ikke længere nok for virksomheden at oplyse omkring centrale forudsætninger, fra regnskaber begyndende 01.01.2016, har virksomheder udover at oplyse omkring de centrale forudsætninger, også skulle informere regnskabslæser omkring de værdiansættelsesmetoder og - teknikker, som ligger til grund for dagsværdien, det blev dermed et krav at virksomheder oplyste i anvendt regnskabspraksis om de anvendte en DCF- model eller den afkastbaseret model. Det blev ligeledes præciseret, at virksomheder skal give alle de oplysninger, som er nødvendige for at regnskabslæser, kan vurdere den fastsatte dagsværdi.

Opgørelse af størrelsesgrænser

En virksomheds regnskabsklasse fastsættes, som tidligere beskrevet, ved virksomhedens nettoomsætning, balancesum og det gennemsnitlige antal ansatte. I ændringen til Årsregnskabsloven i 2015, blev grænserne for regnskabsklasse B og C forhøjet og der blev ligeledes foretaget en ændring til, hvordan virksomheder skulle opgøre deres nettoomsætning i relation til fastsættelse af regnskabsklasser, således ikke i relation til opgørelse i virksomheders årsrapport.

Det blev vedtaget, at når virksomheder opgør nettoomsætningen ved fastlæggelse af regnskabsklasse, skal virksomheden ikke blot anvende den nettoomsætning som fremgår i årsrapporten. I opgørelsen heraf, skal der i nogle tilfælde medtages følgende forhold:

1. Værdireguleringer af investeringsejendomme, som er positive.
2. Gevinster, som er realiseret i forbindelse med salg af investeringsejendomme
3. Finansielle indtægter

Ovenstående forhold, skal medtages ved opgørelse af nettoomsætningen, såfremt de tilsammen udgør det samme beløb, som den “normale” nettoomsætning, som ville fremgå af årsrapporten.

Ovenstående kan have stor indflydelse på større ejendomsselskaber og koncerner, da regnskaberne for disse ofte vil være præget af en stor balancesum og lavt antal ansatte. Nettoomsætningen er derfor oftest det afgørende i forhold til, om et ejendomsselskab skal rykke en regnskabsklasse op. Ved den nye fortolkning, ville større ejendomskoncerner, derfor ofte skulle tillægge værdireguleringer, gevinster fra salg og finansielle indtægter, og dermed rykke en regnskabsklasse op f.eks. fra regnskabsklasse B til C.

Indregning til dagsværdi efter §41

Selskaber kan, som tidligere beskrevet, indregne investeringsejendomme til dagsværdi efter § 41. I ændringen til ÅRL i 2015, blev det vedtaget, at den bundne reserve på egenkapitalen, som følge af opskrivninger på investeringsejendomme efter §41 løbende skal reduceres med afskrivninger.

Årlig revurdering af scrapværdier

Med ændringen i 2015 blev det vedtaget, at man fra og med ikrafttrædelsen skal revurdere restværdien for aktiver, der indregnes til kostpriser. En sådanne revurdering vil for investeringsejendomme være relevant, i forbindelse med løbende udsving i konjunkturerne. Løbende revurdering af scrapværdier, har effekt på afskrivningsgrundlaget for ejendomme, og dermed effekt på resultatopgørelsen i form af afskrivninger. Denne ændring er dog kun relevant for selskaber, som indregner investeringsejendomme til kostpris.

Årsag til de foretagne ændringer

De foretagne ændringer afspejler i høj grad de krav, som gør sig gældende for virksomheder, der aflægger årsrapport efter de internationale regnskabsstandarde (IFRS)²². Ændringer til årsregnskabsloven udtrykker derfor klart, at årsregnskabsloven bevæger sig i retningen af IFRS. Kravene efter IFRS er som udgangspunkt mere detaljeret, og som det fremgår af ovenstående, er detaljeringsgraden blevet øget betydeligt for virksomheder, der besidder investeringsejendomme. Flere af reglerne i ÅRL, er dermed blevet bragt i overensstemmelse med reglerne i IFRS.

Årsagen til den ændrede årsregnskabslov, skal også udledes, ud fra erhvervsstyrelsens øgede fokus på værdisætningen af investeringsejendomme. Erhvervsstyrelsen udgav i 2009 et notat²³, omkring det øgede fokus på måling af investeringsejendomme. Årsagen til dette notat skyldes finanskrisen, og den usikkerhed som denne krise skabte på ejendomsmarkedet, og at der var indikationer på at flere ejendomsværdier i de offentliggjorte regnskaber var betydeligt overvurderede. Notatet var en klar præcisering fra Erhvervsstyrelsen, om deres fokus på værdisætningen af investeringsejendomme, og at kvaliteten af de fastsatte dagsværdier skulle forbedres og dermed være med til at sikre det retvisende billede.

Ændringerne gør årsrapporterne, der indeholder investeringsejendomme, mere gennemskuelige, og giver dermed regnskabslæser et bedre indblik i de vurderinger, som selskabets ledelse har lagt til

²² ”Investeringsejendomme og ny Årsregnskabslov” af Torben Johansen, RR, juli 2016

²³ Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme, Erhvervs- og selskabsstyrelsen, 3. april 2009

grund for dagsværdi beregningerne. Hidtil havde det været svært, for regnskabsbruger, at gennemskue de enkelte dagsværdier, og dermed vurderer om de fastsatte værdier, har været retvisende. Som beskrevet i et notat fra erhvervsstyrelsen, har der tidligere været en tendens til at de fastsatte dagsværdier har været for overvurderede. De nye regler, herunder oplysningskrav er med til at modvirke og dermed sikre, at virksomheder ikke har foretaget for høje dagsværdireguleringer, eller undladt at foretage negative dagsværdireguleringer, og dermed undladt at nedbringe egenkapitalen i virksomheden.

8.2 Delkonklusion

For at danne et overblik over ændringer, som er foretaget i perioden 2014-2018, er der i foregående afsnit blev foretaget en gennemgang af hvilke ændringer, som er sket i denne periode. Den væsentligste ændring til ÅRL kom i 2015. Denne ændring medførte flere korrektioner til lovgivningen vedrørende investeringsejendomme, herunder ændret krav til virksomhedens hovedaktivitet ved anvendelse af ÅRL §38, Indregning af gæld vedrørende investeringsejendomme, præcisering af oplysningskrav, ændret opgørelse af størrelsesgrænser, afskrivning af reserve vedr. opskrivninger efter §41 samt årlig revurdering af scrapværdier.

Vi vil i den efterfølgende analyse tage hensyn til de ændringer, som har været til Årsregnskabsloven i analyseperioden.

9. Sammenligning af årsrapporter

I dette afsnit vil der blive udarbejdet en analyse af udviklingen på det generelle ejendomsmarked. I denne analyse vil der blive brugt grundlæggende teori fra blandt andet fagene erhvervsøkonomi og samfundsøkonomi.

Derefter en analyse af de foretagne dagsværdireguleringer af investeringsejendomme i de udvalgte selskabers årsrapport. Denne analyse har grundlag i ovenstående teoriansnit. Efter de 2 analyser, vil vi sammenholde den generelle udvikling på boligmarkedet, med den udvikling der er i de udvalgte årsrapporter.

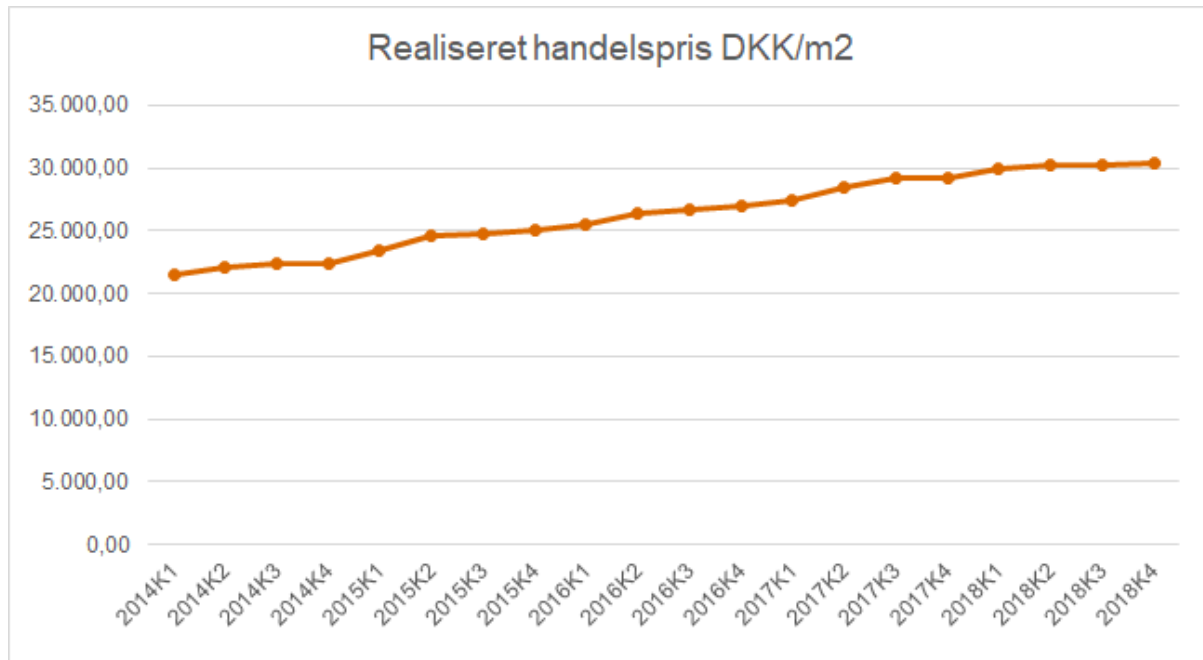
Derudover vil vi sammenholde de anvendte afkastkrav i årsrapporterne med de opgjorte afkastkrav, fra markedsrapporterne 'MarkedsPULS', som hvert år udarbejdes af det anerkendte mæglerfirmaer Colliers, hvori der er gennemgående analyser af markedet og vurderinger af afkastkravet fordelt på ejendomstype og område mv.

9.1 Prisudvikling på ejendomsmarkedet i Danmark

Der er mange forhold, som spiller ind på boligpriserne, både alene og i sammenspil med hinanden. Det er dog som bekendt fra samfundsøkonomi, prisdannelse på ejendomsmarkedet, som med alt muligt andet og sker på baggrund af udbud og efterspørgsel. Disse forhold vil blive yderligere analyseret nedenfor.

I analysen af den reelle udvikling på ejendomspriserne, er der brugt realiserede handelspriser, i Region Hovedstadsområdet for parcel/rækkehuse og ejerlejligheder. Disse handelsværdier vurderes at kunne give et relativt godt indblik i udviklingen på ejendomsmarkedet. Det skal dog bemærkes, at det ikke nødvendigvis er repræsentativt for de ejendomme, som de typiske ejendomsinvestorer opkøber. Disse kan være mere centralt beliggende og være 'high-end' ejendomme hvorfor der kan forekomme endnu højere værdistigninger på disse.

Nedenstående graf i figur 5 viser en udvikling i perioden fra en pris i starten af 2014 på ca. DKK 21.500 pr. kvadratmeter og sidst i 2018 er der realiserede salg til en pris på DKK 30.300 pr. kvadratmeter. Det vil sige der på 5 år er sket en stigning på ca. 41%, altså omkring 8,2% pr. anno. Dette er som nævnt, på baggrund af flere samfundsøkonomiske forhold.



Figur 5 - Egen tilvirkning - Udtræk fra statistikbanken - BM010: Ejendomspriser på boligmarkedet efter område, ejendomskategori og priser på realiserede handler

En af de store årsager til de stigende priser skyldes demografien. Denne udvikling understøtter Dansk Industri i deres rapport "vækst og udvikling i byer over hele landet"²⁴ I denne ses det tydeligt, at der er en stor tilvækst i befolkningen i de større byer og virksomhederne er også i overtal i disse byer. Det er ofte studerende, samt højere uddannede der flytter til de større byer, da virksomhederne typisk ligger tæt herpå, hvilket Dansk Industri også påpeger i deres rapport.

²⁴ Vækst og udvikling i byer over hele landet – Danmark i den globale Konkurrence", Dansk Industri, 2017

Derudover har Danmark været i en periode med længerevarende økonomisk opsving, lønningerne er steget med ca. 11%²⁵, mens nettoprisindekset kun har haft en stigning på omkring 3%²⁶. Det betyder at de danske privatforbrugere, har fået flere penge mellem hænderne og flere penge til, at investere i ejendomme. Denne udvikling i de privates disponible beløb, stemmer dog ikke alene overens med stigningerne i ejendomspriserne.

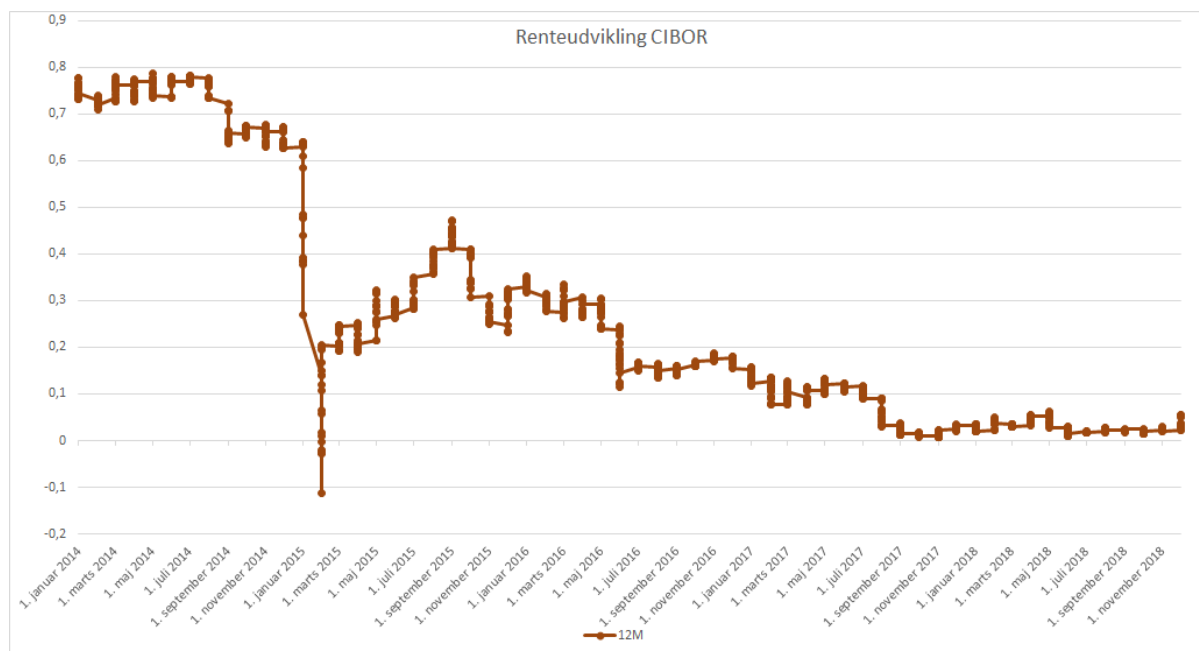
Udover stigningen i disponible beløb er der også sket en væsentlig ændring i låneforholdet for både private og erhvervsdrivende. I årene efter finanskrisen i 2008 var bankerne meget tilbageholdende med at lave udlån, men der er løsnet op igen med en ekspansiv finanspolitik og selvom der er lavet diverse tiltag, for at modvirke de stigende ejendomspriser, så er det blevet lettere at låne penge til fast ejendom.²⁷ Derudover er prisen på lån også faldet en hel del. Det drejer sig både om kursen på et fastforrentet lån, som. f.eks. et fastforrentet 30 års lån på 1,5% er i kurs 99,8 i 2019 og den har været på dette niveau de sidste år.²⁸ Samtidig er renten næsten halveret, dette ses tydeligt på grafen i Figur 6, hvor CIBORs 12 måneders rente ses over perioden 2014-2018. Det betyder private kan låne mere til samme pris, hvorfor det medvirker til de stigende ejendomspriser.

²⁵ Dansk Statistik, ILON 12 - <http://www.statistikbanken.dk/10326>

²⁶ Dansk Statistik, PRIS115 - <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/selectvarval/saveselections.asp>

²⁷ Finans: <https://finans.dk/privatokonomi/ECE10968566/nye-huskoebere-har-faaet-det-lettere/>

²⁸ Realkredit Danmark: <https://www.rd.dk/da-dk/privat/koeb-bolig/Kurser-og-renter/Pages/Aktuelle-priser.aspx?segment=P>



Figur 6 - Egen tilvirkning - Udtræk fra Finans Danmark CIBOR 12 måneders løbetid

Et ejendoms køb er desuden de fleste familiers største investering, flere undersøgelser viser at der forventes stigende priser på markedet hvorfor folk vil have tendens til at købe nu i stedet for at afvente faldende priser. Det er selvfølgelig ikke kun de private, som har bemærket denne tendens på markedet. Den har i årene lokket mange professionelle investorer til, da et afkast på omkring de 8% pr. anno er en meget favorabel investering, når man tænker på risikoen samt muligheden for at geare investeringen. Bankerne er yderst interesserede i at låne penge ud til selskaber med ejendomme, da de kan få tinglyst pant i de faste ejendomme og dermed også have et relativt risikofrit udlån. Dermed kan investorerne oprette et selskab med ejendomme og relativt let få en gearing på 1, og det giver et afkast efter diverse administrationsomkostninger over 10% årligt.

9.2 Udvalgte selskaber

For forståelsen af de kommende analyser, vil der først være en kort redegørelse for selskaberne og deres forhold i den seneste årsrapport.

Nedenfor i tabel 5 er en oversigt over størrelsen på de enkelte selskaber. Selskaberne har tilsammen investeringsejendomme for en dagsværdi på 14,7 mia. Det vurderes derfor, at på baggrund af den store mængde, er de 5 selskaber tilstrækkelig til at lave en analyse. Dog er det svært at vurdere om de er repræsentative for hele ejendomsmarkedet i København, men for opgavens indhold bør det kunne danne grundlag for videre behandling af problemstillingen.

Selskab	Samlet værdi for ejendomsportefølje i TDKK i 2017
Core Bolig III Kommandit aktieselskab	709.000
Ejendomsselskabet Norden II Invest P/S	2.301.082
M. Goldschmidt Ejendomme A/S	2.466.600
Danica Ejendomsselskab ApS	9.036.000
COSMO 5 ApS	251.654

Tabel 5 - Egen tilvirkning - Udtræk fra offentliggjorte årsrapporter

Core Bolig III Kommandit aktieselskab (pr. 31.12.2017)²⁹

- Ejerforhold

Selskabet er pr. 31.03 2017 blevet solgt til en udenlandsk investeringsfond, Universal-Investment-Luxembourg S.A, beliggende i Luxembourg. Selskabet har dog % adresse i København K hos

²⁹ Core Bolig III Kommanditaktieselskab, Årsrapport 2017

Patrizia som er en investeringsfond ejet fra Tyskland som er i samme koncern som det ejeren af selskabet.

- Hovedaktivitet

Selskabets hovedaktivitet er at investere i ejendomme.

- Generelle regnskabsoplysninger

Selskabet hører under regnskabsklasse C mellem og bruger en DCF-model, til at opgøre dagsværdien på selskabets investeringsejendomme.

Selskabet har investeringsejendomme for TDKK 709.000.

- Revisor forhold

Selskabet er revideret af KPMG statsautoriseret P/S uden bemærkninger.

Ejendomsselskabet Norden II Invest P/S (pr. 31.12.2018)³⁰

- Ejerforhold

Selskabet er ejet af ATPFA K/S pr. balancedagen, som er ejet ca. 50% af PFA Pension og 50% af Arbejdsmarkedets tillægspension. Begge selskaber er pensionselskaber, som investerer privates pensionsmidler. Selskaberne er beliggende i Danmark og vurderes at være dansk founding.

- Hovedaktivitet

Selskabets hovedaktivitet er at eje og investere i ejendomme.

- Generelle regnskabsoplysninger

Selskabet hører under regnskabsklasse C mellem og bruger en DCF-model, til at opgøre dagsværdien på selskabets investeringsejendomme.

Selskabet har investeringsejendomme for TDKK 2.359.741

³⁰ Ejendomsselskabet Norden II Invest P/S, Årsrapport 2018

-
- Revisor forhold

Selskabet er revideret af PwC Statsautoriserede P/S uden bemærkninger.

M. Goldschmidt Ejendomme A/S (pr. 31.12.2017)³¹

- Ejerforhold

Selskabet er ejet 100% af Mikael Goldschmidt og er Danmarks største privatejede ejendomsselskab. Mikael Goldschmidt er desuden ejer af IMERCO A/S, som har været med til at skabe denne store privatformue.³²

- Hovedaktivitet

Selskabets hovedaktivitet er at eje og investere i ejendomme i og omkring København og samlet ca. 47.000 KVM.

- Generelle regnskabsoplysninger

Selskabet aflægger regnskab efter IFRS samt de yderligere krav i Årsregnskabsloven. Der er dog ingen særlige regler omkring investeringsejendomme som adskiller sig betydeligt fra den danske Årsregnskabslov. Selskabet bruger den afkastbaserede-model til at opgøre dagsværdien på selskabets investeringsejendomme.

Selskabet har investeringsejendomme for DKK mio. 2.466.600

- Revisor forhold

Selskabet er revideret af PwC Statsautoriserede P/S uden bemærkninger.

³¹ M. Goldschmidt Ejendomme A/S, Årsrapport 2017

³² CVR.dk: <https://datacvr.virk.dk/data/visenhed?enhedstype=person&id=4000294886&language=da>

***Danica Ejendomsselskab ApS (pr. 31.12.2017)*³³**

- Ejerforhold

Selskabet er 100% ejet af Danica Pension, Livsforsikringsaktieselskab, som er ejet 100% af Danske Bank. Selskabet er som Ejendomsselskabet Norden II Invest P/S, et selskab til investering af privates pensionsmidler.

- Hovedaktivitet

Selskabets hovedaktivitet er at eje og drive fast ejendom. Selskabet ejer ejendomme og butikcentre i hovedsageligt København og omegn (ca. 87%), samt større provinsbyer i Danmark.

- Generelle regnskabsoplysninger

Selskabet hører under regnskabsklasse C-Stor og bruger DCF-modellen, til at opgøre dagsværdien på selskabets investeringsejendomme.

Selskabet har investeringsejendomme for TDKK 9.036.000

- Revisor forhold

Selskabet er revideret af Deloitte Statsautoriserede P/S uden bemærkninger.

***COSMO 5 ApS (pr. 30.9.2018)*³⁴**

- Ejerforhold

Selskabet er opkøbt af LEGO arvingen, Casper Kirk Johansen, som stadig er med, men med mindre ejerandel, og ejes nu ca. 50% af 2 århusianske advokater, som specialiserer sig i ejendomshandel.³⁵

- Hovedaktivitet

Selskabets hovedaktivitet er at eje og drive fast ejendom. Selskabet ejer ejendomme i København og Århus.

³³ Danica Ejendomsselskab ApS, Årsrapport 2017

³⁴ COSMO 5 ApS Årsrapport 2017-18

³⁵ Århus Stiftstidende: <https://stiften.dk/aarhus/Lego-arving-paa-storindkoeb-i-Aarhus-Har-koebt-650-boliger/artikel/284163>

-
- Generelle regnskabsoplysninger

Selskabet hører under regnskabsklasse B med tilvalg fra regnskabsklasse C og bruger en Afkast-baseret-model, til at opgøre dagsværdien på selskabets investeringsejendomme.

Selskabet har investeringsejendomme for TDKK 188.520

- Revisor forhold

Selskabet er revideret af PwC Statsautoriserede P/S uden bemærkninger.

De udvalgte selskaber

Det vurderes på baggrund af ovenstående gennemgang, at der er relativ stor forskel på de udvalgte selskaber, dog har de alle det tilfælles at deres hovedaktivitet er, at investere og eje ejendomme hovedsageligt i København. Det forhold som vurderes at have den største indflydelse på både oplysninger og sammenligningsgrundlaget er ejerforholdet. Ledelsen, som er de, der aflægger regnskabet, er klar over hvilke ejendomme, der er i selskabets portefølje og hvis selskabet er ejer ledet med få interessenter, som typisk er långiver og lejere, så vurderes det ikke nødvendigvis at, der er behov for at udarbejde et stort regnskab med fyldestgørende oplysninger omkring forudsætninger for værdiansættelsen af investeringsejendommene mv. Dette er gældende for COSMO 5 ApS og M. Goldschmidt Ejendomme A/S. Selvom der kan være forskellige informationsbehov for de enkelte selskab, gælder samme minimumskrav og det inkluderer, at man oplyser om værdiansættelsesmetode og -teknikker, samt de væsentligste/centrale forudsætninger for dagsværdiansættelsen, som ikke er foretaget på grundlag af observationer på et aktivt marked.³⁶ En anden forskel er, dagsværdiansættelsesmetoden. I de to selskaber med få ejere og interessenter er der brugt Afkast-baserede model. Denne er som nævnt i tidligere teoriansnit, mere simpel end DCF-modellen som de øvrige selskaber bruger. Det kan give væsentlige forskelle på værdiansættelsen, hvis der i fremtiden skulle ske ændringer i driften for ejendommen. Hvis ejendommene i selskabernes portefølje er stabile, så vil det dog ikke give væsentlige forskelle. Derudover kan det have betydning, hvilken revisor der reviderer årsrapporten samt er med til at sparre med ledelsen omkring denne. De ud-

³⁶ Årsregnskabsloven §53 og §58 a.

valgte selskaber bruger alle PwC, Deloitte og KPMG Statsautoriserede revisionsselskaber. De vurderes have tilstrækkelige kompetencer til at bistå ledelsen samt revidere for væsentlige fejlbehæftninger i forbindelse med oplysninger og dagsværdien af investeringsejendomme.

Der vurderes på baggrund af ovenstående at der er grundlag for en analyse af de udvalgte selskaber, på trods af de beskrevne forskelle.

9.3 Analyse af udviklingen i værdiansættelsen i de udvalgte årsrapporter

Dagsværdien er som beskrevet i tidligere teoriafsnit defineret som:

“Dagsværdien er det beløb, hvormed et aktiv kan udveksles eller en forpligtelse kan udlignes ved transaktioner mellem af hinanden uafhængige parter”³⁷

I de udvalgte selskaber opgør man dagsværdien med hhv. DCF- og den Afkastbaserede-model. Denne beregningsteknik opgør værdien af det driftsafkast ejendommen giver fremadrettet, opgjort i forhold til det afkastkrav der er for ejendommen, som beskrevet i tidligere teoriafsnit.

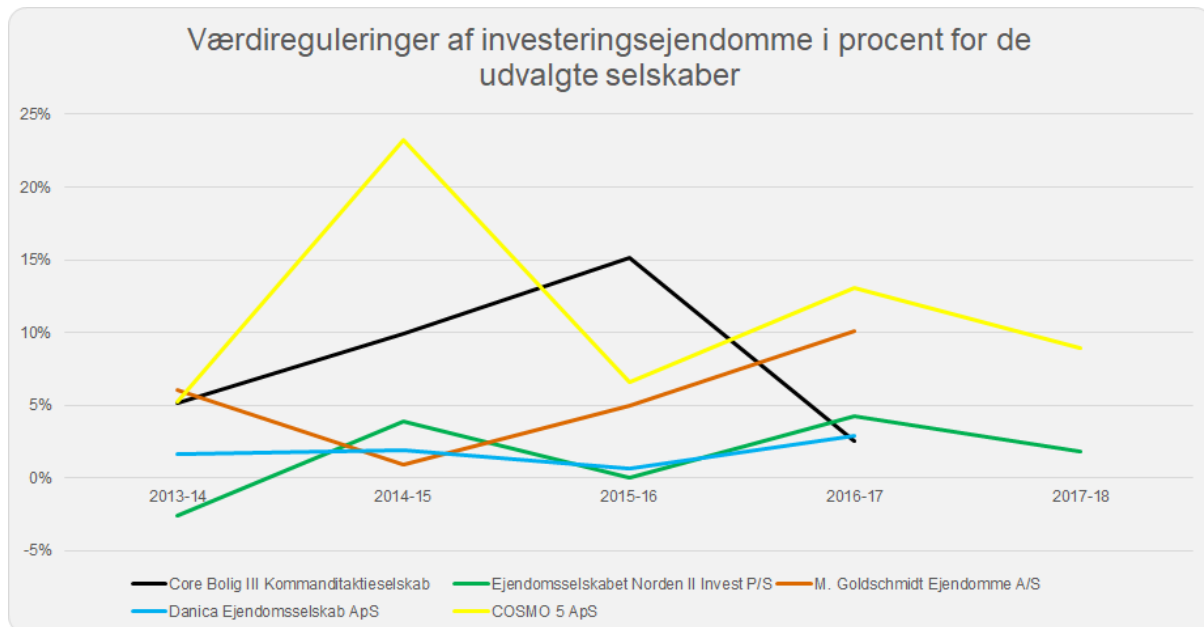
Nedenstående graf, Figur 7 er udarbejdet på baggrund af de offentliggjorte, samt reviderede årsrapporter og viser dagsværdireguleringen i resultatopgørelsen i procent i forhold til den totale værdi af investeringsejendommene i balancen. Det ses i figuren, at de fleste dagsværdireguleringer ligger i mellem 1-10%. Dette er et relativt stort udsving, som vil blive videre analyseret efterfølgende. Det ses dog, at der er 2 væsentlige udsving i værdireguleringen for Core Bolig III Kommanditieteselskab og COSMO 5 ApS.

For COSMO 5 ApS skyldes det, at ejendommene og selskabet inkluderet, er blevet solgt til 3. part. Dette giver en dagsværdi, der tilsvarende salgsværdien, som vi kan se tidligere, er definitionen på dagsværdien. Det nævnes i COSMO 5 ApS' årsrapport, at den nye ejerkreds vil videreudvikle og holde ejendommene i en længere årrække. Det betyder, at de nye ejere ser mulighed for evt. at få

³⁷ Årsregnskabsloven - Bilag 1, D. pkt. 2.

et bedre afkast, efter at have udviklet på ejendommene og det er med til at påvirke DCF-modellen positivt, med ændringen i de fremtidige budgetterede driftsresultater.

Den store positive udvikling i værdireguleringen for Core Bolig III skyldes, at der efter drøftelser med Københavns Kommune er blevet vedtaget en ny lokalplan på et af selskabets ejendomme. Sammen med denne lokalplan har man fået godkendt en byggeansøgning, som muliggør et større nybyg der giver yderligere 4.300 m². Dette er sammenligneligt med COSMO 5 ApS, da dette også har en positiv påvirkning på det budgetterede driftsresultat i DCF-modellen og forklarer udsvinget.



Figur 7 - Egen tilvirkning, udtræk af offentliggjorte årsrapporter i perioden 2014-2018

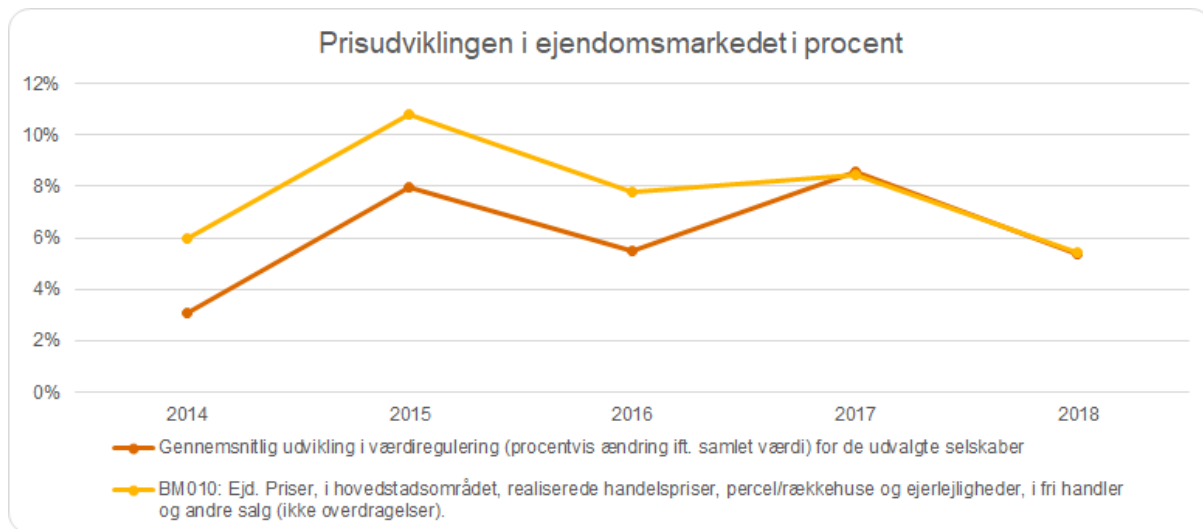
De mindre udsving i værdireguleringerne ,kan skyldes mange ting og kan ikke direkte udledes på baggrund af selskabernes årsrapporter. Selskaberne køber løbende ejendomme op, istandsætter, udvikler og afhænder dem. Alle disse forhold påvirker den samlede dagsværdiregulering af selskabernes ejendomsportefølje og kan give udsving.

9.3.1. Analyse af udviklingen i priserne på ejendomsmarkedet i forhold til dagsværdien i de udvalgte selskaber

Efter analysen af udviklingen på priserne på ejendomsmarkedet og udviklingen på opskrivningen på investeringsejendomme i de udvalgte selskaber, er der udarbejdet en komparativ analyse mellem disse 2.

Der er i Figur 8 vist gennemsnittet af opskrivningerne til dagsværdi i de udvalgte årsrapporter, sammen med udviklingen i procent, for de realiserede salgspriser i perioden.

Det ses tydeligt, at de to variable følges ad. Dog er den positive udvikling i perioden 2014-2016 i de realiserede salgspriser, et par procentpoint højere end udviklingen i foretagne dagsværdireguleringer i de udvalgte årsrapporter. Dette kan være tilfældigt, på grund af de få udvalgte årsrapporter, ellers har selskaberne været lidt konservative med at opskrive, for at sikre et stabilt afkast i regnskabet. I årene 2017 og 2018 følges udviklingen nærmest fuldstændigt. Det kan tyde på, at ledelsen i de valgte selskaber, har fået tillid til markedet og derfor ikke behøver, at være så konservative.



Figur 8 - Egen tilvirkning - udtræk fra dst og offentliggjorte årsrapporter

Det vurderes derfor på baggrund af ovenstående analyse, at udviklingen i dagsværdien for de udvalgte selskaber er retvisende i forhold til den udvikling, der har været for realiserede salg i samme område og sammenlignelige ejendomstyper. Ovenstående analyse er på baggrund af udvikling i procenter. Det kan derfor godt være en for høj eller lav dagsværdi, som bliver reguleret i overensstemmelse med udviklingen på markedet jf. De realiserede salg. Det vil sige hvis man har, efter første indregning værdiansat ejendommen til en værdi langt over en realistisk salgspris og derefter værdi regulerer den, vil vi med ovenstående analyse ikke kunne se om den oprindelige værdi var overvurderet. Hvis man skulle direkte kunne analysere på værdien skulle man have flere oplysninger omkring driftsafkastet og afkastkrav til rådighed. For at nærmere vurdere på om værdien er retvisende vil der yderligere blive lavet en analyse af de anvendte afkastkrav for de udvalgte selskaber.

9.3.2. Analyse af det anvendte afkastkrav

To de væsentligste faktorer ud af mange i værdiansættelsen i en afkastbaseret-model, er afkastkravet og det budgetterede cash-flow fra ejendommene. I DCF-modellen er der yderligere faktorer, der spiller ind, som f.eks. diskonteringsrenten, inflation og forventet tomgang.

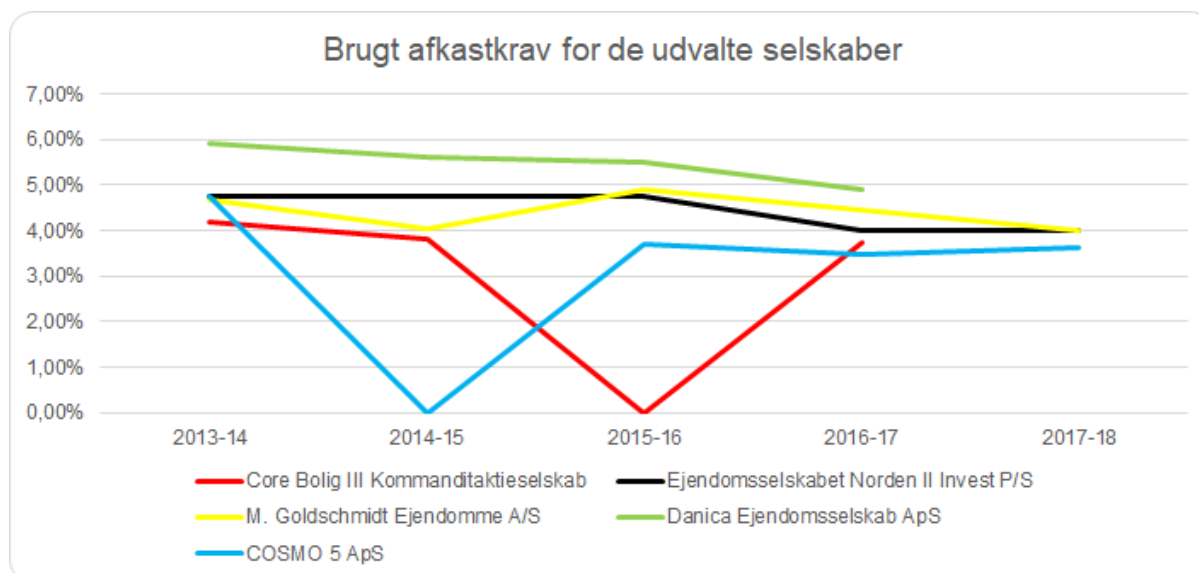
Ser man nærmere på afkastkravet eller forrentningskravet, så er det defineret i notatet fra erhvervsstyrelsen som:

*Forrentningskravet skal repræsentere den forrentning af investeringen, som det må forventes, at en villig og uafhængig part vil kræve ved køb af ejendommen.*³⁸

Ser man på de anvendte afkastkrav i årsrapporterne, kan man også tydeligt se en tendens i grafen i Figur 9. De brugte afkastkrav i alle selskaberne er faldende i perioden, som forventet. Grunden til de 2 selskaber, COSMO 5 ApS og Core Bolig III Kommanditaktieselskab, er 0 i henholdsvis år 2014-15 og 2015-16 skyldes at de begge, som beskrevet tidligere, har brugt en salgsaftale, til opgørelsen af dagsværdien og derfor er der ikke brugt et afkastkrav.

Forrentningskravet eller afkastkravet falder i en periode med økonomisk opsving. Investorerne vil altså forlange et lavere afkast af deres investering, da der generelt vil være lavere risiko på investeringer. Det vurderes, at afkastkravet er faldet særligt, på grund af den store befolkningstilvækst i de større byer. Det vil gøre, at den markedsomfattende risiko for de enkelte ejendomme falder, da usikkerheden ved lejeindtægter falder, da der er mangel på lejeboliger, samt usikkerheden ved værdisætning falder også på grund af den stigende efterspørgsel på ejendomme. Den specifikke risiko er svær at vurdere på, i de udvalgte selskaber, men da der hovedsageligt investeres i København, kan der være forhold som tomgang og manglende lejeindtægter man kan holde nede ved, at folk er mere velhavende og sikre at man køber ejendomme af høj kvalitet.

³⁸ Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme, Erhvervs- og selskabsstyrelsen, 3. april 2009



Figur 9 - Egen tilvirkning - Vægtet gennemsnitligt afkastkrav udtrukket fra udvalgte årsrapporter

Ser man på de enkelte selskaber, i forhold til hinanden, ses det at Danica Ejendomsselskab ApS, bruger det højeste afkastkrav. I deres årsrapport nævner de dog også, at de har investeret i blandede typer af ejendomme. Heriblandt er der nogle indkøbscentre i København. Disse er forbundet med en større risiko, da det kan være, lokalet er udformet til et bestemt erhverv, og derfor kan det være svære at genudleje ved endt lejekontrakt. Der forekommer typisk ingen eller lave værdistigninger på detailejendomme, de slides mere på grund af erhvervsmæssig benyttelse og forfalder derfor også hurtigere. Disse parametre gør, at Danica Ejendomme ApS, har et højere afkastkrav til disse typer ejendomme. Derimod er COSMO 5 ApS, det selskab som bruger det laveste afkastkrav. Der står ikke direkte i årsrapporten noget omkring selskabets typer ejendomme, men på selskabets hjemmeside ses det at selskabet udelukkende har beboelsesejendomme og beliggende på Frederiksberg, København Ø og i Århus i indre city.³⁹ Dette kan være en del af forklaringen på det lave afkastkrav. Derudover er selskabet også ejet af private, hvor der er ingen bestyrelse og ejerne sidder som de eneste i direktionen, hvorfor ledelsen kan være forsøge at opskrive ejendommene til en så høj værdi som muligt, hvor den eneste der vil udfordre dem er selskabets revisor, PwC. Dette betyder ikke

³⁹ Cosmo Ejendomme: <http://cosmoejendomme.dk/ejendomme/koebenhavn>

der er indikationer på, at afkastkravet er forkert, men det gør det lettere for ledelsen at fastsætte det lavest mulige afkastkrav, indtil revisoren for selskabet ikke mener det er retvisende.

9.3.3. Analyse af afkastkrav i udvalgte markedsrapporter

For at vurdere på selve værdiansættelsen, kan man analysere på 2 parametre, afkastkrav og nettoresultatet fra ejendomsdriften. Da vi ikke har oplysningerne omkring resultatet af ejendomsdriften, samt det budgetterede resultat for de selskaber som bruger en DCF-model, så kan det brugte afkastkrav indikere om værdiansættelsen er retvisende.

Man skal i teorien, som beskrevet i tidligere teoriansnit, opgøre et afkastkrav på ejendomsniveau, da dette kan svinge i forhold til beliggenhed, stand, tomgang mv. I praksis vurderes det dog, at blive gjort med en lidt pragmatisk tilgang i forhold til reglerne.⁴⁰ Der bliver typisk opgjort en gruppe ejendomme pr. lokation eller by, hvor efter der vurderes hvilken stand mv. gruppen af ejendomme har. Derved laves der en gennemsnitsbetragtning af afkastkravet, for en gruppe af sammenlignelige ejendomme til værdiansættelsen.

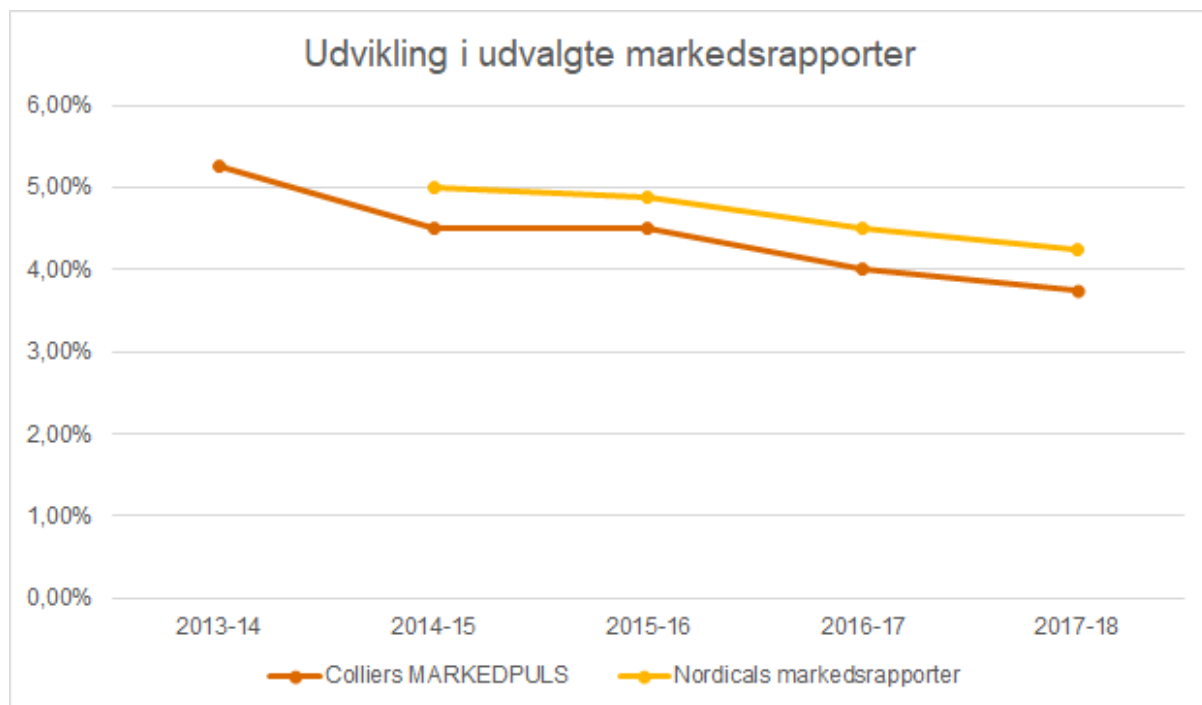
Når man så har vurderet gruppen af ejendomme, så laver man typisk et afkastkrav på baggrund af egen vurdering, samt man sammenligner denne med diverse anerkendte markedsrapporter. En af disse markedsrapporter er fra Colliers⁴¹. Colliers er Danmarks største erhvervsmægler og har derfor kendskab til rigtig mange salg og laver dybdegående rapporter til deres kunder og til brug for selskaber med investeringsejendomme. Alternativt til Colliers udarbejdes der lignende markedsrapporter af Nordicals (Tidligere Nykredit Erhverv).⁴² Nordicals er ligeledes en af Danmarks største erhvervsmæglere, og er meget anerkendt for deres dybdegående analyser af ejendomsmarkedet. Disse markedsrapporter giver gode indikationer på gældende afkastkrav, dog er dette ikke et endeligt facit, og virksomheder er stadig nødt til at vurdere afkastkravet for de specifikke ejendomme. Af Nordicals hjemmeside, fremgår der ikke rapporter for tidligere end 3. kvartal 2015, hvorfor der ikke fremgår oplysninger for første år i analyseperioden jf. nedenfor

⁴⁰ Erfaring som revisor for flere ejendomsselskaber

⁴¹ Colliers: www.Colliers.com

⁴² Nordicals: <https://nordicals.dk/markedsanalyse/markedsrapporter/>

Af disse rapporter, kan man udlede, hvordan tendensen er på ejendomsmarkedet, og dermed om priserne er i nedadgående retning eller omvendt. Ser man på Figur 10, ses det, at der har været opsving i økonomien, samt andre forhold, som har gjort efterspørgslen større på ejendomme i København. Afkastkravet er, jf Colliers markedsrapporter faldet fra 5,25% til 3,75% i perioden 2014 - 2018. I Nordicals markedsrapporter er afkastkravet faldet fra 5,00% til 4,25% i perioden 2015 - 2018. Dette må siges, at være et relativt højt fald. Dette harmonerer dog godt med Figur 10, omkring realiserede handelspriser som også er steget i perioden.



Figur 10 - Egen tilvirkning - Dataudtræk fra Collier Markedsrapporter og Nordicals markedsrapporter (Ny-kredit)⁴³

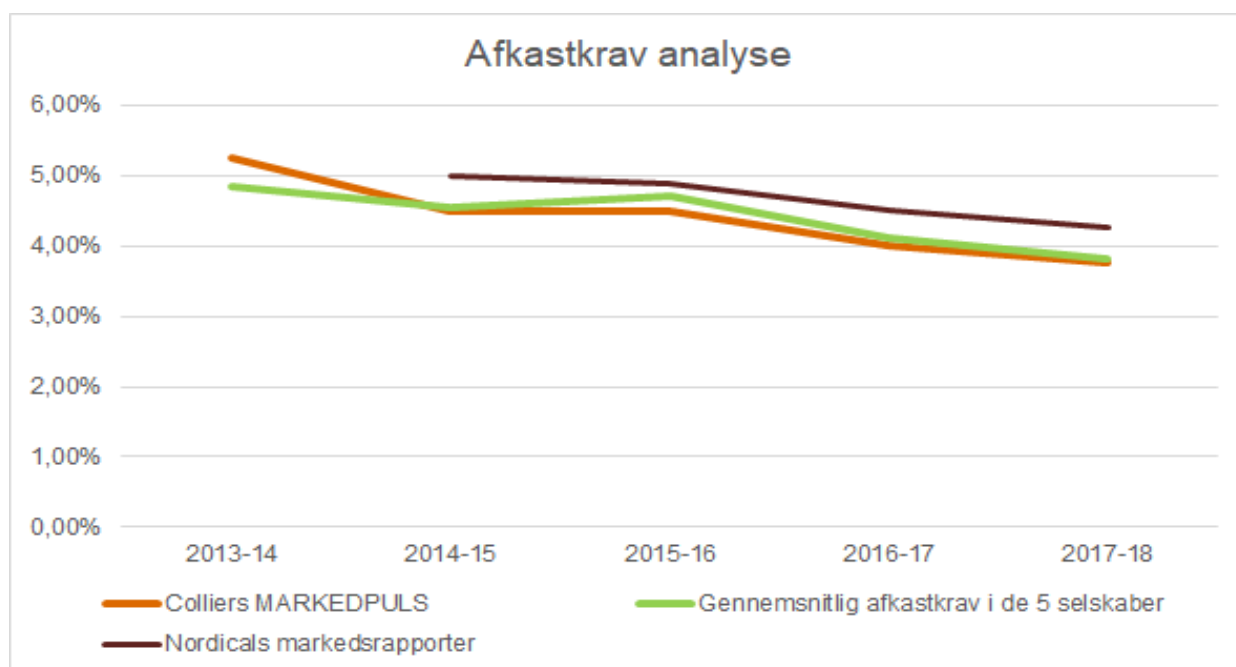
Brugen af anerkendte markedsrapporter, kan også bruges for regnskabslæser. Det giver et øget informationsniveau, hvis selskaberne har beskrevet det brugte afkastkrav, ejendomstyperne, samt beliggenhed. Så kan regnskabslæser sammenholde afkastkravet, fra de anerkendte markedsrapporter.

⁴³ Colliers Markedsrapport 2014 - 2018

ter med det anvendte i årsrapporterne. Derved kan regnskabslæser vurdere, hvis investeringsejendommene har et andet afkastkrav end det generelle fra markedsrapporterne og om der er indeholdt ejendomme i anden stand eller øvrige forhold end i de anerkendte markedsrapport.

9.3.4. Analyse af anvendte afkastkrav

Sammenholdes selskabernes anvendte afkastkrav med de vejledende afkastkrav fra ColliersPuls og Nordicals ses det, i Figur 11, at disse ligger meget tæt. Det skal dog bemærkes, at der er lidt forskellige typer ejendomme i eksempelvis Danica Ejendomsselskab ApS, med højere afkastkrav. Dette kan måske forklare, hvorfor gennemsnittet af de 5 årsrapporters anvendte afkastkrav, ligger en smule over Colliers afkastkrav for standard beboelsesejendomme i København og omegn.



Figur 11 - Egen tilvirkning - Dataudtræk fra offentliggjorte årsrapporter og Collier Markedsrapporter⁴⁴

⁴⁴ Colliers Markedsrapport 2014 - 2018

9.3.5. Delkonklusion vedr. værdiansættelsen af ejendommene i de udvalgte selskaber

Det ses, at ejendomsmarkedet er i opsving og priserne er steget hele 41% siden 2014 til 2018. Nationale og internationale investorer, samt private investorer har fået stor fokus på værdistigningerne. De 5 udvalgte selskaber, med hovedaktivitet i investering i ejendomme, har foretaget dagsværdireguleringer, som ifølge ovenstående analyse, følger udviklingen på ejendomsmarkedet for realiserede salg. De 2 selskaber, som er blevet købt i perioden, har haft store værdistigninger i året inden salget, hvor man har kendt salgsprisen. Dette kunne tyde på, at værdiansættelsen har været lidt lavere end den reelle dagsværdi på ejendomsmarkedet. Dog bemærkes det også, at der er beskrevet i årsrapporten for COSMO 5 ApS. at køber forventer, at udvikle ejendommene for derfor at kunne få et større driftsafkast. Dette kunne være et udtryk for, at køber mener at beliggenhed, bygningens stand eller andre forhold der vil påvirke afkastkravet, er bedre end hvad ledelsen i selskabet har ment. Der står også i selskabets årsrapport, at køber mener de kan videreudvikle på selskabets ejendomme. Dette kan også skyldes den ekstraordinære dagsværdiregulering, da man har brugt salgsværdien til dagsværdireguleringen. Dette er i overensstemmelse med ÅRL's definition af dagsværdi som er: *“Dagsværdien er det beløb, hvormed et aktiv kan udveksles eller en forpligtelse kan udlignes ved transaktioner mellem af hinanden uafhængige parter”*⁴⁵. Muligheden for videre udvikling vil også påvirke afkastkravet og dermed give den højere dagsværdi. Det skal dog ikke forveksles med, at indregne fremtidige investeringer i driftsafkastet i DCF-modellen. Det vil sige forventede fremtidige investeringer, som vil få driftsafkastet til at stige, ikke må medtages, medmindre man er i gang og kan dokumentere lejestigningen eller afkastet på anden måde. Det kan også læses i overensstemmelse med den internationale regnskabsstandard IAS 40 pkt. 51:

“Investerings ejendommens dagsværdi afspejler hverken fremtidige anlægsinvesteringer, som vil forbedre ejendommen, eller de tilknyttede fremtidige fordele fra disse fremtidige investeringer.”

⁴⁵ Årsregnskabsloven - Bilag 1, D. pkt. 2.

Den nye og højere dagsværdi i COSMO 5 ApS i 2015 skal efterfølgende testes, om den er i overensstemmelse med det øvrige marked og om pengestrømmene kan understøtte den forhøjede dagsværdi. Kan den ikke dette, skal der ske negativ dagsværdireguleringer efterfølgende. Det er ikke sket, hvorfor det må anses at være retvisende.

For den store værdiregulering i Core Bolig III Kommanditaktieselskab, er det også på baggrund af aktuelle drøftelser med 3. part omkring et salg, som sker i 2017. Dog er der oplyst en anden væsentlig begrundelse for reguleringen. Der er blevet godkendt en ny lokalplan, som har givet selskabet nogle byggerettigheder, som man har dagsværdi reguleret i overensstemmelse med en salgsværdi til 3. part. Denne dagsværdi regulering kan konkluderes, at være i overensstemmelse med de gældende regler. Der står også skrevet, at juridiske rettigheder kun skal udelades, hvis de kun tilfalder den nuværende ejer, jf. IAS 40 pkt. 49, C. og denne rettighed tilfalder ejeren af grunden.

Det konkluderes videre, at de foretagne dagsværdireguleringer, i de udvalgte selskaber, er i overensstemmelse med den generelle udvikling på ejendomsmarkedet. Dog med undtagelse af dagsværdien på investeringsejendommene i COSMO 5 ApS 2014, da den store dagsværdiregulering ved købet af selskabet, bevidner at dagsværdien var for lav. Man har efterfølgende ikke nedjusteret dagsværdien, hvilket også understøtter denne vurdering. Der er samtidig brugt afkastkrav i årsrapporterne, som ligger tæt på de afkastkrav opgjort i Colliers Markedsrapport og i Nordicals rapport i forhold til ejendomme i Københavns omegn og ejendomme i en standard stand.

9.4 Analyse af udvalgte årsrapporters oplysninger omkring de væsentligste forudsætninger for værdiansættelsen

I ovenstående afsnit, har der været stor fokus på de foretagne værdireguleringer, og om disse afspejlede den reelle udvikling på ejendomsmarkedet. Årsrapporten kan dog ikke udelukkende vurderes på, om udviklingen følger ejendomsmarkedet. Som tidligere beskrevet, skal ledelsen afgive oplysninger, som tilstrækkeligt informerer regnskabsbruger om de centrale forudsætninger, som ligger til grund for de foretagne værdiansættelser. Dette afsnit vil analysere, om regnskabslæser har det nødvendige informationsniveau og om de udvalgte årsrapporter, lever op til de gældende krav i Årsregnskabsloven. Som beskrevet, skal der oplyses om værdiansættelsesmetode, samt centrale forudsætninger herfor jf. ÅRL §53 stk 2 nr. 1 a og §58a.

Analysen vil derfor tage udgangspunkt i foretagne beskrivelser, og vurdere om disse i tilstrækkelig grad, understøtter de af ledelsens foretagende værdiansættelser. Analysen vil tage udgangspunkt i den seneste offentliggjorte årsrapport, da denne vurderes at være mest relevant, og dermed være selskabernes seneste vurdering, af hvilke centrale forudsætninger, som skal oplyses for at understøtte det retvisende billede.

Seneste offentliggjorte årsrapport er gennemgået for de enkelte selskaber, jf nedenfor, for at identificere hvilke centrale forudsætninger, som de enkelte selskaber har medtaget i årsrapporten. Tabellen er udarbejdet på baggrund af de tidligere beskrevne centrale forudsætninger, som anerkendte revisionshuse (PwC og EY), mener skal medtages i beskrivelserne. Tabellen informerer om der er givet oplysninger, og dermed ikke om selskaberne f.eks. har anvendt en ekstern vurderingsmand.

Oplysninger jf seneste offentliggjorte årsrapport	Core Bolig III Kommanditaktieselskab	Ejendoms-selskabet Norden II Invest P/S	M. Gold-schmidt Ejendomme A/S	Danica Ejendoms-selskab ApS	Cosmo 5 ApS
Årsrapport	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2017	31-12-2017	30-09-2018
Metode	DCF	DCF	Afkastmodel	DCF	Afkastmodel
Afkastkrav	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Inflationsrate (DCF)	Nej	Nej	N/A	Ja	N/A
Følsomheds-analyse	Ja	Nej	Ja	Ja	Nej
Anvendelse	Ja	Nej	Ja	Ja	Nej
Tomgang	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej
Ekstern vurderingsmand	Ja	Ja	Nej	Nej	Nej
Terminalværdi (DCF)	Nej	Nej	N/A	Nej	N/A
Diskonterings-faktor (DCF)	Nej	Ja	N/A	Nej	N/A
Ikke oplyst i pct	50%	63%	40%	38%	80%

Af ovenstående fremgår det, at alle selskaber har oplyst, hvilken metode de har anvendt ved fastsættelsen af investeringsejendommens dagsværdi. Af ÅRL§ 43 stk. 2, nr 1a, fremgår det at selskaber skal oplyse, omkring de værdiansættelsesmetoder og -teknikker, som anvendes ved opgørelsen af aktiver til dagsværdi. Dette anses derfor, som værende tilfredsstillende for regnskabsbruger, at alle de udvalgte selskaber har oplyst, hvilken metode der anvendt. Alle de udvalgte selskaber benytter sig af enten DCF eller afkastbaseret model, som er anerkendte værdiansættelses-teknikker, som følge heraf, har vi tilpasset ovenstående øvrige oplysninger hertil.

Som det også fremgår af ovenstående, har alle de udvalgte selskaber, ligeledes oplyst hvilket afkastkrav, ledelsen benytter i forbindelse med værdisætningen af selskabets ejendomme. Afkastkravet er som tidligere beskrevet, en af de mest centrale forudsætninger, hvilket også kan udledes af ovenstående, da alle virksomheder har oplyst omkring dette og derfor anser dette som en central forudsætning. Dette vurderes også at være en vigtig forudsætning for regnskabsbruger, da man herved kan vurdere om dagsværdien af selskabets investeringsejendomme, er indregnet i henhold til egne forventninger og vurderinger af markedet. Da afkastkravet, er en af ledelsen fastsat pct, og dermed et ledelses skøn, er der en vis usikkerhed forbundet med fastsættelsen heraf, hvorfor flere benytter sig af en følsomhedsanalyse, til at belyse udsving i afkastkrav mv. I praksis vil man foretage en følsomhedsanalyse, ved at korrigere det fastsatte afkastkrav med +/- 0,5%. Det fremgår af ovenstående tabel, at 3 ud af 5 selskaber har foretaget en følsomhedsanalyse. I henhold til ÅRL er dette ikke et krav, til trods for dette, ses det i praksis, at flere og flere forventer, at ledelsen udarbejder en følsomhedsanalyse i årsrapporten, som en central forudsætning, da dette er et af kravene i IFRS 13. Ved udarbejdelsen af en følsomhedsanalyse, øges gennemsigtigheden i årsrapporten, og dermed også informationsniveauet til regnskabsbruger.

Det fremgår af 3 ud af 5, af de udvalgte selskabers årsrapport, hvordan investeringsejendommene anvendes, herunder om det er kontorejendomme, beboelse mv. Dette oplyser hverken PwC (Regnskabshåndbogen) eller EY (Indsigt i årsregnskabsloven) i deres fortolkning af ÅRL, dog må det antages, at være en god information som regnskabsbruger, da man som regnskabsbruger ellers ville

have svært ved at vurdere om det fastsatte afkastkrav, er i lighed med markedet og forventninger til markedet.

Af de udvalgte selskaber, fremgår det at 3 benytter sig af DCF. For disse selskaber, er det også kontrolleret om ledelsen, har oplyst omkring inflationsrate, terminalværdi og diskonteringsfaktor, da dette anses, som værende centrale forudsætninger, når selskabet benytter sig af DCF metoden. Det fremgår at der er 1 ud af 3 selskaber, som har oplyst diskonteringsfaktor, og at ingen har oplyst omkring terminalværdien. Herudover er der kun 1 selskab, som har oplyst omkring inflationsrate. Dette må derfor anses, som værende utilfredsstillende for regnskabsbruger, da man hermed, som regnskabsbruger, kan vurdere at man ikke får tilstrækkelige informationer og at de enkelte årsrapporter ikke er tilstrækkeligt gennemskuelige.

Af de øvrige oplysninger (Anvendelse af ekstern vurderingsmand og tomgang), fremgår det at 2 ud af 5 har benyttet sig af en ekstern vurderingsmand. De øvrige selskaber har ikke oplyst omkring dette. Ledelsen i disse selskaber vurderer dermed ikke, at det er en central forudsætning, at oplyse regnskabsbruger omkring dette. Herudover kan det ses, at der er 1 ud af 5 selskaber, som mener, at det er en central forudsætning, at oplyse omkring hvor meget tomgangsleje, der har været i regnskabsåret.

Der kan af tabellen ligeledes ses, hvor stor en andel af de centrale forudsætninger i ovenstående tabel, som de enkelte selskaber ikke har oplyst. Gennemsnitligt har de 5 ovenstående selskaber ikke oplyst 54% af ovenstående forudsætninger, hvilket er en høj pct. andel, når man ser på, at disse centrale forudsætninger, er oplyst af anerkendte revisionshuse som EY og PwC.

Det kan af ovenstående også udledes, at det er det mindste af de udvalgte selskaber, som har færrest oplysninger med (Cosmo 5 ApS), som i deres årsrapport udelukkende oplyser omkring metoden og afkastkravet. Selskabet oplyser ikke om øvrige oplysninger. Modsat er de store selskaber, som Danica Ejendomsselskab ApS og M. Goldschmidt Ejendomme ApS. Disse selskaber er dele af større koncerner, og er de to selskaber med flest oplysninger. Når selskabernes ledelse skal vurdere hvilke centrale forudsætninger, som skal medtages, skal ledelsen vurdere hvilke oplysninger, som

vil bidrage til det retvisende billede. Som tidligere beskrevet afhænger det retvisende billede af hvilke eksterne regnskabsbrugere, som benytter sig af årsrapporten. Ledelsen skal derfor lave en individuel vurdering af hvilke centrale forudsætninger, som de mener er nødvendige. Her kan det af ovenstående udledes, at selskabet med få interessenter, Cosmo 5 ApS, har færrest oplysninger med og at Danica Ejendomsselskab ApS, som er en del af en større offentlig kendt koncern, og ejes af bl.a. Danske Bank, som er en børsnoteret virksomhed, har flest oplysninger. Det kan i forlængelse heraf ligeledes nævnes, at Cosmo 5 ApS aflægges efter regnskabsklasse B, og årsrapporten derfor generelt vil være præget af færre oplysninger, modsat aflægges Danica Ejendomsselskab ApS efter regnskabsklasse C stor, og dermed vil årsrapporten generelt være præget af en mere detaljeret årsrapport. Kravene om centrale forudsætninger er dog gældende for regnskabsklasserne B-D, så til trods for at Cosmo aflægges regnskab efter regnskabsklasse B, så kan selskabet ikke udelade centrale forudsætninger.

Som nævnt beror det på en konkret vurdering, hvad der kan anses som værende centrale forudsætninger for de enkelte ejendomme. I vurderingen heraf skal ledelsen vurdere, hvilke centrale forudsætninger, som gør det muligt for regnskabsbruger, at vurdere de foretagne dagsværdi beregninger. Vi kan af ovenstående tabel udlede, at der er stor forskel i mængden af oplysninger, og dermed kan det udledes, at der er stor forskel i måden hvorpå selskabernes ledelse tolker kravet om oplysninger af centrale forudsætninger. Dette er også forståeligt, henset til, at der ikke er specifikke krav i ÅRL, som konkret nævner, hvilke oplysninger der skal gives.

9.4.1 Delkonklusion

Det kan af ovenstående analyse omkring centrale forudsætninger, udledes at der er flere selskaber, som har udeladt flere forudsætninger, som anerkendte revisionshuse anser, som værende centrale forudsætninger. Herunder kan nævnes at følgende forhold, manglede i flere af årsrapporterne: oplysninger omkring tomgangsleje, oplysning omkring brugen af ekstern vurderingsmand og oplysning omkring anvendelse.

Det kan dog også konkluderes at der er flere oplysninger, som alle selskaberne har medtaget og dermed må disse oplysninger anses, som værende oplysninger, som er almen praksis at oplyse

omkring. Det gør sig gældende for følgende forhold : oplysninger omkring metoden for værdiansættelse og oplysninger omkring anvendt afkastkrav.

10. Tolkning af de centrale forudsætninger for værdiansættelse

På baggrund af ovenstående analyser, og teoriafsnit, vil vi i det efterfølgende afsnit have fokus på, hvad bør anses, som værende tilfredsstillende oplysninger vedr. de centrale forudsætninger.

Som tidligere beskrevet, er der flere af de større anerkendte revisionshuse og fagpersoner, som kommer med eksempler på, hvad de anser som centrale forudsætninger.

I revisionshuset Deloitte, har man udarbejdet et notat, hvor man giver eksempler på hvilke centrale forudsætninger, som bør oplyses. I deres eksempler nævnes altid følgende forhold⁴⁶:

- Type og antal
- Størrelse
- Beliggenhed
- Afkastkrav/diskonteringsfaktor
- Følsomhed på afkastkrav
- Værdi pr. m²
- Fremtidig udlejningsprocent (DCF)
- Forventede renoveringer (DCF)

Det fremgår af EY Indsigt i årsregnskabsloven, at de centrale forudsætninger som minimum bør indeholde:

- Anvendte målemetode
- Afkastkrav eller diskonteringsfaktor
- Forventede inflationsrater
- Principper for opgørelse af afkast- eller diskonteringsgrundlag (fx. tomgang, lejerreserve,

⁴⁶ ”Investeringsjendomme, Oplysninger i årsrapporten – Ny årsregnskabslov”, Deloitte, december 2017

-
- vedligeholdelsesomkostninger, deposita)
 - Diskonteringsperiode (DCF-model)
 - Terminalværdi (DCF Model)

PwC regnskabshåndbog, nævner følgende, som eksempler på centrale forudsætninger:

- Afkastkrav
- Tomgang
- Forventede ændringer i lejeniveau
- Vedligeholdelsesomkostninger

Torben Johansen, statsautoriseret revisor BDO, nævner følgende som centrale forudsætninger:⁴⁷

- Diskonteringsrenten (DCF-model)
- Forventet inflation (DCF-model)
- Forventet tomgang i ejendommen (DCF-model)
- Forventet ændringer til huslejen (DCF-model)
- Forventet vedligeholdelse, hvis der er reguleret herfor (DCF-model)
- Afkastkrav eller forrentningskrav (Ved anvendelse af afkastbaseret model)

Som det fremgår af ovenstående, kan det ses at mange af de oplysninger, som nævnes af forskellige anerkendte revisionshuse og fagpersoner, er i overensstemmelse med hinanden. Alle nævner bl.a. afkastkrav eller forrentningskrav, som en central forudsætning, når virksomheden anvender en afkastbaseret model. Af rapportens gennemgang af oplysninger i årsrapporten, fremgår det også at alle de udvalgte selskaber, har oplyst omkring afkastkrav eller forrentningskrav, hvilket dermed vurderes, at være en nødvendighed når virksomheden skal oplyse omkring centrale forudsætninger. Erhvervsankenævnet oplyste endvidere i en kendelse fra 2015, hvor spørgsmålet om beregning af og dokumentation for dagsværdien på en ejendom blev behandlet, er det bl.a. anført, at afkastkravet

⁴⁷ ”Investerings ejendomme og ny Årsregnskabslov” af Torben Johansen, RR, juli 2016

er helt centralt ved beregning af dagsværdien, og at der dermed stilles krav om en klar dokumentation af beregningen af afkastkravet. Af dokumentationen bør fremgå, dels hvilke faktorer der er objektivt konstaterbare, som fx den risikofrie rente, og dels hvilke tillæg/skøn ledelsen har foretaget, for at komme frem til det samlede afkastkrav på den enkelte ejendom⁴⁸. På baggrund heraf, vurderes det at virksomheder ikke kan undlade at oplyse omkring afkastkravet, som en del af de centrale forudsætninger.

Ved anvendelse af DCF modellen nævner både Deloitte, PwC, EY og Torben Johansen (BDO) at Tomgang, diskonteringsfaktor, forventet ændring til husleje og vedligeholdelsesomkostninger, bør anses værende centrale forudsætninger, som bør oplyses i regnskabet. Alligevel fremgår det af rapportens gennemgang af centrale forudsætninger i udvalgte årsrapporter, at disse oplysninger kun er medtaget i få af de udvalgte årsrapporter. Der er dermed en klar forskel mellem selskabernes ledelsers holdning, og flere af de anerkendte revisionshuse. F.eks. fremgår der udelukkende af 1 ud af 5 årsrapporter, hvor meget tomgang, der er reguleret for i beregningen af dagsværdien på virksomhedernes ejendomme.

10.1 Tiltag der kan forbedre oplysninger i årsrapporterne yderligere

I dette afsnit vil der blive tolket på ÅRL's krav til de *centrale forudsætninger*, notekrav samt øvrige oplysninger, som giver regnskabslæseren det nødvendige informationsniveau i forhold til investeringsejendomme. Der vil også blive vurderet på, om informationsniveauet ændres i forhold til hvilke interessenter virksomheden har.

Centrale forudsætninger

Der henledes til tidligere teoriafsnit og analyseafsnit, hvor vi har kunnet konstatere, at følgende forudsætninger var nogle af de centrale, som nogle af de førende eksperter inden for revision og regnskab, mener er de centrale forudsætninger:

- Anvendt målemetode

⁴⁸„Investeringssejendomme og ny Årsregnskabslov” af Torben Johansen, RR, juli 2016

-
- Type og antal
 - Beliggenhed
 - Afkastkrav/diskonteringsfaktor
 - Principper for opgørelse af afkast- eller diskonteringsgrundlag (fx. tomgang, lejerreserve, vedligeholdelsesomkostninger, deposita)
 - Følsomhedsanalyse på afkastkrav
 - Værdi pr. m²
 - Fremtidig udlejningsprocent
 - Forventede renoveringer
 - Forventede inflationsrater
 - Diskonteringsperiode
 - Terminalværdi
 - Forventede ændringer i lejeniveau

Det vil dog altid være op til ledelsen, at vurdere disse centrale forudsætninger. På trods af, at disse fagpersoner skriver omkring vigtigheden i, at give disse oplysninger, kunne det konstateres i analysen, at under 50% af de udvalgte virksomheder, havde de udvalgte forudsætninger inkluderet i årsrapporten.

Hensyn til informationsniveau i årsrapporten

Når det skal afgøres, hvilke der er de centrale forudsætninger og hvor mange oplysninger der skal gives i årsrapporten, skal det også overvejes hvilken situation virksomheden er i og hvilke interessenter virksomheden har. Der vurderes, at være højest informationsbehov, når en virksomhed eller dens investeringsejendomme, skal sælges. Derudover vil informationsbehovet også stige, jo flere interessenter der indgår i virksomheden. Det vil sige, hvis der sidder mange investorer mange långivere mv., vil der naturligvis være et stor behov, da de har en risiko i forhold til det indskudte kapital og ikke er involveret i driften i virksomheden. De vil derfor kunne bruge årsrapporten til, at forstå den økonomiske situation i den virksomhed de investerer i og træffe deres økonomiske beslutning herpå. Ledelsen i virksomheden kunne selvfølgelig, give investorerne hele beregningen for værdiansættelsen, der vil dog være 2 udfordringer ved dette.

-
1. Der kan være forhold i beregningerne, som vil anses for at være forretningshemmeligheder, som ikke skal ud til uhensigtsmæssig mange personer. Eksempelvis lejen pr. ejendom eller lejlighed. Da ville der kunne komme en lang række klager, hvis der er en lille difference i de forskellige lejers husleje.
 2. Hvis oplysningerne kommer direkte fra virksomhedens ledelse til interessenter eller investorer, da vil disse ikke nødvendigvis være gennemgået af en uafhængig revisor, som har erklæret hvorvidt der er væsentlige fejl i beregningen.

Selvom der ikke er en erklæring af beregningerne, medmindre den er opgjort af en registreret valuar, så vil disse beregninger blive gennemgået i en købssituation og evt. med hjælp fra købers revisor og bank.

Informationsbehovet vil være derimod være relativt lavere, i situationer hvor der er sammenfald i aktionærer og ledelse, altså en ejer ledet og evt. mindre virksomhed. I en sådan type virksomhed, vil aktionærerne være involveret i driften og kende afkast fra ejendommen, typen mv. samt bestemme forudsætningerne i dagsværdi beregningen. Der vil i en sådan type virksomhed være et begrænset antal interessenter og disse vil typisk være aktionærer, bank og lejere og disse vil være et begrænset antal personer. Dog vil man ikke kunne argumentere for, ikke at give nogle oplysninger, bare fordi ledelsen ikke mener, at der er andre end dem og evt. banken som bruger regnskabet. Selskabet skal stadig overholde årsregnskabslovens regler omkring oplysninger.

Forbedringspunkter om investeringsejendomme i årsrapporten

I gennemgangen af de 5 udvalgte virksomheders årsrapporter, har vi kunnet konstatere, at vores hypotese omkring, at størrelsen af selskabet og antallet af ejere/interessenter, har stor betydning for hvor mange oplysninger der gives. I COSMO 5 ApS, er afkastkravet den eneste oplysning, ud af de 5 centrale forudsætninger i analysen af oplysningerne. Derimod har Danica Ejendomsselskab ApS, som er et stort selskab med mange investorer, 5 ud af 8 forudsætninger med. Når den almene regnskabslæser ser på oplysningerne, kan det umiddelbart være svært, at sammenligne de forskellige investeringsejendomme's performance og værdi, derfor vurderes følgende at kunne forbedre oplysningerne i årsrapporterne om investeringsejendommene:

For at kunne sammenholde de forskellige virksomheders investeringsejendomme, er det en central ting at vurdere på de brugte afkastkrav for ejendommene. For at kunne sammenligne de anvendte afkastkrav, er man nødt til at vide noget om ejendommene. Det vil derfor være centrale forudsætninger, at beskrive typen af ejendommen, beliggenhed, stand og øvrige centrale forudsætninger i beregningen af afkastkravet, for de enkelte grupper af ejendomme.

Det ville også være centralt at give en liste over afkastkrav delt op på ejendomstyperne eller en beskrivelse af hvilke andele af de forskellige ejendomstyper porteføljen består af.

Hvis ledelsen ikke har fastsat afkastkravet i overensstemmelse med markedet, vil det have store konsekvenser for dagsværdien. Det betyder dog meget, hvilken type ejendom der er tale om, og hvordan pengestrømmene ser ud, i forhold til hvor meget værdien svinger, hvis afkastkravet ændres. En særdeles vigtig oplysning vil derfor være en følsomhedsanalyse af betydningen for værdien på investeringsejendommene, ved ændret afkastkrav.

Ud over afkastkravet, er der særligt, i DCF-modellen store skøn forbundet med opgørelsen af drifts-afkastet og pengestrømmene i budget/planlægningsperioden og til terminalværdien, som der tilbagediskonteres til dagsværdien. Derfor ville nogle centrale forudsætninger fra disse budgetterede pengestrømme, være særlig godt for regnskabslæser, da det vil give dem et indblik i om dagsværdien er sket, på baggrund af realistiske budgetter. Nogle af disse forudsætninger kunne være realiseret tomgang og budgetteret tomgang, budgetteret stigning i lejeindtægter og forventet ændring i omkostninger. Med disse oplysninger, vil regnskabslæser også kunne læse, hvis der var tale om et projektbyggeri, som var værdiansat til dagsværdi og som man havde indregnet med en lav tomgang i fremtiden. Det vil sige, at pengestrømmene ikke kommer før efter en årrække og er forbundet med en højere grad af usikkerhed.

Det vurderes videre, at den mindre erfarne regnskabslæsere og interessenter kunne have behov for, at have et mere normalt tal, til at sammenligne værdien af ejendommene med. Dette kunne gøres med en beregning og oplysning af kvadratmeterprisen på de forskellige ejendomsgrupper/typer. Derved kan alle regnskabslæsere, slå op på realiserede salgspriser og lave en egen vurdering af prisen.

Ovenstående forhold kan sammendrages i følgende punkter:

- Beskrivelse af hver ejendomsgruppe med type, beliggenhed, stand og øvrige centrale forhold.
- Afkastkrav opdelt på ejendomsgruppe niveau
- Oplysning om den forholdsmæssige fordeling på ejendomsgrupperne
- Følsomhedsanalyse ved ændret afkastkrav
- Realiseret tomgang og forventet tomgang i budgetperiode/normaliseret driftsafkast
- Forventet stigning i lejeniveauet
- Stigninger i omkostninger
- Kvadratmeter pris

Der er hos ejendomsmæglere, revisionshuse og virksomhederne forskellige opfattelser af, hvad de centrale forudsætninger er og det vurderes at, for at fremme overskueligheden og gøre kapitalbevægelsen mellem disse virksomheder bedst mulig, vil det være en fordel, at der sker en præcisering af de centrale forudsætninger. Præciseringen bør ske fra lovgivers side ved at ændre lovgivningen eller igennem retspraksis på baggrund af domme.

De udvalgte selskaber har i flere af årsrapporterne haft lidt mangelfulde årsrapporter i forhold til oplysningerne omkring de centrale forudsætninger. Det er vurderes videre, at de udvalgte selskaber har brugt afkastkrav i overensstemmelse med de vejledende afkastkrav fra Colliers og Nordicals. Samt udviklingen i dagsværdierne følger ligeledes udviklingen i realiserede salgspriser. De udvalgte selskaber er relativt store, dette vil typisk hænge sammen med en mere professionel administration. Selvom de selskaberne er udvalgt relativt tilfældigt, er de ikke nødvendigvis repræsentative og afspejler derfor ikke nødvendigvis det generelle billede, i for eksempel mindre virksomheder med investeringsejendomme, eller virksomheder med investeringsejendomme, som sekundær aktivitet. Det vurderes at der er stor frihed i lovgivningen og at det kan give ledelsen i et nødlidende selskab, mulighed for at lave regnskabsmanipulation. Specielt i et mindre selskab, der ikke er underlagt revision, vil der være mulighed for at manipulere investeringsejendommens værdi.

Amortiseret kostpris kontra dagsværdi

Et andet tiltag, som kunne være med til at forbedre årsrapporten i forhold til det retvisende billede, er vedrørende gældssiden af investeringsejendommene. Som beskrevet i tidligere afsnit omkring ændringer til årsregnskabsloven, skete der ændringer i årsrapporter med regnskabsstart 1. januar 2016 og frem. En af disse ændringer var, at gæld skal indregnes til amortiseret kostpris. Denne ændring betyder at låneomkostninger, stempelafgift, kursgevinst eller tab mv. skal føres lineært i lånets løbetid regnskabsmæssigt. Inden reguleringen af ÅRL, indregnede man gælden til dagsværdi. Denne ændring vurderes, at give god sammenhæng mellem posterne, hvis man har mange lånefinansierede driftsmateriel, biler eller lignende. På denne måde følger passiv og aktiv siden hinanden, da aktivet afskrives lineært over levetiden og omkostninger eller gevinster vedr. lånet indregnes lineært i løbetiden, som typisk tilsvare levetiden på aktivet.

Nu er de gældende regler, at investeringsejendomme kan indregnes til dagsværdi og gælden skal indregnes til amortiseret kostpris. Der vil derfor være en uoverensstemmelse mellem aktiv og passiv siden af ejendommene.

Det vurderes derfor, at det vil give et mere retvisende billede af hele virksomheden, hvis der var en mulighed for, at indregne dagsværdien af gælden, i sammenhæng med muligheden for, at indregne investeringsejendommen til dagsværdi. Hvis der ikke bliver givet mulighed for denne dagsværdi regulering, så kan man lave reguleringen i de selskaber, som ejer andele af ejendomsselskabet. Man kan i stedet for, at indregne selskabet til kostpris, så kan man indregne kapitalandelen til dagsværdi, ved at regulere for dagsværdien på gælden.

11. Konklusion

Investeringsejendomme indgår i årsrapporten under materielle anlægsaktiver, og indregnes i årsrapporten i henhold til årsregnskabslovens regler herfor. Indregning af investeringsejendomme, sker ved første indregning til kostpris. Indregning af investeringsejendomme må ske på det tidspunkt, hvor alle fordele og risici er overgået til erhverver. Efter første indregning, kan investerings-ejendomme indregnes til kostpris eller dagsværdi. Opgavens hovedfokus er på indregning af investeringsejendomme til dagsværdi. Indregning af investeringsejendomme til dagsværdi kan ske i henhold til Årsregnskabslovens §38 eller §41.

Ved indregning af investeringsejendomme i henhold til årsregnskabslovens §38 eller 41, altså til dagsværdi, skal virksomheden kunne opgøre en pålidelig dagsværdi. Dagsværdien er et udtryk for det beløb, hvormed et aktiv kan udveksles ved en transaktion, mellem uafhængige parter. Dagsværdien skal have sit udgangspunkt i et aktivt reguleret marked. For investeringsejendomme er dette i praksis ikke muligt, hvorfor dagsværdihierarkiet niveau 3, hyppigst anvendes. Her har virksomhedens mulighed for at anvende anerkendte dagsværdiberegninger eller alternativt valuarvurdering. Ved anvendelse af en dagsværdiberegning, er det de 2 værdiansættelsesmodeller, DCF-modellen eller afkastmodellen, som ofte anvendes ved fastsættelse af dagsværdien for en investeringsejendom. Begge disse modeller er begge anerkendte værdiansættelsesmetoder, som Årsregnskabslovens regler tilsiger skal anvendes ved beregning af dagsværdi. De to modeller afviger fra hinanden, ved at den afkastbaserede model, er en mere simpel beregning model, som udelukkende fokuserer på ejendommens løbende driftsafkast, som omregnes til en markedsværdi for ejendommen, ved kapitalisering af investors risiko. DCF-beregningen indeholder flere faktorer, og er dermed mere detaljeret. Dog gælder for begge, at de tager udgangspunkt i det løbende driftsafkast, samt at begge modeller, skal tage udgangspunkt i de faktiske forhold på balancedagen, og dermed ikke reguleres for eventuelle fremtidige forhold. Det gør sig ligeledes gældende ved anvendelse af begge modeller, at virksomhederne skal give oplysninger, som gør det tilstrækkeligt muligt for regnskabsbruger, at vurdere hvordan virksomheden har beregnet dagsværdien.

Der har i de senere år været et stort fokus på selskaber, som besidder investeringsejendomme og især indregning af disse til dagsværdi. Dette har medført skarpere krav om f.eks. oplysning omkring centrale forudsætninger.

I opgavens analyserende del, analyseres der på udvalgte selskabers værdireguleringer, sammenholdt med udviklingen på ejendomsmarkedet. Det kan af analysen udledes, at de udvalgte selskabers værdireguleringer, generelt følger udviklingen på ejendomsmarkedet set i forhold til realiserede salg. Det skal her tilføjes, at enkelte selskaber, afviger i enkelte regnskabsår, da der er særlige forhold i disse regnskabsår, som gør at disse afviger.

I analysens 2. del, er der for de udvalgte selskaber, set nærmere på hvilke central forudsætninger, som virksomhederne har oplyst. Det kunne her af udledes, at der var forskel i hvor meget de enkelte virksomheder oplyste i deres årsrapporter, hvilket må anses som værende utilfredsstillende for eksterne regnskabsbrugere, da det således gør det sværere at sammenligne forskellige virksomheder, og ligeledes at vurdere opgørelsen af ejendommenes dagsværdi.

Det kan som følge heraf konkluderes, at virksomhederne generelt har været gode til at værdiregulere deres investeringsejendomme i overensstemmelse med markedet. Ved oplysning omkring centrale forudsætninger, er der dog stadig forbedringspunkter for flere af virksomhederne, som har begrænset med oplysninger i årsrapporten. Det kunne udledes i analysen af de udvalgte selskaber, at informationsniveauet afhænger meget af hvilke interessenter selskabet har. Eksempelvis var COSMO 5 ApS, det selskab med færrest af informationer og COSMO 5 ApS er ejet af enkelte personer og med få långivere. Derimod er Danica Ejendomsselskab ApS det selskab der har givet det bedste informationsniveau og det hænger godt sammen med, at de er ejet af Danske Bank A/S, som er en børsnoteret virksomhed med mange interessenter.

Det kan som følge heraf udledes, at der som udgangspunkt, bør ske en præcisering af kravene for de centrale oplysninger. Dette ville medføre en mere ensrettet årsrapport, og dermed gøre kvaliteten af de centrale forudsætninger bedre. Dette vil medføre et bedre sammenligningsgrundlag for eksterne regnskabsbrugere. I vurderingen heraf, skal der ligeledes tages hensyn til, hvor mange oplysninger der skal gives, samt hvor meget der er nødvendigt for regnskabsbruger, for at kunne vurdere dagsværdien af ejendommen. På baggrund af de udarbejdede analyser, er det vurderet på hvilke

forudsætninger, som bør anses som værende centrale forudsætninger, og dermed hvilke forudsætninger vi anser, som værende nødvendige for at kunne vurdere den fastsatte dagsværdi. Vi har vurderet, at der bør ske en præcisering omkring centrale forudsætninger, som medfører, at følgende forudsætninger, som minimum bør oplyses i årsrapporten: beskrivelse for hver ejendomsgruppe (type, beliggenhed, stand), afkastkrav opdelt på ejendomsgruppe niveau, oplysning omkring den forholdsmæssige fordeling af ejendomsgrupperne, følsomhedsanalyse ved ændret afkastkrav, forventet og realiseret tomgang, forventet stigning i lejeniveau, stigning i omkostninger samt kvadratmeterpris. Vi har vurderet at ovenstående forhold, som minimum bør oplyses for at man kan vurdere de foretagne dagsværdireguleringer. Disse forhold ville ligeledes medføre, at man som ekstern regnskabsbruger ville have bedre forudsætninger, for at vurdere de underliggende årsrapporter. Vi mener derfor, at der skal ske en præcisering af den gældende lovgivning for dermed kunne danne grundlag for en mere retvisende årsrapport.

En præcisering kunne ske i form af ændringer til lovgivningen eller udsendelse af et notat fra Erhvervs- og selskabsstyrelsen, hvor de tolkede på de centrale forudsætninger, og dermed tilkende gav hvad de anser, som værende centrale forudsætninger.

12. Perspektivering

Den udarbejdede analyse af oplysninger og værdireguleringer i 5 udvalgte selskabers årsrapport, er meget begrænset pga. Af antallet af selskaber, og det kunne dermed være interessant, at udvide størrelsen af denne population, og dermed kunne konkludere på en større population og se om konklusionerne og tendenserne ville være i lighed med de i konklusionen angivne.

I forhold til rapportens analytiske del, kunne det også være interessant at analysere på mindre virksomheder, som ikke har en større portefølje af investeringsejendomme, og dermed se om udviklingen af værdireguleringer er i lighed med udviklingen på ejendomsmarkedet, og vurderer hvordan de har informeret eksterne regnskabsbrugere.

Der har igennem en årrække været stort fokus på selskaber med investeringsejendomme, som også beskrives i opgaven. Der i igennem en længere årrække blevet foretaget flere tiltag, som skal være med til at sikre at oplysningskravene opfyldes. Der er så sent, som i 2018 fremsendt et nyt høringsforslag til ændringer til Årsregnskabsloven som, hvis det vedtages, vil få effekt på årsrapporter der begynder den 1. Januar 2020 eller senere. Høringsforslaget omhandler, at virksomheder fremadrettet skal give følgende oplysninger, for hver kategori af aktiver, der måles til dagsværdi:⁴⁹

- 1) Dagsværdien ultimo regnskabsåret
- 2) Ændringer af dagsværdien, der er indregnet direkte i resultatopgørelsen
- 3) Ændringer der er indregnet i dagsværdireserven, jf § 49 stk. 3, under egenkapitalen
- 4) En oversigt, som viser bevægelser i dagsværdireserven i løbet af regnskabsåret

Det kunne dermed være interessant, at undersøge nærmere hvad der ligger bagved ovenstående, og hvordan ovenstående ville påvirke regnskabet, samt om disse er med til at forbedre regnskabsbrugers forståelse for den indregnede værdi i regnskabet.

For bedre, at kunne vurdere oplysningerne i årsrapporterne kunne det ligeledes være interessant at undersøge, hvilke forhold som ledelserne ikke har medtaget i deres årsrapporter, som følge af f.eks.

⁴⁹ PwC regnskabshåndbog, side 252

følsomheden af oplysninger og hvorfor de ikke mener, at disse forhold ville være nødvendige for regnskabsbruger for at kunne vurdere værdiansættelsen. Dette ville i den forbindelse også være interessant at undersøge det revisionstekniske aspekt, ved at undersøge hvordan ledelsen er blevet udfordret i deres værdiansættelse. Dette ville især være interessant i forhold til fastsættelse af afkastkrav, som er forbundet med en stor del skøn.

Dette ville ligeledes være interessant, at indhente udtalelser fra Erhvervs- og selskabsstyrelsen omkring deres holdning og tolkning af de centrale forudsætninger, som kunne være med til at underbygge vurderingen af hvilke centrale forudsætninger, som bør anses som værende nødvendige. Herudover kunne det være interessant, at se på udtalelser fra valuarer og andre ejendomskyndige personer, som kunne dele deres erfaringer med værdiansættelse af ejendomme, og hvilke forhold de anser, som værende nødvendige for at kunne vurdere værdiansættelsen som ekstern regnskabsbruger.

13. Kilde- og Litteraturliste

13.1 Hjemmesider

Colliers Markedsrapporter

<https://www2.colliers.com/da-DK/Countries/Denmark/Market-Insight>

Nybolig Markedsrapporter

<https://www2.colliers.com/da-DK/Countries/Denmark/Market-Insight>

Database til indhentning af årsrapporter

www.cvr.dk

Finans Danmark

<http://finansdanmark.dk/toerre-tal/boligstatistik/boligmarkedsstatistikken/>

Corporate Finance Institute:

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/what-is-capm-formula/>

Realkredit Danmark:

<https://www.rd.dk/da-dk/privat/koeb-bolig/Kurser-og-renter/Pages/Aktuelle-priser.aspx?segment=P>

Finans:

<https://finans.dk/privatokonomi/ECE10968566/nye-huskoebere-har-faaet-det-lettere/>

Århus stifstidende:

<https://stiften.dk/aarhus/Lego-arving-paa-storindkoeb-i-Aarhus-Har-koebt-650-boliger/artikel/284163>

13.2 Publikationer

Årsregnskabsloven

Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl

Regnskabsvejledningen for regnskabsklasse B- og C-virksomheder 2016

IAS 40 – Investerings ejendomme

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

Forfatter: Deloitte

År: 2015

Titel: ”Markedsrapport Erhvervs ejendomme i Danmark”

Forfatter: Nybolig Erhverv

År: Efterår 2015

Titel: ”Markedsrapport Erhvervs ejendomme i Danmark”

Forfatter: Nybolig Erhverv

År: Efterår 2016

Titel: ”Markedsrapport Erhvervs ejendomme i Danmark”

Forfatter: Nybolig Erhverv

År: Efterår 2017

Titel: ”Markedsrapport Erhvervs ejendomme i Danmark”

Forfatter: Nordicals (Tidl. Nybolig Erhverv)

År: Forår 2019

Titel: Colliers MarkedsPULS 1. Kvartal 2015

Forfatter: Colliers International

År: 2015

Titel: Colliers MarkedsPULS 3. Kvartal 2015

Forfatter: Colliers International

År: 2015

Titel: Colliers MarkedsPULS 3. Kvartal 2016

Forfatter: Colliers International

År: 2016

Titel: Colliers MarkedsPULS 4. Kvartal 2017

Forfatter: Colliers International

År: 2017

Titel: Colliers MarkedsPULS 4. Kvartal 2018

Forfatter: Colliers International

År: 2018

Titel: "Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forretningskrav"

Forfatter: Ejendomsforeningen Danmark og Dansk Ejendomsmæglerforening

År: 2013

Titel: "Værdiansættelse af investeringsejendomme – definition af forretningskrav"

Forfatter: Ejendomsforeningen Danmark

År: 2013

Titel: ”Investeringssejendomme, oplysninger i årsrapporten – Ny årsregnskabslov – Tema 14”

Forfatter: Deloitte

År: December, 2017

13.3 Bøger

Titel: ”Finansiell rapportering – teori og regulering”

Forfatter: Jens O. Elling

År: 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: 5. udgave, 2018-19

Titel: ”Overblik Inspiration Viden”, Regnskabshåndbogen 2019

Forfatter: PwC

År: 2019

13.4 Artikler mv.

Titel: ”Investeringssejendomme og ny årsregnskabslov”

Forfatter: Torben Johansen, BDO

År: Udgivet juli 2016 i ”Revision og Regnskabsvæsen”

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

Forfatter: Erhvervsstyrelsen

År: 3. April 2009

13.5 Årsrapporter

Core Bolig III Kommanditaktieselskab, CVR: 33 35 12 83. Årsrapporterne 2014, 2015, 2016 & 2017.

Cosmo 5 ApS, CVR: 71 21 17 11. Årsrapporterne 2013-14, 2014-15, 2015-16, 2016-17 & 2017-18.

Danica Ejendomsselskab ApS, CVR: 24 91 97 14. Årsrapporterne 2014, 2015, 2016 & 2017

Ejendomsselskabet Norden II Invest PS, CVR: 30 58 74 05. Årsrapporterne 2014, 2015, 2016, 2017 & 2018.

M. Goldschmidt ejendomme A/S, CVR: 29 19 40 09. Årsrapporterne 2013-14, 2015, 2016 & 2017