

Investerings ejendomme



Hvad skal revisor være opmærksom på i forbindelse med revision af værdiansættelse af investerings ejendomme?

Aalborg Universitet

Speciale på
cand.merc.aud-studiet

Juni 2010

Udarbejdet af:
Jens Otte Foldbjerg

Vejleder:
Lars Kiertzner

Indholdsfortegnelse

1.	INDLEDNING	5
2.	PROBLEMFORMULERING	7
2.1	PROBLEMSTILLING.....	7
2.2	METODE	10
2.3	AFGRÆNSNING	11
2.4	DEFINITIONER.....	12
3.	SITUATIONEN PÅ EJENDOMSMARKEDET	13
4.	HVAD ER EN INVESTERINGSEJENDOM?	16
5.	DANSKE REGNSKABSREGLER	18
5.1	ÅRSREGNSKABSLOVEN	18
5.1.1	<i>Anlægsaktiver</i>	19
5.1.2	<i>Investeringsvirksomhed</i>	26
5.2	REGNSKABSVEJLEDNING 16.....	29
5.3	SAMMENLIGNING AF DE DANSKE REGNSKABSREGLER	31
5.4	ÅRSREGNSKABSLOVEN EFTER 2008.....	32
6.	INTERNATIONALE REGNSKABSREGLER	34
6.1	IAS	34
6.2	IFRS-BEKENDTGØRELSEN	37
7.	SAMMENLIGNING AF REGNSKABSREGLER.....	39
7.1	LIGHEDER	39
7.2	FORSKELLE	40
8.	GENNEMGANG AF VÆRDIANSÆTTELSESMODELLER.....	43
8.1	NORMALINDTJENINGSMODELLEN	43
8.1.1	<i>Fase 1</i>	44
8.1.2	<i>Fase 2</i>	46
8.1.3	<i>Fase 3</i>	48
8.2	DCF-MODELLEN	49
8.2.1	<i>Budgetperioden</i>	50
8.2.2	<i>Terminalperioden</i>	51
8.2.3	<i>Diskonteringsfaktor</i>	52
8.2.4	<i>Dagsværdi</i>	52
8.3	SAMMENLIGNING AF VÆRDIANSÆTTELSESMODELLERNE.....	53

9.	SELSKABSRETLIGE REGLER.....	55
9.1	FONDSAKTIER	55
9.2	UDBYTTE	56
9.3	NY SELSKABSLOV	57
10.	REVISIONSSTANDARDE	58
10.1	REVISIONSBEVIS	58
10.2	REVISION AF REGNSKABSMÆSSIGE SKØN.....	63
10.2.1	<i>Gennemgang og test af den anvendte fremgangsmåde</i>	<i>64</i>
10.2.2	<i>Udøvelse af et uafhængigt skøn.....</i>	<i>65</i>
10.2.3	<i>Efterfølgende begivenheder.....</i>	<i>66</i>
10.3	REVISION AF MÅLINGER TIL OG OPLYSNINGER OM DAGSVÆRDI.....	66
10.3.1	<i>Test af betydelige forudsætninger, værdiansættelsesmodeller og underliggende data</i>	<i>69</i>
10.3.2	<i>Uafhængige skøn over dagsværdien.....</i>	<i>71</i>
10.3.3	<i>Efterfølgende begivenheder.....</i>	<i>71</i>
10.3.4	<i>Oplysninger om dagsværdi.....</i>	<i>71</i>
10.3.5	<i>Afslutning af revisionen.....</i>	<i>71</i>
10.4	OPDATERING AF RS 540	72
11.	GENNEMGANG AF UDVALGTE ÅRSRAPPORTER.....	74
11.1	COCKTAIL EJENDOMME A/S	74
11.1.1	<i>Regnskabsregler.....</i>	<i>75</i>
11.1.2	<i>Regnskabsanalyse</i>	<i>76</i>
11.2	DADES A/S	78
11.2.1	<i>Regnskabsregler.....</i>	<i>78</i>
11.2.2	<i>Regnskabsanalyse</i>	<i>79</i>
11.3	ESSEX INVEST A/S.....	81
11.3.1	<i>Regnskabsregler.....</i>	<i>81</i>
11.3.2	<i>Regnskabsanalyse</i>	<i>82</i>
11.4	JEUDAN A/S.....	85
11.4.1	<i>Regnskabsregler.....</i>	<i>85</i>
11.4.2	<i>Regnskabsanalyse</i>	<i>86</i>
11.5	TOWER GROUP A/S	88
11.5.1	<i>Regnskabsregler.....</i>	<i>88</i>
11.5.2	<i>Regnskabsanalyse</i>	<i>89</i>
11.6	SAMMENLIGNING AF ÅRSRAPPORTERNE	91
11.6.1	<i>Regnskabsregler.....</i>	<i>91</i>
11.6.2	<i>Regnskabsanalyse</i>	<i>92</i>
12.	REVISION AF INVESTERINGSEJENDOMME.....	95
12.1	REVISIONSPPLAN	96

12.1.1	Til- og afgang i årets løb.....	96
12.1.2	Fysisk kontrol.....	96
12.1.3	Ejerforhold.....	97
12.1.4	Værdireguleringer i året.....	97
12.1.5	Kontrol af værdireguleringer.....	98
12.1.6	Kontrol af dagsværdi.....	98
12.1.7	Efterregning af kapitalværdi.....	99
12.1.8	Korrekt klassifikation.....	99
12.1.9	Øvrige revisionsområder.....	100
12.2	REVISIONSBEVIS.....	100
12.2.1	Til- og afgang.....	101
12.2.2	Fysisk kontrol.....	101
12.2.3	Ejerforhold.....	102
12.2.4	Kontrol af værdireguleringer.....	102
12.2.5	Kontrol af dagsværdien.....	103
12.2.6	Korrekt klassifikation.....	103
13.	KONKLUSION.....	105
14.	ENGLISH SUMMARY.....	112
15.	BILAG 1: PARAGRAFFER I ÅRSREGNSKABSLOVEN.....	114
15.1	BEKENDTGØRELSE AF LOV NR. 647 AF 15. JUNI 2006.....	114
15.2	BEKENDTGØRELSE AF LOV NR. 395 AF 25. MAJ 2009.....	118
16.	BILAG 2: EKSEMPLER PÅ VÆRDIANSÆTTELSESMODELLER.....	120
16.1	NORMALINDTJENINGSMODELLEN.....	120
16.2	DISCOUNTED CASH FLOW-MODELLEN.....	121
17.	BILAG 3: PARAGRAFFER I AKTIESELSKABSLOVEN.....	122
17.1	BEKENDTGØRELSE AF LOV NR. 649 AF 15. JUNI 2006.....	122
17.2	LOV 2009-06-12 NR. 470 OM AKTIE- OG ANPARTSSELSKABER (SELSKABSLOVEN).....	124
18.	BILAG 4: REVISIONSPLAN FOR INVESTERINGSEJENDOMME.....	126
19.	LITTERATURLISTE.....	130
19.1	BØGER OG PUBLIKATIONER.....	130
19.2	ARTIKLER.....	131
19.3	HJEMMESIDER.....	142
19.4	REGNSKABER.....	142
19.5	LOVE, VEJLEDNINGER OG STANDARDER.....	143
19.6	ANDRE.....	144

1. Indledning

Med en igangværende økonomisk lavkonjunktur er der i øjeblikket store udfordringer for revisorer i forbindelse med deres udførelse af en revision af et selskabs årsrapport. Efterhånden som flere og flere virksomheder bukker under som et resultat af krisen, kommer der større og større fokus på revisors rolle i forbindelse med et selskabs aflæggelse af den årlige regnskabsrapportering. Det er derfor vigtigt, at revisor er opmærksom på den øgede fokus på hans arbejdsopgaver i forbindelse med revisionen.

Et af de områder, som har været mest påvirket af krisen, er ejendomsmarkedet. Dette marked har været særligt hårdt ramt i specielt de dyreste områder omkring især København og har været nede på et næsten absolut nulpunkt med stort ingen handler. De gennemførte handler har medført store prisfald på ejendommene. Det er ikke usædvanligt, at ejendomme er faldet med mellem 20-30 %. Har man fået aftalt en pris på ejendommen, har det også været næsten umuligt at skaffe finansiering til købet af ejendommen, idet den finansielle sektor også har været meget hårdt ramt og ikke har haft de store ønsker om at yde finansiering. Ejendomsmarkedet har så at sige været iskoldt.

Inden finanskrisen var ejendomsmarkedet på sit højeste niveau nogensinde, og det så ud til, at prisstigningerne ingen ende ville tage. Selvom der siden hen har været store prisfald, er prisniveauet stadig højt. Faktisk er prisniveauet faldet til samme niveau som i 2007, som var et af de bedste år i ejendomsbranchen.

Samtidig med at ejendomspriserne er faldet, har det næsten aldrig været billigere at låne. Realkreditrenten på rentetilpasningslån med en årlig rentetilpasning er nede på et historisk lavt niveau lige under 2 %. Den lave rente er da også en af grundene til, at ejendomsmarkedet så småt er begyndt at øjne lys for enden af tunnelen.

Finanskrisen har kostet mange ejendomsselskaber livet. Nogle er blevet trukket ned af nogle af de banker, som også har bukket under for krisen. I nogle af tilfældene har der været endda store sammenhænge mellem ejendomsselskabernes og bankernes konkurser. Således har et fåtal af personer stået bag en stor del af de konkursramte ejendomsselskaber. Det har for no-

gen af disse selskabers vedkomne været alt for let at opnå finansiering af et ejendoms køb. Et utal af ejendomme er blevet handlet i en sådan hastighed, at priserne helt mistede jordforbindelsen, og et krav om større og større avancer tvang disse selskaber ud i større byttehandler og mere eller mindre lyssky finansieringskilder i form af pantebrevshandlere.

Endnu flere ejendomsselskaber oplever stadig store problemer med både at få driften af ejendommene og likviditeten til at hænge sammen. Mange af disse ejendomsselskaber lever i øjeblikket kun på bankernes nåde, idet disse sandsynligvis ikke har råd til at tage nogen rigtige store tab, hvis disse ejendomsselskaber går konkurs. Nogen af disse ejendomsselskaber består af nogen af de største ejendomsbesiddere i landet og tæller både børsnoterede selskaber, større koncerner og enkeltstående selskaber fordelt over hele landet.

Der har været røster fremme om, at ejendoms markedet har været illikvidt, idet antallet af handler har været utroligt lavt. Dette stiller ejendomsselskaberne overfor store udfordringer i forbindelse med værdiansættelsen af ejendommene. For hvordan værdiansætter man en ejendom, hvis der ikke er nogen priser at sammenligne med? Derfor benytter ejendomsselskaberne forskellige værdiansættelsesmodeller, men disse indeholder også deres udfordringer, når situationen nu er, som den en gang er.

Når ejendomsselskaberne står overfor store udfordringer i forbindelse med deres ejendomsporteføljer, afspejler dette sig også i revisor. Som tidligere nævnt er der kommet større og større fokus på revisors ansvar i forbindelse med selskabers konkurser. I flere af de største konkurser på det seneste er revisors ansvar kommet under lup, og der har også blevet rejst flere sager, hvor dette har været tilfældet, herunder kan især nævnes IT Factory og Roskilde Bank, men flere kan være undervejs.

Det er derfor vigtigt for revisor at kende og være opmærksom på forhold, som er vigtige og har stor betydning, i forbindelse med arbejdet med at revidere disse ejendomsselskabers årsrapporter, hvis man vil undgå en sag om et muligt ansvar i forbindelse med et ejendomsselskabs konkurs. Disse forhold gælder både indenfor regnskab, selskabsret og revision. Formålet med denne opgave er derfor at klarlægge disse forhold og hjælpe revisor med at kunne opnå et tilfredsstillende resultat af revision af et ejendomsselskabs årsrapport.

2. Problemformulering

I forbindelse med ejendomsmarkedets nuværende tilstand har det sandsynliggjort en række problemstillinger omkring, hvordan virksomhedernes investeringsejendomme regnskabsmæssigt skal behandles. Det har tydeliggjort behovet for at indregne og opgøre aktiver til den korrekte dagsværdi, selvom dette kan være vanskeligt. Værdiansættelsesmodeller kan anvendes til at værdiansætte disse ejendomme. Ligesom de nuværende tilstande stiller virksomheden overfor en række problemstillinger, gælder dette også for revisor.

For at kunne klarlægge disse forhold inden for regnskab, selskabsret og revision, som er vigtige og har stor betydning for revisors arbejde med at revidere ejendomsselskabers årsrapporter og komme frem til en revisionskonklusion, er det vigtigt med en klar beskrivelse af, hvordan revisor opnår denne revisionskonklusion, hvilket er formålet med denne opgave.

Der vil i det efterfølgende blive opstillet en problemstilling, som skal hjælpe med til opnå ovennævnte formål med opgaven. Denne problemstilling vil blive opdelt i en række delproblemer, som skal hjælpe med til at kunne besvare denne problemstilling. Det vil ligeledes blive klarlagt, hvordan fremgangsmåden i opgaven vil være til opnåelse af dette mål. Endvidere vil en række områder, som ikke behandles i opgaven, blive nævnt og begrundet, hvorfor de er udeladt. Endelig vil en række udtryk og begreber blive defineret, så der undgås eventuelle misforståelse i forbindelse med læsningen af denne opgave.

2.1 Problemstilling

Langt de fleste af revisors arbejdsopgaver resulterer i en eller anden form for erklæring i en virksomheds årsrapport. Med den øjeblikkelige lavkonjunktur stilles virksomheder og revisor overfor en række udfordringer i forbindelse med værdiansættelse og præsentation af investeringsejendomme i årsrapporten samt den efterfølgende revision af denne årsrapport. For at kunne give denne erklæring er revisor nødt til opnå en overbevisning om, at denne værdian-

sættelse og præsentation af investeringsejendomme i årsrapporten er retvisende ud fra virksomhedens forhold.

I forbindelse med virksomheders opgørelse af dagsværdien af investeringsejendomme er der visse usikkerhedsmomenter, da værdiansættelsen af investeringsejendomme i høj grad baserer sig på regnskabsmæssige skøn fra ledelsen. Revisor skal i forbindelse med revisionen foretage vurderinger af disse skøn.

Dette kræver baggrundsviden om regnskabsregler, selskabsretlige regler, revisionsmæssige forhold og andre forhold, som eksempelvis samfundsmæssige forhold. Er denne viden ikke tilstrækkelig, kan revisor i værste tilfælde blive stillet til ansvar for en mangelfuld erklæring.

Ovenstående leder hen til følgende problemstilling:

Hvad skal revisor være opmærksom på i forbindelse med revision af værdiansættelsen af investeringsejendomme?

Som en hjælp til at besvare denne problemstilling er det nødvendigt med en række delproblemer. Delproblemerne er følgende:

1. Hvad er en investeringsejendom?

Da denne opgave omhandler investeringsejendomme, er det nødvendigt at klarlægge, hvad en investeringsejendom egentlig er. Det er også nødvendigt at beskrive den nuværende situation på det danske ejendomsmarked, da en forståelse for denne er vigtig i forbindelse med revisionen af værdiansættelsen af investeringsejendomme.

2. Hvilke regnskabsregler skal revisor være opmærksomme på i forbindelse med værdiansættelse af investeringsejendomme?

Denne del af opgaven vil tage udgangspunkt i beskrivelse og sammenligning af danske og internationale regnskabsregler. Desuden vil to af de mest anerkendte værdiansættelsesmodel-

ler blive gennemgået og sammenlignet. Endelig vil relevante selskabsretlige regler blive behandlet, da disse har indflydelse på den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. Denne del af opgaven er vigtig, idet den præciserer grundlaget for revisors revision.

3. Hvilke revisionsmæssige forhold skal revisor være opmærksomme på?

For at revisor kan opnå sikkerhed for, at værdiansættelsen og præsentationen af investeringsejendomme er korrekt og dermed afgive en erklæring på selskabets årsrapport, er der nogle revisionsmæssige standarder, som skal følges. Det vil hovedsageligt dreje sig om RS 500, RS 540 og RS 545. Disse standarder vil blive gennemgået i denne del af opgaven.

4. Hvordan er de regnskabsmæssige regler anvendt i praksis?

I denne del af opgaven vil de tidligere behandlede regnskabsregler blive sammenholdt med nogle udvalgte årsrapporter. Ligesom de regnskabsmæssige regler vil blive sammenlignet, vil der også blive foretaget en mindre regnskabsanalyse, som gerne skulle kunne sammenholdes med ejendomsmarkedets nuværende situation. Slutteligt vil de fem udvalgte årsrapporter blive sammenlignet både med hensyn til anvendelse af regnskabsregler og med den foretagne regnskabsanalyse.

5. Hvordan kan revisor revidere investeringsejendomme?

Denne del af opgaven omhandler selve revisionen af investeringsejendomme med udgangspunkt i de tidligere behandlede standarder og vejledninger. Der vil blive udarbejdet en revisionsplan, som også kommenteres. Derudover vil det blive behandlet, hvordan revisor kan opnå egnet og tilstrækkeligt revisionsbevis under revisionen af investeringsejendomme, og hvad disse revisionsbeviser kan være.

2.2 Metode

Opgaven vil bestå af en teoretisk og en praktisk del.

Den teoretiske del af opgaven vil som udgangspunkt bestå af en gennemgang af lovgivning og standarder indenfor regnskabsaflæggelse, revision og selskabsret, hvor de forskellige regler vil blive beskrevet. Denne del af opgaven vil også indeholde analyserende elementer, idet de forskellige danske og internationale regler indenfor regnskabsaflæggelsen vil blive sammenlignet for eksempelvis lighedspunkter og forskelligheder.

Den teoretiske del af opgaven vil som udgangspunkt være den mest omfangsrige del af opgaven, idet de behandlede emner i denne del udgør størstedelen af grundlaget for revisors arbejde med investeringsejendomme. Uden en grundig gennemgang af denne teoretiske del ville det ikke være muligt for revisor at kunne udtrykke sig omkring et selskabs behandling af investeringsejendomme i årsrapporten med nogen grader af sikkerhed.

Den teoretiske del af opgaven udgøres af delproblemerne 1-3.

Den praktiske del af opgaven vil tage udgangspunkt i den teoretiske del af opgaven og dermed benytte de beskrevne regnskabsmæssige regler og revisionsstandarder. De beskrevne regnskabsregler vil blive benyttet i forbindelse med en regnskabsanalyse af fem udvalgte selskabers sidste tre aflagte årsrapporter. Der er udvalgt fem selskaber, da der ikke er tale om en statistisk undersøgelse af finanskrisen indvirkning, men et ønske om at vise, hvad finanskrisen har betydet for nogle af de største ejendomsselskabers værdiansættelse af investeringsejendomme. Dette er også årsagen til, at analysen omfatter 3 regnskabsår, idet denne periode gerne skulle vise indvirkningen af finanskrisen. Gennemgangen af de udvalgte årsrapporter vil bestå af en undersøgelse af, om de regnskabsmæssige regler er overholdt. Den vil endvidere bestå af en egentlig regnskabsanalyse, hvor udvalgte forhold i årsrapporterne vil blive behandlet. Disse forhold omhandler blandt andet hoved- og nøgletal samt målingen af investeringsejendomme.

Den praktiske del vil også tage udgangspunkt i de beskrevne revisionsstandarder i forbindelse med udarbejdelsen af en revisionsplan for investeringsejendomme, ligesom de beskrevne re-

visionsstandarder også vil danne baggrund for behandlingen af, hvordan der kan opnås revisionsbevis i forbindelse med revisionen af investeringsejendomme.

Den praktiske del af opgaven udgøres af delproblemerne 4-5.

2.3 Afgrænsning

De nedenfor beskrevne afgrænsninger kan ikke udelukke at der ikke vil blive nævnt forhold om de afgrænsede områder, men områderne vil ikke blive behandlet i lige så høj grad, da de ikke er en del af formålet med opgaven.

Da der kan være forskellige måder, hvorpå investeringsejendomme skal behandles i henholdsvis koncernregnskaber og regnskaber i moder- og datterselskaber, vil forhold omkring behandlingen af investeringsejendomme i koncernregnskabet ikke blive behandlet.

Ligeledes vil en række øvrige regnskabsmæssige regler omkring behandlingen af investeringsejendomme i årsrapporten ikke vil blive behandlet i denne opgave. Det drejer sig om regnskabsregler omkring overførsler af ejendomme mellem forskellige aktivgrupper, målingen af gældsforpligtelser til dagsværdi og segmentoplysninger. Årsagen til, at disse regnskabsregler ikke vil blive behandlet dybdegående, er, at denne opgave udelukkende vil fokusere på målingen af aktiverne og oplysning herom.

Med hensyn til de internationale regnskabsregler vil kun IAS 40 blive behandlet i denne opgave, idet denne omhandler målingen af investeringsejendomme. Øvrige IAS'er som eksempelvis IAS 2 om varebeholdninger og IAS 16 om materielle anlægsaktiver vil udelukkende blive nævnt med navn og nummer, men ikke nærmere behandlet med samme begrundelse som for de danske regnskabsregler, idet disse ikke vedrører værdiansættelsen af investeringsejendomme til dagsværdi, men behandling af andre områder i årsrapporten.

Denne opgave vil heller ikke omhandle skattemæssige regler i forbindelse med køb, salg og drift af investeringsejendomme, da dette vurderes at udgøre en selvstændig opgave i sig selv. Dog kan der i løbet af opgaven blive nævnt enkelte skattemæssige forhold. Herunder tænkes

eksempelvis på udskudte skatteforpligtelser, men beregning af og regler om disse med videre vil ikke blive behandlet.

De selskabsretlige regler i anpartsselskabsloven vil ikke blive behandlet i denne opgave, da det vurderes, at eventuelle regler i anpartsselskabsloven opvejes af de selskabsretlige regler i aktieselskabsloven. Det gælder jo også, at hvis der ikke findes anvendelige regler i anpartsselskabsloven, så kan reglerne i aktieselskabsloven benyttes.

De ovennævnte afgrænsninger udelukker ikke, at der i løbet af opgaven kan komme flere afgrænsninger, men de ovennævnte afgrænsninger vurderes til at være de vigtigste i forbindelse med forståelse af problemstillingen.

2.4 Definitioner

Følgende definitioner skal give en kort beskrivelse af nedenstående udtryk og begreber, så der ikke opstår uklarhed om betydningen af disse under læsningen. Derudover kan der i løbet af opgaven være løbende definitioner, der som udgangspunkt skal omfattes af beskrivelsen af det pågældende emne.

Anlægsaktiver:	Aktiver, som er bestemt til vedvarende eje eller brug for virksomheden.
D-virksomheder:	Børsnoterede og statslige selskaber
Investeringsejendomme:	Se særskilt afsnit.
Mellemstore virksomheder:	C-virksomheder med en balancesum over 36 mio. kr., en nettoomsætning over 72 mio. kr. eller over 50 ansatte
Måling/værdiansættelse:	Disse begreber vil i løbet af opgaven løbende blive anvendt og har samme betydning, nemlig hvordan opgøres værdien af et aktiv eller en forpligtelse.
Store virksomheder:	C-virksomheder med en balancesum over 143 mio. kr., en nettoomsætning over 286 mio. kr. eller over 250 ansatte

3. Situationen på ejendomsmarkedet

Siden starten af finanskrisen i 2008 har ejendomsmarkedet stået næsten helt stille. Det ser dog ud til, at udviklingen er ved at vende om end ikke til stigende aktivitet, men i hvert fald en stabilisering.

Krisen har kostet mange ejendomsselskaber livet, ligesom flere banker også er bukket under som følge af deres engagementer med ejendomsbranchen. Det har der været mange årsager til, men generelt har alt for mange investorer købt deres ejendomme for dyrt og ikke haft den grundlæggende drift af ejendommen i orden. Det har betydet, at ejendommene har kørt med underskud, hvilket ikke har været et problem tidligere, idet stigningen i ejendommenes værdi har givet en samlet gevinst.

Mange ejendomsselskaber har kæmpet, og nogen kæmper stadig for at overleve. Et eksempel er Essex Invest A/S, som har problemer med at klare terminen. Det på trods af, at selskabet i årsrapporten pr. 30. september 2008 havde en egenkapital på ca. 1,2 mia. kr.¹ Egenkapitalen i den seneste årsrapport for 2008/09 negativ med ca. 71 mio. kr.² Selskabet har sat over 1 mia. kr. til på blot et enkelt år. Allerseneste eksempel er det børsnoterede ejendomsselskab Olicom A/S, som i juni måned 2010 indgav konkursbegæring til skifteretten.

Ejendomsmarkedet er stadig præget af få transaktioner på markedet for investeringsejendomme, og det er primært ejendomme under pres, der handles. En af årsagerne til den lave aktivitet er, at det er meget svært at få finansieringen på plads. Mange banker er ikke villige til at hjælpe med finansieringen ved købet af en investeringsejendom. Det betyder, at sælgerfinansiering kan være løsningen for at sikre flere transaktioner.

Da krisen var på sit højeste, var mulighederne for finansiering af ejendomsprojekter stort set ikke eksisterende uanset sundheden af det enkelte projekt. Bankerne lukkede stort set kassen i, når der var tale om transaktioner indenfor ejendomsbranchen. Siden er der kommet bankpakke I og II til at sikre bankerne kapital til udlån. På trods af dette har bankerne fortsat været

¹ Kilde – Årsrapport 2007/08 for Essex Invest A/S

² Kilde – Årsrapport 2008/09 for Essex Invest A/S

tilbageholdene med långivning ved finansiering af en ejendomshandel. Der er dog på det seneste ved at vise sig en vis åbning igen.

Med baggrund i de manglende finansieringsmuligheder har antallet af købere været meget begrænset, ligesom der også har været få sælgere. Det er stort set kun velkonsoliderede ejendomsselskaber, pensionskasser og rige privatpersoner, som har været i stand til at foretage handler. De mest aggressive ejendomsselskaber er blevet bremset af bankernes tilbageholdenhed med finansiering. Mange købere har ventet og venter stadig på, at prisudviklingen på ejendomsmarkedet har nået bunden. De eneste, som stort set er aktive på ejendomsmarkedet, er virksomheder og personer, som kan klare købet ved egenfinansiering.

Købere af investeringsejendomme har haft stigende afkastkrav til ejendommene. Det gælder især de sekundært beliggende ejendomme. De usikre økonomiske forhold på markedet har betydet større efterspørgsel efter kvalitetsejendomme med god beliggenhed, idet disse oftest har stabile driftsindtægter. Der er således kommet større fokus på risikoen ved at investere i ejendomme.

Selvom priserne på boligmarkedet også er blevet presset nedad, ligger de stadig på et forholdsvis højt niveau. Faktisk er prisniveauet på boligmarkedet på linje med det i 2005, som har været det hidtil bedste salgsår. På trods af prisfald er der stadig høje friværdier. I gennemsnit udgør friværdierne på landsplan ca. 900 tkr.³ Så selvom der er store prisfald, viser det, at priserne stadig er på et højt niveau.

2008 har vist sig at være det værste år for boligejerne siden 1987. Priserne er på landsplan faldet mellem 5 og 10 %. Lokalt kan priserne være faldet endnu mere. Eksempelvis i Nordsjælland og andre af de dyreste områder har der været prisfald på omkring 20 %.⁴ De store prisfald er et bevis på, at boligpriserne har været skruet op i et alt for højt niveau, hvilket til dels skyldes banker og andre finansieringskilders velvillighed til at låne penge ud uden at stille store krav eller spørgsmål. En anden af årsag til prisfaldene har været den stigende rente gennem 2008.

³ Kilde – artiklen ”2008 har kostet danske boligejere 195 mia. kr.” på Dinepenge.dk

⁴ Kilde – artiklen ”Historisk dårligt boligår i Danmark” fra Business.dk

Noget af det, som er ved at få hjulene lidt i gang igen, er den meget lave rente. Nationalbankens udlånsrente er eksempelvis nede på 1,05 % p.a. fra midten af januar måned 2010.⁵ Denne lave rente har medført, at det pr. 31. maj 2010 er muligt at få et rentetilpasningslån med en rente på 1,07 % p.a.⁶

Selvom udviklingen på ejendomsmarkedet er ved at vende fra det kulsorte til mere normale tilstande, er det stadig kun de bedste ejendomme, som bliver solgt hurtigst. Det går stadig trægt med de mere sekundære ejendomme.

Der er stadig stor usikkerhed på ejendomsmarkedet, men der kan generelt spores en vis optimisme. De stærke virksomheder har også fortsat fremgang. Der ligger dog stadig en risiko for flere prisfald ude i fremtiden. Mange banker har i forbindelse med ejendomsselskabers konkurser overtaget en lang række ejendomme. Det kan frygtes, at salget af disse mange ejendomme medfører flere prisfald på ejendomsmarkedet.

Noget tyder på, at den negative udvikling så småt er ved at vende. Der er indikationer på, at markedet for kontor-, retail- og industriejendomme har nået bunden, og at der er ved at være små konstante forbedringer af disse markeder. Derimod tyder det på, at markedet for bolig-ejendomme endnu ikke har nået bunden.

⁵ Kilde – Danmarks Nationalbank

⁶ Kilde – Realkredit Danmark

4. Hvad er en investeringsejendom?

Årsregnskabsloven (ÅRL) indeholder ikke en definition af begrebet investeringsejendom. Det gør derimod IAS 40 og regnskabsvejledning (RV) 16.

IAS 40 definerer investeringsejendomme, som ejendomme, der besiddes med henblik på indtjening i form af lejeindtægter eller kapitalgevinst.

RV 16 definerer investeringsejendomme som investeringer i grunde og bygninger samt dele heraf med det formål at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende driftsafkast og/eller kapitalgevinst ved videresalg.

De to ovennævnte definitioner er meget lig hinanden, og det må derfor konkluderes, at investeringsejendomme kan defineres som:

Besiddelse af ejendomme med henblik på et løbende afkast gennem udlejning og/eller en gevinst i forbindelse med afhændelse af disse.

RV 16 nævner følgende eksempler på investeringsejendomme:

- Ejendomme med henblik på langsigtet kapitalgevinst
- Ejendomme hvor den fremtidige anvendelse endnu ikke er fastlagt
- Leasede ejendomme på finansielle leasingvilkår som videreudlejes
- Tomme ejendomme, som er ejet med henblik på udlejning

Modsætningerne til investeringsejendomme er domicilejendomme, som besiddes med henblik på virksomhedens produktion eller administration, og handelsejendomme, som besiddes med henblik på videresalg indenfor en kortere periode. Investeringsejendomme kan nemlig generere pengestrømme, som stort set er uafhængige af virksomhedens øvrige aktiviteter.

Investeringsejendommens afkast består af lejeindtægter med fradrag af omkostninger forbundet med udlejningen. Derudover kan afkastet også bestå af en kapitalgevinst eller tab ved videresalg af ejendommen efter en længere ejertid, typisk over 3 år.

I årsregnskabsloven skal investeringsejendomme ses i lyset af de ovennævnte definitioner og derfor have som formål at opnå afkast af ejendomme i form af lejeindtægter fra udlejning og/eller opnå en kapitalgevinst ved et eventuelt videresalg. Er et af disse formål ikke opfyldt, er der ikke tale om investeringsvirksomhed.

Det vil sige, hvis en virksomhed opfører ejendomme for egen regning og risiko med henblik på et umiddelbart videresalg ikke kan anses at drive investeringsvirksomhed. Det samme gælder selvfølgelig også, hvis man opfører ejendomme for tredjemand.

Det er således formålet med ejendommen, som bestemmer, om der er tale om en investeringsejendom. Altså den enkelte virksomheds formål. Forskellige ejere kan have forskellige formål. For eksempel vil det ikke give stor mening for en produktionsvirksomhed at besidde en investeringsejendom. En ejendom kan også have forskellige formål indenfor samme koncern.

5. Danske regnskabsregler

I det efterfølgende vil de gældende danske regnskabsregler i årsregnskabsloven (ÅRL) og de danske regnskabsvejledninger (RV) for værdiansættelse af investeringsejendomme blive nærmere beskrevet.

Først vil årsregnskabslovens regler gældende frem til og med 2008⁷ om værdiansættelse af investeringsejendomme blive behandlet. Dernæst vil de danske regnskabsvejledninger blive behandlet. Til sidst vil disse to blive sammenholdt for eventuelle ligheder og forskelligheder.

Endvidere vil ændringerne til årsregnskabsloven, som blev vedtaget den 3. juni 2008⁸, blive beskrevet og kommenteret.

5.1 Årsregnskabsloven

Årsregnskabsloven giver som udgangspunkt to muligheder med hensyn til værdiansættelse af investeringsejendomme:

- Indregning efter § 38 – Investeringsvirksomhed
- Indregning efter §§ 40-43 – Anlægsaktiver

Disse muligheder vil i det efterfølgende blive behandlet nærmere, dog med størst fokus på reglerne i § 38 omkring investeringsvirksomhed, idet det oftest er denne bestemmelse, som anvendes i forbindelse med værdiansættelse af investeringsejendomme i større virksomheder.

Der henvises til bilag 1 for den fulde lovtekst af de ovennævnte paragraffer i årsregnskabsloven.

⁷ Lovbekendtgørelse nr. 647 af 15/6 2006

⁸ Lovbekendtgørelse nr. 395 af 25/5 2009

5.1.1 Anlægsaktiver

Målingen af anlægsaktiver reguleres af ÅRL §§ 40-43.

§ 40 angiver reglerne for indregning af materielle anlægsaktiver. § 41 giver virksomheder mulighed for at opskrive værdien af anlægsaktiver til dagsværdi. § 42 omhandler pligt til at nedskrive til genindvindingsværdi. Mens § 43 regulerer afskrivninger på anlægsaktiver. Derudover findes RV 10 om behandling af materielle anlægsaktiver, som dog ikke vil blive behandlet.

Kostpris

Materielle anlægsaktiver skal ifølge § 40 måles til kostpris ved første indregning. Kostprisen skal indeholde alle omkostninger vedrørende erhvervelsen af anlægsaktivet og indtil det tidspunkt, aktivet er klar til at blive taget i brug eller direkte henføres til fremstillingen af aktivet. Derudover kan renter til finansiering af fremstillingen også indregnes i kostprisen.

Som det fremgår af ovenstående omfatter begrebet kostpris både køb og egen fremstilling af anlægsaktiver. Det er normalt ikke svært at finde kostprisen for et aktiv, idet kostprisen oftest vil fremgå af en købsfaktura eller et skøde, hvis der er tale om ejendomme. Eventuelle omkostninger til forbedring af aktivet skal også tillægges kostprisen.

Hvis der i forbindelse med anskaffelsen af et anlægsaktiv er opnået kontranabat eller en anden form for prisnedslag, skal denne fratrækkes i kostprisen.

Udover et aktivs købspris indeholder kostprisen også omkostninger til eksempelvis told og afgifter samt fragt og installation af aktivet. Igangsætningsomkostninger til f.eks. prøve kørsel af en maskine indgår kun i det omfang, de er nødvendige for klargøring af aktivet. For ejendomme indeholder kostprisen også handelsomkostninger som advokatudgifter og tinglysningsafgifter. Kurstab ved finansiering af købet af et aktiv må ikke aktiveres. Kapacitetsomkostninger må som hovedregel heller ikke indgå i kostprisen, med mindre de kan henføres direkte til erhvervelsen af det specifikke aktiv.

Tidspunktet for indregning af et aktiv er, når aktivet klar til brug. Omkostninger efter dette tidspunkt kan ikke medregnes i kostprisen, men skal omkostningsføres, da disse omkostninger ikke er foranlediget af anskaffelsen af aktivet, men typisk af uforudsete omstændigheder. Eneste mulighed for at aktivere efterfølgende omkostninger er, hvis de udgør en forbedring af det pågældende aktiv. For at forbedringer skal kunne aktiveres, skal de medføre en forøgelse af aktivets fremtidige afkast eller dagsværdi samt kunne opgøres pålideligt.

Kostprisen for et aktiv ved egenfremstilling består dels af råvarer og hjælpemidler samt lønninger og andre udgifter i forbindelse med fremstillingen. Produktionsomkostninger knyttet direkte til fremstilling og opbygning af aktivet skal således altid medregnes i kostprisen.

B-virksomheder har ikke pligt til at indregne indirekte produktionsomkostninger (IPO) i kostprisen ved egenfremstilling. Det har C-virksomheder derimod ifølge ÅRL § 82.

Det er muligt at indregne renter i kostprisen, hvis renterne vedrører kapital, som er lånt til at finansiere fremstillingen af aktivet. Renterne må kun vedrøre fremstillingsperioden. Det er op til virksomheden selv at vælge denne mulighed. Denne mulighed vil oftest blive anvendt, hvis der lånes midler specifikt til anskaffelsen af aktivet, idet renterne i disse tilfælde er lettest at identificere. Det kan f.eks. være et byggelån i forbindelse med opførelse af en ejendom. Kan renterne ikke direkte identificeres, kan de opgøres på baggrund af et skøn ved brug af en intern rentesats, som svarer til lånerenten.

Opskrivning

Virksomheder kan frivilligt vælge at opskrive materielle anlægsaktiver til dagsværdi, jf. ÅRL § 41. Hvis man vælger at opskrive skal reglerne i § 37 følges.

Det vil sige, at aktivet skal måles til den salgsværdi, som eksisterer for det pågældende aktiv på et velfungerende marked mellem uafhængige parter. Hvis dette ikke umiddelbar er muligt skal aktivet måles med baggrund i markedets salgsværdier for aktivets enkelte bestanddele. Hvis en tilnærmet salgsværdi ikke eksisterer, skal genanskaffelsesværdi eller nettorealiseringsværdi anvendes. Denne mulighed for opskrivning anvendes oftest ved måling af ejendomme i forhold til de øvrige materielle anlægsaktiver, som f.eks. driftsmateriel og inventar.

Denne bestemmelse giver kun mulighed for at opskrive aktivet, ikke aktivet og den tilhørende forpligtelse som i § 38. Det vil for ejendomme betyde, at de måles uafhængigt af belåningen og således skal måles til den kontante værdi.

Et velfungerende marked kan være en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads, hvor der løbende fastsættes en pris. Det forudsætter endvidere, at markedet er likvidt, og der må således være krav om et rimeligt handelsomfang, således at en aktuel markedspris nemt kan fastslås. Velfungerende markeder findes eksempelvis for børsnoterede værdipapirer og valuta samt boligejendomme.

Hvis der ikke eksisterer et velfungerede marked for det pågældende aktiv, skal aktivet måles til en tilnærmet salgsværdi ved hjælp af en relevant kapitalværdi, hvis denne kan beregnes ved hjælp af almindeligt accepterede værdiansættelsesmodeller og –teknikker. Hvis dette heller ikke er muligt, skal aktivet måles til kostpris og forpligtelsen til amortiseret kostpris.

Man kan således opstille følgende prioriterede rækkefølge for opgørelse af dagsværdien:

1. Salgspris på balancedagen
2. Salgsværdi af aktivets enkelte bestanddele
3. Aktivets kapitalværdi
4. Genanskaffelsesværdi eller nettorealiseringsværdi
5. Kostpris

Et beløb tilsvarende til opskrivningen skal indregnes direkte på egenkapitalen i posten ”Reserve for opskrivning”. Denne reserve kan kun elimineres, hvis aktivet realiseres eller udgår af driften, hvis aktivet nedskrives til lavere genindvindingsværdi, hvis aktivet er forbundet med udskudt skat samt ved ændring af regnskabsmæssigt skøn. Opskrivningen får således ikke nogen direkte effekt i resultatopgørelsen. Heller ikke i forbindelse med en realisation af aktivet, da realiseringen i sig selv ikke skaber nogen indtægt. Definitionen på indtægter i § 49 udelukker således al indtægtsførsel af opskrivninger. Det vil kun være et eventuelt provenu højere eller lavere end den regnskabsmæssige værdi, som kan indregnes i resultatopgørelsen. Formålet med dette er at sikre mod udlodning af disse ikke realiserede kapitalgevinster. De

ovennævnte punkter er således de eneste måder, ÅRL giver virksomheden mulighed for at disponere over opskrivningshenlæggelser.⁹

Hvis der knytter udskudt skat til opskrivningen, skal denne del overføres til hensatte forpligtelser. Dette vil oftest være tilfældet ved opskrivning af fast ejendom.

Den eneste indvirkning, en opskrivning vil have i resultatopgørelsen, er de årlige afskrivninger på opskrivningen. Afskrivningerne skal således foretages på grundlag af den opskrevne værdi på balancetidspunktet og medfører dermed forøgede afskrivninger. Samtidig skal det ved en opskrivning også vurderes, om scrapværdien på aktivet skal ændres.

Måling efter denne bestemmelse skal ske systematisk og konsekvent samt ved brug af ensartede vurderings- og beregningsmetoder, så hvis man vælger at benytte opskrivningsinstituttet, skal alle aktiver indenfor samme aktivgruppe opskrives. Det vil sige, vil man opskrive en ejendom og dermed måle til dagsværdi, skal alle andre ejendomme også måles til dagsværdi. Endvidere skal aktiverne ved efterfølgende regnskabsaflæggelser løbende vurderes for at se, om opskrivningen stadig er gældende, eller om denne skal reguleres i op eller nedadgående retning, jf. ÅRL § 13 stk. 2.

Første gang der foretages en opskrivning af anlægsaktiver, er der tale om ændring af anvendt regnskabspraksis. Derfor skal den akkumulerede virkning indregnes direkte på egenkapitalen, jf. § 51 stk. 2. Der skal dog ikke ske ændring af sammenligningstal.

Har man foretaget opskrivninger, skal der i årsrapporten gives oplysninger om bevægelser i opskrivningshenlæggelsen. Det er følgende oplysninger:

- Indregningsmetoder og målegrundlag
- Opskrivningsbeløb samt markering heraf i anlægsoversigten
- Forskelsbeløb mellem bogført værdi inklusiv opskrivning og eksklusiv opskrivning
- Tilbageførsel af opskrivninger.

⁹ Se afsnit 9 om de selskabsretlige muligheder

De fleste af ovennævnte oplysninger kan gives i anlægsnoten. Endvidere skal forskellen mellem værdien af de opskrevne aktiver og den værdi, aktiverne ville have haft uden opskrivninger, oplyses i noterne, jf. § 58.

Opskrivning af materielle anlægsaktiver skal ikke tage hensyn til den generelle drift i virksomheden, men udtrykke et ønske om at vise et retvisende billede af værdien af de materielle anlægsaktiver i balancen. Der skal således ikke tages hensyn til eventuelt underskud i virksomheden, eller om den fremtidige drift kan bære de forøgede merafskrivninger.

Nedskrivning

Materielle anlægsaktiver skal nedskrives til en lavere genindvindingsværdi, hvis en sådan findes, jf. ÅRL § 42. Hvis det ikke er muligt at fastsætte en genindvindingsværdi for det enkelte aktiv, skal aktiverne vurderes samlet i mindre grupper, hvor der kan fastsættes en pålidelig genindvindingsværdi. En sådan nedskrivning skal fordeles systematisk på de enkelte aktiver i gruppen.

Nedskrivning af anlægsaktiver skal afspejle konkret opståede værdiforringelser og ikke den systematiske fordeling af omkostninger over brugstiden, som afskrivninger udgør. Man har således pligt til at nedskrive, hvis der opstår forhold, hvor den regnskabsmæssigt bogførte værdi på et aktiv er højere end denne værdi. Denne pligt gælder alle anlægsaktiver bortset fra dem, som måles til dagsværdi efter § 38.

Nedskrivninger og eventuelle tilbageførsler af nedskrivninger på anlægsaktiver skal indregnes i resultatopgørelsen. Alle nedskrivninger eller tilbageførsler skyldes et ændret regnskabsmæssigt skøn og skal således forklares. Endvidere skal den beløbsmæssige indvirkning på aktiver og passiver, den finansielle stilling samt resultatet oplyses.

Genindvindingsværdien skal forstås som den højeste værdi af aktivets salgspris med fradrag af salgsmkostninger og nutidsværdien af de forventede fremtidige nettobetalingstrømme, altså en kapitalværdi eller nytteværdi.

Der skal oftest foretages nedskrivninger, hvis man har overvurderet brugstiden af et aktiv, således at den regnskabsmæssige værdi er højere end den pris, man skal give for et tilsvarende

aktiv. Der kan også være tale om en usædvanlig forringelse som f.eks. en pludseligt opstået skade eller kursfald, som påvirker prisen på aktivet.

Afskrivninger

Værdien af materielle anlægsaktiver med begrænset brugstid skal formindskes med afskrivninger over aktivets brugstid, jf. ÅRL § 43. Denne regel gælder dog ikke aktiver, som måles til dagsværdi efter § 38. Afskrivningerne skal beregnes med hensyntagen til en forventet restværdi efter aktivets brugstid.

Formålet med afskrivninger er at belaste virksomhedens resultat med den del af kostprisen, som forbruges årligt. Afskrivningerne skal således afspejle aktivernes værdiforringelse. Derfor skal afskrivninger være regelmæssige og systematiske værdireguleringer af aktiverne over deres brugstid.

Afskrivningerne skal foretages systematisk og skal således fordeles over hele brugstiden. Fordelingen af afskrivningerne må ikke være vilkårlige og foretages efter forgodtbefindende. Afskrivningerne skal afspejle de økonomiske fordele ved brugen af aktivet. Følgende metoder kan benyttes:

- Lineær afskrivning
- Degressiv afskrivning
- Progressiv afskrivning
- Output-baseret afskrivning

Den oftest anvendte metode er lineær afskrivning, hvor man afskriver med lige store afskrivninger hvert år.

Afskrivningerne skal påbegynde på det tidspunkt, hvor aktivet er klar til brug. Dog skal der foretages afskrivninger, hvis aktivet er leveret, selvom det ikke er taget i brug.

Afskrivninger skal altid omkostningsføres i resultatopgørelsen og reducere den regnskabsmæssige værdi af anlægsaktiverne.

Et aktivs brugstid er den periode, hvori aktivet forventes benyttet. Denne beror således på et regnskabsmæssigt skøn af virksomhedens ledelse. Brugstiden fastsættes i forbindelse med anskaffelsen af aktivet, men kan ændres undervejs.

Restværdien er udtryk for, at aktivet ved udløbet af brugstiden har en værdi for en anden virksomhed. Det er altså et udtryk for en forventet salgspris ved udløbet af brugstiden. Restværdien kaldes også skrotværdi eller scrapværdi. Som nævnt ovenfor kan brugstiden løbende tilpasses. Denne mulighed foreligger ikke ved restværdien. Restværdien fastslås, når aktivet tages i brug og kan ikke være det samme som anskaffelsesprisen. Dog kan det overvejes, om restværdien også skal ændres i forbindelse med opskrivning eller nedskrivning af et aktiv. For eksempelvis fast ejendom har restværdien stor betydning og er derfor meget relevant ved fastsættelse af afskrivningsgrundlaget. Dette gælder i øvrigt alle aktiver med en særlig lang økonomisk levetid.

Der skal i årsrapporten gives oplysning om afskrivningsmetode, skøn over restværdi og brugstid. Årets afskrivninger og de samlede afskrivninger gennem årene skal oplyses i anlægsnoten sammen med eventuelle nedskrivninger fordelt på hver post under anlægsaktiverne.

Afskrivningsgrundlaget for de enkelte aktiver er kostpris. Hvis aktiverne er opskrevet til dagsværdi, er afskrivningsgrundlaget denne værdi. Derudover skal der tages hensyn til en eventuel restværdi. Afskrivningsgrundlaget kan ikke forøges vilkårligt fra år til år, uden at forøgelsen har givet udslag i en opskrivning efter § 41 eller tilbageførsel af en nedskrivning efter § 42.

ÅRL giver kun mulighed for at afskrive på grunde, hvor der udvindes råstoffer som f.eks. grus, sand og moler. Bygninger anses altid for at have begrænset levetid og skal derfor afskrives over den forventede brugstid. Dog må forskellige bygningstyper have forskellige brugstider. Det må eksempelvis antages, at produktionsejendomme slides hårdere end beboelsesejendomme og derfor har en kortere brugstid.

Det kan være hensigtsmæssigt at opdele aktiver i deres enkeltbestanddele og afskrive disse særskilt. Dette kan f.eks. gælde bygninger og installationer, idet det må formodes, at installa-

tionerne har kortere brugstid end selve bygningerne og derfor skal udskiftes oftere. Derved sikres en mere korrekt afskrivning, som afspejler den faktiske brug af hele aktivet.

5.1.2 Investeringsvirksomhed

Virksomheder, der har investeringsvirksomhed som hovedaktivitet, kan efter første indregning vælge løbende at regulere værdien af investeringsaktiverne og de tilhørende finansielle forpligtelser til dagsværdi, jf. ÅRL § 38. Bestemmelsen kan anvendes på investeringer i bl.a. investeringsejendomme, værdipapirer og råstoffer. Hvis man vælger at benytte denne bestemmelse, skal den anvendes på samtlige investeringsaktiver eller enkelte kategorier af investeringsaktiver. Samtidig skal årets nettoregulering til dagsværdi indregnes i posten ”Reserve for dagsværdi på investeringsaktiver” i egenkapitalen. Denne reserve kan kun opløses eller formindskes i takt med realisation af aktiver, nedregulering til lavere dagsværdi, udskudt skat og tilbageførsel som følge af ændret regnskabsmæssigt skøn.

Denne bestemmelse er en frivillig særregel for virksomheder, der har investeringsaktivitet som hovedaktivitet i hovedsageligt ejendomme, og kan således ikke benyttes af virksomheder, der ikke har investeringsaktivitet som hovedaktivitet. ÅRL indeholder ikke en definition af hovedaktivitet, men Fondsrådet har slået fast, at en virksomhed kun kan have en hovedaktivitet. Det er dog tilladt at have andre aktiviteter end investeringsaktivitet i virksomheden, men altså kun en hovedaktivitet. Investeringsaktiviteten behøver ikke at være begrænset til en slags aktiver, men kan bestå af flere f.eks. investering i værdipapirer og ejendomme så længe, de er erhvervet med investering for øje.

Bestemmelsen var ved indførelsen af ÅRL i 2001 formuleret anderledes. Det har nemlig tidligere været et krav at indregne investeringsaktiver til dagsværdi. Dette krav er dog blev gjort frivilligt, idet det blev anset for ressourcekrævende af små virksomheder at måle disse aktiver til dagsværdi. Derfor blev denne bestemmelse i 2004 et frivilligt tilvalg sammen med andre administrative lempelser for de små virksomheder. Endvidere medførte ændringen, at bestemmelsen kom i overensstemmelse med IAS 40¹⁰ med hensyn til valgfriheden af benyttelsen af bestemmelsen. Ændringen betød også, at der ikke blev pålagt større krav til alle de

¹⁰ Se afsnit 6.1 for behandling af IAS 40

mange virksomheder, som ikke er børsnoterede, idet disse skal aflægge årsrapport efter IFRS, hvor det er frivilligt at måle investeringsejendomme til dagsværdi.

Aktiverne skal på anskaffelsestidspunktet indregnes til kostpris med tillæg af købsomkostninger, jf. § 40.¹¹ Efterfølgende reguleringer af aktiver og forpligtelser til dagsværdi skal indregnes i resultatopgørelsen som en del af den ordinære drift, jf. § 49. Det samme gælder eventuelle gevinster eller tab ved afhændelse af aktiverne. Positive nettoreguleringer skal bindes på egenkapitalen og kan således ikke udloddes i udbytte.

Målingen til dagsværdi skal afspejle værdiforringelse som følge af slid og ælde. Der skal derfor ikke afskrives på investeringsejendomme.

Ved købet af en investeringsejendom vil der ofte være en række købsomkostninger. Disse omkostninger skal tillægges ejendommens kostpris ved første indregning, jf. ÅRL § 40. Det må dog antages, at disse omkostninger vil medføre en negativ regulering til dagsværdi, idet det må forventes, at omkostningerne overstiger værdiforøgelsen af ejendommen i den første ejerperiode. Omkostningerne vil derfor ved første værdiregulering blive udgiftsført i resultatopgørelsen.

Hvis man vælger at benytte denne bestemmelse, skal tilvalget være konsekvent og systematisk. Det vil sige, at vælger man at måle en investeringsejendom til dagsværdi, skal samtlige investeringsejendomme måles til dagsværdi. Det betyder dog ikke, at alle investeringsaktiver skal måles til dagsværdi. Det er kun alle investeringsaktiver indenfor samme kategori, som skal måles ens. Det vil sige, at man kan vælge at måle ejendomme til dagsværdi, mens finansielle anlægsaktiver som f.eks. værdipapirer måles til kostpris. Eller omvendt for den sagskyld. Benyttelsen af denne bestemmelse medfører samtidig, at de tilhørende gældsforpligtelser skal måles til dagsværdi, hvilket hovedsageligt vil være realkreditgælden. Sammenhængen mellem aktiver og tilhørende forpligtelser må således ikke brydes. Hvis de tilhørende forpligtelser ikke umiddelbart kan udskilles, må dette gøres ud fra et skøn.

Værdiansættelsen til dagsværdi forudsætter, at der kan foretages en handel på normale vilkår. Det bedste grundlag for en vurdering af dagsværdien på en ejendom fås derfor ved at sam-

¹¹ Se ovenfor for nærmere beskrivelse af § 40 i ÅRL

menligne med handelspriser fra nyligt foretagne handler for tilsvarende ejendomme. Dagsværdien er derfor udtryk for den værdi, som en ejendom har i en handel mellem uafhængige parter. Anskaffelsessummen for en ejendom vil derfor som udgangspunkt altid være udtryk for dagsværdien på det pågældende tidspunkt.

Det drejer sig særligt for investeringsejendomme, om der eksisterer et velfungerende marked. Dette afhænger meget af den enkelte ejendom. Hvis der er tale om en beboelsesejendom vil markedsvilkårene som regel være egnede som grundlag for en opgørelse til dagsværdi. Hvorimod det er lidt mere vanskeligt med erhvervsejendomme, idet de kan have så specielle karakterer, at der ikke eksisterer et velfungerende marked. Det kan især gøre sig gældende ved ejendom, som er indrettet til produktion for en bestemt type virksomhed. Derfor benyttes afkastbaserede modeller ofte i forbindelse med opgørelse af dagsværdi for investeringsejendomme.

Afkastbaserede modeller medfører, at der opgøres en samlet værdi af en ejendom på grundlag af forventede nettoindbetalinger.¹² Der skal således foretages et skøn over størrelsen og tidspunktet for de fremtidige pengestrømme. Det indebærer således også afholdelse af forventede omkostninger til forbedring og vedligeholdelse samt eventuelle tomgangsperioder. Der skal dog ikke tages hensyn til ejendommens finansiering, da denne jo også skal måles til dagsværdi.

Kravet om konsistens i § 13 gælder selvfølgelig også. Det vil sige, at indregningsmetoder og målegrundlag skal anvendes ensartet. Altså vælger man at måle investeringsejendomme ved hjælp af en værdiansættelsesmodel, skal den valgte model anvendes på samtlige ejendomme.

De tilhørende forpligtelser skal forstås som den fremmede finansiering, der er valgt for at finansiere købet og driften af aktiverne. Der vil oftest være tale om realkreditlån eller fastforrentede pantebreve, som så skal kursreguleres for at finde dagsværdien. Hvis et lån vedrører flere forskellige aktiver, skal lånet skønsmæssigt fordeles, så den del, som vedrører investeringsaktiver, kan reguleres til dagsværdi.

¹² Se afsnit 8 for gennemgang af forskellige værdiansættelsesmodeller

Bestemmelsen fastslår som tidligere nævnt, at der er krav om binding af positive nettoreguleringer på egenkapitalen i en særskilt reserve. Der er tale om en nettoreserve, hvor regnskabsårets værdistigninger og værdifald på investeringsaktiverne modregnes, ligesom reserven består af nettoreguleringer af de tilhørende forpligtelser. Udskudt skat skal fragå reserven og indregnes som en hensat forpligtelse. Reserven kan ikke elimineres med virksomhedens underskud eller udloddes i udbytte. Reserven kan således umiddelbart kun opløses eller formindskes i takt med realisering af aktiverne eller nedregulering til en lavere dagsværdi. Endvidere kan en praksisændring eller et ændret regnskabsmæssigt skøn eliminere reserven. Det betyder, at enkeltbestanddele af reserven skal kunne identificeres og efterfølgende opløses.

5.2 Regnskabsvejledning 16

Regnskabsvejledning (RV) 16 behandler den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme i årsrapporten. RV 16 fastslår, at hvis man vælger at følge vejledningen, skal samtlige investeringsejendomme måles efter vejledningen. Vejledningen vedrører i modsætning til ÅRL ikke behandlingen af de tilhørende gældsforpligtelser. RV 16 indeholder ligeledes heller ikke et krav om, at investeringsaktivitet skal være virksomhedens hovedaktivitet.

Investeringsejendomme skal ved første indregning måles til kostpris med tillæg af købsomkostninger. Hvis der er tale om egenopførte investeringsejendomme, skal disse måles til dagsværdi.

Efterfølgende skal investeringsejendommene måles til dagsværdi med baggrund i markedsf forholdene på balancedagen. Denne dagsværdi forudsætter, at der kan foretages en handel på normale handelsvilkår mellem en kvalificeret og villig køber og sælger. Dagsværdien må ikke reduceres med eventuelle salgsomkostninger, men skal afspejle de nuværende lejeindtægter og markedets forventninger til de fremtidige lejeindtægter.

Det bedste grundlag for en dagsværdi er sammenligning med nyligt gennemførte handler af lignende ejendomme. Hvis dette ikke er muligt, hvilket må antages at være oftest, må der foretages et skøn af dagsværdien på baggrund af afkastbaserede modeller, som er karakteriseret

ved at kapitalisere de fremtidige pengestrømme ved hjælp af en diskonteringsfaktor, der er baseret på markedsmæssigt forrentningskrav.¹³

Som alternativ kan virksomheden vælge at få en ekstern vurderingsmand til at komme med en vurdering af dagsværdien på virksomhedens ejendomme. Det er dog ledelsen, der har ansvaret for aflæggelsen af årsrapporten for virksomheden, hvorfor målingen af investeringsejendomme ikke kan baseres på eksterne vurderinger alene. Dette er også årsagen til, at den offentlige ejendomsvurdering ikke kan benyttes, samtidig med at denne vurderings eneste formål er at danne baggrund for opkrævning af skatter.

Ved anvendelse af afkastbaserede modeller skal der foretages en række skøn over størrelsen og tidspunktet for de fremtidige pengestrømme. Disse skøn inkluderer fremtidige lejeindbetalinger, genudlejning og tomgang af ikke udlejede lejemål samt fremtidige forbedrings- og vedligeholdelsesomkostninger. Det kan være en god ide at få en ekstern vurderingsmand til at hjælpe i forbindelse med fastsættelse af disse skøn.

Værdireguleringerne til dagsværdi af investeringsejendomme skal indregnes i resultatopgørelsen som en del af virksomhedens ordinære resultat. Det samme gælder gevinster eller tab i forbindelse afhændelse af investeringsejendomme.

Der skal i anvendt regnskabspraksis gives oplysninger om, at investeringsejendomme måles til dagsværdi. Endvidere skal det oplyses, hvordan dagsværdien er fremkommet. Hvis der anvendes afkastbaserede modeller skal det oplyses, hvordan diskonteringsfaktoren er opgjort og fastsat. Det skal også oplyses, hvordan omkostningsrefusioner fra lejere i form af eksempelvis el, vand og varme er præsenteret. Derudover skal det oplyses, hvilke omkostninger der indgår som ejendommenes driftsomkostninger.

Investeringsejendommene skal vises i en særskilt post under materielle anlægsaktiver i balancen. Mens der i noterne skal vises en anlægsnote med en række oplysning om f.eks. kursregulering ved omregning fra fremmed valuta og overførsler til/fra andre poster.

¹³ Se afsnit 8 for nærmere gennemgang af værdiansættelsesmetoder

I resultatopgørelsen skal der særskilt vises årets lejeindtægter, årets værdireguleringer og årets driftsomkostninger vedrørende investeringsejendommene.

I noterne skal der gives en række oplysninger om eksempelvis den regnskabsmæssige værdi af pantsatte investeringsejendomme, kontraktlige forpligtelser til erhvervelse eller opførelse af investeringsejendomme, den samlede dagsværdi af ejendomme, hvor en ekstern vurderingsmand har medvirket samt den regnskabsmæssige værdi af ejendomme, hvor afkastbaserede modeller er anvendt, herunder skal også den anvendte diskonteringsfaktor oplyses. Ligesom der skal udarbejdes en anlægsnote med de tilpasninger, det måtte kræve. Dog skal der gives oplysninger om kostpris og værdireguleringer. Endelig skal der gives oplysninger om ejendomme, som ikke måles efter RV 16.

RV 16 anbefaler, at der gives oplysninger om følsomheden i vurderingen af investeringsejendommens dagsværdi ved anvendelse af en anden diskonteringsfaktor, om end den måtte være højere eller lavere.

I ledelsesberetningen skal der gives uddybende oplysninger om de enkelte investeringsejendomme eller kategorier af disse. Det kan være oplysninger om dagsværdi, beliggenhed, karakteristika, lejeindtægter, driftsomkostninger, diskonteringsfaktorer og udlejningsgrad.

5.3 Sammenligning af de danske regnskabsregler

Der er ikke de store forskelle mellem ÅRL og RV 16. De ligner stort set hinanden, hvilket heller ikke er særligt underligt, da de jo har samme udgangspunkt. Der er dog nogle enkelte forskelle, som er omtalt nedenfor.

Der er en lille forskel i de danske regnskabsregler, idet investeringsejendomme ifølge RV 16 skal måles til dagsværdi, når en virksomhed har besiddelse af investeringsejendomme som hovedaktivitet. Det er altså her et krav, mens frivillighed stadig eksisterer i ÅRL.

En væsentlig forskel i de danske regnskabsregler er, at der i RV 16 ikke er krav om, at de tilhørende gældsforpligtelser til en investeringsejendom også skal måles til dagsværdi. RV 16

indeholder overhovedet ingen omtale af gældsforpligtelser. Vejledningen beskæftiger sig kun med målingen af aktivet. Der findes ikke en dansk regnskabsvejledning om indregning og måling af finansielle forpligtelser.

Endelig anbefaler RV 16, at der i noterne gives oplysning om følsomheden af målingen til dagsværdi ved anvendelse af en højere eller lavere diskonteringsfaktor end den faktor, som er anvendt ved fastsættelse af dagsværdien. ÅRL indeholder ikke en tilsvarende bestemmelse eller anbefaling, heller ikke i noterne til loven.

5.4 Årsregnskabsloven efter 2008

Årsregnskabslovens seneste ændringer, som blev vedtaget i juni 2008 og trådte i kraft for regnskabsår, der begyndte den 1. september 2008 eller senere, indeholder kun nogle få, men dog vigtige ændringer af de ovennævnte regnskabsregler. Således er det kun § 38, som er ændret. Årsagen til de seneste ændringer er et ønske om at modernisere ÅRL ved at reducere nogen af kravene til årsrapporterne. Samtidig opnås der sammenlignelighed med EU's 4. direktiv, hvor der ikke er krav om binding af opregulerede beløb.

Bestemmelserne i § 38 stk. 5 er således udgået. Det vil sige bestemmelserne om indregning af nettoopskrivninger under egenkapitalen i en særlig post. Opskrivninger efter § 38 er således ikke længere bundne reserver og kan derfor udloddes i udbytte og anvendes ved en kapitalnedsættelse. Denne bestemmelse har tidligere kun været et dansk fænomen og er sandsynligvis hovedårsagen til, at kravet er udgået. Reserven kan således overføres til posten "Overført resultat", som en postering i egenkapitalopgørelsen.

Ændringen af § 38 står i kontrast til § 41, som omhandler opskrivning af anlægsaktiver, hvor man stadig skal binde opskrivninger på egenkapitalen.

Ændringen stiller således større krav til vurderingen af selskabernes likviditet i forbindelse med fastsættelse af størrelsen på udbytte, idet der nu vil indgå urealiserede gevinster i det grundlag, der kan udloddes udbytte af. Reglerne i selskabslovene skal jo stadig følges, så der

eksempelvis ikke udloddes mere i udbytte, end der er forsvarligt under hensyn til selskabets finansielle stilling.¹⁴

Man kan diskutere, hvorvidt denne ændring er helt optimal, idet ændringerne synes at kolliderer med selskabslovens regler. Eksempelvis har B-virksomheder tidligere fået ophævet kravet om at udarbejde anlægsnote. Det betyder med den seneste ændring, at det ikke længere er muligt ud fra årsrapporten at se, hvor meget investeringsejendommene er opskrevet. Det er således ikke længere muligt at vurdere forsvarligheden af foreslået udbytte til udlodning ved at kigge i årsrapporten.

Ændringen af § 38 kommer også i konflikt med aktieselskabslovens forbud mod selvfinansiering, idet erhvervelsen af en dattervirksomhed med investeringsaktivitet nu kan nedbringe lånefinansieringen af købet ved at udlodde urealiserede gevinster som udbytte og anvende disse som afdrag.

Denne ændring af § 38 medfører også ændringer af aktieselskabslovens § 44a om kapitalnedsættelse.¹⁵

Endelig er der nogle enkelte tekstændringer i § 38, som dog ikke har nogen praktisk betydning.

¹⁴ Se afsnit 9.2 om behandling af aktieselskabslovens § 110

¹⁵ Se bilag 3 for ordlyden af ASL § 44a

6. Internationale regnskabsregler

I dette afsnit vil de internationale regnskabsregler om værdiansættelse af investeringsejendomme blive behandlet.

De internationale regnskabsregler reguleres af den danske IFRS-bekendtgørelse og IAS.

I IFRS-bekendtgørelsen reguleres værdiansættelsen af investeringsejendomme i § 7. I de internationale regnskabsstandarder er det IAS 40.

6.1 IAS

IAS 40 omhandler værdiansættelsen af investeringsejendomme og definerer disse som en ejendom, der besiddes med det formål at opnå lejeindtægter, kapitalgevinst eller begge dele. En investeringsejendom frembringer således sine egne pengestrømme, som stort set er uafhængige af en virksomheds øvrige aktiviteter, hvilket adskiller den fra domicilejendomme.

IAS 40 behandler ikke de tilhørende finansielle gældsforpligtelser. Det gør i stedet IAS 39 om indregning og måling af finansielle instrumenter, som siger, at de tilhørende finansielle forpligtelser ved første indregning skal måles til dagsværdi. Efterfølgende skal forpligtelserne som udgangspunkt måles til amortiseret kostpris, eventuelt til dagsværdi.

IAS 40 nævner følgende eksempler på investeringsejendomme:

- Grunde, som besiddes med henblik på langsigtet kapitalgevinst
- Grunde, som besiddes med endnu ikke fastlagt formål
- Bygninger, som ejes af virksomheden og udlejes
- Bygninger, som står tomme, men besiddes med henblik på udlejning
- Bygninger under opførelse, som skal udlejes

Ejendomme under opførelse kan uanset deres formål ikke behandles som investeringsejendomme. Det samme gælder ejendomme, som virksomheden selv benytter eller ejes med salg for øje. Hvis en bygning, som både benyttes af virksomheden selv og udlejes, kan opdeles og sælges i to separate dele, kan virksomheden vælge at behandle udlejningsdelen som en investeringsejendom. Ejendomme, som udelukkende besiddes med henblik på videresalg, skal behandles som varebeholdninger efter reglerne i IAS 2.

Hvis ydelser til lejerne i forbindelse med udlejning udgør en væsentlig del af aktiviteterne, kan ejendommene ikke behandles som en investeringsejendom. Et eksempel på dette er ejerskab og drift af et hotel. Det er dog muligt at yde mindre væsentlige ydelser som f.eks. viceværttydelser og stadig behandle ejendommen som investeringsejendom.

En ejendom skal ikke længere behandles som en investeringsejendom, når virksomheden selv begynder at anvende ejendommen i et større omfang. Den skal i dette tilfælde overgå til de øvrige materielle anlægsaktiver. Det samme gør sig gældende, hvis virksomheden begynder at lave konstruktive ændringer for at gøre ejendommen salgsklar. I så fald skal ejendommen behandles som varebeholdninger efter IAS 2.

Investeringsejendomme skal ved første indregning måles til kostpris med tillæg af eventuelle transaktionsomkostninger. Herefter skal virksomheden vælge at måle til enten dagsværdi eller til kostpris med fradrag af afskrivninger efter reglerne i IAS 16. Den valgte praksis skal anvendes på alle investeringsejendomme og må kun ændres, hvis en anden praksis giver et mere retvisende billede, hvilket hovedsageligt vil sige, at man går fra kostpris til dagsværdi.

Afholder en virksomhed omkostninger, som vil medføre en forøgelse af de fremtidige afkast eller dagsværdi, og kan måle disse omkostninger pålideligt, skal omkostningerne tillægges ejendommens regnskabsmæssige værdi. I praksis ville en sådan ændring også vise sig i ejendommens dagsværdi. Alle øvrige udgifter til forbedringer skal udgiftsføres i resultatopgørelsen som omkostninger til vedligeholdelse.

Som nævnt ovenfor kan man efter første indregning vælge at måle alle investeringsejendomme til dagsværdi. Ændringen i dagsværdi skal indregnes i resultatopgørelsen. Det er ikke et krav, at virksomheden har investeringsaktivitet som hovedaktivitet. Det er således muligt at

måle en enkeltstående ejendom til dagsværdi, selvom virksomheden eksempelvis har produktion som hovedaktivitet.

Dagsværdien defineres som det beløb, en ejendom kan omsættes til mellem uafhængige parter. Dagsværdien afspejler derfor markedsværdien på balancedagen.

Den bedste måde at dokumentere dagsværdien på er at sammenligne aktuelle priser på tilsvarende ejendomme med samme vedligeholdelsesstand og beliggenhed på et aktivt marked. Hvis der ikke eksisterer et aktivt marked for den pågældende ejendom, må dagsværdien fastsættes ud fra et skøn. Hertil kan anvendes priser på tilsvarende ejendomme enten af en anden art, vedligeholdelsesstand eller beliggenhed. Nylige priser på tilsvarende ejendomme på et mindre aktivt marked kan også anvendes. Endelig kan diskonterede pengestrømsmodeller baseret på pålidelige skøn over fremtidige pengestrømme anvendes. Det vil hovedsageligt være den sidste mulighed, som bliver valgt.

Hvis dagsværdien af en eller anden grund ikke kan fastsættes pålideligt, skal ejendommen måles til kostpris med fradrag af afskrivninger efter IAS 16. Scrapværdien skal i dette tilfælde antages at være nul. Målingen til kostpris skal først ende, når ejendommen afhændes. Alle øvrige ejendomme skal måles til dagsværdi.

Har man først valgt at måle en investeringsejendom til dagsværdi, skal dette gøres, indtil ejendommen er afhændet eller skifter karakter til eksempelvis domicilejendom.

IAS 40 stiller ikke krav om at binde nettoopreguleringer på egenkapitalen.

Uanset valget af model skal der gives en række oplysninger i årsrapporten under eksempelvis anvendt regnskabspraksis om eksempelvis:

- Retningslinjer ved klassifikation af ejendomme
- Metoder og væsentlige forudsætninger ved fastlæggelse af dagsværdi
- Eventuel anvendelse af ekstern vurderingsmand
- Lejeindtægter og direkte omkostninger på ejendomme, som er indregnet i resultatopgørelsen
- Anlægsnote, som indeholder følgende:

- Værdi primo
- Periodens til- og afgang
- Nettojusteringer til dagsværdi
- Valutaomregningsdifferencer
- Overførsler til og fra andre poster i balancen
- Værdien ultimo
- Begrænsninger i ejendomsretten og kontraktlige forpligtelser
- Afskrivningsmetode og –sats, brugstid, akkumulerede anskaffelsessummer og afskrivninger, afstemning af regnskabsmæssig værdi samt oplysning om dagsværdi, hvis investeringsejendommene måles til kostpris efter IAS 16
- Beskrivelse af investeringsejendommen og forklaring på hvorfor dagsværdien ikke kan måles pålideligt, hvis dagsværdien for en investeringsejendom ikke kan findes

Endvidere kræver IAS 40 sammenligningstal i anlægsnoten.

Der er udover ovennævnte krav til oplysninger ikke specifikke krav til opstilling i resultatopgørelsen. I balancen skal investeringsejendomme vises i en separat post under anlægsaktiverne.

6.2 IFRS-bekendtgørelsen

Den danske IFRS-bekendtgørelse skaber bro mellem den danske årsregnskabslov og de internationale regnskabsstandarder. Bekendtgørelsen finder anvendelse i de tilfælde, hvor der er uoverensstemmelser mellem de danske og internationale regnskabsregler. IFRS-bekendtgørelsen skal således anvendes af de virksomheder, som skal aflægge årsrapport efter IFRS, hvilket hovedsageligt vil sige børsnoterede selskaber.

IFRS-bekendtgørelsen indeholder en enkelt bestemmelse, som vedrører den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. Det er § 7, som har følgende ordlyd:

”Bestemmelsen om binding af reserver i årsregnskabslovens § 38 stk. 5, § 41 stk. 3, § 46 stk. 1 og § 84, stk. 4 finder anvendelse på opreguleringer og opskrivninger, som er foretaget efter bestemmelserne i de af Kommissionen vedtagne internationale regnskabsstandarder.

Stk. 2. For andre opreguleringer og opskrivninger af aktiver eller nedreguleringer og nedskrivninger af forpligtelser foretaget efter de af Kommissionen vedtagne internationale regnskabsstandarder, som ikke er tilladt efter årsregnskabslovens almindelige bestemmelser, finder § 41, stk.3, tilsvarende anvendelse.

Stk. 3. Stk. 1 og 2 finder ikke anvendelse ved udarbejdelse af koncernregnskabet.”

IFRS-bekendtgørelsen stiller krav om binding af nettoopregulering til dagsværdi af investeringsejendomme med fradrag af den tilhørende udskudte skatteforpligtelse på egenkapitalen efter ÅRL § 38 stk. 5. Det samme gør sig gældende med opskrivning af materielle anlægsaktiver til dagsværdi efter ÅRL § 41 stk. 3.

Hvor der altså i IAS 40 ikke er krav om binding af reguleringer til dagsværdi på egenkapitalen, tilpasser bekendtgørelsen de internationale regnskabsregler til den danske årsregnskabslov og dermed også de danske selskabsretlige regler.

Bestemmelsen medfører, at regnskabsaflæggelse af årsrapporter følger årsregnskabsloven med hensyn til binding på egenkapital ved måling af investeringsejendomme til dagsværdi.

Bestemmelsen gælder dog ikke koncernregnskabet, hvor det således ikke er et krav at foretage binding på egenkapitalen.

7. Sammenligning af regnskabsregler

I det efterfølgende vil de forskellige danske regnskabsregler i ÅRL § 38 og RV 16 blive sammenlignet med de internationale regnskabsregler i IAS 40 og IFRS med hensyn til ligheder og naturligvis også forskelle.

7.1 Ligheder

Der er mange ligheder mellem danske og internationale regnskabsregler, hvilket ikke overrasker, idet de danske regler har sit udgangspunkt i de internationale regnskabsregler dog med de tilpasninger, der er nødvendige i forhold til den øvrige danske lovgivning, hovedsageligt selskabslovgivningen.

Den første lighed er definitionen af, hvad en investeringsejendom er. Her er RV 16 og IAS 40 stort set identiske. De små forskelle, der er, drejer sig kun om ordvalget og har således ingen praktisk betydning.

Et andet lighedspunkt er det frivillige tilvalg, som det er at måle investeringsejendomme til dagsværdi. Både de danske og internationale regnskabsregler giver virksomheder mulighed for at måle investeringsejendomme til dagsværdi, men det er ikke et krav. Der har tidligere ikke været valgmulighed i ÅRL, men dette er dog blevet ændret. Frem til 2004 var det således et krav at måle investeringsejendomme og andre investeringsaktiver til dagsværdi.

De danske og internationale regler er også enige om behandlingen af investeringsejendomme, hvis man ikke vælger at måle til dagsværdi, nemlig måling til kostpris med fradrag af afskrivninger og mulighed for at foretage opskrivninger med deraf følgende merafskrivninger.

Ved første indregning af en anskaffet investeringsejendom skal denne måles til kostpris med tillæg af tilhørende købsomkostninger. Det er både de danske regnskabsregler og de internationale regnskabsregler helt enige om.

Regnskabsreglerne er også enige om, hvordan dagsværdien skal opgøres. Dagsværdien skal således afspejle den aktuelle markedsværdi og forholdene på balancedagen. Markedsværdien skal være udtryk for den salgsværdi, der kan konstateres for sammenlignelige ejendomme på et velfungerende marked. Forudsætningerne for målingen til dagsværdi er således ens. Det samme gælder, at målingen skal foretages konsekvent og systematisk. Det vil sige, hvis man vælger at måle en enkelt investeringsejendom til dagsværdi, skal samtlige investeringsejendomme måles til dagsværdi. Denne måling til dagsværdi skal også ske systematisk, hvilket vil sige, at opgørelsesmetoden skal være ens fra år til år. Vælger man således at benytte en afkastbaseret værdiansættelsesmodel, skal de grundlæggende forudsætninger være de samme fra år til år, samtidig med at værdiansættelsesmodellen heller ikke må udskiftes til fordel for en anden opgørelsesmetode.

Både de danske og internationale regnskabsregler er enige om, at reguleringen til dagsværdi skal indregnes i resultatopgørelsen som en del af virksomhedens ordinære resultat, hvilket i de danske regler også vil være helt naturligt, idet der her er tale om virksomhedens hovedaktivitet og dermed den primære drift. Man kan så diskutere, om det i nogen tilfælde vil være en forkert placering, hvis man aflægger årsrapport efter IFRS og dermed IAS 40, idet der jo her kan være tale om en sekundær del af aktiviteterne i virksomheden, og altså en sekundær drift.

7.2 Forskelle

Der er en række forholdsvis vigtige og nogle mindre vigtige forskelle mellem de danske regnskabsregler i ÅRL og RV 16 i forhold til de internationale regnskabsregler i IAS 40.

En af de største forskelle mellem de danske og internationale regnskabsregler er, at der i de danske regler er krav om, at virksomheden skal have investeringsaktivitet som hovedaktivitet for at kunne måle investeringsejendomme til dagsværdi. Dette krav findes ikke i de internationale regnskabsregler. Det betyder, at hvis en virksomhed ejer en ejendom, de ikke selv benytter, kan denne ejendom måles til dagsværdi, uanset om hovedaktiviteten er f.eks. produktions- eller handelsvirksomhed. Der vil således være forskel mellem en årsrapport aflagt af et børsnoteret selskab og en årsrapport aflagt af et unoteret selskab, idet det børsnoterede selskab

skal følge IFRS og dermed har mulighed for at måle investeringsejendomme til dagsværdi uanset aktiviteterne i selskabet.

En anden væsentlig forskel i de danske¹⁶ og internationale regnskabsregler er, at der i de internationale regler ikke er krav om, at de tilhørende gældsforpligtelser til en investeringsejendom også skal måles til dagsværdi. IAS 40 indeholder overhovedet ingen omtale af gældsforpligtelser. Den beskæftiger sig kun med målingen af aktivet. Det tætteste, IAS kommer på måling af gældsforpligtelser, er IAS 39 om indregning og måling af finansielle instrumenter, som siger, at finansielle forpligtelser efter første indregning skal måles til amortiseret kostpris.

Den sidste væsentlige forskel er, at der i ÅRL er krav om, at nettoopreguleringer til dagsværdi skal bindes på egenkapitalen i en særskilt post. Dette krav findes ikke i IAS. Det gør det sådan set heller ikke i den nyeste udgave af ÅRL, som gælder for årsrapporter, hvor regnskabsåret startede den 1. september 2008 eller senere. Det betyder, at det i årsrapporter aflagt efter IAS ikke er muligt at se, hvor meget urealiserede gevinster udgør af de frie reserver. Det er efter IAS således muligt at udlodde urealiserede gevinster i udbytte og i øvrigt også bruge dem til andre selskabsretlige formål. Dog siger den danske IFRS-bekendtgørelse, som skal følges af virksomheder, der aflægger årsrapport efter IFRS, at der skal foretages binding på egenkapitalen af nettoopreguleringer til dagsværdi på investeringsejendomme.

IAS giver således alle virksomheder mulighed for at måle en ejendom, som de ikke selv benytter, til dagsværdi, og samtidig føre alle bevægelser over resultatopgørelsen og være en del af de frie reserver. I de danske regnskabsregler er denne mulighed kun forundt virksomheder, som har investeringsaktivitet som hovedaktivitet. Endvidere er der i de danske regnskabsregler krav om binding af nettoopreguleringer på egenkapitalen. Man kan derfor sige, at IAS giver virksomhederne lidt løsere tøjler med hensyn til at måle investeringsaktiver til dagsværdi samtidig med, at man med det samme kan udlodde urealiserede gevinster til aktionærerne og på den måde måske nemmere tømme selskabet for værdier i form af likvider uden at gøre noget, som er direkte i strid med regnskabslovgivningen. Der kan så være andre selskabsmæssige lovkrav, som ikke er opfyldt.¹⁷

¹⁶ Se afsnit 5.3 om forskel mellem de danske regnskabsregler på dette punkt. Der er i dette afsnit taget udgangspunkt i ÅRL.

¹⁷ Se afsnit 9 for selskabsretlige regler

En anden – men dog mindre forskel – er, at man ifølge IAS 40 kan indregne operationelt leasede ejendomme som investeringsejendomme. Den mulighed eksisterer ikke i de danske regnskabsregler.

IAS 40 giver mulighed for at måle ejendomme til kostpris med fradrag af afskrivninger, hvis det ved erhvervelsen af ejendomme vurderes, at det efter første indregning ikke er muligt at opgøre dagsværdien pålideligt. Der eksisterer i den danske RV 16 ikke en tilsvarende mulighed. Til gengæld indeholder ÅRL i § 38 stk. 3 en henvisning til § 37, der giver samme mulighed som IAS 40.

RV 16 fastslår, at der i resultatopgørelsen skal gives oplysninger om lejeindtægter, værdireguleringer og driftsomkostninger på investeringsejendommene. Der eksisterer ikke et tilsvarende præsentationskrav i IAS 40.

Der er som udgangspunkt enighed om de oplysninger, der skal gives i noter, ledelsesberetning og anvendt regnskabspraksis. Der er dog nogle forskelle. I henhold til IAS 40 skal metoder og væsentlige forudsætninger ved opgørelse af dagsværdien på investeringsejendomme oplyses. Driftsomkostninger på ejendommene skal ifølge IAS 40 specificeres ud på henholdsvis ejendomme med indtægter i årets løb og ejendomme uden indtægter i årets løb. Endelig kræver IAS sammenligningstal i anlægsnoten. De danske regnskabsregler indeholder ikke tilsvarende bestemmelser.

8. Gennemgang af værdiansættelsesmodeller

Den bedste måde at opgøre dagsværdien på en investeringsejendom er at sammenligne med handelspriser for tilsvarende ejendomme med bl.a. samme stand, beliggenhed og anvendelse. Dette er i mange tilfælde ikke muligt. Derfor skal der i stedet foretages et skøn over dagsværdien. Dette skøn kan foretages med baggrund i en afkastbaseret værdiansættelsesmodel. Der findes flere muligheder, men i det efterfølgende vil følgende modeller blive behandlet:

- Normalindtjeningsmodellen
- Discounted cash flow-modellen (DCF-modellen)

Normalindtjeningsmodellen – eller den afkastbaserede model, som den også kaldes – er en relativ simpel model, hvor værdien opgøres med baggrund i en ejendoms forventede driftsafkast over en kortere periode. Fordelen ved denne model er, at den er overskuelig og velkendt. Ulempen er derimod, at den er meget statisk og kan derfor ikke anvendes, hvis der skal lægges flere forudsætninger ind over en længere periode. Det kunne f.eks. være et planlagt vedligeholdelsesprogram for en ejendom.

Hvis man skal beregne dagsværdien på en ejendom, hvor der opereres med en længere periode og flere faktorer, hvor der tages højde for ejendommens fremtidige udvikling, kan normalindtjeningsmetoden ikke anvendes. Her må man i stedet gøre brug af DCF-modellen.

Begge ovennævnte modeller opfylder alle krav i både de danske regnskabsregler og i de internationale regnskabsregler.

8.1 Normalindtjeningsmodellen

Normalindtjeningsmodellen består som udgangspunkt af tre faser:

1. Ejendommens driftsafkast

2. Fastsættelse af forrentningskrav
3. Tillæg og fradrag

Den sidste fase kan dog i nogle tilfælde udelades, hvilket ofte ses i nogle udgaver af metoden.

I første fase opgøres ejendommens årlige driftsafkast.

Anden fase anvender et fastsat forrentningskrav for ejendommen til at opgøre dagsværdien ved at dividere forrentningskravet med ejendommens driftsafkast. Forrentningskravet skal fastsættes ud fra ejendommens individuelle forhold.

Herefter foretages der i tredje fase tillæg eller fradrag for særlige forhold, således at man opnår en skønnet dagsværdi for ejendommen.

I bilag 2 er der et eksempel på opgørelse af dagsværdien for en ejendom efter normalindtjeningsmodellen.

8.1.1 Fase 1

En ejendoms driftsafkast opgøres som udgangspunkt for de kommende 12 måneder. Det er således muligt løbende at opgøre dagsværdien til anvendelse i periodeopgørelser. Da der er tale om et enkelt års normale driftsafkast, skal man være opmærksom på at få korrigeret for ekstraordinære poster.

Driftsafkastet kan opgøres på følgende måde:¹⁸

¹⁸ Kilde – ”Investerings ejendomme” af KPMG s. 46

- + Årlig forventet lejeindtægt ifølge indgåede lejekontrakter
- +/- Regulering til forventet markedsleje
- + Skønnet årlig markedsleje på uudlejede arealer
- Ejendomsskatter, afgifter og andre omkostninger
- Gennemsnitlig årlig vedligeholdelsesudgift
- Administrationsomkostninger
- = Budgetteret driftsafkast

Lejeindtægterne fastsættes naturligvis ud fra de forventede indtægter, som er opført i lejekontrakterne for de næste 12 måneder. Hvis man indenfor denne periode forventer at kunne eller skulle regulere lejekontrakterne til en anden markedsleje, foretages der regulering. Dette kunne eksempelvis være, at man foretager forbedringer af lejemålene, som gør, at man kan hæve huslejen. Hvis der er lejemål, som ikke er udlejet, foretages et skøn over forventede indtægter fra disse lejemål ud fra en forventning om fremtidig udlejning af lejemålene.

Der skal medtages skatter, afgifter og andre omkostninger, som ikke betales af lejerne. Disse udgør ejendommens driftsomkostninger, og det kunne eksempelvis være ejendomsskatter og forsikring. Derimod må det formodes, at udgifter til forbrug af el, vand og varme ikke kan medtages, da disse normalvis betales af lejerne.

Vedligeholdelsesudgifterne fastsættes på grundlag af ejendommens budgetterede vedligeholdelsesudgifter ud fra et gennemsnit af tidligere års udgifter. Dette gøres for at udjævne udsving i udgifterne til vedligeholdelse af ejendommen.

Endelig fastsættes administrationsomkostningerne ligeledes på grundlag af budgetterede udgifter. Her skal der kun medtages de forventede omkostninger, som vedrører den aktuelle ejendom. Hvis det er vanskeligt at opgøre disse omkostninger, kan man i stedet anvende en markedspris for ekstern assistance til f.eks. vicevært.

Der skal ikke medtages renter i driftsresultatet, idet værdien af ejendommen ikke afhænger af, hvordan ejendommen er finansieret, men til gengæld af pengestrømmene som generes af ejendommens drift.

8.1.2 Fase 2

I denne fase fastsættes forrentningskravet, og der foretages en beregning af dagsværdien før eventuelle reguleringer.

Forrentningskravet skal fastsættes med udgangspunkt i eksterne samfundsmæssige forhold og individuelle kvalitetsforhold for den enkelte ejendom. Forrentningskravet udtrykker en investors krav til afkastet af investeringsejendommen, og den fastsættes derfor individuelt fra ejendom til ejendom.

De samfundsmæssige forhold er konjunkturbetinget og er hovedsageligt følgende:¹⁹

- Renteniveau
- Inflation
- Høj- eller lavkonjunktur

Det aktuelle renteniveau er normalt en god indikation på niveauet for forrentningskravet. Forrentningskravet udvikler sig typisk i takt med renteniveauet. Er der et højt eller stigende renteniveau, vil det trække forrentningskravet opad og modsat, hvis renteniveauet er faldende eller på et lavt niveau. Det er typisk den lange obligationsrente, der vil have indflydelse.

På samme måde påvirker inflationen renteniveauet. Stiger inflationen vil det påvirke renteniveauet og dermed også forrentningskravet i opadgående retning. Normalt accepteres der et lavere forrentningskrav ved højkonjunktur, da der normalt her er positive forventninger til fremtiden. Modsat gælder selvfølgelig lavkonjunktur, hvor der sædvanligt også er faldende ejendomspriser.

De individuelle kvalitetsforhold afhænger af den enkelte ejendomme, men er oftest følgende:²⁰

- Beliggenhed
- Ejendomstype
- Lejernes bonitet

¹⁹ Kilde – ”Investeringssejendomme” af KPMG s. 47

²⁰ Kilde – ”Investeringssejendomme” af KPMG s. 47

- Vilkår i lejekontrakter
- Andre anvendelsesmuligheder/sandsynlighed for genudlejning
- Udbud og efterspørgsel

Ejendommens beliggenhed har selvfølgelig stor indflydelse på fastsættelse af forrentningskravet, idet en god beliggenhed giver større mulighed for udlejning af ejendommen. Godt beliggende ejendomme er således mindre følsomme overfor konjunkturændringer, hvilket vil medføre et lavere krav til forrentningen. Modsat gør sig naturligvis gældende for dårligere beliggende ejendomme.

Ligesom beliggenheden har stor betydning for forrentningskravet, gør det sig også gældende for hvilken type ejendom er. Der er således forskel på, om der er tale om en boligejendom, en butik, et kontor, et lager eller måske en produktionsbygning. En kontorejendom kan være nemmere at genudleje end eksempelvis en specialindrettet produktionsbygning.

Man skal også tage højde for lejernes bonitet. Det vil hovedsageligt sige, at man skal tage hensyn til, om lejerne kan betale huslejen til tiden. Endvidere skal man tage hensyn til sandsynligheden for, at lejerne bliver boende i fremtiden. Jo bedre og stabile lejere man har, desto mere påvirker det forrentningskravet i nedadgående retning.

Der kan endvidere være vilkår i lejekontrakterne, som påvirker forrentningskravet. For eksempel vil en langtløbende lejekontrakt evt. med en lang uopsigelighed eller opsigelsesperiode fra lejers side påvirke forrentningskravet i nedadgående retning, da dette betyder sikkerhed for huslejeindtægterne i en lang periode fremover.

En ejendoms fleksibilitet har ligeledes påvirkning på forrentningskravet. En ejendom som på en eller anden måde er begrænset i anvendelsesmulighederne enten på grund af indretningen eller tinglyste servitutter, må forventes at påvirke forrentningskravet i opadgående retning. Årsagen til dette er, at mulighederne for genudlejning i så fald er begrænset til et enkelt eller i de mindste få formål. Omvendt vil en ejendom, som uden videre kan omdannes til et andet formål, have en nedadgående påvirkning af forrentningskravet.

Endelig skal der tages højde for det generelle forhold mellem udbud og efterspørgsel på ejendomsmarkedet for lignende ejendomme. Antallet af ejendomme til salg vil således påvirke forrentningskravet i op- eller nedadgående retning.

Det er ledelsen i virksomhedens ansvar at fastsætte forrentningskravet ud fra ovennævnte forhold. Det er jo i øvrigt også ledelsen, som har ansvaret for udarbejdelse af årsrapporten som helhed. Hvis ledelsen eller andre i virksomheden har den nødvendige ekspertise til at fastsætte forrentningskravet, kan det fastsættes internt i virksomheden. Dette vil typisk være gældende for de større ejendomsselskaber. Eksisterer denne ekspertise ikke, kan virksomheden gøre brug af en ekstern valuar, som ud fra sin viden om det konkrete ejendomsmarked kan fastsætte et forrentningskrav. Det anbefales i øvrigt med jævne mellemrum at benytte ekstern bistand. Om ikke andet så for at få bekræftelse af det internt fastsatte forrentningskrav.

Når forrentningskravet er fastsat divideres driftsafkastet fra fase 1 med forrentningskravet. Herved opstår en foreløbig beregnet dagsværdi inden der tages højde for eventuelle tillæg og fradrag. Det betyder, des lavere forrentningskravet er, jo højere bliver dagsværdien, og omvendt med et højere forrentningskrav.

8.1.3 Fase 3

I denne fase foretages der tillæg og fradrag i den beregnede dagsværdi af forhold, som ikke er medtaget i de to øvrige faser. Det kan være følgende forhold:²¹

- Fradrag for tab af lejeindtægter på ikke udlejede arealer
- Tillæg/fradrag for periode indtil regulering til markedsleje
- Fradrag for udgifter til udskudte vedligeholdelsesarbejder
- Fradrag for udgifter til klargøring af udlejede lokaler
- Tillæg for kapitaliseret værdi af renteindtægter af modtagne deposita og faste forudbetalinger
- Tillæg for byggerenter

Som det første skal der foretages fradrag for tab på lejeindtægter på ledige lejemål. Det fradrag skal modsvare den manglende indtægt ved udskiftning af lejerne. Det skal således være

²¹ Kilde – ”Investerings ejendomme” af KPMG s. 49

de indtægter, man går glib af ved, at lejemålet ikke har været fuldt udlejet i hele perioden. Det må således bero på et skøn over en forventet tomgang mellem udlejning og genudlejning.

Reguleringen af markedslejen bør beregnes som en kapitaliseret værdi af forskellen mellem markedslejen og den aktuelle lejeindtægt for den pågældende periode. Dermed opnås en forventet fremtidig indtægt, som hovedsageligt skal tillægges dagsværdien.

Hvis der er planlagt større vedligeholdelsesarbejder i perioden ud over normal vedligeholdelse, skal der foretages fradrag i dagsværdien. Der kunne f.eks. være tale om udskiftning af køkken eller badeværelset i alle lejemål i en beboelsesejendom. Det kunne også være en planlagt renovering af hele ejendommen i forbindelse med et byfornyelsesprojekt.

Såfremt eventuelle tomme lejemål kræver istandsættelse inden genudlejning, skal der også foretages fradrag for denne omkostning. Ofte vil det også medføre en forøgelse af lejeindtægterne, som jo så skal medtages derunder.

Der skal som hovedregel betales et depositum af lejer ved indgåelse af en lejekontrakt. Til tider kræves der også forudbetaling af huslejen. Forrentningen af disse beløb giver udlejer en gevinst i form af enten løbende renteindtægter eller færre renteudgifter. Denne gevinst har en værdi, som kan opgøres ved at tilbagediskontere værdien af de fremtidige renteindtægter. Denne værdi skal tillægges dagsværdien.

8.2 DCF-modellen

DCF-modellen er ved at vinde større og større indpas i forbindelse med værdiansættelse og er således en af de mest anvendte. En af årsagerne til dette er, at metoden anses for at være uafhængig af anvendt regnskabspraksis.

En ejendoms dagsværdi opgjort efter DCF-modellen baseres på de forventede fremtidige frie pengestrømme fra ejendommens drift tilbagediskonteret med en nominal diskonteringsfaktor. Denne model anvendes typisk med en budgetperiode på 5-10 år. Derudover tillægges en ter-

minalværdi, som er udtryk for, at pengestrømmene efter udløb af budgetperioden fortsætter konstant i det uendelige, dog skal der tages højde for en forventet vækst.

De frie pengestrømme kan opgøres på følgende måde:²²

$$\begin{aligned} & \text{Lejeindtægter} \\ - & \text{ Driftsomkostninger} \\ - & \text{ Administration} \\ = & \text{ Driftsresultat før renter og skat} \\ +/- & \text{ Nettoinvesteringer} \\ = & \text{ Frie pengestrømme} \end{aligned}$$

Som det fremgår opgøres driftsresultatet af de frie pengestrømme før renter og skat. Hvis man ønsker at medtage eksempelvis deposita i beregningen, kan man vælge enten at tillægge disse den beregnede dagsværdi af ejendommen eller vælge at medtage renteindtægterne af deposita i de årlige pengestrømme.

Nettoinvesteringer skal forstås som investeringer i materielle anlægsaktiver. Det vil hovedsageligt dreje sig om moderniseringer af ejendommen eller andre større vedligeholdelsesarbejder på ejendommen. Der skal således være tale om forbedringer af ejendommen, som normalt vil blive aktiveret, hvis man måler ejendommen til kostpris med fradrag af afskrivninger. Der må ikke tages højde for reelle nyinvesteringer i nettoinvesteringerne.

I bilag 2 er der vist et eksempel på beregning af dagsværdien for en ejendom efter DCF-modellen.

8.2.1 Budgetperioden

Der skal i budgetperioden udarbejdes et detaljeret budget over de frie pengestrømme fra driften i hvert enkelt regnskabsår, der er medtaget.

²² Kilde – ”Investerings ejendomme” af KPMG s. 54

De budgetterede lejeindtægter skal reguleres med forventede stigninger, som følger af lejekontrakter eller den almindelige prisudvikling. Derudover skal der tages højde for eventuelle forventede tomgangsperioder.

Ejendommenes driftsudgifter og administrationsomkostninger skal fastsættes med baggrund i de realiserede regnskabstal samt med det kendskab, man har til forhold, der måtte påvirke de budgetterede tal i de kommende år. Det er eksempelvis omkostninger til vicevært, ejendoms-skatter, forsikringer og renovation. Dertil kommer vedligeholdelsesudgifter, som skal fastsættes og vurderes ud fra ejendommens nuværende stand.

Investeringer i større forbedringer eller moderniseringer påvirker pengestrømmene negativt, når de forventes afholdt. Samtidig påvirker eventuelle afledte stigninger i huslejeindtægterne positivt.

Længden på budgetperioden skal fastsættes, så der tages højde for, at eksempelvis større vedligeholdelsesarbejder kan afsluttes og indregnes inden udløbet af budgetperioden. Budgetperioden skal således løbe indtil, niveauet for ejendommens frie pengestrømme er stabiliseret eller stiger med en konstant faktor. Budgetperioden vil derfor typisk løbe i 5-10 år.

8.2.2 Terminalperioden

Terminalperioden er udtryk for perioden efter, at budgetperioden er udløbet. Denne periode antager, at de frie pengestrømme fra driften af ejendommen er konstante i alle efterfølgende regnskabsår, hvorfor det kun er nødvendigt at estimere pengestrømme i det første år i terminalperioden. Det kan også antages, at der i perioden er en beskeden vækst med en konstant faktor. Denne væksth faktor tager således højde for inflation i terminalperioden.

Beløbene, som anvendes i terminalperioden, skal være udtryk for de forventede langsigtede indtægter og udgifter. Altså alle fremtidige pengestrømme ud over budgetperioden. Der må således ikke være enkeltposter i denne periode. Terminalperioden skal være udtryk for en normal drift af ejendommen uden ekstraordinære poster.

Ved fastlæggelse af en væksth faktor skal der tages stilling til, om der i ejendommens driftsresultat rent faktisk vil være vækst i terminalperioden. Normalt vil lejeindtægterne for en er-

hvervsejendom være kendetegnet ved, at de stiger i takt med prisudviklingen. Dette er dog ikke altid tilfældet for boligejendomme, idet disse er underlagt lejelovens bestemmelser. Derfor vil der for boligejendomme være en lavere vækstfaktor end hos erhvervsejendomme.

Som det kan ses af eksemplet i bilag 2, har terminalperioden stor betydning for dagsværdien af en ejendom. Denne del af værdiansættelsen er derfor utrolig vigtig.

8.2.3 Diskonteringsfaktor

DCF-modellen tager ved beregning af en ejendoms dagsværdi sit udgangspunkt i en efter skat betragtning. Det indebærer selvfølgelig, at den valgte diskonteringsfaktor også skal være efter skat. Årsagen til dette er, at der er mange aktører på ejendomsmarkedet har vidt forskellige beskatningsforhold, hvilket gør det vanskeligt at indarbejde skat i modellen. Derfor indarbejdes der ikke skat i modellen.

Den valgte diskonteringsfaktor kan ikke sammenlignes med renten, som anvendes i normalindtjeningsmodellen. Det skyldes, at DCF-modellen indarbejder inflation, hvor normalindtjeningsmodellen forudsætter konstant afkast af ejendommens drift.

Med ovenstående taget i betragtning fastsættes diskonteringsfaktoren på samme måde som ved fastsættelse af forrentningskravet i normalindtjeningsmodellen. Der henvises derfor til dette afsnit.

8.2.4 Dagsværdi

Beregningen af en ejendoms dagsværdi består af nutidsværdien af de frie pengestrømme for de enkelte år i budget perioden og nutidsværdien af terminalperioden.

Driftsresultatet for de enkelte budgetår skal omregnes til nutidskroner. Terminalværdien skal beregnes som en uendelig annuitet af den forventede frie pengestrøm for terminalperioden. Se i øvrigt bilag 2 for et eksempel på beregning af en ejendoms dagsværdi efter DCF-modellen.

8.3 Sammenligning af værdiansættelsesmodellerne

Normalindtjeningsmodellen er relativt simpel at anvende til opgørelse af en investeringsejendoms dagsværdi, da modellen ikke er særlig ressourcekrævende hverken tidsmæssigt eller økonomisk og er let tilgængelig for mange.

En af de store ulemper ved normalindtjeningsmodellen er, at den beror på et stort regnskabsmæssigt skøn i forbindelse med fastsættelsen af forrentningskravet, hvilket kan give risiko for forkerte værdiansættelser. Ligeledes opgøres dagsværdien på baggrund af et enkelt års drift, hvilket giver sine begrænsninger, hvis der skal tages højde for udsving i ejendommens driftsresultat.

Fordelen ved DCF-metoden er, at den inddrager flere år, som gør det muligt at indarbejde fremtidige forhold, som har betydning for dagsværdien af en investeringsejendom. Dette gør metoden mere fleksibel, men på grund af kompleksiteten og forøgelsen af forudsætninger resulterer det også i, at metoden har sine begrænsninger, da den bliver vanskeligere at anvende.

Ulempen ved DCF-modellen er den store betydning, terminalperioden har på dagsværdien. Terminalperioden udgør så stor en del af dagsværdien, at en fejl her kan have stor indflydelse på den beregnede dagsværdi.

Det er svært at sige, hvilken af modellerne er bedst. Som udgangspunkt skulle de gerne give den samme dagsværdi. Valget af model må derfor bero på en intern vurdering i virksomheden i forhold til de ressourcer, som er til rådighed, og forhold omkring ejendomsporteføljen.

Normalindtjeningsmodellen er mest velegnet, når investeringsejendommen ikke er påvirket af ekstraordinære forhold, som har stor påvirkning på pengestrømmene. Det skal således være ejendomme i god stand og med gode lejere, hvor der ikke er de store ændringer fra år til år. Driftsresultatet er således stort set det samme hvert år med små udsving for eksempelvis ændringer i prisudviklingen.

Det er derimod mere hensigtsmæssigt at anvende DCF-modellen, når der er store ændringer i pengestrømmene i ejendommen, idet modellen kan udvides med alle de år, der skal til før driften af ejendommen har stabiliseret sig. Dette kunne være tilfældet med ejendomme under ombygning, eller hvor der er store krav til den årlige vedligeholdelse og en stor udskiftning i lejerne, som f.eks. i et kollegium. Dette kan DCF-modellen tage højde for i forudsætningerne, og det gør modellen mere dynamisk end normalindtjeningsmodellen.

9. Selskabsretlige regler

Aktieselskabsloven (ASL) indeholder enkelte bestemmelser, som vedrører den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. Det drejer sig om følgende bestemmelser:

- § 39 om udstedelse af fondsaktier
- § 110 om udbytte

Den præcise ordlyd af de enkelte paragraffer i ASL kan ses i bilag 3.

9.1 *Fondsaktier*

Efter § 39 stk. 1 og 2 i ASL kan beløb, der er opført som overført overskud eller reserver med undtagelse af reserve for egne aktier, anvendes til udstedelse af fondsaktier. Dette gælder uanset, hvornår de er opstået. Det er således muligt at anvende beløb, som er opført i den seneste årsrapport, og beløb, som er opstået i regnskabsårets løb frem til udstedelsen af fondsaktierne, til dette formål.

Overført overskud er en fællesbetegnelse for årets overskud og overført overskud fra tidligere år. I stedet for positivt at angive reserver, som kan anvendes til fondsaktier, er der foretaget en negativ afgrænsning, således at alle reserver med undtagelse af reserve for egne aktier kan benyttes ved udstedelse af fondsaktier.

Det betyder, at reserver efter ÅRL §§ 38 og 41 kan anvendes til kapitalforhøjelse ved udstedelse af fondsaktier. Fondsaktier er således en af de eneste måder, man kan disponere over, opskrivningsreserverne. Selvom disse reserver kan anvendes til fondsaktier, er de stadig bundne og må stadig ikke udbetales til aktionærerne, før de er realiseret.

Udstedelsen af fondsaktier ved overførsel af ikke realiserede værdistigninger i form af opskrivninger efter ÅRL §§ 38 og 41 til aktiekapitalen må derfor ikke kombineres med en efter-

følgende kapitalnedsættelse, da dette vil være en omgåelse af forbuddet mod, at de nævnte opskrivningsreserver ikke må udloddes til aktionærer. Det vil dermed være en omgåelse af princippet om beskyttelse selskabskapitalen.

9.2 Udbytte

ASL § 110 omhandler udlodning af udbytte til aktionærer. Til udlodning af udbytte kan der anvendes beløb, der i den seneste årsrapport er opført som overført overskud og reserver. Der er dog en række reserver, som dog ikke kan anvendes til udbytte, herunder alle opskrivnings- og opreguleringsreserver. Endelig må der ikke udloddes mere i udbytte end, hvad der er forsvarligt under hensyn til selskabets økonomiske stilling.

Overført overskud er en fællesbetegnelse for årets resultat med tillæg af akkumulerede resultater fra tidligere år. Det foreslåede udbytte skal naturligvis svare til mindst årets resultat med tillæg eller fradrag af de akkumulerede over- eller underskud fra tidligere år. Man skal dog være opmærksom på, at en svækkelse af selskabets økonomiske situation på tidspunktet for beslutningen om udbyttestørrelse er ulovlig og kan pådrage de besluttende personer erstatningsansvar. Det er således ikke tilladt at udlodde for meget i udbytte, hvis der er realiseret et underskud i det nye regnskabsår, som vil medføre, at egenkapitalen er sat over styr.

Som udgangspunkt kan alle reserver anvendes til udlodning af udbytte. Der skal dog være tale om frie reserver. Reserver, som efter ÅRL er bundne reserver, kan ikke udloddes i udbytte. Dette vil således gælde for opskrivninger efter ÅRL § 41 og nettoopreguleringer efter ÅRL § 38. Disse reserver må således aldrig anvendes til eliminering af underskud eller udloddes til aktionærer. Så længe et opskrevet aktiv ikke er realiseret, skal opskrivningsbeløbet være en bunden reserve.

ASL § 110 stk. 3 er den vigtigste restriktion på udbetaling af udbytte. De øvrige bestemmelser er af formel og teknisk karakter. Denne bestemmelse understreger bestyrelsens ansvar ved beslutningen om udlodning af udbytte. De formelle bestemmelser er et udtryk for absolutte maksimumskrav til, hvad der kan udloddes i udbytte. Der må dog ikke udloddes mere i udbytte, end der er forsvarligt set i forhold til selskabets kapitalbehov og risici, jf. ASL § 54 stk. 3.

Der skal således tages hensyn til selskabets stilling som helhed. Det er blandt andet ikke tilladt at udlodde udbytte, som er fremkommet gennem interne fortjenester. Samlet set skal fastsættelsen af størrelsen på udbytte være forsvarlig i forhold til selskabets økonomiske situation og forhold.

Overgangen til den værdibaserede regnskabsteori har skabt brydninger mellem regnskabsretten og selskabsretten. Flere løbende værdireguleringer skal vises i årsrapporten, men omfattende krav om reservebinding medfører, at det som udgangspunkt ikke undergraver kapitalbeskyttelsesreglerne i ASL. Årsrapporten, som er afgørende for kapitalanvendelse og resultatfordeling, træder derfor i baggrunden. Dette ikke mindst med de seneste ændringer af ÅRL in mente, hvor der ikke længere kræves binding af nettoopreguleringer til dagsværdi efter ÅRL § 38. Det stiller meget større krav til bestyrelse og direktion i selskaber, som benytter bestemmelsen i deres regnskabspraksis, da de nu skal være opmærksomme på, at der er endnu flere urealiserede poster i årsrapporten.

9.3 Ny selskabslov

Der er den 12. juni 2009 vedtaget en ny selskabslov, som samler ASL og anpartsselskabsloven i en samlet lov. Den nye selskabslov er opbygget som en byggeklodsmodel i stil med ÅRL. Der stilles således større og større krav jo længere, man kommer frem i loven. Der er også lagt op til mindre kontrol, hvilket således giver selskaberne større muligheder for at agere indenfor lovens rammer. Denne nye selskabslov træder løbende i kraft i løbet af 2010 efterhånden, som Erhvervs- og Selskabsstyrelsen får operationaliseret de nye muligheder og krav i loven.

Den nye selskabslov indeholder som udgangspunkt ingen ændringer i forhold til ovenfor beskrevne regler vedrørende den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme til dagsværdi. De ændringer, der måtte være, indeholder ikke væsentlige ændringer i forhold til den nuværende ASL. De ”nye” paragraffer kan ses i bilag 3.

10. Revisionsstandarder

I det efterfølgende vil de revisionsstandarder (RS), som er relevante ved revision af en virksomheds regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, blive gennemgået. Det drejer sig om følgende standarder:

- RS 500 – Revisionsbevis
- RS 540 – Revision af regnskabsmæssige skøn
- RS 545 – Revision af målinger til og oplysninger om dagsværdi

Under behandlingen af disse RS'er vil yderligere standarder blive nævnt, men de vil ikke blive behandlet nær så grundigt, hvis de da ikke blot bliver nævnt som henvisning.

10.1 Revisionsbevis

Formålet med RS 500 er at opstille standarder for og give vejledning om, hvad der er revisionsbevis, mængden og kvaliteten af opnåede revisionsbevis samt de revisionshandlinger, der skal anvendes for at opnå dette revisionsbevis.

Revisor skal under revisionen opnå tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis for at blive i stand til at drage konklusioner, som er tilstrækkelige som grundlag for sin revisionskonklusion.

Revisionsbevis består af alle de informationer, som revisor anvender for at nå til de konklusioner, som revisionskonklusionen baseres på. Derudover omfatter revisionsbevis også informationer indeholdt i selskabets bogføring, som ligger til grund for regnskabet, samt andre informationer.

Selskabets bogføring indeholder de oprindelige posteringer med underliggende registreringer. Det er selskabets daglige ledelse, som har ansvaret for udarbejdelsen af årsrapporten med ud-

gangspunkt i selskabets bogføring. Derfor opnås revisionsbevis ved at teste bogføringen. Udførelse af revisionshandlinger med dette formål, kan hjælpe revisor med at fastslå bogføringens indre sammenhæng og afstemning af denne til årsrapporten.

Andre informationer, som kan benyttes som revisionsbevis, kan være mødereferater, bekræftelser fra tredjemand, benchmarking samt informationer opnået gennem forespørgsler, observationer, undersøgelser samt informationer, som er udviklet af eller tilgængelig for revisor.

Tilstrækkeligheden af revisionsbevis er målestokken for mængden af beviserne, mens egnetheden er målestok for kvaliteten af revisionsbeviserne, hvilket betyder relevans og pålidelighed til at understøtte eller opdage fejlinformationer. Kvantiteten af revisionsbevis påvirkes af risikoen for fejlinformation samt af kvaliteten af de opnåede revisionsbeviser. Det vil sige jo større risiko for fejlinformationer, des flere revisionsbeviser er der sandsynligvis behov for, samt jo bedre kvalitet af revisionsbeviserne, des færre revisionsbeviser er der sandsynligvis behov for. Begreberne tilstrækkelighed og egnethed er således en opvejning af kvantitet og kvalitet af de indsamlede revisionsbeviser og således indbyrdes forbundne.

Pålideligheden af revisionsbeviserne påvirkes af kilden og arten af beviserne og afhænger af omstændighederne, de er opnået på. Følgende karakteristika kan sige noget om revisionsbevisernes pålidelighed:

- Revisionsbevis fra uafhængige kilder udenfor selskabet er mere pålidelige.
- Internt opnåede revisionsbeviser er mere pålidelig, når de er tilknyttet effektive kontroller i selskabet.
- Revisionsbevis opnået direkte af revisor er mere pålidelige end indirekte opnåede revisionsbeviser.
- Revisionsbeviser er mere pålidelige, når de forefindes i form af dokumenter i enten papirform eller elektronisk form.
- Revisionsbeviser opnået gennem originale dokumenter er mere pålidelige end kopier eller fax.

Hvis de informationer, som revisor anvender ved udførelsen af sine revisionshandlinger, er udarbejdet af selskabet selv, skal revisor opnå revisionsbevis for nøjagtigheden og fuldstændigheden af disse.

Revisor skal ikke gennemgå alle tilgængelige informationer for at nå til en revisionskonklusion, men kan i stedet benytte stikprøveudvælgelse eller andre metoder til udvælgelse af poster, som skal testes. Revisor skal benytte sin professionelle vurdering og udøve professionel skepsis ved vurderingen af mængden og kvaliteten af revisionsbeviserne.

Revisor skal for transaktionstyper, balanceposter samt præsentation og oplysning anvende revisionsmål, som er tilstrækkeligt detaljerede til at danne grundlag for vurderingen af risikoen for væsentlig fejlinformation samt for udformningen og udførelsen af yderligere revisionshandlinger. Revisionsmålene kan opdeles i følgende kategorier:

- Transaktionstyper og begivenheder i den reviderede periode
 - Forekomst – bogførte transaktioner og begivenheder eksisterer og vedrører selskabet.
 - Fuldstændighed – alle transaktioner og begivenheder, der bør registreres, er registreret.
 - Nøjagtighed – beløb og andre data vedrørende bogførte transaktioner og begivenheder er bogført korrekt.
 - Periodisering – transaktioner og begivenheder er blevet bogført i den rigtige regnskabsperiode.
 - Klassifikation – transaktioner og begivenheder er blevet bogført på de rigtige konti.
- Balanceposter ved periodens slutning
 - Tilstedeværelse – aktiver, forpligtelser og egenkapital er til stede.
 - Rettigheder og forpligtelser – selskabet har eller kontrollerer rettigheder til aktiver, og forpligtelser påhviler selskabet.

- Fuldstændighed – alle aktiver, forpligtelser og egenkapitalposter, der bør registreres, er blevet registreret.
- Værdiansættelse og fordeling – aktiver, forpligtelser og egenkapitalposter er medtaget i årsrapporten med de passende beløb, og eventuelle værdiansættelses- eller fordelingsreguleringer er passende bogført.
- Præsentation og oplysning
 - Forekomst samt rettigheder og forpligtelser – oplyste begivenheder, transaktioner og andre forhold er indtruffet og vedrører selskabet.
 - Fuldstændighed – alle oplysninger, der bør medtages i årsrapporten, er medtaget.
 - Klassifikation og forståelighed – finansielle informationer er passende præsenteret og beskrevet, og oplysninger er udtrykt klart.
 - Nøjagtighed og værdiansættelse – finansiell og anden information er oplyst nøjagtigt og med de passende beløb.

Som det fremgår af ovenstående, går flere af revisionsmålene igen for flere af kategorierne, og det er derfor ikke så voldsomt, som det måske ser ud.

Revisor opnår revisionsbeviser, som kan danne grundlag for konklusion på revisionen, ved at udføre risikovurderingshandlinger. Disse handlinger skal give revisor forståelse for virksomheden og dens omgivelser herunder de interne kontroller. Hvis revisor finder det nødvendigt eller i øvrigt beslutter at gøre det, kan test af effektiviteten af disse kontroller give overbevisning om, at selskabet forebygger, opdager og korrigerer væsentlige fejlinformationer. Derudover kan revisor forsøge at opdage eventuelle væsentlige fejlinformationer ved at udføre substanshandlinger, som omfatter test af transaktionstyper, balanceposter og oplysninger i årsrapporten.

Revisor kan udføre en række revisionshandlinger for at opnå egnet og tilstrækkeligt revisionsbevis. Disse handlinger kan bestå af følgende:

- Undersøgelse af registreringer eller dokumenter. Denne handling omhandler registreringer eller interne og eksterne dokumenter i papirform eller anden form, og kan give forskellig grad af pålidelighed afhængig af arten og kilden.
- Undersøgelse af materielle aktiver. Denne handling består i fysisk undersøgelse af aktivet og kan give pålideligt bevis for tilstedeværelsen.
- Observationer. Denne handling giver revisionsbevis for udførelsen af en proces eller en procedure.
- Forespørgsler. Disse handlinger består i opsøgning af informationer hos vidende personer i og udenfor virksomheden. Forespørgsler kan variere fra formelle skriftlige forespørgsler til uformelle mundtlige forespørgsler. Svarene på forespørgslerne kan give nye informationer eller bekræfte opnåede revisionsbeviser.
- Bekræftelser. Dette er en specifik form for forespørgsel, hvor der indhentes udtalelser om informationer eller eksisterende forhold direkte fra tredjemand.
- Efterregning. Denne handling består i at kontrollere dokumenters eller registreringers matematiske nøjagtighed.
- Genudførelse. Dette er revisors uafhængige udførelse af procedurer eller kontroller, som oprindeligt er blevet udført som en del af selskabets interne kontroller.
- Analytiske handlinger. Disse handlinger består af vurdering af finansielle informationer ved at foretage undersøgelser af sammenhænge mellem finansielle og ikke-finansielle data.

De ovenstående revisionshandling eller kombinationer heraf kan anvendes som risikovurderingshandling, test af kontroller eller substanshandling afhængigt af sammenhængen, de benyttes i. Arten og den tidsmæssige placering af revisionshandlingerne kan være påvirket af, at nogle af de regnskabsmæssige data og andre informationer kun er tilgængelige elektronisk eller på visse tidspunkter eller perioder.

10.2 Revision af regnskabsmæssige skøn

RS 540 har til formål at opstille standarder for og give vejledning om revision af regnskabsmæssige skøn i årsrapporten. Standarden skal således hjælpe revisor i arbejdet med at finde tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis af de foretagne regnskabsmæssige skøn.

RS 540 definerer et regnskabsmæssigt skøn som en tilnærmet værdi af en post i mangel af en præcis målemetode. Standarden nævner følgende eksempler på regnskabsmæssige skøn:

- Nedskrivning af varebeholdninger eller tilgodehavender
- Forventet brugstid af anlægsaktiver
- Periodiserede indtægter og udgifter
- Udskudt skat
- Hensættelse til tab
- Tab på igangværende arbejder
- Hensættelse til reklamationer

Med hensyn til investeringsejendomme vil fastsættelsen af forrentningskrav eller diskonteringsfaktor også bero på et regnskabsmæssigt skøn.

Det er ledelsen, der er ansvarlige for udøvelsen af de regnskabsmæssige skøn. Det er ofte forbundet med en større risiko for væsentlige fejl ved foretagelse af regnskabsmæssige skøn. Det er derfor revisors arbejde at kontrollere, at der ikke er væsentlige fejl.

Et regnskabsmæssigt skøn kan være enkelt eller komplekst. Det afhænger helt af regnskabspostens art. Hvis de regnskabsmæssige skøn foretages som en del af rutinebaserede vurderinger, som foretages jævnlige, er det sandsynligt, at risikoen for fejlinformation er lavere end ved ikke-rutinebaserede vurderinger, som kun foretages årligt. De foretagne regnskabsmæssige skøn beror ofte på erfaringer fra tidligere år. Et eksempel på dette er fastsættelse af scrapværdi og afskrivningsperiode på en ejendom.

Det er revisors opgave at udforme og udføre revisionshandlinger, som tilvejebringer tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis til at afgøre, hvorvidt virksomhedens regnskabsmæssige skøn er rimelige i den givne situation og korrekt oplyst i årsrapporten. Revisor kan benytte en eller flere af følgende måder ved revision af regnskabsmæssige skøn:

- Gennemgå og teste den anvendte fremgangsmåde
- Udøve et uafhængigt skøn
- Gennemgå efterfølgende begivenheder

Disse vil i de efterfølgende afsnit blive nærmere behandlet.

10.2.1 Gennemgang og test af den anvendte fremgangsmåde

Revisor skal ved gennemgang og test af den anvendte fremgangsmåde vurdere data og overveje de bagvedliggende forudsætninger, teste beregningerne, sammenligne skønnet med tidligere perioder samt overveje ledelsens godkendelsesprocedurer.

Det er revisors opgave at vurdere og kontrollere, at de underliggende data er nøjagtige, fuldstændige og relevante. Der skal fremskaffes revisionsbevis fra kilder udenfor virksomheden. Dette kan gøres på flere måder, men er en vigtig del i vurderingen af egnet og tilstrækkeligt revisionsbevis, idet bevis fra disse kilder har større værdi end fra kilder internt i virksomheden.

Revisor skal endvidere vurdere, om de indhentede data er behørigt analyseret og fremskrevet. Dataene skal udgøre et rimeligt grundlag for udøvelsen af de regnskabsmæssige skøn. Det skal vurderes, om virksomheden har et passende grundlag for de vigtigste forudsætninger af de regnskabsmæssige skøn. Disse forudsætninger kan være baseret på samfundsmæssige forhold som f.eks. rente- og inflationsniveau ved værdiansættelse af ejendomme. De kan også være baseret på interne forhold i virksomheden. Ved bedømmelse af disse forudsætninger, skal revisor overveje, om de er rimelige i forhold til realiserede resultater. Det skal også overvejes, om de er i overensstemmelse med anvendte forudsætninger ved andre regnskabsmæssi-

ge skøn og med ledelsens planer. Der skal være særlig opmærksomhed over for følsomme og subjektive forudsætninger, da disse kan resultere i væsentlig fejlinformation.

Det kan i nogle tilfælde være nødvendigt at gøre brug af ekspertbistand, hvis der er tale om komplekse vurderingsprocesser, som er udenfor revisors ekspertise. Det kunne eksempelvis være viden om tekniske forhold ved en maskine, viden om markedsforholdene for erhvervs-ejendomme i et specifikt geografisk område eller andre forhold, som ligger udenfor revisors normale virke. Hvis der inddrages ekspertbistand, skal RS 620 om anvendelse af eksperts arbejde følges.

Som afslutning på vurderingen af data og de bagvedliggende forudsætninger skal revisor gennemgå den fremtidige anvendelighed af de anvendte beregningsmetoder og forudsætninger ved ledelsens udarbejdelse af de regnskabsmæssige skøn.

Revisor skal udføre test af ledelsens beregningsprocedurer. Omfanget af disse revisionshandling er afhængig af den vurderede risiko for fejlinformation. Risikoen for fejlinformation er hovedsageligt påvirket af kompleksiteten i beregningerne.

De udøvede regnskabsmæssige skøn fra tidligere skal, hvis det er muligt, sammenlignes med realiserede resultater for at opnå bevis for den generelle pålidelighed af de anvendte procedurer og metoder. Denne sammenligning kan også give anledning til at overveje, om der skal foretages reguleringer af de anvendte beregningsprocedurer og –formler. Endelig skal det vurderes, om forskelle mellem realiserede resultater og tidligere udøvede skøn giver anledning til ændringer i de aktuelle udøvede regnskabsmæssige skøn.

Væsentlige regnskabsmæssige skøn skal normalt gennemgås og godkendes af ledelsen. Det skal overvejes, om denne gennemgang og godkendelse er foretaget på det rette ledelsesniveau, samt at det fremgår af dokumentationen.

10.2.2 Udøvelse af et uafhængigt skøn

Revisor kan vælge at gøre brug af et uafhængigt skøn. Dette gøres ved at udarbejde eller indhente et uafhængigt skøn og sammenligne dette med ledelsens regnskabsmæssige skøn. Ved

at gøre brug af et uafhængigt skøn er det revisors vurdering af data, forudsætninger og beregningsprocedurer, som danner baggrund for et sammenligneligt regnskabsmæssigt skøn

10.2.3 Efterfølgende begivenheder

En gennemgang af efterfølgende begivenheder, der finder sted mellem regnskabsårets afslutning og afslutningen af revisionen, kan frembringe revisionsbevis vedrørende de udøvede regnskabsmæssige skøn. Dette gøres ved at gennemgå transaktioner og begivenheder i den nævnte periode. Denne gennemgang kan reducere eller fjerne behovet for gennemgang og udførelse af revisionshandlinger vedrørende de to øvrige nævnte fremgangsmåder.

Slutteligt skal revisor foretage en vurdering af rimeligheden af virksomhedens regnskabsmæssige skøn baseret på sin forståelse for virksomheden og dens omgivelser. Det skal også vurderes, om indhentede revisionsbeviser på andre områder er i overensstemmelse med de udøvede regnskabsmæssige skøn. Eksempelvis kunne gennemgangen af efterfølgende transaktioner og begivenheder berøre de anvendte data og forudsætninger. I så fald må det vurderes, om disse har væsentlige indvirkninger på årsrapporten.

10.3 Revision af målinger til og oplysninger om dagsværdi

Formålet med RS 545 er at opstille standarder og give vejledning til revisors arbejde med at revidere målinger til og oplysninger om værdier, som er målt til dagsværdi i årsrapporten. Det kunne eksempelvis være måling af en investeringsejendom til dagsværdi efter ÅRL § 38.²³ Denne standard skal således hjælpe revisor med at opnå tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis for, at den foretagne måling til dagsværdi og oplysninger herom er i overensstemmelse med den relevante regnskabsmæssige begrebsramme, uanset om det måtte være ÅRL eller IFRS.

Ledelsen har ansvaret for at foretage målinger til og oplysninger om dagsværdi i årsrapporten. Dette skal gøres ved at etablere en regnskabsproces, hvor fastlæggelse af målinger til og oplysninger om dagsværdi, udvælgelse af egnede værdiansættelsesmetoder, identifikation og underbyggelse af alle anvendte forudsætninger, foretagelse af værdiansættelsen samt sikring

²³ Se afsnit 5.1.2 for beskrivelse af regnskabsbestemmelsen

af præsentation og oplysning i årsrapporten sker i henhold til den valgte regnskabsmæssige begrebsramme.

Målinger til dagsværdi er baseret på regnskabsmæssige skøn, som ofte indeholder en række usikkerheder, da de indeholder forudsætninger om fremtidige forhold, der ikke altid er kendt på statutidspunktet. Revisor skal derfor basere sine overvejelser om disse forudsætninger på information, som er tilgængelig på tidspunktet for revisionens udførelse. Derfor er revisor ikke ansvarlig for at kunne forudsige om fremtidige forhold, som ville have påvirket målingen til dagsværdi, hvis de havde været kendt på statutidspunktet. Det er her, RS 540²⁴ kommer ind i billedet.

Efter RS 315 om forståelse af virksomheden og dens omgivelser og vurdering af risici for væsentlig fejlinformation skal revisor opnå forståelse af virksomheden og dens omgivelser. En del af dette består i at opnå forståelse af virksomhedens processer ved fastlæggelsen af målinger til og oplysninger om dagsværdi og tilhørende kontrolaktiviteter. Denne forståelse skal identificere og vurdere risikoen for væsentlig fejlinformation på revisionsmålsniveau samt udforme og udføre yderligere revisionshandlinger. Dette kan eksempelvis opnås ved at overveje følgende forhold:

- De relevante kontrolaktiviteter
- Kompetencerne hos de personer, som foretager målingen
- Typer af regnskabsposter og transaktioner, der er omfattet
- Anvendelse af eksperter
- De betydelige forudsætninger
- Understøttende dokumentation
- De benyttede modeller

Når ovennævnte overvejelser er foretaget, skal revisor identificere og vurdere risikoen for væsentlig fejlinformation på revisionsmålsniveau om målingerne til og oplysningerne om

²⁴ Se ovenstående afsnit for nærmere behandling af denne

dagsværdi i årsrapporten for at bestemme arten, omfanget og den tidsmæssige placering af yderligere revisionshandlinger. Disse handlinger afhænger af, om virksomhedens proces ved fastlæggelse af dagsværdien på et aktiv er relativt simpel eller kompleks.

Der skal foretages en vurdering af egnetheden af målinger til og oplysninger om dagsværdi. Her skal revisor vurdere, om disse er i overensstemmelse med den valgte regnskabsmæssige begrebsramme. Hvis den regnskabsmæssige begrebsramme fastsætter retningslinjer for måling til og oplysning om et aktivs dagsværdi, skal revisor overveje, om disse retningslinjer er anvendt konsistent på alle aktiver indenfor aktivgruppen. Hvis der i den regnskabsmæssige begrebsramme eksisterer alternative metoder, eller målingsmetoden ikke er fastsat, skal revisor vurdere, om den valgte målingsmetode efter omstændighederne er egnet.

Revisor skal vurdere, om der skal gøres brug af eksperters arbejde. Hvis revisor ikke selv besidder eller kan komme i besiddelse af tilstrækkelig viden til at foretage revisionen af målingen til dagsværdi, kan det være nødvendigt at gøre brug af en ekspert på det relevante område. I så fald skal RS 620 om anvendelse af eksperter følges.

Som reaktion på risikoen for væsentlig fejlinformation i forbindelse med virksomhedens måling til og oplysning om dagsværdi skal revisor udforme og udføre yderligere revisionshandlinger. Disse revisionshandlinger omfatter passende test af kontroller og substanshandlinger.²⁵ Substanshandlingerne kan eksempelvis bestå af følgende:

- Test af ledelsens betydelige forudsætninger
- Test af værdiansættelsesmodellen og de underliggende data
- Udvikling af selvstændige skøn over dagsværdien
- Overvejelse af efterfølgende begivenheders betydning

Hvis der er anvendt en værdiansættelsesmodel, kan det give anledning til en større usikkerhed om målingen til dagsværdi. Det kan eksempelvis være anvendelse af modeller med tilbagediskonterede pengestrømme. Usikkerheden kan være resultatet af flere faktorer. Det kan f.eks. være længden af perioden, antallet af forudsætninger, højere grad af subjektivitet, fremtidige

²⁵ Se i øvrigt afsnit 12.1 om udarbejdelse af revisionsplan ved revision af investeringsejendomme

begivenheder og fravær af objektive data. Revisors forståelse af ovennævnte støtter valget og omfanget af de revisionshandlinger, der skal udføres. De valgte revisionshandlinger ved værdiansættelse af investeringsejendomme kan indeholde følgende eksempler på overvejelser:

- Opnåelse af revisionsbevis, der understøtter en uafhængig vurderingsmand værdiansættelse til dagsværdi. Her kan revisor undersøge, om vurderingen er fremskaffet på en dato, der ikke stemmer overens med statutidspunktet. I så fald er der opnået bevis for, at ledelsen har taget hensyn til efterfølgende begivenheder.
- Somme tider kan undersøgelse af et aktiv være nødvendigt for at opnå det ønskede revisionsbevis. Eksempelvis kan undersøgelse af en ejendom være nødvendig for at opnå information om ejendommens fysiske tilstand, hvis denne er relevant for målingen til dagsværdi.

10.3.1 Test af betydelige forudsætninger, værdiansættelsesmodeller og underliggende data

Ledelsens betydelige forudsætninger, værdiansættelsesmodellen og de underliggende data skal testes. Revisors forståelse af pålideligheden i ledelsens proces ved fastlæggelse af dagsværdien er et vigtigt element, idet en pålidelig proces ofte resulterer i rimeligt konsistente målinger til dagsværdi. Revisor skal vurdere, om de anvendte forudsætninger er rimelige, om dagsværdien er fremkommet ved anvendelse af en passende model, samt om ledelsen benyttede relevante informationer.

Revisor skal vurdere, om ledelsens betydelige forudsætninger ved måling til dagsværdi enkeltvis eller samlet tilvejebringer et rimeligt grundlag for målingen til og oplysninger om dagsværdien af et aktiv i virksomhedens årsrapport. Forudsætningerne er ofte integrerede dele af mere komplekse værdiansættelsesmodeller, som der skal være særlig opmærksomhed omkring, da disse forudsætninger skal være rimelige. Dette opnås ved, at forudsætningerne er relevante, pålidelige, forståelige og fuldstændige.

Ovennævnte forudsætninger varierer med værdiansatte aktiver eller gældsforpligtelsers karakteristika og med den anvendte værdiansættelsesmodel. Forudsætningerne er hovedsageligt understøttet af forskellige former for revisionsbevis fra eksterne og interne kilder. Det er revi-

sors opgave at vurdere kilden og pålideligheden af revisionsbeviset. Endvidere skal følsomheden for udsving eller usikkerhed med beløb samt risikoen for fejlagtig eller forkert anvendelse af betydelige forudsætninger overvejes og vurderes, da disse påvirker målingen til dagsværdien væsentligt.

Værdiansættelsens følsomhed ved ændringer i betydelige forudsætninger skal overvejes. Hvis det er relevant, skal revisor opfordre ledelsen til at anvende teknikker som eksempelvis en følsomhedsanalyse for at identificere specielt følsomme forudsætninger. Overvejelser om forudsætningernes rimelighed relaterer både til de samlede forudsætninger som de enkelte dele af forudsætningerne, da de ofte er indbyrdes afhængige. Forudsætningerne, som målingen til dagsværdi er baseret på, vil ofte afspejle ledelsens forventninger til udfaldet af specifikke mål og strategier. Forudsætningerne som helhed skal derfor være realistiske og konsistente i forhold til følgende:

- Det generelle økonomiske klima og virksomhedens økonomiske situation
- Virksomhedens planer
- Forudsætninger fra tidligere perioder
- Tidligere erfaringer og omstændigheder
- Relevante risici forbundet med pengestrømme

Hvis regnskabsposter er værdiansat ved anvendelse af en værdiansættelsesmodel, er det ikke forventet, at revisor erstatter ledelsens dømmekraft med sin egen. I stedet skal revisor gennemgå modellen og vurdere, om den er velegnet, samt om de anvendte forudsætninger er rimelige. Revisor skal udføre revisionshandlinger på de data, der er anvendt ved udarbejdelse af målinger til og oplysninger om dagsværdi. Derudover skal revisor vurdere, om målingen til dagsværdi er fastsat korrekt ud fra dataene og ledelsens forudsætninger. Det skal således vurderes, om dataene er nøjagtige, fuldstændige og relevante samt anvendt korrekt ved fastsættelse af dagsværdien. Revisionshandlingerne kan således eksempelvis bestå af verifikation af dataenes kilde og genberegning af værdiansættelsen.

10.3.2 Uafhængige skøn over dagsværdien

Revisors udvikling af uafhængige skøn over dagsværdien kan foretages af revisor for at understøtte virksomhedens målinger til dagsværdi. På denne måde kan revisor teste særskilte forudsætninger i virksomhedens målinger til dagsværdi og foretage en sammenligning. Denne metode kan anvendes for at sikre, at værdiansættelsesmodellen inddrager de betydelige variable og indeholder en betydelig forskel i forhold til ledelsens skøn.

10.3.3 Efterfølgende begivenheder

Revisor skal også overveje efterfølgende begivenheders indflydelse på målingen til og oplysninger om dagsværdien i årsrapporten. Således kan transaktioner og begivenheder efter statutstidspunktet og frem til afslutning af revisionen give egnet revisionsbevis for den foretagne måling til dagsværdi. I forbindelse med investeringsejendomme kan eksempelvis et salg af en ejendom i denne periode give revisionsbevis for målingen til dagsværdi. Begivenheder i perioden efter balancetidspunktet kan give anledning til yderligere oplysninger i årsrapporten, men sjældent give anledning til en anden dagsværdi, da denne jo skal afspejle dagsværdien på statutstidspunktet.

10.3.4 Oplysninger om dagsværdi

Revisor skal vurdere, hvorvidt virksomhedens oplysninger om dagsværdi er i overensstemmelse med den valgte regnskabsmæssige begrebsramme, idet indarbejdelse af disse oplysninger er en vigtig del af årsrapporten. Oplysningerne er også ofte krævet i de regnskabsmæssige begrebsrammer, da de kan være relevante for regnskabsbrugerne. Det skal således vurderes, om oplysningerne er passende og som foreskrevet i begrebsrammen.

10.3.5 Afslutning af revisionen

I forbindelse med den afsluttende vurdering af om årsrapportens målinger og oplysninger er i overensstemmelse med den anvendte regnskabsmæssige begrebsramme, skal revisor både vurdere tilstrækkeligheden og egnetheden af de indsamlede revisionsbeviser og konsistensen af disse i forhold til øvrige indsamlede og vurderede revisionsbeviser under hele revisionen. Det kan eksempelvis være overvejelser, om der er eller burde være sammenhæng mellem rentesatser brugt ved diskontering af skønnede fremtidige pengestrømme ved værdiansættelse af

en investeringsejendoms værdi og rentesatser på gælden, som er optaget i forbindelse med købet af den pågældende ejendom.

Hvis det er relevant for målingen til og oplysninger om dagsværdi, skal revisor indhente skriftlige udtalelser om rimeligheden af betydelige forudsætninger fra ledelsen. Disse udtalelser skal indeholde oplysninger om, at disse på en passende måde afspejler ledelsens intentioner om og muligheder for at gennemføre specifikke handlingsplaner på virksomhedens vegne. Dette skal gøres med udgangspunkt i RS 580, som omhandler ledelsens udtalelser. De skriftlige udtalelser kan også indeholde oplysninger om egnetheden af målingsmetoderne og de relaterede forudsætninger, fuldstændigheden og hensigtsmæssigheden af oplysninger om dagsværdier, samt hvorvidt efterfølgende begivenheder kræver korrektioner.

RS 260 om kommunikation af revisionsmæssige forhold til virksomhedens øverste ledelse og RS 265 om revisionsprotokollen kræver, at revisionsmæssige forhold af interesse for den øverste ledelse kommunikerer hertil. Da målinger til dagsværdi ofte er forbundet med usikkerheder, kan enhver betydelig risiko med indvirkning på årsrapporten være af interesse for den øverste ledelse og derfor rapporteres hertil. Det kan eksempelvis være kommunikation af arten af de anvendte betydelige forudsætninger og den relative væsentlighed i forhold til årsrapporten som helhed af de poster, der måles til dagsværdi.

10.4 Opdatering af RS 540

Den nye opdaterede RS 540 samler de hidtidige RS 540 og RS 545 i en revisionsstandard. Denne nye opdaterede standard træder i kraft for regnskaber, som begynder den 15. december 2009 eller senere. Det vil sige, at alle regnskabet med kalenderår som regnskabsår skal revideres efter denne standard, når årsrapporterne for 2010 skal revideres. Den nye RS 540 omhandler revision af regnskabsmæssige skøn, herunder regnskabsmæssige skøn over dagsværdi, og tilknyttede oplysninger.

Som tidligere nævnt samler den nye RS 540 de hidtidige standarder RS 540 og RS 545 i en ny standard, således at alle regnskabsmæssige skøn er omfattet af den samme revisionsstandard, uanset hvad de regnskabsmæssige skøn måtte vedrøre.

Den nye opdaterede RS 540 indeholder en række yderligere handlinger, som revisor skal udføre i forbindelse med revisionen af regnskabsmæssige skøn. Det drejer sig både om handlinger i forbindelse med planlægningsfasen, men også handlinger i forbindelse med udførelsen af revision af de regnskabsmæssige skøn. Der stilles således større krav til de indsamlede revisionsbeviser, som er dokumentationen for det arbejde, som revisor har udført i forbindelse med revision af de regnskabsmæssige skøn. Kravene til revisor består af disse hovedpunkter:

- Risikovurderingshandling og tilknyttede aktiviteter
- Identifikation og vurdering af risiciene for væsentlig fejlinformation
- Reaktion på vurderede risici for væsentlig fejlinformation
- Yderligere substanshandling som reaktion på betydelige risici
- Vurdering af rimeligheden af de regnskabsmæssige skøn og fastlæggelse af fejlinformationer
- Oplysninger vedrørende regnskabsmæssige skøn
- Indikatorer på mulig manglende neutralitet hos ledelsen
- Skriftlige udtalelser
- Dokumentation

Som en del af opdateringen af de danske revisionsstandarder indeholder de nye opdaterede standarder vejledning og andet forklarende materiale for at uddybe, hvordan de ovennævnte punkter kan udføres, og hvad der menes med punkterne. Disse punkter vil ikke blive behandlet yderligere i denne opgave, idet der ikke er den store forskel i forhold til de allerede beskrevne handlinger vedrørende de hidtidige RS 540 og RS 545. Endvidere er den nye opdaterede RS 540 gældende for årsrapporter, som ikke skal revideres på nuværende tidspunkt.

11. Gennemgang af udvalgte årsrapporter

I det efterfølgende vil fem udvalgte selskabers årsrapporter blive gennemgået og analyseret.

De udvalgte årsrapporter er følgende:

- Cocktail Ejendomme A/S
- Dades A/S
- Essex Invest A/S
- Jeudan A/S
- Tower Group A/S

De udvalgte selskaber består af nogen af de største ejendomsselskaber i Danmark, både børs-noterede og unoterede selskaber. De har forskellige regnskabsår, så det skulle være muligt at se, hvordan finanskrisen har ramt selskaberne i forhold til perioden i årsrapporterne.

Gennemgangen vil tage udgangspunkt i regnskabsreglerne, som er beskrevet i afsnittene 5 og 6, herunder om disse er overholdt. Derudover vil relevante nøgletal blive analyseret. Dette gælder både nøgletal fra årsrapporterne og egen fremstillede nøgletal. Der vil blive taget udgangspunkt i de sidste tre årsrapporter fra de respektive selskaber.

11.1 *Cocktail Ejendomme A/S*

Cocktail Ejendomme A/S har hjemsted i Odense og er ejet 100 % af Heine Delbing Holding ApS. Selskabets aktivitet består i at opføre ejendomme, som efterfølgende lejes ud. Hovedaktiviteten er således i den seneste årsrapport opført som drift af og investering i udlejningsejendomme. Selskabet er stiftet i 1984 og har de senere år oplevet en stor stigning i aktiviteterne, hvilket tydeligt fremgår af oversigten over hovedtal i ledelsesberetningen.

Cocktail Ejendomme A/S har regnskabsafslutning den 31. december. Den efterfølgende gennemgang og analyse vil derfor omfatte regnskabsårene 2006, 2007 og 2008. Årsrapporten for 2009 er endnu ikke aflagt på tidspunktet for afslutning af denne opgave – ultimo maj 2010. Årsrapporterne er aflagt i henhold til ÅRL.

Cocktail Ejendomme A/S er i perioden gået fra at være omfattet af reglerne for en B-virksomhed i 2006 til at være en mellem C-virksomhed i 2007 og 2008. Det har som sådan ikke indflydelse på måling til og oplysning om dagsværdi for investeringsejendomme, men har selvfølgelig medført, at der er kommet flere elementer med i årsrapporterne. Herunder er der flere oplysningskrav i ledelsesberetningen ligesom, der skal vises en pengestrømsopgørelse.

11.1.1 Regnskabsregler

Overordnet set opfylder årsrapporterne de regnskabsmæssige krav, som er beskrevet i afsnit 5. Der er dog et enkelt år, nemlig 2006, hvor der i anvendt regnskabspraksis ikke er givet oplysninger om, hvilke poster der indgår i ejendommenes driftsomkostninger. Det kan endvidere nævnes, at selskabet har valgt at anvende frafaldet af kravet om binding af nettoopreguleringer til dagsværdi på egenkapitalen. Selskabet har således valgt at gøre brug af lempelsen før, det ikke længere er et krav. Reserven for dagsværdi på investeringsaktiver er således overført til de frie reserver, som en postering på egenkapitalen.

Det fremgår ikke af anvendt regnskabspraksis, hvilken model der er valgt til at beregne dagsværdien af investeringsejendommene. Det er blot anført, at dagsværdien eller handelsværdi, som ledelsen har valgt at kalde det, er fremkommet ved hjælp af en afkastbaseret beregning. Det er heller ikke anført, hvordan ledelsen er kommet frem til de valgte afkastkrav. Det er således ikke muligt for regnskabslæseren at vurdere, om han/hun ville have anvendt en anden beregningsmodel eller andre afkastkrav.

Selskabet har valgt at følge anbefalingen i RV 16 og har medtaget en følsomhedsanalyse i ledelsesberetningen, som viser påvirkningen på ejendomsværdi og egenkapital ved valg af en anden afkastprocent.

11.1.2 Regnskabsanalyse

Hvis man ser på de oplyste nøgletal i ledelsesberetningen i årsrapporten for 2008, fremgår det, at selskabet har haft meget svingende og en faldende tendens i både afkastningsgrad og egenkapitalens forrentning. De er således faldet fra henholdsvis 16 % til 4 % og fra 51 % til 1 %. Det eneste nøgletal, som er nogenlunde konstant, er soliditetsgraden. Denne ligger i perioden mellem 19 % og 22 %.

Lejeindtægterne er i de tre år steget fra 74 mio. kr. til 105 mio. kr., hvilket hænger fint sammen med, at der er kommet flere ejendomme til i perioden. Værdireguleringer til dagsværdi har til gengæld haft en helt anden udvikling, idet de er faldet fra 214 mio. kr. i 2006 til 32 mio. kr. i 2008. Faldet i reguleringen til dagsværdi går også hårdt ud over resultatet før skat, som er faldet fra 219 mio. kr. til 10 mio. kr. Selskabets resultater afhænger meget af reguleringen til dagsværdi, hvilket tydeligt fremgår af nedenstående opstilling, hvor resultatet før skat er korrigeret for de foretagne reguleringer til dagsværdi.

(i 1.000 kr.)	2006	2007	2008
Regulering til dagsværdi	213.910	164.040	31.963
Resultat før skat	219.424	155.230	9.770
Korrigeret resultat før skat	5.514	-8.810	-22.193

Som det fremgår af opstillingen afhænger selskabets resultater næsten udelukkende af reguleringerne til dagsværdi, idet selve driften af ejendommene ligger lige omkring et 0, dog med en udvikling mod større og større underskud.

Det kan umiddelbart virke besynderligt, at ledelsen har valgt at benytte samme gennemsnitlige afkastprocent i alle tre år, nemlig 5,9 %. Hvis man tager afkastprocenterne for de enkelte ejendomstyper i årene, er der heller ikke de store forskelle. Eksempelvis er procenterne for boligejendomme gået fra 5 % - 6,5 % i 2006 til 5 % - 7 % i 2008. Ledelsen argumenterer i ledelsesberetningen i årsrapporten for 2008 for valget af afkastprocent med, at der er færdiggjort en række ejendomme i året. Der er dog kun tilkommet en enkelt ejendom i forhold til 2007. Så dette argument virker derfor forkert, idet en investeringsejendom først må optages som en sådan, når ejendommen er færdigopført. Argumentet betyder derfor, at der er indregnet ejendomme under opførelse til dagsværdi, hvilket ikke er tilladt ifølge ÅRL. De valgte

afkastprocenter er dog i overensstemmelse med Colliers' markedsbarometer pr. 1. januar 2009 for afkastkrav på investeringsejendomme. Der er derfor som sådan ikke noget i vejen for at anvende den samme afkastprocent i alle årene. Det er blot argumentationen, der halter.

Ejendomsporteføljen er i de tre regnskabsår steget fra 1.404 mio. kr. til 2.189 mio. kr. Samtidig er antallet af ejendomme steget fra 30 til 40. Den gennemsnitlige værdi af ejendommene er således steget fra ca. 47 mio. kr. til ca. 55 mio. kr. pr. ejendom.

Nedenfor er vist en opgørelse over friværdien i ejendommene. Friværdierne er fremkommet ved at trække de langfristede gældsforpligtelser fra henholdsvis kostprisen og dagsværdien på ejendommene. Det er forudsat, at alle langfristede gældsforpligtelser er opstået i forbindelse med finansieringen af investeringsejendommene.

(i 1.000 kr.)	2006	2007	2008
Dagsværdi	1.403.578	1.918.321	2.188.633
Kostpris	983.180	1.340.111	1.604.322
Langfristede gældsforpligtelser	1.246.572	1.521.787	1.849.212
Friværdi ved dagsværdi	157.006	671.749	942.061
Friværdi ved kostpris	-263.392	-181.676	-244.890

Som det kan ses af ovenstående oversigt, er investeringsejendommene godt og grundigt belånt. Hvis man tager udgangspunkt i kostprisen, er ejendommene endda overbelånt. Med udgangspunkt i dagsværdien udgør den procentvise belåning af ejendommene henholdsvis ca. 89 %, 79 % og 84 % i perioden. Der er således ikke meget friværdi i ejendommene, hvilket nok også hænger sammen med den supplerende bemærkning i revisors påtegning på årsrapporten for 2008. Det fremgår af den supplerende oplysning og i øvrigt også ledelsesberetningen, at der er forhandlinger omkring den fremtidige likviditet med selskabets finansielle kreditorer, altså selskabets bankforbindelser.

11.2 Dades A/S

Dades A/S har hjemsted i Lyngby-Taarbæk og har ikke en enkelt hovedaktionær, men er ejet af en række aktionærer. Den største af disse er Aase og Ejnar Danielsens Fond, som ejer 47 % af aktiekapitalen. Selskabets aktivitet fremgår ikke af årsrapporten, men består i ejendomsinvesteringer med henblik på udlejning og salg. Selskabet er stiftet i 1961 og har i de seneste år oplevet et fald i indtjening, hvilket fremgår af hoved- og nøgletaloversigten i årsrapporten.

Dades A/S har regnskabsafslutning den 30. juni. Den efterfølgende gennemgang og analyse vil derfor omfatte regnskabsårene 2006/07, 2007/08 og 2008/09. Årsrapporterne er aflagt i henhold til ÅRL og de danske regnskabsvejledninger.

Selskabet er i alle årene omfattet af regnskabsreglerne for en stor C-virksomhed og hører således til blandt Danmarks allerstørste ejendomsselskaber.

11.2.1 Regnskabsregler

Årsrapporterne for de omfattede regnskabsår opfylder alle de regnskabskrav, som kræves af ÅRL og RV 16.

Dades har valgt at måle investeringsejendomme til dagsværdi ved hjælp af DCF-modellen, der er baseret på en budgetperiode på 10 år.

Selskabet har fra og med regnskabsåret 2007/08 valgt at anvende frafaldet af bindingskravet af nettoopreguleringer til dagsværdi på egenkapitalen. Selskabet har således valgt at gøre brug af lempelsen før tid, da det er først er fra regnskabsåret 2008/09, at binding på egenkapitalen ikke længere er et krav. Reserven for dagsværdi på investeringsaktiver er som en egenkapitalposter overført til de frie reserver.

11.2.2 Regnskabsanalyse

Ser man på nøgletallene i hoved- og nøgletaloversigten i årsrapporten for 2008/09, fremgår det, at selskabet har haft et faldende afkast, idet både egenkapitalforrentningen og soliditetsgraden er faldet fra henholdsvis 20,7 % til -3,2 % og fra 40,3 % til 27 %. Overskudsgraden derimod er i samme periode steget fra 53,8 % til 62,7 %. Disse nøgletal viser tydeligt, hvor meget værdireguleringerne til dagsværdi påvirker resultatet i en virksomhed, som har valgt at måle investeringsejendomme til dagsværdi efter ÅRL § 38. Selve driften af ejendomme i sig selv giver et stigende afkast, hvilket overskudsgraden også er beviset på.

Indtægterne i form af lejeindtægter er i perioden steget fra 636 mio. kr. til 970 mio. kr., hvilket umiddelbart ikke hænger sammen med, at antallet af ejendomme er faldet fra 305 til 289. Her skal man blot kigge på sammensætningen af ejendommene, idet antallet af erhvervsejendomme er stigende, mens antallet af ejerlejligheder er faldende. Da ejerlejlighederne ikke formodes at bidrage med de store indtægter, ser stigningen pludselig mere rimelig ud. Værdireguleringerne til dagsværdi har en helt anden udvikling, idet de er faldet fra 806 mio. kr. til -489 mio. kr. Faldet i værdireguleringerne til dagsværdi er skyld i, at resultatet før skat er faldet fra et overskud i 2006/07 på 1.025 mio. kr. til et underskud i 2008/09 på 204 mio. kr. Derfor er resultatet før skat korrigeret for værdireguleringer til dagsværdi.

(i 1.000 kr.)	<u>2006/07</u>	<u>2007/08</u>	<u>2008/09</u>
Regulering til dagsværdi	805.978	371.626	-489.457
Resultat før skat	<u>1.071.824</u>	<u>620.483</u>	<u>-204.182</u>
Korrigeret resultat før skat	<u>265.846</u>	<u>248.857</u>	<u>285.275</u>

Som det fremgår af ovenstående opstilling er resultat før skat meget påvirket af værdireguleringerne til dagsværdi på investeringsejendomme og de tilhørende gældsforpligtelser. Korrigeret for disse reguleringer til dagsværdi udgør resultatet før skat dog et meget stabilt afkast med en stigende tendens, hvilket viser, at selskabet har baseret sine afkast på en sund drift af ejendommene frem for afkast i form af værdistigninger på ejendommene.

Ledelsen har valgt at benytte et afkastkrav, som stort set er det samme i de tre år. Afkastkravet udgør således 5,95 % i 2006/07, 5,89 % i 2007/08 og 5,8 % i 2008/09. Ser man på afkastkravene for de enkelte ejendomstyper er der heller ikke den store forskel. Afkastkravet for ejer-

lejlighederne er således det samme i alle tre år. De gennemsnitlige afkastprocenter for erhvervsejendomme er ikke ændret ret meget i perioden. De går fra 5,97 % til 5,87 %. Afkastintervallet er derimod snævret ind fra 3,25 % - 8 % til 5 % - 8 %. Afkastkravene er fuldt i overensstemmelse med det seneste markedsbarometer fra Colliers pr. 1. juli 2009.

Ejendomsporteføljen er i de tre regnskabsår steget fra 11.231 mio. kr. til 15.733 mio. kr. på trods af, at antallet af ejendomme er faldet fra 305 til 289. Den gennemsnitlige værdi af ejendommene er således steget fra ca. 37 mio. kr. pr. ejendom til ca. 54 mio. kr. Årsagen til stigningen i den gennemsnitlige ejendomsværdi er, at selskabet har erhvervet et stort butikscenter på RO's Torv i Roskilde, som i 2008/09 har en regnskabsmæssig værdi på 1.643 mio. kr.

Nedenfor er udarbejdet en opgørelse over friværdien i ejendommene. Friværdierne fremkommer som tidligere beskrevet. Det samme gælder forudsætningen om de langfristede gældsforpligtelser.

(i 1.000 kr.)	<u>2006/07</u>	<u>2007/08</u>	<u>2008/09</u>
Dagsværdi	11.231.193	14.067.558	15.733.028
Kostpris	8.460.825	11.057.225	12.810.505
Langfristede gældsforpligtelser	5.197.729	7.822.061	11.100.392
Friværdi ved dagsværdi	6.033.464	6.245.497	4.632.636
Friværdi ved kostpris	3.263.096	3.235.164	1.710.113

Som det fremgår af oversigten, er der stadig en forholdsvis god friværdi i investeringsejendommene. Med udgangspunkt i dagsværdien udgør den procentvise belåning i ejendommene henholdsvis ca. 46 %, 56 % og 71 %. Der er således en god friværdi i ejendommene. Årsagen til den stigende belåningsprocent er, at selskabet har haft behov for likviditet til ejendomsinvesteringerne i 2008/09, et specifikt projekt og eventuelle investeringer i 2009/10.

Dades A/S har offentliggjort halvårsregnskab pr. 31. december 2009. Halvårsregnskabet udviser et overskud på 64 mio. kr., en balancesum på 18.639 mio. kr. og en egenkapital på 4.721 mio. kr. Korrigeret for reguleringer til dagsværdi udgør resultatet 137 mio. kr. Der har således været en negativ regulering til dagsværdi på 72 mio. kr. Selskabets investeringsejendomme

har pr. 31. december 2009 en regnskabsmæssig værdi på 17.394 mio. kr. Stigningen i værdien af investeringsejendommene udgøres således af tilgange, som især vedrører overtagelsen af 2. afsnit af butikscentret Waves.

11.3 Essex Invest A/S

Essex Invest A/S har hjemsted i Århus og er ejet 100 % af Essex A/S. Selskabets aktivitet består ifølge ledelsesberetningen i handel med og udlejning af ejendomme. Selskabet er stiftet i 1996 og har i de seneste år oplevet en mindre fremgang i aktiviteterne, hvilket fremgår af hoved- og nøgletalsoversigten i den seneste årsrapport.

Essex Invest A/S har regnskabsafslutning den 30. september. Den efterfølgende gennemgang og analyse vil derfor omfatte regnskabsårene 2006/07, 2007/08 og 2008/09. Årsrapporterne er aflagt i henhold til ÅRL.

Selskabet er i alle tre regnskabsår omfattet af reglerne i ÅRL for en stor C-virksomhed. Dette gør selskabet til et af de største ejendomsselskaber i landet.

11.3.1 Regnskabsregler

Som udgangspunkt opfylder årsrapporterne de fleste af de regnskabsmæssige krav, som tidligere er beskrevet i afsnittene 5.1 og 5.2. Der er dog en række bestemmelser, som ikke er opfyldt. Dette gælder især årsrapporten for 2007/08.

For det første er de forskellige kategorier af ejendomme ikke beskrevet i ledelsesberetningen i årsrapporten for 2007/08. Ledelsesberetningen opfylder således kun de tidligere gældende krav for en klasse B-virksomhed. Der mangler ligeledes segmentoplysninger. Selskabet har heller ikke valgt at følge anbefalingen i RV 16 om at medtage en følsomhedsanalyse i ledelsesberetningen.

Selskabet har i årsrapporten for 2007/08 i anvendt regnskabspraksis som det vigtigste valgt ikke at oplyse, hvilken afkastbaseret model der anvendes til at måle ejendommen med. Det er

heller ikke oplyst, hvordan diskonteringsfaktoren i den afkastbaserede model opgøres. Den er ikke engang nævnt en eneste gang i årsrapporten. Det er således ikke muligt for regnskabslæser at vurdere hensigtsmæssigheden af den måde, selskabet har valgt at måle sine ejendomme på.

De ovennævnte manglende oplysninger vedrørende ledelsesberetningen og anvendt regnskabspraksis er dog medtaget i årsrapporten for 2008/09. Dog er der ikke medtaget en følsomhedsanalyse, som anbefales i RV 16. Dermed opfylder årsrapporten for 2008/09 de vigtigste bestemmelser i ÅRL.

I resultatopgørelsen har selskabet valgt ikke at vise lejeindtægter og reguleringer til dagsværdi, hvilket ikke er i overensstemmelse med de danske regnskabsregler. I noterne er det heller ikke oplyst, hvad den regnskabsmæssige værdi af pantsatte aktiver er, selvom det er oplyst, at der er tinglyst pant i selskabets ejendomme.

Som det fremgår af ovenstående er der en række regnskabsbestemmelser vedrørende behandlingen af investeringsejendomme, som ikke er opfyldt. Derudover kommer en lang række andre krav for regnskabsårene før 2008/09 til bl.a. ledelsesberetningen i ÅRL til en stor C-virksomhed, som heller ikke er opfyldt, hvilket er stærkt kritisabelt. Årsrapporterne før regnskabsåret 2008/09 for Essex Invest A/S minder mere om nogle årsrapporter for en B-virksomhed. Årsrapporterne er yderst mangelfulde og vurderes ikke at overholde ÅRL's krav. Disse forhold burde have givet anledning til forbehold i revisionspåtegningerne, men disse er helt blanke, altså uden forbehold eller supplerende bemærkninger. Der er dog i revisors påtegning på årsrapporten for 2008/09 medtaget supplerende oplysninger, som vedrører den likviditetsmæssige situation for selskabet og værdiansættelsen af investeringsejendommene til dagsværdi, hvor revisor anfører, at der er væsentlig usikkerhed om værdiansættelsen af selskabets ejendomme til dagsværdi.

11.3.2 Regnskabsanalyse

De oplyste hoved- og nøgletal i årsrapporten for 2008/09 viser, at selskabet har haft en svingende og faldende tendens i både soliditetsgrad og egenkapitalens forrentning. De er således faldet fra henholdsvis 15,6 % til -1,0 % og fra 35,4 % til -225,0 %. Som det fremgår, har egenkapitalens forrentning været ude for det største fald. Afkastgraden er ikke oplyst i over-

sigten over hoved- og nøgletal, men kan beregnes til 6,3 % i 2006/07, 7,1 % i 2007/08 og -13,0 % i 2008/09. Afkastgraden er beregnet som bruttoresultatet divideret med den gennemsnitlige værdi af de materielle anlægsaktiver. Udviklingen i afkastgraden ligner udviklingen i de to andre nøgletal. De udviser med al tydelighed de problemer, som selskabet har haft i de seneste år.

Lejeindtægterne fremgår ikke af årsrapporterne, men er beregnet ved at trække de oplyste værdireguleringer i anlægsnoten reguleret for udskudt skat fra de oplyste indtægter. Derved opnås en beregnet lejeindtægt, som dog ikke tager højde for eventuelle fortjenester eller tab ved salg af ejendomme. De beregnede lejeindtægter er faldet fra 347 mio. kr. til 373 mio. kr. De oplyste værdireguleringer korrigeret for udskudt skat falder fra en positiv regulering på 2 mio. kr. til en negativ regulering på 871 mio. kr. med et mellem år, hvor værdireguleringerne udgør 195 mio. kr. Værdireguleringerne vedrører kun aktiverne, da værdireguleringen af de tilhørende gældsforpligtelser ikke fremgår af selskabets årsrapporter. Resultatet før skat er i perioden faldet fra 320 mio. kr. i 2006/07 til -1.550 mio. kr. i 2008/09. Selskabets resultater afhænger således af værdireguleringerne til dagsværdi. Dette fremgår tydeligt af nedenstående opstilling, hvor selskabets resultater før skat er korrigeret for værdireguleringer til dagsværdi:

(i 1.000 kr.)	<u>2006/07</u>	<u>2007/08</u>	<u>2008/09</u>
Regulering til dagsværdi	2.065	195.448	-870.792
Resultat før skat	320.148	168.105	-1.550.194
Korrigeret resultat før skat	<u>318.083</u>	<u>-27.343</u>	<u>-679.402</u>

Ovenstående opstilling viser med al tydelighed, hvor meget resultaterne i Essex Invest A/S afhænger af værdireguleringerne til dagsværdi. Der er således stor forskel på det korrigerede resultat før skat i de tre regnskabsår. Det korrigerede resultat før skat i regnskabsåret 2008/09 kan dog ikke helt anvendes til sammenhæng, der er en række andre faktorer, som spiller ind på selskabets resultat før skat. Disse faktorer har ikke umiddelbart noget med driften af selskabets investeringsejendomme at gøre, men vedrører de kapitalandele, som selskabet besidder i datter- og associerede virksomheder.

Selskabet har som tidligere nævnt valgt ikke at oplyse om de anvendte afkastkrav eller diskonteringsfaktorer i årsrapporterne før regnskabsåret for 2008/09. Selskabet har dog oplyst det anvendte afkastkrav for de to seneste regnskabsår i årsrapporten for 2008/09. Afkastkravet

udgør således 4,9 % i 2007/08 og 5,5 % i 2008/09. Denne stigning i afkastkravet viser, at selskabet har forsøgt at tilpasse dagsværdien af investeringsejendommene til de faldende priser på ejendomsmarkedet, selvom de i en note i årsrapporten udtrykker, at der med baggrund i uroen på de finansielle markeder og afsmitningen heraf på ejendomsmarkedet er væsentlig usikkerhed forbundet med værdiansættelsen af selskabets ejendomme. Stigningen i afkastkravet viser dog, at selskabet har forsøgt at tage højde for denne usikkerhed. De valgte afkastprocenter er i overensstemmelse med Collier's markedsbarometer pr. 1. oktober 2009 for afkastkrav på investeringsejendomme.

Ejendomsporteføljen er i de tre regnskabsår steget fra 5.045 mio. kr. til 5.213 mio. kr. Det er ikke muligt at kommentere på den gennemsnitlige værdi af selskabets ejendomme, da det ikke er oplyst, hverken antallet af ejendomme, eller hvilke ejendomme selskabet ejer. Selskabet havde i regnskabsåret 2006/07 en stor tilgang på 2.617 mio. kr.

Nedenfor er en opgørelse over friværdien i ejendommene. Friværdierne er opgjort på samme måde som i de andre regnskabsanalyser.

(i 1.000 kr.)	<u>2006/07</u>	<u>2007/08</u>	<u>2008/09</u>
Dagsværdi	5.044.544	5.685.206	5.212.791
Kostpris	4.587.486	5.077.330	5.475.707
Langfristede gældsforpligtelser	4.287.782	4.841.938	4.762.542
Friværdi ved dagsværdi	756.762	843.268	450.249
Friværdi ved kostpris	299.704	235.392	713.165

Som det fremgår af ovenstående oversigt er der ikke meget friværdi i ejendommene, hvis man ser på kostprisen for ejendommene. Med udgangspunkt i dagsværdien udgør den procentvise belåning af ejendommene henholdsvis ca. 85 %, 85 % og 91 %. Som det fremgår af procenterne, er ejendommene selv med udgangspunkt i dagsværdien af ejendommene meget kraftigt belånt. Den høje belåning af ejendommene er sandsynligvis også hovedårsagen til, at selskabet i øjeblikket er i likviditetsmæssige problemer. Selskabet har således ikke kunne betale terminerne på realkreditlånene. Selskabet har da også efter udløbet af regnskabsåret 2008/09 indgået en aftale med selskabets finansielle kreditorer om den fremtidige afvikling af selska-

bets gældsforpligtelser. Det bliver spændende at se, om selskabet kan overholde denne aftale, og hvad den betyder for de fremtidige årsrapporter for selskabet.

11.4 Jeudan A/S

Jeudan A/S har hjemsted i København og er ejet af en række aktionærer, hvor den største er William Demant Invest A/S med en ejerandel på 34,5 %. Selskabets aktivitet fremgår ikke direkte nogen steder i årsrapporterne, men består i investering i og drift af større velbeliggende ejendomme i hovedsageligt København. Selskabet er stiftet i 1990 og har i de seneste år oplevet en stor fremgang i aktiviteterne. En stor del af denne fremgang hænger sammen med fusioner med eller opkøb af andre ejendomsselskaber senest i 2009 med Landic Property Denmark A/S, hvilket tydeligt fremgår af oversigten over hoved- og nøgletal.

Selskabet har regnskabsafslutning den 31. december. Den efterfølgende gennemgang og analyse vil derfor omfatte regnskabsårene 2007, 2008 og 2009. Årsrapporterne er aflagt efter IFRS, da selskabet er noteret på NASDAQ OMX Copenhagen A/S, i daglig tale Københavns Fondsbørs, hvor selskabet er det største noterede ejendomsselskab.

Udover regnskabsreglerne i IFRS er Jeudan A/S også omfattet af reglerne i den danske IFRS-bekendtgørelse og en række oplysningskrav, som er stillet af Fondsbørsen.

11.4.1 Regnskabsregler

Årsrapporterne opfylder stort set de regnskabsmæssige krav i IFRS, som er beskrevet i afsnit 6. Selskabet har at måle valgt dele af sine investeringsejendomme til kostpris med fradrag af akkumulerede afskrivninger. I disse tilfælde kræver IAS 40, at der skal gives oplysninger i årsrapporten om afskrivningsmetode og sats, brugstid, oplysning om dagsværdi af aktiverne og en beskrivelse af ejendommene samt en forklaring på, hvorfor der måles til kostpris. Hovedparten af disse oplysninger er ikke givet. Den eneste af de nævnte, som fremgår af årsrapporten, er afskrivningsmetoden.

Selskabet har valgt at måle investeringsejendommene til dagsværdi ved brug af normalindtjeningsmodellen, som er beskrevet i afsnit 8.1.

Selskabet valgt at gøre brug af ÅRL's frafald af kravet om binding af nettoopreguleringer til dagsværdi på egenkapitalen, inden lempelsen indtræder. Dette fravalg er dog ikke opført nogen steder i den anvendte regnskabspraksis. Reserven for dagsværdi af investeringsaktiver er overført til de frie reserver som en egenkapitalposter.

11.4.2 Regnskabsanalyse

Ser man på de oplyste hoved- og nøgletal i årsrapporten for 2009, fremgår det, at selskabet har haft en faldende udvikling i egenkapitalens forrentning, soliditetsgraden og overskudsgraden. Egenkapitalens forrentning er faldet fra 10,3 % i 2007 over -12,6 % i 2008 til 6,7 % i 2009. Soliditetsgraden fra 38,8 % til 25,1 %. Overskudsgraden har været nogenlunde konstant, men er dog faldet fra 57,3 % til 55,7 %. Udviklingen i nøgletallene er helt i tråd med faldet i resultatet før skat.

Lejeindtægterne er i de tre år steget fra 379 mio. kr. til 553 mio.kr. Udviklingen hænger fint sammen med fusionen i 2007, som først for alvor kommer til udtryk i 2008 og endnu mere i 2009. Dertil kommer købet af Landic Property Denmark A/S, som først kommer til udtryk i årsrapporten for 2010, idet erhvervelsen af selskabet er sket i november måned 2009. Dagsværdireguleringerne har haft den modsatte udvikling, idet de er faldet fra 117 mio. kr. i 2007 over -641 mio. kr. i 2008 og til -24 mio. kr. i 2009. Faldet i reguleringerne til dagsværdi afspejles også i udviklingen i resultatet før skat, som går fra et overskud på 313 mio. kr. i 2007 via et underskud på 529 mio. kr. i 2008 til et overskud i 2009 på 268 mio. kr. En forskel i resultaterne før skat på over en milliard. Selskabets resultater afhænger således utroligt meget af reguleringerne til dagsværdi, hvilket fremgår af nedenstående opstilling, hvor resultatet før skat er korrigeret for reguleringer til dagsværdi:

(i 1.000 kr.)	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>
Regulering til dagsværdi	117.290	-640.591	-23.889
Resultat før skat	313.347	-528.878	267.692
Korrigeret resultat før skat	<u>196.057</u>	<u>111.713</u>	<u>291.581</u>

Som det fremgår af opstillingen har selskabet et fornuftigt resultat, hvis man ser bort fra reguleringerne til dagsværdi. Der er således et meget pænt overskud på mellem 100 og 300 mio. kr. Det er også selskabets målsætning at fokusere på driften af ejendommene.

Selskabet har i de tre regnskabsår benyttet en næsten uændret gennemsnitlig afkastprocent. Disse udgør således 5,0 % i 2007, 5,3 % i 2008 og 5,4 % i 2009. Ser man på intervallet af afkastprocenterne for målingen til dagsværdi, er disse stort set uændret i intervallet 4,0 % - 8,0 %. Fordelingen har dog ændret sig i de tre regnskabsår, idet der kommet mere spredning i anvendelsen af afkastprocenter for de enkelte ejendomme. Generelt set er der flere ejendomme i den høje ende af intervallet i 2009 end i 2007. De anvendte afkastprocenter hænger nogenlunde sammen med Colliers' markedsbarometer pr. 1. januar 2010, hvor afkastkravet for de bedste ejendomme i København opgøres til 5,0 %.

Ejendomsporteføljen er i de tre regnskabsår steget fra 7.681 mio. kr. til 12.680 mio. kr. samtidig med, at antallet af ejendomme er steget fra 124 til 171. Den gennemsnitlige værdi af ejendommene er i de tre år steget, idet den går fra ca. 62 mio. kr. pr. ejendom til ca. 74 mio. kr., hvilket hænger sammen med, at de overtagne ejendomme i Landic Property Denmark A/S har haft en gennemsnitlig højere værdi end den hidtidige ejendomsportefølge i Jeudan A/S.

Nedenfor er vist en opgørelse af friværdien i selskabets ejendomsportefølge. Friværdierne er fremkommet på samme måde som de øvrige eksempler.

(i 1.000 kr.)	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>
Dagsværdi	7.680.860	8.634.310	12.680.291
Kostpris	6.297.078	7.501.407	11.489.428
Langfristede gældsforpligtelser	3.525.141	5.427.975	6.716.001
Friværdi ved dagsværdi	4.155.719	3.206.335	5.964.290
Friværdi ved kostpris	2.771.937	2.073.432	4.773.427

Som det fremgår af oversigten, er der en god friværdi i ejendommene uanset, om man tager udgangspunkt i dagsværdien af ejendommene eller kostprisen på ejendommen. Med udgangspunkt i dagsværdien udgør den procentvise belåning ejendommene henholdsvis ca. 46 %, 63 % og 53 %. Årsagen til stigningen i den procentvise belåning i 2008 er, at selskabet valgte at

foretage en låneomlægning som følge af finanskrisen. Selskabet har endda foretaget endnu en låneomlægning i 2009. Som det fremgår af friværdierne i de tre år, har selskabet valgt en fornuftig finansieringsstrategi, hvor der er plads til yderligere belåning, hvis dette måtte være nødvendigt for eventuelle investeringer i flere ejendomme eller driften af selskabet.

11.5 Tower Group A/S

Tower Group A/S har hjemsted i Gentofte og er ejet af en række aktionærer, hvor den største er Rewot Holding 2 ApS med en ejerandel på 9,91 %. Selskabets aktivitet fremgår ikke af årsrapporterne, men består i udlejning af tyske ejendomme. Selskabet er stiftet i 1961 og har i de seneste år ændret hovedaktivitet til investeringsaktivitet i ejendomme, hvilket også har medført en næsten eksplosiv vækst i omsætning.

Selskabet har regnskabsafslutning den 30. juni. Derfor vil den efterfølgende gennemgang og analyse omfatte regnskabsårene 2006/07, 2007/08 og 2008/09. Årsrapporterne er aflagt efter IFRS, da selskabet er noteret på Københavns Fondsbørs.

Udover regnskabsreglerne i IFRS er Tower Group A/S også omfattet af reglerne i den danske IFRS-bekendtgørelse og en række oplysningskrav, som er stillet af Fondsbørsen.

11.5.1 Regnskabsregler

Årsrapporterne for de omfattede regnskabsår opfylder alle de regnskabskrav, som kræves af IFRS m.v. Se i øvrigt afsnit 6 for nærmere beskrivelse af regnskabsreglerne.

Tower Group A/S har valgt at måle investeringsejendommene til dagsværdi ved hjælp af DCF-modellen med en budgetperiode på 10 år. Derudover har de valgt at verificere den beregnede dagsværdi via DCF-modellen med en vurdering fra en uafhængig ejendomsmægler.

Selskabet har valgt at vise reguleringer til dagsværdi på investeringsejendomme i en særskilt post under egenkapitalen. Reserven er dog ikke bundet fra og med regnskabsåret 2008/09, men en del af de frie reserver. Selskabet benytter således lempelsen i ÅRL.

Selvom selskabet har opfyldt regnskabskravene, er der dog en række selskabsregler, som ikke er opfyldt. Selskabet har således i 2007/08 ydet ulovligt aktionærlån til Tower Management A/S. Derudover har selskabet i 2008/09 indgået incitamentsaflønningsaftaler med selskabets direktion uden generalforsamlingens godkendelse. Dette er i strid med aktieselskabsloven, og selskabets ledelse kan ifalde ansvar.

I den seneste årsrapport for 2008/09 har den uafhængige revisor medtaget to supplerende oplysninger om forhold i regnskabet. Den ene vedrører selskabets oplysninger i ledelsesberetningen om usikkerhed om den fortsatte drift. Den anden vedrører usikkerhed i forbindelse med værdiansættelsen af selskabets investeringsejendomme til dagsværdi. På trods af usikkerheder om den fortsatte drift er årsrapporten aflagt under forudsætning af fortsat drift. Selskabet er således i øjeblikket i store finansielle problemer og har derfor også været opført på Fondsbørsens observationsliste indtil starten af marts måned 2010.

11.5.2 Regnskabsanalyse

Af hoved- og nøgletalsoversigten i årsrapporten fremgår det med al tydelighed, at selskabet har oplevet en nærmest eksplosionsagtig udvikling i de seneste år. Årsagen til dette er, at selskabet i 2006 valgte en ny hovedaktivitet, nemlig ejendomsinvestering. Derfor kan regnskabsåret 2006/07 heller ikke anvendes til sammenligning, hvis man kigger på overskudsgrad, idet den falder fra 160 % i 2007/08 til 36,7 % i 2008/09. Afkastgraden og soliditetsgraden er i de tre regnskabsår faldet fra henholdsvis 18,6 % til 2,4 % og fra 20 % til 5,4 %.

Lejeindtægterne har i de tre år haft en voldsom udvikling, idet de stiger fra 38 mio. kr. til 274 mio. kr. Dette hænger sammen med, at antallet af ejendomme i perioden er øget fra 240 til 593 ejendomme. Værdireguleringerne til dagsværdi har til gengæld haft den helt modsatte udvikling, idet de er faldet fra 116 mio. kr. i 2006/07 til sølle 1 mio. kr. i 2008/09. Faldet i værdireguleringerne påvirker også faldet i resultatet før skat, da denne falder fra et overskud på 123 mio. kr. til et underskud på 238 mio. kr. Det negative resultat i 2008/09 er dog påvirket af en række enkeltstående reguleringer, som tilsammen udgør 116 mio. kr. Selskabet er dog stadig meget afhængigt af værdireguleringerne til dagsværdi, hvilket fremgår af nedenstående opstilling af et korrigeret resultat før skat for de foretagne værdireguleringer til dagsværdi og de enkeltstående reguleringer i 2008/09:

(i 1.000 kr.)	<u>2006/07</u>	<u>2007/08</u>	<u>2008/09</u>
Regulering til dagsværdi	115.637	136.949	1.031
Enkeltstående reguleringer	0	0	-116.400
Resultat før skat	<u>122.915</u>	<u>130.863</u>	<u>-237.913</u>
Korrigeret resultat før skat	<u>7.278</u>	<u>-6.086</u>	<u>-122.544</u>

Det fremgår af ovenstående opstilling, hvor utroligt meget selskabets resultater afhænger af reguleringerne til dagsværdi. Der er således kun et enkelt år, hvor driften af ejendommene giver et meget lille overskud. Især 2008/09 giver et gevaldigt underskud, hvilket formentlig er årsagen til, at selskabet har valgt selv at stå for den daglige drift af selskabets ejendomme i fremtiden. Driften af ejendommene har tidligere været outsourcet.

Selskabet har i de tre regnskabsår valgt at gøre brug af vidt forskellige gennemsnitlige afkastprocenter. Disse går således fra 5,4 % - 5,9 % i 2006/07 til 7,9 % i 2007/08 og til 6,7 % i 2008/09. Selskabet har benyttet eksterne vurderingsmænd til at fastsætte afkastprocenterne. Da alle ejendommene ligger udenfor landets grænser kan Colliers' markedsbarometer ikke bruges til sammenligning. Udviklingen og valget af afkastprocenter vurderes dog at være sandsynlig, idet antallet af ejendomme er steget voldsomt, samt at der har været og stadig er finanskriser. Denne formodes dog at have været på sit værste, hvilket også afspejles i den faldende gennemsnitlige afkastprocent fra 2007/08 til 2008/09.

Ejendomsporteføljen er i de tre regnskabsår steget fra 1.576 mio. kr. til 4.558 mio. kr. samtidig med, at antallet af ejendomme er steget fra 240 til 593. Den gennemsnitlige værdi af ejendommene er næsten uændret i de tre år, idet den stiger fra ca. 6,6 mio. kr. pr. ejendom til ca. 7,7 mio. kr.

Nedenfor er en opgørelse over friværdien i ejendommene. Friværdien er fremkommet i lighed med analyse af de øvrige valgte årsrapporter, som er gennemgået ovenfor.

(i 1.000 kr.)	<u>2006/07</u>	<u>2007/08</u>	<u>2008/09</u>
Dagsværdi	1.576.121	4.228.833	4.557.722
Kostpris	1.460.484	3.976.003	4.298.729
Langfristede gældsforpligtelser	1.530.566	3.438.136	3.865.013
Friværdi ved dagsværdi	45.555	790.697	692.709
Friværdi ved kostpris	-70.082	537.867	433.716

Som det fremgår af oversigten, er ejendommene højt belånt. Med udgangspunkt i dagsværdien udgør den procentvise belåning af ejendommene henholdsvis ca. 97 %, 81 % og 85 %. Der er, som det fremgår, ikke meget friværdi i investeringsejendommene. Dette forhold kombineret med et fokus på vækst gennem opkøb af ejendomme er nok hovedårsagerne til, at selskabet er i finansielle problemer på nuværende tidspunkt.

11.6 Sammenligning af årsrapporterne

Overordnet set er de enkelte ejendomsselskaber ikke umiddelbart til at sammenligne, men der er dog nogle tendenser, som går igen i alle selskabernes årsrapporter. Disse vil blive behandlet i det efterfølgende.

11.6.1 Regnskabsregler

Generelt overholder alle fem selskaber som udgangspunkt regnskabsreglerne i henholdsvis ÅRL og IFRS. Der er i stort set alle af selskaberne enkelte regnskabsbestemmelser, som ikke er fulgt. Dog udskiller årsrapporterne fra Essex Invest A/S sig fra de andre, idet de ikke opfylder en lang række regnskabsbestemmelser.

De tilfælde, hvor selskaberne ikke helt opfylder regnskabsbestemmelserne, drejer sig udelukkende om oplysningskrav i enten ledelsesberetningen, anvendt regnskabspraksis eller noterne. Der er som sådan derfor ikke umiddelbart noget at udsætte på selve selskabernes måling og præsentation af investeringsejendommene i årsrapporterne. De har alle valgt at måle ejen-

dommene til dagsværdi ved hjælp af en afkastbaseret model. Begge modeller, som er beskrevet i afsnit 8, er blevet benyttet af selskaberne.

Alle fem selskaber har valgt at gøre brug af, at det for årsrapporter, som er påbegyndt efter 1. september 2008, ikke længere er et krav at binde nettoopreguleringer til dagsværdi for investeringsejendomme på egenkapitalen. Et enkelt af selskaberne, Tower Group A/S, har som det eneste valgt fortsat at vise reserven i en særskilt post under egenkapitalen, men pointerer i stedet i anvendt regnskabspraksis, at der nu er tale om en fri reserve. Selskaberne har således alle valgt at gøre brug af frafaldet af dette krav, før lempelsen træder i kraft.

11.6.2 Regnskabsanalyse

Ser man på de oplyste nøgletal for afkast-/overskudsgrad, soliditetsgrad og egenkapitalens forrentning, har disse stort set i alle selskaberne haft en faldende tendens. Hvilket hænger sammen med, at selskabernes resultat før skat alle også er faldet. Nogen giver endda også underskud.

Selve de løbende indtægter fra driften af ejendommene i form af lejeindtægter stiger i alle selskaberne. I nogle af selskaberne stiger de endda meget kraftigt, men det hænger sammen med, at disse selskaber har været ude at opkøbe en række ejendomme. Værdireguleringerne til dagsværdi har til gengæld haft den modsatte udvikling i alle selskaberne. De har nemlig haft en faldende udvikling. I to af selskaberne har værdireguleringerne været en omkostning i selskabernes resultatopgørelser. Der er dog i begge tilfælde tale om, at det er reguleringer af gældsforpligtelserne, som er skyld i den negative værdiregulering. Investeringsejendommene er som sådan derfor ikke faldet i værdi i nogen af selskaberne, hvilket kan virke besynderligt, når det generelle ejendomsmarked i Danmark har været udsat for store fald i ejendomspriserne.

Ser man på selskabernes resultater før skat korrigeret for værdireguleringer til dagsværdi, har disse en meget forskellig udvikling, hvilket kan ses af nedenstående opstilling. Denne opstilling skulle gerne illustrere, hvordan selve driften af ejendommene udvikler sig.

(i 1.000 kr.)	År 1	År 2	År 3
Cocktail Ejendomme A/S	5.514	-8.810	-22.193
Dades A/S	265.846	248.857	285.275
Essex Invest A/S	318.083	-27.343	-679.402
Jeudan A/S	196.057	111.713	291.581
Tower Group A/S	7.278	-6.086	-122.544
Gennemsnit	158.556	63.666	-49.457

Som det kan ses af opstillingen, er der to selskaber, som skiller sig positivt ud. Det er Dades A/S og Jeudan A/S, idet disse har et godt og solidt overskud i selve driften af deres investeringsejendomme i alle tre år. De øvrige selskaber derimod har lidt flere problemer med at få driften af deres ejendomme til at hænge sammen. Noget af forklaringen på dette kan være, at nogen af selskaberne måske har en anden strategi, som ikke lægger så meget vægt på driften af ejendommene, men mere sigter på en gevinst i forbindelse med et salg. Den gennemsnitlige udvikling i de fem selskaber udviser en faldende tendens, men er dog meget påvirket af udviklingen i resultaterne hos Essex Invest A/S.

I forbindelse med værdiansættelsen af selskabernes investeringsejendomme har selskaberne anvendt en række afkastkrav, som fremgår af nedenstående opstilling:

	År 1	År 2	År 3
Cocktail Ejendomme A/S	5,90%	5,90%	5,90%
Dades A/S	5,95%	5,89%	5,80%
Essex Invest A/S	Ikke oplyst	4,90%	5,50%
Jeudan A/S	5,00%	5,30%	5,40%
Tower Group A/S	5,4% - 5,9%	7,90%	6,70%
Gennemsnit	5,64%	5,98%	5,86%

Som det kan ses af ovenstående opstilling af afkastkravene i de forskellige selskabers årsrapporter, har de haft meget forskellige udviklinger. Gennemsnitligt har selskaberne haft et stigende afkastkrav fra 5,6 % til 5,9 %. Kun et enkelt af selskaberne har i perioden sænket afkastkravet i forbindelse med værdiansættelsen af investeringsejendommene, nemlig Dades A/S, som samtidig også besidder den største portefølje af ejendomme målt på værdi. De øvri-

ge selskaber har valgt at hæve afkastkravet over de tre år, hvilket medfører en lidt mere forsigtig værdiansættelse af selskabernes investeringsejendomme.

Alle selskaberne har i perioden haft stigende ejendomsporteføljer. Størstedelen af stigningen kommer fra selskabernes opkøb af nye ejendomme til porteføljen. Det er som udgangspunkt derfor ikke værdireguleringer til dagsværdi, som giver stigningen, selvom disse selvfølgelig også udgør en del af stigningen i værdien af selskabernes ejendomsporteføljer.

Selskaberne har valgt vidt forskellige strategier for finansieringen af de respektive ejendomsporteføljer. Nogen har valgt en høj grad af fremmed finansiering, mens andre hellere selv vil stå for finansiering. Dette fremgår af nedenstående opstilling:

	<u>År 1</u>	<u>År 2</u>	<u>År 3</u>
Cocktail Ejendomme A/S	89%	79%	84%
Dades A/S	46%	56%	71%
Essex Invest A/S	85%	85%	91%
Jeudan A/S	46%	63%	53%
Tower Group A/S	97%	81%	85%
Gennemsnit	73%	73%	77%

Igen skiller Dades A/S og Jeudan A/S sig ud, idet de har de laveste procentvise belåninger af deres investeringsejendomme. De sidste tre selskaber karakteriserer sig ved alle at have problemer med likviditeten. For alle tre selskabers vedkommende er der tale om likviditetsproblemer, som er opstået i løbet af regnskabsåret, hvorfor de også har oplyst om disse problemer i ledelsesberetningerne, og der også er supplerende oplysninger i revisionspåtegningerne. Det kan derfor blive interessant at se, hvorledes disse problemer påvirker de kommende årsrapporter for de tre selskaber.

12. Revision af investeringsejendomme

I dette afsnit vil der blive fokuseret på revisors opgaver i forbindelse med revisionen af investeringsejendomme. Dette vil blive gjort ved at udarbejde en revisionsplan og kommentere denne. Revisionsplanen vil tage udgangspunkt i ÅRL og de danske regnskabsvejledninger. Samtidig skal de danske RS'er også overholdes.²⁶

For at revisor kan udarbejde en revisionspåtegning vedrørende investeringsejendomme, kræver det, at der i forbindelse med revisionen kan opnås tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis, så revisor opnår en fornøden overbevisning om selskabets behandling af de indregnede investeringsejendomme. Der vil derfor med udgangspunkt i revisionsplanen blive fokuseret på, hvordan revisor kan opnå disse revisionsbeviser.

I forbindelse med investeringsejendomme er det revisionens hovedformål at sikre følgende:

- Investeringsejendommenes tilstedeværelse.
- At tilgangen af investeringsejendomme i perioden repræsenterer aktiver bestemt til vedvarende brug for selskabet.
- At selskabet har ejendomsretten til investeringsejendommene.
- Investeringsejendommenes korrekte værdiansættelse. Det vil sige, at vurderingen af disse ejendomme er i overensstemmelse med almindeligt anerkendte regnskabsprincipper, at der er kontinuitet heri, samt at værdiansættelsen kan godkendes.
- Investeringsejendommenes korrekte præsentation og oplysning i årsrapporten.

Disse hovedformål skal sikres gennem en række revisionshandling. Disse revisionshandling kan ses i revisionsplanen i bilag 4. I det efterfølgende vil denne revisionsplan blive behandlet. Endvidere vil opnåelsen af egnet og tilstrækkeligt revisionsbevis blive behandlet med udgangspunkt i den udarbejdede revisionsplan.

²⁶ Se afsnittene 5 og 10 for nærmere behandling af regnskabsregler og revisionsstandarder

12.1 Revisionsplan

Revisionsplanen består af 14 punkter, hvoraf nogle af punkterne har underpunkter. I alt er der således 18 revisionshandlinger, som skal udføres, i forbindelse med en revision af investeringsejendomme i et selskabs årsrapport. Revisionshandlingerne kan gennemføres via stikprøver og ved fastsættelse af et minimumsbeløb – væsentlighedsniveau – for bilagskontrol.

I de efterfølgende afsnit vil udvalgte punkter af revisionsplanen blive behandlet nærmere.

12.1.1 Til- og afgang i årets løb

Dette er den første handling i revisionsplanen. Det gælder her om at kontrollere, at selskabet har ret til at indregne købet eller salget af investeringsejendomme i det pågældende regnskabsår. Derved sikres, at der sker korrekt periodisering i forhold til ejerskabet af investeringsejendommene.

Endvidere kontrolleres det, at til- eller afgang sker til det korrekte beløb. Ved tilgang skal det således sikres, at alle omkostninger i forbindelse med købet af ejendommene medtages korrekt og med den rigtige værdi. Ved afgang af ejendomme skal det kontrolleres, at avancen ved salget af ejendommen, om det er et tab eller en gevinst, indregnes korrekt i resultatopgørelsen, og at alle poster i balancen tilbageføres, herunder værdireguleringerne til dagsværdi.

Endelig skal værdiansættelsen af selskabets egen opførte ejendomme kontrolleres. Det skal her kontrolleres, at omkostningerne ved opførelsen er medtaget korrekt. Det drejer sig her især om direkte løn- og materialeomkostninger. Hvis der er medtaget indirekte omkostninger, skal disse kontrolleres til underliggende kalkulationer.

12.1.2 Fysisk kontrol

Den fysiske kontrol består i at sikre, at de bogførte ejendomme rent fysisk eksisterer. Det gælder således om at tage ud på de forskellige adresser og sikre sig, at der rent faktisk er en ejendom, som passer til ejendommen i anlægskartoteket og dermed i selskabets bogføring. Derved sikres, at selskabet ikke indregner aktiver med baggrund i falske bilag og dermed pumper balancesummerne op.

Det skal i øvrigt også sikres, at indregnede egen opførte ejendomme rent faktisk kan indregnes. Altså at de er helt færdigbyggede og klar til udlejning eller salg.

Den fysiske kontrol af investeringsejendommene kan også give en bedre forståelse for ejendommene og deres karakteristika, som kan anvendes i forbindelse med kontrol af værdiansættelsen af ejendommene og i forbindelse med revisionen af posterne i resultatopgørelsen.

12.1.3 Ejerforhold

Denne revisionshandling kræver, at der indhentes tingbogsoplysninger på selskabets investeringsejendomme. Dette behøver nødvendigvis ikke at blive gjort for alle ejendomme, hvis selskabet har en meget stor ejendomsportefølje, men kan gøres via stikprøver, så man i løbet af en periode på nogle få år får indhentet tingbogsoplysninger på samtlige ejendomme. Dog bør tingbogsoplysninger for alle erhvervede ejendomme i regnskabsåret indhentes.

Denne revisionshandling sikrer, at selskabet rent faktisk ejer de indregnede ejendomme og dermed har ret til at indregne dem i årsrapporten. Herfra skal dog undtages finansielt leasede ejendomme, idet disse jo ikke juridisk ejes af selskabet, men af leasinggiver.

Tingbogsoplysningerne kan endvidere oplyse om eventuelle pantebreve i ejendommene. Det kan derved sikres, hvorvidt selskabet har stillet ejendommene til sikkerhed for engagement med banker eller optaget realkreditlån i ejendommene. Endelig kan tingbogen oplyse om eventuelle begrænsninger i brugsretten af ejendommen eller andre oplysninger, som måtte have betydning for værdiansættelse af ejendommen. Som eksempel på dette kan nævnes, hvis ejeren af en ejendom vil udleje ejendommen til erhverv, men dette ikke er tilladt ifølge tinglyste servitutter. Det samme kunne gælde ved udlejning af erhvervsejendomme til boligformål.

12.1.4 Værdireguleringer i året

Dette punkt i revisionsplanen skal sikre, at regnskabsreglerne i ÅRL og regnskabsvejledningerne er anvendt, hvis der er foretaget værdireguleringer til dagsværdi på investeringsejendommene.

12.1.5 Kontrol af værdireguleringer

I denne del af revisionsplanen gælder det om at foretage en efterberegning af selskabets kalkulationer af dagsværdien af investeringsejendommene og dermed også de foretagne værdireguleringer.

Det skal herunder også kontrolleres, at værdireguleringerne foretages efter samme regnskabspraksis som tidligere år. Hvis der er foretaget ændringer i denne, skal konsekvenserne af disse på årets resultat og egenkapital beregnes, og der skal foretages en væsentlighedsvurdering af den ændrede praksis.

Endelig skal det vurderes, om dagsværdien på investeringsejendommene er passende ud fra ejendommens særegne karakteristika og selskabets forhold.

12.1.6 Kontrol af dagsværdi

Dette punkt i revisionsplanen vedrører kontrol af selskabets beregnede dagsværdi af ejendommene. Det skal her nærmere kontrolleres, hvorledes selskabet har valgt at værdiansætte beholdningen af ejendomme.

Denne kontrol kan foretages på følgende måder:

- Indhentning af bindende købstilbud fra kunden.
- Efterregning af nettosalgsværdien og vurdering af om værdien er baseret på armslængde vilkår, samt om afståelsesomkostninger er indregnet.
- Indhentning af dokumentation for markedsværdien.
- Efterregning af beregningsmodel, som er anvendt til værdifastsættelse.
- Indhentning af vurdering fra en ekstern vurderingsmand

Alle metoderne har til formål at kontrollere, om selskabet har foretaget en korrekt værdiansættelse af ejendommene. Hovedparten af måderne giver selvfølgelig større værdi for revisionsbeviset, idet nogle af dem er eksterne beviser og dermed forholdsvis nemme at anskaffe. Det er således muligt at kombinere metoderne og anvendelse af en enkelt metode udelukker ikke en anden.

De fremskaffede værdiansættelser fra eksterne kilder skal sammenlignes med selskabets værdiansættelse, og væsentlige forskelle skal undersøges nærmere.

Benytter selskabet en afkastbaseret model til fastsættelse af dagsværdien på selskabets investeringsejendomme, skal denne efterregnes for at sikre, at der ikke er regnefejl eller andre fejl i den anvendte beregningsmodel.

12.1.7 Efterregning af kapitalværdi

Denne del af revisionsplanen behandler den afkastbaserede model, som selskabet har benyttet til værdiansættelse af selskabets investeringsejendomme.

Kapitalværdien i værdiansættelsesmodellen skal efterregnes. Dermed sikres, at dagsværdien er beregnet korrekt.

Pengestrømmene i modellen skal kontrolleres til eventuelle underliggende budgetter eller prognoser, som ledelsen måtte have udarbejdet. Det skal således vurderes, om de anvendte pengestrømme er rimelige i forhold til både budgetter og realiserede resultater. Hvis der ikke eksisterer et budget, må der foretages en vurdering af rimeligheden i de anvendte forudsætninger for dagsværdiberegningen.

Endelig skal den anvendte diskonteringsfaktor eller afkastkrav kontrolleres. Dette kan gøres ved at sammenligne den med markedsrenten eller andre afkastkrav, som måtte findes relevante. Det kunne eksempelvis være afkastkravene i Colliers' kvartalsvise markedsrapporter, hvor der er opført afkastkrav for nogle geografisk udvalgte områder, herunder de største danske byer.

12.1.8 Korrekt klassifikation

Dette punkt i revisionsplanen vedrører en kontrol af, at investeringsejendommene er korrekt klassificeret i henhold til ÅRL.

Det skal således her undersøges, hvorvidt ejendommene nu også kan klassificeres som investeringsejendomme. Der må derfor ikke være tale om hverken domicil- eller produktionsejen-

domme. Det skal også kontrolleres, at egen opførte ejendomme kan klassificeres som investeringsejendomme og dermed indregnes som en sådan.

12.1.9 Øvrige revisionsområder

Denne afsluttende del af revisionsplanen vedrører overbevisninger fra de øvrige revisionsområder. Det gælder således om at sikre, at der ikke er forhold i de øvrige revisionsområder, som giver anledning til anden konklusion eller på andre måder influerer på dette område.

Et af de områder er gældsforpligtelser. Det skal således her kontrolleres, at gældsforpligtelserne, der tilhører investeringsejendommene, også måles til dagsværdi, og at værdireguleringer af disse indregnes i resultatopgørelsen.

Det skal også sikres, at værdiansættelsen af investeringsejendomme til dagsværdi er i overensstemmelse med begivenheder i det næste regnskabsår. Derfor skal det nye regnskabsårs bilag gennemgås. Der må således ikke være forhold i den efterfølgende periode, som giver anledning til en anden værdiansættelse af investeringsejendomme. Bilag i den efterfølgende periode kan selvfølgelig også understøtte værdiansættelsen, hvis der eksempelvis er solgt investeringsejendomme.

12.2 Revisionsbevis

I det efterfølgende vil udvalgte dele af revisionsplanen blive behandlet med hensyn til, hvilke revisionsmål de skal opfylde. Derudover vil det blive nærmere behandlet, hvilke informationer der skal til for at opnå tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis for det specifikke punkt i revisionsplanen. Dette vil blive behandlet med udgangspunkt i den tidligere behandling af relevante RS'er i afsnit 10.

12.2.1 Til- og afgang

Denne del af revisionsplanen skal sikre forekomst, nøjagtighed, periodisering og klassifikation af transaktionerne og begivenhederne omkring selskabets køb og salg af investeringsejendomme eller indregning af egenopførte ejendomme.

Det vil sige, at der skal opnås revisionsbevis for, at selskabet har erhvervet retten til at indregne køb eller salg af ejendomme i balancen, at selskabet har indregnet købet eller salget med det rigtige beløb, at transaktionen er sket i regnskabsperioden, og at selskabet har bogført købet eller salget korrekt i bogføringen.

Revisionsbevis for disse transaktioner ved køb eller salg af ejendomme kan nemt opnås ved at indhente skøder, som er underskrevet af de involverede parter. Hvis der endnu ikke er udarbejdet et skøde, kan revisionsbeviset eksempelvis opnås ved at indhente underskrevne købs-/salgsaftaler. Det indhentede revisionsbevis skal efterfølgende sammenholdes med selskabets bogholderi for at sikre, at der ikke er uoverensstemmelser i mellem disse.

Ved egenopførte ejendomme skal der indhentes opgørelser over indregnede direkte løn- og materialeomkostninger samt indirekte produktionsomkostninger. Disse opgørelser skal gennemgås, og der skal foretages stikprøvevis kontrol til underliggende bilag.

12.2.2 Fysisk kontrol

Denne revisionshandling omhandler tilstedeværelsen af de indregnede investeringsejendomme i balancen.

Det skal således kontrolleres, at de indregnede ejendomme rent fysisk eksisterer. Dette kan gøres ved stikprøvevis at tage ud på adresserne og bese de indregnede ejendomme. Denne kontrol skal som minimum indeholde alle nye ejendomme. Denne revisionshandling giver endvidere en bedre forståelse for ejendommens anvendelse og deres fysiske tilstand, som kan anvendes ved senere revisionsbehandlinger.

12.2.3 Ejerforhold

Dette punkt i revisionsplanen giver informationer om rettigheder og forpligtelser vedrørende balancens indregnede investeringsejendomme og medtagne oplysninger i årsrapporten. Det sikres herved, at selskabet har foretaget tilstrækkeligt til at sikre ejerskabet af de indregnede ejendomme, og om selskabet har ret til at indregne dem. Derudover giver punktet også informationer om de forpligtelser, som påhviler ejendommene. Endelig giver dette punkt informationer om oplyste pantsætninger og sikkerhedsstillelser i ejendommene.

Revisionsbeviset for dette punkt i revisionsplanen kan opnås ved at indhente tingbogsoplysninger på ejendommene. Der behøver ikke nødvendigvis indhentes tingbogsoplysninger på alle ejendomme, men kan baseres på stikprøver, hvor der dog indhentes oplysninger på nye ejendomme eller ejendomme, hvor der er optaget lån i regnskabsåret. Det skal dog sikres, at der over en periode på få år indhentes tingbogsoplysninger på samtlige ejendomme. Der vil således blive tale om rotationsbeviser.

12.2.4 Kontrol af værdireguleringer

Denne del af revisionsplanen omhandler revisionsmålene nøjagtighed ved transaktionerne, værdiansættelse og fordeling af balanceposterne og fuldstændighed samt klassifikation og forståelighed i forbindelse med præsentation og oplysning i årsrapporten.

Der skal opnås revisionsbevis for, at de foretagne værdireguleringer er korrekt bogført i selskabets bogholderi, og at de foretagne værdireguleringer er beregnet korrekt. Der skal endvidere opnås revisionsbevis for, at værdireguleringerne af selskabets investeringsejendomme medtages korrekt i årsrapporten, og at der i øvrigt medtages de rette oplysninger i årsrapporten om ejendommene, samt at disse oplysninger er passende præsenteret og udtrykt klart.

Tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis kan opnås ved at indhente en specifikation af de foretagne værdireguleringer og efterfølgende kontrollere disse til selskabets bogføring og årsrapporten. Der vil her være tale om et internt udarbejdet revisionsbevis af virksomheden, og gennemgangen af revisionsbeviset skal derfor være mere omhyggelig og som minimum i hvert fald omfatte efterregning af revisionsbeviset.

12.2.5 Kontrol af dagsværdien

Denne del af revisionsplanen indeholder flere revisionshandlinger, men de har det til fælles, at de vedrører de samme revisionsmål. Det drejer sig hovedsageligt om revisionsmålene nøjagtighed og klassifikation af transaktionerne samt værdiansættelse og fordeling af balanceposterne.

Det gælder således i denne del af revisionsplanen om at opnå revisionsbevis for, at selskabets værdiansættelse af investeringsejendommene er korrekt. Dette gælder både i selskabets bogføring og i årsrapporten. Derudover skal der også opnås revisionsbevis for, at selskabet har medtaget de rette oplysninger i årsrapporten, og at investeringsejendommene i øvrigt er præsenteret korrekt i årsrapporten.

Oftest har selskabet benyttet en afkastbaseret model i forbindelse med værdiansættelsen. Der kan derfor opnås revisionsbevis ved først og fremmest at efterregne den værdiansættelsesmodel, som er benyttet ved beregningen af dagsværdien på de indregnede ejendomme. Som revisionsbevis for de underliggende forudsætninger kan der indhentes en bekræftelse af disse fra selskabets ledelse, herefter kan revisor foretage en vurdering af de anvendte forudsætninger samt budgetter og prognoser over de fremtidige pengestrømme. Anvendeligheden af den anvendte værdiansættelsesmodel skal ligeledes vurderes, og revisor skal således komme til en overbevisning om dennes anvendelighed.

Revisor kan vælge at foretage sin egen beregning af dagsværdien ved at benytte sine egne forudsætninger og derefter sammenligne denne alternative beregnede dagsværdi med selskabets beregninger af dagsværdien på investeringsejendommene. Dette er dog meget tidskrævende og kræver et indgående kendskab til forholdene omkring selskabets ejendomsportefølje. En nemmere metode er at indhente en vurdering fra en ekstern vurderingsmand. I dette tilfælde vil der være tale om en ejendomsmægler, og revisor skal være opmærksom på RS 620. Begge disse muligheder vil kunne bruges som revisionsbevis.

12.2.6 Korrekt klassifikation

Denne del af revisionsplanen vedrører udelukkende alle revisionsmål vedrørende præsentation af og oplysning om investeringsejendommene i årsrapporten.

Denne del af revisionsplanen skal således sikre, at selskabet har medtaget de rette oplysninger i årsrapporten, at investeringsejendommene er præsenteret korrekt, samt at oplysningerne og præsentationen i årsrapporten er oplyst nøjagtig og med de rette beløb.

Revisionsbeviserne for denne del af revisionsplanen beror udelukkende på revisors gennemgang af selskabets årsrapport og selvfølgelig kendskab til ÅRL's bestemmelser vedrørende investeringsejendomme.

13. Konklusion

Den igangværende finanskrisen og generelle lavkonjunktur i samfundet har øget fokus på virksomhedernes værdiansættelse af deres investeringsejendomme. Dette har naturligvis også givet større udfordringer for revisor i forbindelse med revisionen af virksomhedernes værdiansættelse af deres investeringsejendomme. Denne opgave har til formål at hjælpe revisor med de udfordringer, det giver at revidere disse aktiver.

Finanskrisen, som startede i 2008, har kostet indtil flere større og mindre ejendomsselskaber livet og vil sikkert også koste flere, inden krisen er overstået. Efter en periode med absolut næsten ingen handler hovedsageligt pga. kreditinstitutternes manglende vilje til at låne penge ud er der nu ved at komme lige så stille gang i hjulene igen. Der er flere handler, og kreditinstitutterne er så småt også ved at åbne op for flere udlån hjulpet godt på vejen af et historisk lavt renteniveau. Dog kører ejendomsmarkedet stadig på så lavt blus, at det stadig er langt fra storhedstiden i 2006-07, hvor prisniveauet på det danske ejendomsmarked var på sit allerhøjeste.

Den danske regnskabslovgivning indeholder ikke umiddelbart nogen definition af en investeringsejendom. Det gør derimod den internationale vejledning IAS 40 og den danske vejledning RV 16. De to vejledninger indeholder næsten den samme definition af en investeringsejendom og definerer en investeringsejendom som en ejendom, der besiddes med henblik på et løbende afkast gennem udlejning og/eller en gevinst ved salg af ejendommen. Modsætningen til en investeringsejendom er en domicilejendom, som ejes med henblik på virksomhedens egen produktion eller administration. En investeringsejendom må således som udgangspunkt ikke benyttes af virksomheden selv. Det er således formålet med en ejendom, der bestemmer dens karakter.

De danske regnskabsregler giver som udgangspunkt mulighed for at værdiansætte investeringsejendomme på to måder. Enten som investeringsaktiv efter ÅRL § 38 eller som et anlægsaktiv efter ÅRL §§ 40-43.

Uanset hvilken måde virksomheden vælger, skal investeringsejendomme ved første indregning måles til kostpris. Det vil sige, at ejendommene skal indregnes til anskaffelsessum med tillæg af alle de omkostninger, der har været i forbindelse med anskaffelsen af ejendommene. Dette gælder uanset, om virksomheden har erhvervet ejendommen eller selv har opført ejendommen.

Hvis virksomheden vælger at værdiansætte sine investeringsejendomme som anlægsaktiver efter ÅRL §§ 40-43, betyder det, at virksomheden skal fortsætte med at værdiansætte ejendommene til kostpris, men begynde at foretage afskrivninger på ejendommene.

ÅRL § 41 giver virksomheden mulighed for at foretage opskrivninger af investeringsejendommene til den dagsværdi, der kan opnås på et aktivt velfungerende marked mellem uafhængige parter. Der skal dog stadig afskrives på ejendommene. Nu skal der blot foretages afskrivninger af den opskrevne værdi. Samtidig skal opskrivningerne bindes under egenkapitalen i en særlig post, som dog skal reduceres med udskudt skat. En opskrivning skal således ikke indregnes i resultatopgørelsen, men er en ren balanceposterings. Den eneste resultatmæssige virkning, som en opskrivning vil have, er forøgede årlige afskrivninger.

ÅRL stiller i § 42 krav om at der foretages nedskrivning af ejendomme til en lavere genindvindingsværdi, hvis en sådan findes. Denne regel vil som udgangspunkt oftest komme i brug, hvis der er foretaget opskrivninger af ejendommen, og der så opstår en situation, hvor der er fald i dagsværdien på ejendommene, ligesom det er tilfældet i øjeblikket. En nedskrivning skal i første omgang modregnes i en eventuel opskrivningsreserve. Hvis denne ikke eksisterer eller denne på et tidspunkt er helt nedskrevet, skal nedskrivningerne indregnes i resultatopgørelsen.

Som tidligere nævnt skal der afskrives på ejendommene, hvis de værdiansættes som anlægsaktiver. Afskrivningerne skal afspejle den årlige værdiforringelse, der er på ejendommene som følge af deres brug. Afskrivningerne skal foretages systematisk og fordeles over brugstiden på ejendommen. Afskrivningerne skal foretages af kostprisen og eventuelle opskrivninger og indregnes i resultatopgørelsen.

Vælger virksomheden i stedet at måle sin portefølje af investeringsejendomme efter ÅRL § 38, skal ejendommene værdiansættes til dagsværdi. Denne mulighed er dog kun til rådighed for selskaber, som har investeringsaktivitet som hovedaktivitet.

Værdiansættelsen til dagsværdi skal være udtryk for handelsværdien mellem uafhængige parter på et velfungerende marked. Dette er dog ikke altid muligt, i stedet kan virksomheden anvende en afkastbaseret model til værdiansættelsen af sine investeringsejendomme. Vælger virksomheden at værdiansætte sine investeringsejendomme til dagsværdi, skal dette gøres for samtlige ejendomme. Samtidig skal de tilhørende gældsforpligtelser som f.eks. realkreditgæld også værdiansættes til dagsværdi.

Reguleringen af dagsværdi på investeringsejendommene og de tilhørende gældsforpligtelser skal indregnes i resultatopgørelsen under den ordinære drift. Det har tidligere været et krav at binde positive nettoreguleringer i en særskilt reserve under egenkapitalen. Det er det ikke længere, hvorfor nettoreguleringerne nu skal indregnes i de frie reserver under egenkapitalen.

Den danske RV 16 indeholder som udgangspunkt de samme regnskabsregler som i ÅRL. Dog kommer RV 16 med en række uddybninger af ÅRL regler og forslag til yderligere oplysninger, som kan medtages om investeringsejendommene i selskabets årsrapport. Eksempelvis foreslår RV 16 at medtage en følsomhedsanalyse af dagsværdien ved brug af en anden diskonteringsfaktor.

De internationale regnskabsregler om værdiansættelsen af investeringsejendomme reguleres udelukkende af IAS 40. Der er dog også en enkelt regel i den danske IFRS-bekendtgørelse, som er et supplement for danske selskaber, der aflægger årsrapport efter IAS. IAS 40 omhandler i modsætning til de danske regnskabsregler kun investeringsejendommene og ikke de tilhørende gældsforpligtelser.

IAS 40 indeholder som udgangspunkt de samme regler omkring indregning og efterfølgende værdiansættelse som de danske regnskabsregler. Det er i IAS 40 ikke et krav at have investeringsaktivitet som hovedaktivitet ligesom i de danske regnskabsregler. IAS 40 indeholder endvidere en lang række yderligere oplysningskrav end i de danske regler.

Ved værdiansættelsen af investeringsejendomme til dagsværdi kan virksomheden vælge at benytte en værdiansættelsesmodel. De mest benyttede er normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen.

Normalindtjeningsmodellen består af tre faser. Første fase fastsætter ejendommens driftsafkast for de kommende 12 måneder. I anden fase fastsættes virksomhedens forrentningskrav til ejendommen ud fra en række interne og eksterne forhold. Når forrentningskravet af fastsat divideres det med ejendommens driftsafkast fra den første fase. I tredje og sidste fase skal der foretages tillæg og fradrag for forhold, som ikke indgår i de øvrige faser. Det er især forhold, som ikke indgår i ejendommens daglige drift. Herefter er den endelige dagsværdi af en ejendom beregnet.

DCF-modellen tager udgangspunkt i de forventede fremtidige frie pengestrømme fra en ejendoms drift og forventede investeringer. De frie pengestrømme fastsættes ud fra en budgetperiode på typisk 5-10 år. De frie pengestrømme for hvert tilbagediskonteres med en nominal diskonteringsfaktor. Ud over budgetperioden tillægges en terminalværdi, som er udtryk for, at pengestrømmene fortsætter i det uendelige. Terminalværdien tilbagediskonteres ligeledes, men her tages der også højde for en forventet inflation. Den beregnede nutidsværdi af henholdsvis budgetperioden og terminalværdien lægges sammen og giver den beregnede dagsværdi af ejendommen.

Som det fremgår af ovenstående er normalindtjeningsmodellen forholdsvis simpel, mens DCF-modellen giver mulighed for at tage højde for flere faktorer, hvilket gør den mere fleksibel. Til gengæld er normalindtjeningsmodellen meget nemmere og hurtigere at bruge i en virksomheds periodiske regnskabsaflæggelse.

De selskabsretlige regler indeholder to regler om den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. Den første regel omhandler udstedelse af fondsaktier, som giver mulighed for at anvende samtlige selskabets reserver til en kapitalforhøjelse ved at udstede fondsaktier. Den anden regel omhandler udlodning af udbytte til selskabets aktionærer. Udlodningen af udbytte kan foretages af de frie reserver. Selskabets bestyrelse skal dog være opmærksom på, at den har ansvaret for, at der ikke udloddes mere i udbytte, end hvad der er forsvarligt i forhold til selskabets kapitalbehov og risici. Dette kan især være yderst vigtigt, når virksomheden værdiansætter sine investeringsejendomme efter ÅRL § 38, idet reguleringer til

dagsværdi indgår i de frie reserver, og det dermed er muligt udlodde urealiserede gevinster på ejendommene.

For at revisor skal kunne anvende sin viden om de regnskabsmæssige regler for investerings- ejendomme i forbindelse med revisionen af en årsrapport, er det nødvendigt også at vide, hvilke revisionsmæssige forhold der er relevante for revisionen af investeringsejendomme. De tre mest relevante revisionsstandarder er RS 500 om revisionsbevis, RS 540 om regnskabs- mæssige skøn samt RS 545 om målinger til og oplysninger om dagsværdi, når investerings- ejendomme skal revideres. De to sidst nævnt er med virkning for regnskaber med regnskabs- start den 15. december 2009 eller senere blevet slået sammen til en helt ny revideret udgave af RS 540.

Formålet med RS 500 om revisionsbevis er at formulere og vejlede om, hvad der er revisions- bevis, mængden og kvaliteten af opnåede revisionsbeviser samt revisionshandlinger der kam anvendes til at opnå revisionsbeviserne. Standarden slår fast, at revisor skal opnå tilstrække- ligt og egnet revisionsbevis til, at revisor kan udtrykke sin revisionskonklusion. Disse revisi- onsbeviser kan bestå af mange forskellige former for informationer, men de stærkeste revisi- onsbeviser opnås fra eksterne kilder.

Det er RS 540's formål at opstille standarder for og give vejledning om revision af regn- skabsmæssige skøn, så revisor kan opnå egnet og tilstrækkeligt revisionsbevis for de foretag- ne regnskabsmæssige skøn. Regnskabsmæssige skøn er en tilnærmet værdi af en post i man- gel af en præcis målemetode. For investeringsejendomme vil regnskabsmæssige skøn ofte være tilknyttet fastsættelsen af forrentningskrav eller diskonteringsfaktor. I forbindelse med revisionen af regnskabsmæssige skøn kan revisor benytte sig af gennemgang og test af virk- somhedens anvendte fremgangsmåde, udøvelse af uafhængige skøn samt gennemgang af ef- terfølgende begivenheder.

Revisors arbejde med at opnå egnet og tilstrækkeligt revisionsbevis i forbindelse med revision af målinger til og oplysninger om værdier, der værdiansættes til dagsværdi i årsrapporten, reguleres af RS 545. Værdiansættelse til dagsværdi er baseret på regnskabsmæssige skøn, som indeholder en række usikkerheder om ukendte fremtidige forhold. Disse forhold skal klarlæg- ges i forbindelse med revisionsplanlægningen og føre frem til en række revisionshandlinger. Revisionshandlingerne vil ofte bestå af substanshandlinger som test af ledelsens betydelige

forudsætninger, test af værdiansættelsesmodellen og de underliggende data, udarbejdelse af selvstændige skøn over dagsværdien samt overvejelse af efterfølgende begivenheders betydning.

For at klarlægge anvendelsen af de regnskabsmæssige regler om værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi og indvirkningen af finanskrisen er de tre seneste regnskabsår for fem udvalgte selskabers årsrapporter blevet gennemgået og analyseret. De udvalgte selskaber er Cocktail Ejendomme A/S, Dades A/S, Essex Invest A/S, Jeudan A/S og Tower Group A/S. De fem selskaber har regnskabsafslutning fordelt over hele året. Gennemgangen og analysen af årsrapporterne har bestået af en gennemgang af overholdelsen af regnskabsreglerne og en egentlig analyse af regnskaberne.

Generelt set opfylder alle årsrapporterne de pågældende regnskabsmæssige regler, om det måtte være regler i ÅRL eller IFRS. Der er dog en enkelt årsrapport fra Essex Invest A/S, som skiller sig ud, idet den ikke opfylder en lang række krav. Ellers vedrører manglende opfyldelse af de regnskabsregler kun oplysningskrav.

De fem selskaber har haft vidt forskellige udviklinger i de tre regnskabsår. Nogle har haft stigende vækst, mens andre har haft faldende vækst. Hvis man regulerer resultaterne før skat for reguleringer til dagsværdi på investeringsejendommene er der faldende tendenser i næsten alle årsrapporterne, dog skiller især Dades A/S sig ud med stigende resultater. Et andet selskab, som skiller sig ud, er Essex Invest A/S. Det er dog ikke på den positive måde, idet selskabet går fra et pænt positivt resultat til et stort negativt resultat.

Man kunne med finanskrisen in mente forvente, at selskabernes anvendte afkastkrav er stigende, idet dette vil give en lavere dagsværdi. Det er også tilfældet for alle selskaberne, dog igen undtagen Dades A/S, hvor afkast kravet er sænket i perioden.

Selskaberne har i perioden haft stigende værdier i deres ejendomsporteføljer, hovedsageligt som følge af opkøb af nye ejendomme. Dette har naturligvis også medført en stigning i real-kreditgælden i selskaberne. Enkelte af selskaberne har foretaget kraftige stigninger i deres belåning af investeringsejendommene, men dette har hovedsageligt været forårsaget af virksomhedernes investering i nye investeringsejendomme. Andre af selskaberne har deres investeringsejendomme kraftigt belånt. Nogle endda så meget, at der stort set ikke er ret meget

friværdi tilbage i investeringsejendommene. Det er også disse virksomheder, som står overfor de største udfordringer i øjeblikket, hvilket især gælder Essex Invest A/S.

For at revisor er i stand til at revidere en årsrapport med investeringsejendomme, er det nødvendigt med en revisionsplan, som tydeligt fastslår, hvilke revisionshandlinger revisor skal udføre for at opnå egnet og tilstrækkeligt revisionsbevis for, at virksomhederne har foretaget en korrekt værdiansættelse af sine investeringsejendomme til dagsværdi.

Nogle af hovedformålene med denne revisionsplan er bl.a. at sikre, at investeringsejendommene fysisk eksisterer, at investeringsejendommene værdiansættes og præsenteres korrekt i årsrapporten, samt at selskabet har ejendomsret over ejendommene. Hovedformålene kan opnås ved substanshandlinger som eksempelvis at kontrollere til- og afgang i årets løb, at foretage fysisk kontrol af ejendommene, at kontrollere ejerforhold, at kontrollere og gennemgå værdireguleringer til dagsværdi samt at sikre korrekt klassifikation i årsrapporten.

Det er ligeledes vigtigt at sikre, at der opnås tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis for ovennævnte substanshandlinger, således at revisor kan udtrykke en konklusion om virksomhedens værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi. Disse revisionsbeviser kan bestå af kontrol af til- og afgang til ekstern bilagsmateriale som underskrevne skøder og købsaftaler. Ejerforhold kan kontrolleres til udskrifter fra tingbøgerne. Værdiansættelsen til dagsværdi kan kontrolleres ved kontrol af selskabets bogholderi, udarbejdelse af egne skøn over dagsværdien, brug af ekstern vurderingsmand samt vurdering og prøvelse af virksomhedens anvendte forudsætninger.

Anvendelsen af revisionsplanen og styrken af de deraf indsamlede revisionsbeviser gør revisor i stand til at udtrykke en konklusion om virksomhedens værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi er rimelig ud fra de givne forudsætninger. Hvis revisor ikke er enig i virksomhedens værdiansættelse, medfører det en modifikation af revisors påtegning på årsrapporten, som oftest er i form af forbehold eller supplerende oplysninger.

14. English summary

The ongoing financial crisis and general recession in the community has increased the focus on companies' valuation of their investment properties. This has naturally also given greater challenges for the auditor in connection to the auditing of companies valuation of their investment properties. This task has the purpose of helping the auditor with the challenges it gives to audit these assets.

The financial crisis has so far cost the life of several bigger and smaller property companies and will probably cost more before the crisis is over. After a period with absolutely no trades it is now slowly starting to get the wheels turning again.

Investment properties can be defined as a property that is possessed for a current yield through rent and/or a profit on sale of the property.

The Danish accounting rules gives in principle option for valuation of investment properties in two ways. Either as an investment asset after the Annual Accounts Act § 38 at fair value or as a fixed asset after the Annual Accounts Act §§ 40-43 at cost less depreciation, the opportunity for appreciation and the need for devaluation.

All adjustments of the fair value are recognized in the income statement if the investment properties are valued at fair value. While it only depreciations which are recognized in the income statement if the investment properties are valued at cost. Other adjustments are as a basis recognized directly in the equity.

The international accounting rules about valuation of investment properties are solely regulated by IAS 40 and contain as basis the same rules of recognition and following valuation as the Danish accounting rules.

When valuing investment property at fair value, a company may choose to use a valuation model. The most used are the return-based model and the discounted cash flow-model.

The return-based model contains three phases and bases the fair value on an expected operating income for the next 12 months.

The discounted cash flow-model is based on the future free cash flows from the operation of a property and the expected investments in a period of 5-10 years.

The corporate laws contain two rules about the accounting treatment of investment properties as bonus shares and distribution of dividend.

In the auditing of investment properties there are a series of relevant auditing standards that the auditor needs to address. It is about RS 500 regarding audit evidence, RS 540 regarding accounting estimates, and RS 545 regarding valuation at and information of fair value.

In order to clarify the application of the accounting rules on valuation of investment properties at fair value and the impact of the financial crisis, the three recent years for five selected companies' annual reports were reviewed and analyzed. The review and analysis of the annual reports has consisted of a review of compliance of the accounting rules and an actual analysis of the annual reports.

For the auditor is able to audit an annual report with investment properties, it is necessary with an audit plan, that clearly states which audit actions the auditor must perform in order to obtain suitable and sufficient audit evidence that the company has made a correct valuation of its investment properties at fair value.

The use of the audit plan and the strength of the gathered audit evidence makes the auditor able to express an opinion on whether the company's valuation of investment properties at fair value is reasonable based on the given assumptions. If the auditor doesn't agree with the company's valuation, it leads to a modification of the auditor's report, usually in the form of reservations or additional information.

15. Bilag 1: Paragraffer i årsregnskabsloven

15.1 Bekendtgørelse af lov nr. 647 af 15. juni 2006

- § 13. Årsrapporten skal udarbejdes efter nedenstående grundlæggende forudsætninger:
- 1) Den skal udarbejdes på en klar og overskuelig måde (klarhed).
 - 2) Der skal tages hensyn til de reelle forhold frem for formaliteter uden reelt indhold (substans).
 - 3) Alle relevante forhold skal indgå i årsrapporten, medmindre de er ubetydelige (væsentlighed). Anses flere ubetydelige forhold tilsammen for at være betydelige, skal de dog indgå.
 - 4) Driften af en aktivitet formodes at fortsætte (going concern), medmindre den ikke skal eller ikke antages at kunne fortsætte. Afvikles en aktivitet, skal klassifikation og opstilling samt indregning og måling tilpasses med denne afvikling.
 - 5) Enhver værdiændring skal vises, uanset indvirkningen på egenkapital og resultatopgørelse (neutralitet).
 - 6) Transaktioner, begivenheder og værdiændringer skal indregnes, når de indtræffer, uanset tidspunktet for betaling (periodisering).
 - 7) Indregningsmetoder og målegrundlag skal anvendes ensartet på samme kategori af forhold (konsistens).
 - 8) Hver transaktion, begivenhed og værdiændring skal indregnes og måles hver for sig, ligesom de enkelte forhold ikke må modregnes med hinanden (bruttoværdi).
 - 9) Primobalancen for regnskabsåret skal svare til ultimobalancen for det foregående regnskabsår (formel kontinuitet).
- Stk. 2.* Regnskabsår, opstilling og klassifikation, konsolideringsmetode, indregningsmetode og målegrundlag samt den anvendte monetære enhed må ikke ændres fra år til år (reel kontinuitet). Ændring kan dog ske, hvis der derved bedre opnås et retvisende billede, eller, hvis ændringen er nødvendig for at overholde nye regler ved overgang til ny regnskabsklasse, ved lovændring, ved nye forskrifter i henhold til lov eller ved nye standarder efter § 136.
- Stk. 3.* Bestemmelserne i stk. 1, nr. 6-9, og stk. 2 kan fraviges i særlige tilfælde. I så fald finder § 11, stk. 3, 2. pkt., tilsvarende anvendelse.
- § 36. Aktiver og forpligtelser skal på tidspunktet for første indregning måles til kostpris. Efter første indregning skal aktiver måles til kostpris og forpligtelser til nettorealiseringsværdi, medmindre andet følger af denne lov.
- § 37. Virksomheden skal efter første indregning løbende regulere finansielle aktiver, jf. dog stk. 2, samt de finansielle forpligtelser, der indgår i en handelsbeholdning eller er afledte finansielle instrumenter, til dagsværdi. Denne måles til den salgsværdi, der kan konstateres for de pågældende aktiver eller forpligtelser på et velfungerende

marked. Kan salgsværdien ikke umiddelbart konstateres for aktiverne eller forpligtelserne, måles de ud fra markedets salgsværdier på aktivets eller forpligtelsens enkelte bestanddele. Eksisterer der heller ikke et velfungerende marked for disse bestanddele, skal dagsværdien så vidt muligt måles til en tilnærmet salgsværdi ved hjælp af den for aktivet eller forpligtelsen relevante kapitalværdi, hvis denne kan beregnes ved hjælp af almindeligt accepterede værdiansættelsesmodeller og -teknikker. Kan en tilnærmet salgsværdi ikke beregnes, skal aktivet eller forpligtelsen måles til kostpris.

Stk. 2. Virksomheden skal efter første indregning løbende regulere følgende til amortiseret kostpris:

- 1) Udlån og tilgodehavender, der hidrører fra virksomhedens egen aktiviteter, i det omfang de ikke indgår i en handelsbeholdning,
- 2) øvrige finansielle aktiver, der ikke er afledte finansielle instrumenter, og som beholdes til udløb, samt
- 3) finansielle forpligtelser, bortset fra dem, der er nævnt i stk. 1, 1. pkt.

Stk. 3. Bestemmelserne i stk. 1 og 2 finder ikke anvendelse på

- 1) kapitalandele i dattervirksomheder,
- 2) kapitalandele i fællesledede og associerede virksomheder,
- 3) egne kapitalandele og
- 4) andre finansielle instrumenter, som Erhvervs- og Selskabsstyrelsen ved bekendtgørelse har undtaget fra bestemmelserne i stk. 1 eller 2.

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

Stk. 2. Bestemmelsen i stk. 1 finder anvendelse på investeringer i finansielle instrumenter, investeringsejendomme, råstoffer og lignende materielle aktiver samt finansielle forpligtelser, der er forbundet dermed. Anvendelse kan ske på samtlige investeringsaktiver eller på enkelte kategorier af investeringsaktiver samt de finansielle forpligtelser, der er forbundet dermed.

Stk. 3. Virksomheder, der som hovedaktivitet omdanner levende dyr eller planter biologisk med henblik på salg, forarbejdning, forbrug eller avl af yderligere dyr og planter, kan efter første indregning løbende regulere disse aktiver til dagsværdi.

Stk. 4. Bestemmelserne i § 37, stk. 1, 2.-4. pkt., finder anvendelse på stk. 1 og 3.

Stk. 5. Et beløb svarende til årets nettoopregulering som følge af ændret dagsværdi efter stk. 1 eller 3 skal indregnes i posten »Reserve for dagsværdi på investeringsaktiver« henholdsvis »Reserve for dagsværdi for biologiske aktiver« under egenkapitalen. Denne reserve kan ikke elimineres med virksomhedens underskud eller formindskes på anden måde, jf. dog næste punktum. Reserven skal opløses eller formindskes, i det omfang de opregulerede aktiver

- 1) realiseres eller udgår af aktiviteten,
- 2) reguleres ned på grund af lavere dagsværdi,
- 3) er forbundet med udskudt skat, der skal hensættes, jf. § 47, eller
- 4) tilbageføres på grund af ændret regnskabsmæssigt skøn, jf. § 52.

§ 40. Kostprisen for anlægsaktiver skal indeholde alle omkostninger, der er foranlediget af anskaffelsen indtil det tidspunkt, hvor aktivet er klar til at blive taget i brug, eller som direkte kan henføres til det fremstillede aktiv. Herudover kan renter af kapital, der er

lånt til at finansiere fremstillingen, og som vedrører fremstillingsperioden, indregnes i kostprisen.

- § 41.** Virksomheden kan vælge at opskrive materielle anlægsaktiver og kapitalandele i dattervirksomheder og associerede virksomheder til dagsværdi. Immaterielle anlægsaktiver kan ikke opskrives.
- Stk. 2.* Bestemmelserne i § 37, stk. 1, 2.-4. pkt., finder anvendelse, dog således at genanskaffelsværdi eller nettorealisationværdi kan anvendes, hvis en tilnærmet salgspris ikke kan opnås.
- Stk. 3.* Et beløb svarende til opskrivningen skal indregnes direkte i posten "Reserve for opskrivning" under egenkapitalen. Denne reserve kan ikke elimineres med virksomhedens underskud eller formindskes på anden måde, jf. dog næste punktum. Reserven skal opløses eller formindskes, i det omfang de opskrevne aktiver
- 1) realiseres eller udgår af aktiviteten,
 - 2) nedskrives på grund af lavere genindvindingsværdi, jf. § 42,
 - 3) er forbundet med udskudt skat, der skal hensættes, jf. § 47, eller
 - 4) tilbageføres på grund af ændret regnskabsmæssigt skøn, jf. § 52.
- § 42.** Anlægsaktiver, der ikke løbende reguleres til dagsværdi efter §§ 37 eller 38, skal nedskrives til en lavere genindvindingsværdi.
- Stk. 2.* Er det ikke muligt at fastsætte en genindvindingsværdi for det enkelte aktiv, skal aktiverne vurderes samlet i den mindste gruppe af aktiver, hvor der ved en samlet vurdering kan fastsættes en pålidelig genindvindingsværdi. En nedskrivning af en sådan gruppe af aktiver fordeles systematisk på de enkelte aktiver.
- § 43.** Kostpris, dagsværdi eller genindvindingsværdi for immaterielle og materielle anlægsaktiver med begrænset brugstid skal formindskes med afskrivninger, der tilsigter en systematisk afskrivning af aktiverne over deres brugstid. Dette gælder dog ikke aktiver, der løbende reguleres til dagsværdi i medfør af § 38.
- Stk. 2.* Afskrivninger skal beregnes under hensyntagen til aktivets forventede restværdi efter afsluttet brugstid målt til værdien på tidspunktet for brugstidens begyndelse.
- Stk. 3.* Uanset stk. 1 må immaterielle anlægsaktiver ikke afskrives over en periode, der overstiger 20 år.
- § 47.** Forpligtelser, der er uvisse med hensyn til størrelse eller tidspunkt for afvikling, skal indregnes i balance og resultatopgørelse som hensatte forpligtelser. Herunder skal indregnes udskudt skat, garantiforpligtelser og pensionsforpligtelser, der påhviler virksomheden.
- Stk. 2.* Hensatte forpligtelser kan måles til dagsværdi. Bestemmelserne i § 37, stk. 1, 2.-4. pkt., finder anvendelse.
- § 49.** I resultatopgørelsen indregnes alle indtægter i takt med, at de indtjenes. Virksomheden kan dog undlade at indregne indtægter i takt med arbejdernes udførelse efter

produktionsmetoden. Indtægter efter § 37, stk. 1 og 2, samt § 38, stk. 1 og 3, anses altid for indtjent. I resultatopgørelsen indregnes ligeledes.

- 1) resultatandele, der hidrører fra dattervirksomheder henholdsvis associerede virksomheder, der måles til indre værdi, jf. § 43 a, som særskilte poster,
- 2) alle omkostninger, herunder afskrivninger, nedskrivninger, nedreguleringer og hensættelser af forpligtelser, og
- 3) tilbageførsler af beløb, der har været indregnet i resultatopgørelsen som følge af ændret regnskabsmæssigt skøn, jf. § 52, stk. 1.

Stk. 2. Beløb, der opstår som følge af nedenstående, må ikke indregnes i resultatopgørelsen, men skal indregnes direkte på egenkapitalen:

- 1) Opskrivning efter §§ 41 og 46, tilbageførsel af en sådan opskrivning og omklassifikation af beløb til hensatte forpligtelser, som hidrører fra en sådan opskrivning,
- 2) indtægter og omkostninger ved køb og salg af egne kapitalandele, i det omfang kapitalandelene ikke indregnes i balancen,
- 3) indtægter og omkostninger, der hidrører fra aktiver og forpligtelser, som virksomheden udelukkende benytter til at sikre værdien af aktiver og forpligtelser, som virksomheden forventer at modtage eller påtage sig, og tilbageførsel af sådanne beløb,
- 4) forskelsbeløb, der er opstået ved omregning af balanceposter i aktiviteter, der ikke løbende er indregnet i virksomhedens pengestrømme, jf. § 39, stk. 2,
- 5) ændring af metoder og grundlag for indregning henholdsvis måling samt af den anvendte monetære enhed, jf. § 13, stk. 2, og
- 6) tilbageførsel på grund af fundamentale fejl, jf. § 52, stk. 2.

Stk. 3. Indskud, udlodning og uddeling, der sker som led i kapitalfremskaffelse, tilbageførsel af indskudt kapital henholdsvis fordeling af overskud til virksomhedsdeltagerne, må ikke indregnes i resultatopgørelsen, men skal indregnes direkte på egenkapitalen.

§ 51. Ændrer virksomheden metoder for indregning, grundlag for måling eller den anvendte monetære enhed, skal de poster i årsregnskabet, der berøres heraf, ændres i overensstemmelse med de nye metoder henholdsvis grundlag ved indregning direkte på egenkapitalen primo. Herunder skal sammenligningstal ændres i overensstemmelse med de nye metoder.

Stk. 2. Ændrer virksomheden indregningsmetoder for at kunne opskrive aktiver, behandles de heraf følgende opskrivninger efter § 41, stk. 3, og indregnes direkte på egenkapitalen.

§ 52. Ændres beløb, der blev indregnet for et tidligere regnskabsår, som følge af et ændret regnskabsmæssigt skøn, skal indvirkningen af ændringen behandles på tilsvarende måde som det oprindelige skøn. Afskrivninger, der er foretaget i tidligere år, kan ikke tilbageføres.

Stk. 2. Var årsrapporten vedrørende tidligere regnskabsår urigtig i en sådan grad, at årsrapporten ikke ville have givet et retvisende billede (fundamentale fejl), skal den beløbsmæssige effekt af korrektionen indregnes direkte på egenkapitalen primo, og sammenligningstallene for tidligere år skal tilpasses.

§ 53. 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.

Stk. 2. Af redegørelsen skal for de relevante poster i det mindste fremgå:

- 1) Indregningsmetoderne og målegrundlag for aktiver og forpligtelser, herunder om, hvorvidt renter indregnes i kostprisen, og efter hvilke metoder og grundlag der foretages op-, ned- og afskrivninger samt op- og nedreguleringer. Herunder skal nævnes:
 - a) For finansielle aktiver og forpligtelser, der måles til kapitalværdi eller amortiseret kostpris, skal forudsætningerne for den valgte beregningsmetode oplyses.
 - b) Afskrivningsmetode, skøn over restværdi og brugstid i forbindelse med afskrivning af anlægsaktiver. Overstiger afskrivningsperioden for immaterielle anlægsaktiver 5 år, skal det oplyses og begrundes konkret og fyldestgørende.
 - c) Metoder for indregning og måling af nettoomsætning, uanset om virksomheden undlader at oplyse nettoomsætningen, jf. § 32.
- 2) Metoderne for omregning fra fremmede valutaer til den valgte monetære enhed.
- 3) Metoderne efter § 50 for sikring af værdien af aktiver og forpligtelser samt metoderne for sikring af aktiver og forpligtelser, som virksomheden forventer at modtage henholdsvis påtage sig.
- 4) Hvis forslag til udbytte indregnes som forpligtelse efter § 48.
- 5) Andelsvirksomheders behandling af efterbetaling fra og tilbagebetaling til andelshavere.

§ 58. Op- eller nedskriver virksomheden aktiver, som ikke løbende reguleres til dagsværdi, jf. §§ 37 og 38, skal følgende beløb oplyses:

- 1) For anlægsaktiver, forskellen mellem de enkelte opskrevne posters værdi og den værdi, posten ville have haft, hvis opskrivning ikke havde været foretaget.
- 2) Årets tilbageførsler af op- og nedskrivninger på omsætningsaktiver.
- 3) Årets nedskrivninger af omsætningsaktiver, som overstiger normale nedskrivninger.

§ 82. Virksomheden skal i kostprisen for de anlægs- og omsætningsaktiver, den har fremstillet, jf. §§ 40 og 44, indregne de omkostninger, der indirekte kan henføres til det pågældende produkt, hvis omkostningerne vedrører fremstillingsperioden.

15.2 Bekendtgørelse af lov nr. 395 af 25. maj 2009

Der er kun medtaget paragraffer, som er ændret i forhold til ovenstående.

- § 38.** Virksomheder, der som hovedaktivitet udøver investeringsvirksomhed, kan efter første indregning løbende regulere de i stk. 2 nævnte aktiver, som er omfattet af investeringsaktiviteten og dermed forbundne finansielle forpligtelser, til dagsværdi.
- Stk. 2.* Bestemmelsen i stk. 1 finder anvendelse på investeringer i finansielle aktiver, investeringsejendomme, råstoffer og lignende materielle aktiver samt finansielle forpligtelser, der er forbundet dermed. Anvendelse kan ske på samtlige investeringsaktiver eller på enkelte kategorier af investeringsaktiver samt de finansielle forpligtelser, der er forbundet dermed.
- Stk. 3.* Virksomheder, der som hovedaktivitet omdanner levende dyr eller planter biologisk med henblik på salg, forarbejdning, forbrug eller avl af yderligere dyr og planter, kan efter første indregning løbende regulere disse aktiver til dagsværdi.
- Stk. 4.* Bestemmelserne i § 37, stk. 1, 2.-4. pkt., finder anvendelse på stk. 1 og 3.
-
- § 53.** 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.
- Stk. 2.* Af redegørelsen skal for de relevante poster i det mindste fremgå:
- 1) Indregningsmetoderne og målegrundlag for aktiver og forpligtelser, herunder om, hvorvidt renter indregnes i kostprisen, og efter hvilke metoder og grundlag der foretages op-, ned- og afskrivninger samt op- og nedreguleringer. Herunder skal nævnes:
 - a) For finansielle aktiver og forpligtelser, der måles til kapitalværdi eller amortiseret kostpris, skal forudsætningerne for den valgte beregningsmetode oplyses.
 - b) For investeringsaktiver og biologiske aktiver, der måles til dagsværdi efter § 38, skal forudsætningerne for den valgte beregningsmetode oplyses.
 - c) Afskrivningsmetode, skøn over restværdi og brugstid i forbindelse med afskrivning af anlægsaktiver. Overstiger afskrivningsperioden for immaterielle anlægsaktiver 5 år, skal det oplyses og begrundes konkret og fyldestgørende.
 - d) Metoder for indregning og måling af nettoomsætning, uanset om virksomheden undlader at oplyse nettoomsætningen, jf. § 32.
 - 2) Metoderne for omregning fra fremmede valutaer til den valgte monetære enhed.
 - 3) Metoderne efter § 50 for sikring af værdien af aktiver og forpligtelser samt metoderne for sikring af aktiver og forpligtelser, som virksomheden forventer at modtage henholdsvis påtage sig.
 - 4) Hvis forslag til udbytte indregnes som forpligtelse efter § 48.
 - 5) Andelsvirksomheders behandling af efterbetaling fra og tilbagebetaling til andelshavere.

16. Bilag 2: Eksempler på værdiansættelsesmodeller

16.1 Normalindtjeningsmodellen

Fase 1 – Opgørelse af ejendommens driftsafkast

Indtægter

Årlige lejeindtægter	525.000
Regulering til markedsleje	15.000

Indtægter i alt

540.000**Omkostninger**

Løbende vedligeholdelse	30.000
Administrationsomkostninger	10.000
Driftsomkostninger	50.000

Omkostninger i alt

90.000**Budgetteret driftsafkast**

450.000

Fase 2 – Fastlæggelse af forrentningskrav

Forrentningskrav	6 %
------------------	-----

Beregnet markedsværdi før øvrige reguleringer	<hr/> 7.500.000
---	-----------------

Fase 3 – Tillæg og fradrag

Fradrag for tab af lejeindtægter på ikke udlejede lokaler	-30.000
Fradrag for periode indtil regulering til markedsleje	-10.000
Fradrag for udgifter til udskudte vedligeholdelsesarbejder	-200.000
Fradrag for klargøring af udlejede lokaler	-35.000
Tillæg for renteindtægter af deposita og forudbetalinger	25.000

Beregnet markedsværdi

7.250.000

16.2 Discounted cash flow-modellen

(I 1.000 kr.)	2010	2011	2012	2013	2014	Termi- nalværdi
Lejeindtægter						
Erhverv	525	540	555	570	590	610
Forrentning af deposita	15	16	17	17	18	19
Indtægter i alt	540	556	572	587	608	629
Driftsomkostninger						
Løbende vedligeholdelse	30	35	40	45	50	55
Større vedligeholdelsesarbejder	0	100	0	100	0	50
Ejendomsskatter og forsikring	40	43	45	48	50	53
Driftsudgifter	10	11	12	13	14	15
Driftsomkostninger i alt	80	189	97	206	114	173
Administration						
Administrationsomkostninger	10	12	15	17	20	25
Administrationsomkostninger i alt	10	12	15	17	20	25
Driftsresultat før finansielle poster og skat	450	355	460	364	474	432
Nettoinvesteringer	0	0	-500	0	0	-100
Frie pengestrømme	450	355	-40	364	474	332
Nutidsværdi af frie pengestrømme	425	315	-33	288	354	6.193
Nominel diskonteringsfaktor						6 %
Inflation						2 %
Værdi af budgetperiode						1.349
Terminalværdi						6.193
Dagsværdi af ejendom						7.542

17. Bilag 3: Paragraffer i aktieselskabsloven

17.1 Bekendtgørelse af lov nr. 649 af 15. juni 2006

- § 29. Beslutning om forhøjelse af aktiekapitalen træffes af generalforsamlingen, jf. dog §§ 37, 40 b og 41 b, med den stemmeflerhed, der kræves til vedtægtsændring.
- Stk. 2.* Forslag om kapitalforhøjelse skal fremlægges til eftersyn for aktionærerne og tilstilles disse efter reglerne i § 73, stk. 7, samt fremlægges på generalforsamlingen, medmindre samtlige aktionærer samtykker i, at de pågældende dokumenter ikke skal fremlægges for aktionærerne forud for generalforsamlingen. Hvis årsrapporten for sidste regnskabsår ikke skal behandles på samme generalforsamling, skal også følgende dokumenter fremlægges, medmindre samtlige aktionærer samtykker i, at de pågældende dokumenter ikke skal fremlægges for aktionærerne forud for generalforsamlingen:
- 1) Den seneste godkendte årsrapport,
 - 2) en beretning fra bestyrelsen, som i den udstrækning, det ikke på grund af særlige omstændigheder kan skade selskabet, skal oplyse om begivenheder af væsentlig betydning for selskabets stilling, som er indtruffet efter aflæggelse af årsrapporten, og
 - 3) en erklæring fra selskabets revisor om bestyrelsens beretning, hvis selskabets årsrapport er omfattet af revisionspligt efter årsregnskabsloven eller anden lovgivning.
- § 39. Selskabet kan udstede fondsaktier ved til aktiekapitalen at overføre beløb, som i selskabets seneste årsrapport er opført som overført overskud eller reserver, dog ikke reserve for egne aktier, jf. dog stk. 2.
- Stk. 2.* Til udstedelse af fondsaktier i henhold til stk. 1 kan desuden anvendes overskud i det indeværende regnskabsår, hvis beløbet ikke er uddelt, forbrugt eller bundet. Frie reserver, der er opstået eller blevet frigjort i det indeværende regnskabsår, kan ligeledes anvendes til udstedelse af fondsaktier.
- Stk. 3.* Beslutningen skal angive det beløb, hvormed aktiekapitalen skal forhøjes. Bestemmelserne i § 32, stk. 1, nr. 2, nr. 3, 2. led, nr. 7 og 8, samt stk. 2 og 3, finder tilsvarende anvendelse.
- Stk. 4.* Kapitalforhøjelsen kan ikke gennemføres, før beslutningen er registreret.
- Stk. 5.* Er anmeldelse om fondsaktieemission ikke modtaget senest 12 måneder efter beslutningen, er beslutningen om kapitalforhøjelsen og de heraf følgende vedtægtsændringer bortfaldet.
- § 44. Beslutning om nedsættelse af aktiekapitalen bortset fra kapitalnedsættelse ved amortisation efter § 47 træffes af generalforsamlingen med den stemmeflerhed, der kræves til vedtægtsændring.

Stk. 2. Indkaldelsen til generalforsamlingen skal angive, hvilke af de i § 44 a, stk. 1, nævnte formål den foreslåede nedsættelse skal tjene, og fremgangsmåden ved gennemførelsen af nedsættelsen.

Stk. 3. Beslutningen om kapitalnedsættelsen skal anmeldes efter reglerne i kap. 19. Beslutningen mister sin gyldighed, hvis anmeldelsen ikke er modtaget rettidigt i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, jf. § 156.

§ 44a. Bestemmelserne i § 29, stk. 2, finder tilsvarende anvendelse på beslutninger om kapitalnedsættelse. Beslutningen skal angive det beløb, hvormed aktiekapitalen nedsættes (nedsættelsesbeløbet), samt til hvilket af følgende formål beløbet skal anvendes:

- 1) dækning af underskud,
- 2) udbetaling til aktionærerne eller
- 3) henlæggelse til en særlig fond, der kun kan anvendes efter beslutning af generalforsamlingen.

Stk. 2. Generalforsamlingen kan kun træffe beslutning om anvendelse af nedsættelsesbeløbet til de i stk. 1, nr. 2 og 3, angivne formål, hvis bestyrelsen stiller eller godkender forslag herom. Medlemmerne af bestyrelsen er ansvarlige for, at der efter nedsættelsen er fuld dækning for

- 1) aktiekapitalen,
- 2) fond for amortiserede aktier,
- 3) reserve for egne aktier,
- 4) reserve for opskrivning efter indre værdis metode,
- 5) alle øvrige opskrivnings- og opreguleringsreserver samt
- 6) reserver, der er bundne i henhold til vedtægterne.

Stk. 3. Skal udbetaling af selskabets midler, jf. stk. 1, nr. 2 og 3, ske med et højere beløb end nedsættelsesbeløbet, skal dette oplyses såvel i beslutningen med angivelse af overkurs som ved Erhvervs- og Selskabsstyrelsens registrering og offentliggørelse i henhold til § 44, stk. 3, jf. § 46, stk. 1.

Stk. 4. Sker en kapitalnedsættelse til de i stk. 1, nr. 2 og 3, nævnte formål til en lavere kurs end aktiernes pålydende, overføres det resterende beløb op til aktiernes pålydende til selskabets frie reserver.

Stk. 5. Ved kapitalnedsættelse til dækning af underskud, jf. stk. 1, nr. 1, skal der udarbejdes en erklæring om, at underskuddet på datoen for nedsættelsen mindst svarer til nedsættelsesbeløbet. Dette gælder dog ikke, hvis der samtidig tegnes en kapitalforhøjelse, som mindst svarer til nedsættelsesbeløbet. Erklæringen skal udarbejdes af en uvildig vurderingsmand, jf. § 6 b.

§ 54. Bestyrelsen og direktionen forestår ledelsen af selskabets anliggender. Bestyrelsen skal sørge for en forsvarlig organisation af selskabets virksomhed. Om det indbyrdes forhold mellem bestyrelsen og direktionen gælder reglerne i stk. 2 og 3. Om bestyrelsens og direktionens adgang til at repræsentere selskabet udadtil og forpligte dette ved retshandler gælder reglerne i §§ 60-62.

Stk. 2. Direktionen varetager den daglige ledelse af selskabet og skal derved følge de retningslinier og anvisninger, som bestyrelsen har givet. Den daglige ledelse omfatter ikke dispositioner, der efter selskabets forhold er af usædvanlig art eller stor betydning. Sådanne dispositioner kan direktionen kun foretage efter særlig bemyndigelse fra bestyrelsen, medmindre bestyrelsens beslutning ikke kan afventes uden væsentlig

ulempe for selskabets virksomhed. Bestyrelsen skal i så fald snarest muligt underrettes om den trufne disposition.

Stk. 3. Bestyrelsen skal tage stilling til, om selskabets kapitalberedskab til enhver tid er forsvarligt i forhold til selskabets drift. Bestyrelsen skal påse, at bogføringen og formueforvaltningen kontrolleres på en efter selskabets forhold tilfredsstillende måde. Direktionen skal sørge for, at selskabets bogføring sker under iagttagelse af lovgivningens regler herom, og at formueforvaltningen foregår på betryggende måde.

Stk. 4. Prokura kan kun meddeles af bestyrelsen.

§ 110. Selskabet kan til udbytte anvende beløb, som i selskabets senest godkendte årsrapport er opført som overført overskud og reserver, med fradrag af overført underskud. Følgende kan dog ikke anvendes:

- 1) fond for amortiserede aktier,
- 2) reserve for egne aktier,
- 3) reserve for opskrivning efter indre værdis metode,
- 4) alle øvrige opskrivnings- og opreguleringsreserver samt
- 5) reserver, der er bundne i henhold til vedtægterne.

Stk. 2. Til ekstraordinært udbytte efter § 109 a kan anvendes midler, som er omfattet af stk. 1, samt overskud i det indeværende regnskabsår frem til datoen for mellembalancen, jf. § 109 a, stk. 3, nr. 1, hvis beløbet ikke er uddelt, forbrugt eller bundet. Frie reserver, der er opstået eller blevet frigjort i det indeværende regnskabsår, kan ligeledes anvendes til ekstraordinært udbytte.

Stk. 3. Udbytte må ikke overstige, hvad der er forsvarligt under hensyn til selskabets og, i moderselskaber, koncernens økonomiske stilling.

Stk. 4. Sker en udbytteudbetaling i andre værdier end kontanter, skal der udarbejdes en vurderingsberetning, jf. § 6 a. Det skal i vurderingsmandens erklæring i forhold til § 6 a, stk. 1, nr. 4, i dette tilfælde angives, at udbyttebeløbet mindst svarer til den ansatte værdi af den eller de andre værdier end kontanter, der udloddes.

17.2 Lov 2009-06-12 nr. 470 om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven)

§ 153. Forhøjelse af kapitalandselskabets kapital kan ske ved

- 1) tegning af nye kapitalandele,
- 2) overførsel af selskabets reserver til selskabskapital ved fondsforhøjelse eller
- 3) udstedelse af konvertible gældsbreve eller warrants.

Stk. 2. Nye kapitalandele kan ikke tegnes under forbehold eller til underkurs.

§ 165. Kapitalandselskabet kan udstede fondsandele ved at overføre beløb til selskabskapitalen, som i selskabets senest godkendte årsrapport er opført som

- 1) overført overskud eller
- 2) reserver med undtagelse af reserve i henhold til årsregnskabslovens § 35, jf. dog stk. 2.

Stk. 2. Til udstedelse af fondsandele kan selskabet desuden anvende

1) overskud i det indeværende regnskabsår, hvis beløbet ikke er uddelt, forbrugt eller bundet, eller

2) frie reserver, der er opstået eller blevet frigjort i det indeværende regnskabsår.

Stk. 3. Beslutning i henhold til stk. 1 og 2 skal angive det beløb, selskabskapitalen skal forhøjes med, samt kapitalandelenes størrelse eller antal. § 158, stk. 1, nr. 3, nr. 6 og nr. 9-11, finder tilsvarende anvendelse.

Stk. 4. Kapitalforhøjelsen kan ikke gennemføres, før beslutningen er registreret.

Stk. 5. Hvis fondsforhøjelsen ikke er anmeldt senest 12 måneder efter beslutningen, er beslutningen om kapitalforhøjelsen og de heraf følgende vedtægtsændringer bortfaldet.

§ 179.

Stk. 2. Selskabets centrale ledelsesorgan er ansvarligt for, at uddeling ikke overstiger, hvad der er forsvarligt under hensyntagen til selskabets, og i moderselskaber koncernens, økonomiske stilling, og ikke sker til skade for selskabet eller dets kreditorer, jf. § 115, nr. 5, og § 116, nr. 5. Det centrale ledelsesorgan er desuden ansvarligt for, at der efter uddelingen er dækning for de reserver, der er bundne i henhold til lov eller vedtægt.

§ 180.

Generalforsamlingen træffer beslutning om fordeling af det beløb, der er til rådighed efter årsregnskabet, ved udlodning af udbytte. Generalforsamlingen må ikke beslutte udlodning af højere udbytte end foreslået eller tiltrådt af selskabets centrale ledelsesorgan.

Stk. 2. Som udbytte kan kun anvendes frie reserver, hvorved forstås beløb, som i selskabets senest godkendte årsregnskab er opført som overført overskud, og reserver, som ikke er bundet i henhold til lov eller vedtægter, med fradrag af overført underskud.

18. Bilag 4: Revisionsplan for investeringsejendomme

		Udført af/ Dato	Ref. til arb.papir
1.	Til- og afgang i årets løb afstemmes til slutseddel, skøde, refusionsopgørelse med videre. Selskabets egne arbejder afstemmes til tidsregistrering og registrering af materialeforbrug. Indregning af indirekte produktionsomkostninger kontrolleres. Kopi af skøde med videre arkiveres i stamarkiv <i>Kommentarer:</i>		
2.	Fysisk kontrol. <i>Kommentarer:</i>		
3.	Ejerforhold undersøges ved tingbogsoplysninger/attester. Det begrundes, såfremt oplysningerne ikke er indhentet. <i>Kommentarer:</i>		
4.	Ejendomsskema ajourføres – væsentlige forhold vedrørende lejekontrakter opnoteres. <i>Kommentarer:</i>		
5.	Er der foretaget værdireguleringer til dagsværdi i året? Hvis ja, skal årsregnskabslovens § 38 og eventuelt regnskabsvejledning 16 iagttages. <i>Kommentarer:</i>		
6.	Beregning/kontrol af værdireguleringer: Er værdireguleringer foretaget efter samme principper som sidste år? Væsentlige ændringer anføres, og indvirkning på årets		

	<p>resultat og egenkapital opgøres.</p> <p>Det kontrolleres, at årsrapporten indeholder oplysninger om væsentlige ændringer, jf. årsregnskabslovens § 54.</p> <p>Det vurderes, om dagsværdi på ejendomme er passende.</p> <p><i>Kommentarer:</i></p>		
7.	Der foretages en vurdering af ejendommens værdiansættelse:		
7.1	<p>Den bogførte værdi vurderes i relation til oprindelig anskaffelsespris, bogført værdi primo, ændring i den offentlige vurdering, forventet salgsværdi, eksisterende prioritering og virksomhedens evne til at forrente ejendommens bogførte værdi.</p> <p><i>Kommentarer:</i></p>		
7.2	<p>Indikationer for værdifald vurderes, og i fornødent omfang rekvireres dokumentation herfor.</p> <p><i>Kommentarer:</i></p>		
7.3	<p>Dagsværdien kontrolleres på en af følgende måder:</p> <p>Der indhentes bindende købstilbud fra kunden. Nettosalgsværdien efterregnes, og det vurderes om værdien er baseret på armslængde vilkår samt om afståelsesomkostninger er indregnet.</p> <p>Der indhentes dokumentation for markedsværdien. Værdifastsættelse ud fra en anerkendt beregningsmodel efterregnes.</p> <p>Der indhentes vurdering fra en ekstern vurderingsmand.</p> <p><i>Kommentarer:</i></p>		
7.4	<p>Kapitalværdien efterregnes, herunder vurderes rimeligheden i betalingsstrømmene ud fra budgetter og prognoser udarbejdet af ledelsen. Sammenhold den anvendte diskonteringsfaktor med markedrenten.</p> <p><i>Kommentarer:</i></p>		
8.	Det kontrolleres, at kurstab og andre omkostninger på nye		

	<p>lån ikke er opført som aktiv sammen med det aktiv, som er finansieret ved det pågældende lån. Eventuelle kurstab fragår i forpligtelsens kostpris.</p> <p><i>Kommentarer:</i></p>		
9.	<p>Anlægskartotek ajourføres og afstemmes til årsrapportens anlægsnote og bogføringen.</p> <p><i>Kommentarer:</i></p>		
10.	<p>Ejendomsværdier opnoteres.</p> <p><i>Kommentarer:</i></p>		
11.	<p>Specielt for beboelsesejendomme opgøres:</p> <p>Konto for indvendig vedligeholdelse. Konto for udvendig vedligeholdelse. Afstemning af mellemregning med ejerforening. Gennemgang af eventuelle verserende huslejesager.</p> <p><i>Kommentarer:</i></p>		
12.	<p>Det vurderes, om ejendomme er korrekt klassificeret i henhold til årsregnskabslovens § 38.</p> <p><i>Kommentarer:</i></p>		
13.	<p>Det vurderes, om selskabets fremtidige indtjening er tilstrækkelig til at forrente ejendommene.</p> <p><i>Kommentarer:</i></p>		
14.	<p>Overbevisning fra øvrige revisionsområder:</p> <p>Overbevisning fra område 42:</p> <p>Måling af tilhørende gældsforpligtelser Gennemgang af nyt års bilag</p> <p><i>Kommentarer:</i></p>		

Bemærkninger:

Konklusion overføres til områdekonklusion:

Bemærkninger overføres til næste år:

19. Litteraturliste

19.1 Bøger og publikationer

Titel	Forfatter	Forlag	Dato
Markedsrapport kontor	Colliers	Colliers	Juni 2009
Markedsrapport retail	Colliers	Colliers	November 2008
Status industri og logistik	Colliers	Colliers	August 2009
Status industri og logistik	Colliers	Colliers	November 2009
Status investering	Colliers	Colliers	August 2009
Status investering	Colliers	Colliers	Februar 2010
Status investering	Colliers	Colliers	Maj 2010
Status investering	Colliers	Colliers	November 2010
Status kontor	Colliers	Colliers	Februar 2009
Status kontor	Colliers	Colliers	August 2009
Status retail	Colliers	Colliers	August 2009
Status retail	Colliers	Colliers	November 2009
Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme	Erhvervs- & Selskabsstyrelsen	Erhvervs- & Selskabsstyrelsen	3/4 2009
Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele	FSR	FSR	December 2002
Årsrapporten – teori og regulering	Jens O. Elling	Gjellerup	2004
Den nye årsregnskabslov	KPMG	KPMG	2001
Indsigt i årsregnskabsloven (2. udgave 2007/08)	KPMG	KPMG	2008
Indsigt i årsregnskabsloven (3. udgave 2008/09)	KPMG	KPMG	2008

Regnskabsmæssige fokusområder	KPMG	KPMG	Juni 2008
Regnskabsmæssige fokusområder	KPMG	KPMG	Januar 2009
Årsregnskabsloven	KPMG	KPMG	2006
Årsregnskabsloven	KPMG	KPMG	2008
Årsregnskabsloven af 2001	KPMG	KPMG	2002
Investeringsejendomme	KPMG Ejendom og Entreprise	KPMG	2006
Håndbog i årsrapport	Lars Kiertzner	Revifora	2004
Aktie- og anpartsselskabsret (8. udgave)	Paul Krüger Andersen	Jurist- og Økonomforbundets Forlag	2004
Den nye selskabslov – muligheder og risici	PricewaterhouseCoopers	PricewaterhouseCoopers	Maj 2009
Regnskabshåndbogen 2008	PricewaterhouseCoopers	PricewaterhouseCoopers	2007
Regnskabshåndbogen 2009	PricewaterhouseCoopers	PricewaterhouseCoopers	2009
Udlejningsejendomme	Skat	Skat	2009
Auditing and Assurance Services International Edition	Aasmund Eilifsen m.fl.	McGraw Hill	2006

19.2 Artikler

Titel	Forfatter	Medie	Dato
Amagerbankens tabersager		Business.dk	7/9 2009
ATP lurepasser på ejendomsinvesteringer		Business.dk	15/1 2009
Bankudsalg af investeringer på vej		Børsen	28/5 2009
Bryde tæt på økonomisk kollaps		Børsen	12/11 2008
Bryde: Jeg går formentlig konkurs med det hele		Børsen	14/11 2008
Christian Correll erklæret konkurs		Business.dk	10/11 2008
Danmarks rigeste ejendomsfolk		Erhvervsejendom.dk	6/10 2008
Danmarks største tvangsauktion en realitet		Business.dk	10/11 2009
Ejendomsgigant kæmper for livet		Business.dk	6/10 2009

Ejendomsinvestorer flytter milliarder før kollaps		Business.dk	17/11 2008
Ejendomsinvestorer flytter milliarder før kollaps		Børsen	17/11 2008
Ejendomskunder i Roskilde Bank er stavnsbundet		Børsen	28/1 2009
Ejendomsmarkedet vejrer morgenluft		Børsen	23/4 2009
Ejendomsmatador personligt konkurs		Børsen	17/12 2008
Ejendomsmæglere bag groteske prisforskelle		Børsen	19/1 2007
Ejendomsspekulanter ville opkøbe banker		Business.dk	9/10 2009
Holmegaard begæret konkurs		Business.dk	17/9 2008
Hårdt efterår for ejendomsmarkedet		Børsen	5/6 2008
Investeringer på vej tilbage i markedet		Børsen	16/4 2009
Islandsk krak kan give dyk til danske ejendomme		Børsen	30/9 2008
Keops-stifter køber livsværket tilbage		Børsen	14/11 2008
Krakkede ejendomme samles op i nye selskaber		Børsen	3/3 2009
Krakket ejendomsmatador i skjul på Jomfruøerne		Business.dk	27/10 2009
Milliardsmæk på vej til 100 velhavere		Business.dk	25/11 2008
Millionslagsmål om Ro's Torv		Business.dk	29/10 2008
Minus i Victoria Properties første halvår		Børsen	26/8 2008
Sommerhus-koncern købt ud af Stones Invest		Business.dk	11/10 2008
Steen Brydes ejendomsselskab kæmper for livet		Erhvervs Bladet	17/9 2008
Stones Invest konkurs		Erhvervs Bladet	11/9 2008
Storkunde i Amagerbanken krakker		Business.dk	11/11 2009
Stort dansk retsopgør på vej		Business.dk	23/9 2009
Strøg-ejendomme truer Fionia på livet		Børsen	11/12 2008
Tower forhandler om rekonstruktion		Business.dk	30/9 2009
Ejendomsmatador erkender at karrusel løb løbsk	Birgitte Dyrekilde	Børsen	12/10 2009

Milliardær dropper investeringer med Bryde	Birgitte Dyrekilde	Børsen	16/6 2008
Walls balancerer på afgrundens rand	Birgitte Dyrekilde	Børsen	7/9 2009
Leveaus kulørte netværk	Birgitte Erhardtsen	Business.dk	9/11 2008
Store underskud hos Uttenthal	Birgitte Erhardtsen	Business.dk	4/12 2008
Ejendomsnedtur sætter Ole Vagner under pres	Birgitte Erhardtsen m.fl.	Business.dk	3/11 2009
Kurator sår tvivl om p-hushandel til halv milliard	Birgitte Erhardtsen m.fl.	Business.dk	7/11 2008
Slip for skat, revision og anden statslig indblanding	Birgitte Erhardtsen m.fl.	Business.dk	9/11 2008
Rigmand fra Viborg puster liv i moskégrund	Birgitte Erhardtsen og Vibe Hyltoft	Business.dk	6/10 2009
Rige investorer går på røverkøb	Bo Jørgensen	epn.dk	12/10 2008
10 milliardsselskaber på fallitens rand	Børsen	epn.dk	24/9 2008
Ejendoms konkurs udløser dominoeffekt	Børsen	Business.dk	25/9 2008
Ejendomsselskab kæmper mod kollaps	Børsen	epn.dk	7/11 2008
Stribe af store ejendoms krak på vej	Børsen	Business.dk	24/9 2008
Tab på en halv milliard i Thorion-krak	Børsen	Business.dk	25/9 2008
Ejendomsvurderinger helt i skoven	Carsten Larsen	Børsen	19/1 2007
Brydes forretningspartner konkurs	Casper Fruergaard Schrøder	Børsen	13/11 2008
Bryde-selskab konkurs	Casper Fruergaard Schrøder	Børsen	14/11 2008
Situationen kritisk for Bryde og Petersen	Casper Fruergaard Schrøder	Børsen	13/11 2008
Steen Bryde blev væk fra Skifteretten	Casper Fruergaard Schrøder	Børsen	25/11 2008
Steen Bryde er konkurs	Casper Fruergaard Schrøder	Børsen	27/11 2008
Steen Bryde sat under administration	Casper Fruergaard Schrøder	Børsen	13/11 2008
Steen Bryde: Danmark er som Island	Casper Fruergaard Schrøder	Børsen	13/11 2008
Steen Gude tilbage som direktør	Casper Fruergaard Schrøder	Børsen	13/11 2008
De trak Fionia ned	Christian Sehested	Børsen	24/2 2009
Værdiansættelse – Et overblik	Christian V. Petersen	Revision & Regn-	9/2003

over modeller til værdiansættelse	og Thomas Plenborg	skab	
Bankerne har 35 mia. kr. placeret i mursten	Christian Venderby	Børsen	31/7 2008
Storkunde i Roskilde Bank i betalingsstandsning	Christian Venderby	Børsen	8/1 2009
Værdiansættelse af ejendomme i et illikvidt marked	Claes Hallqvist og Morten Jørgensen	Revision & Regnskab	2/2009
Keops mangler penge til investorer	Claus Iversen	Business.dk	12/1 2009
Historisk dårligt boligår i Danmark	Claus Iversen m.fl.	Business.dk	5/1 2009
”Gulddrenge” frygtes at skjule rigdomme	Dagbladet Børsen	epn.dk	25/9 2009
Boligmarkedet er på vej op i gear	Dagbladet Børsen	epn.dk	13/3 2009
Ejendomsinvestorer flytter milliarder før kollaps	Dagbladet Børsen	epn.dk	17/11 2008
To ejendomsselskaber under tvangsopløsning	Dagbladet Børsen	epn.dk	2/9 2008
Avis: Christian Correll sender flere regninger	Dagbladet Ringsted	Børsen	29/1 2009
Ingen penge til Christian Corrells kreditorer	Dagbladet Ringsted	Børsen	23/1 2009
Konkurser for 8 mia. i Roskilde Banks kølvand	Dagbladet Roskilde	Børsen	13/1 2009
2008 har kostet danske boligere 195 mia. kr.	David Bentow	dinepenge.dk	1/12 2008
Jeudan køber Atlas Ejendomme for 2 milliarder kr.	David Bentow	Business.dk	20/10 2009
Nordicom nedjusterer markant	David Bentow	Business.dk	18/11 2008
Laudrup og venner køber op	Eva Jung	Business.dk	25/9 2008
Brydes handel med konen risikerer at gå retur	Hanne Arentoft	Business.dk	11/11 2008
Ejendomsmatador angre	Hanne Arentoft	Business.dk	1/10 2009
Vela erklæret konkurs	Hanne Arentoft og Vibeke Lyngklip Svansø	Business.dk	23/10 2009
Bestyrelse bærer for usikrede lån	Heidi Birgitte Nielsen	Børsen	22/7 2008
Finanskrisens indvirkning på oplysninger i årsrapporten om lånefaciliteter mv.	Henrik Kofoed og Christian Schwenn Johansen	Revision & Regnskab	2/2009
Nu skal årsregnskabsloven igen ændres...	Henrik Steffensen	Revision & Regnskab	2/2008
Forslag til ny lov om aktiesel-	Jan Schans Christen-	Revision & Regn-	1/2009

skaber og anpartsselskaber (kapitalselskaber)	sen	skab	
Landic konkursbegærer Steen Gudes Stones Invest	Jens Chr. Hansen	Business.dk	6/9 2008
Ejendomsmatador skylder 10 mia. i 30 banker	Jens Nymark	Børsen	19/10 2009
Boligmarkedet vender til foråret	Jesper Bo Jensen	Business.dk	11/11 2009
Brydes salg til hustru annulleret	Jette Aagaard	Børsen	13/1 2009
Hemmelige handler før Centerplan-konkurs	Jette Aagaard	Børsen	7/11 2008
Steen Gude på lynvisit i gammel formandsstol	Jette Aagaard	Børsen	26/11 2008
Islændinge bag Lighthouse i betalingsstandsning	Jonas Hvid m.fl.	Jyllands-Posten	29/9 2008
Keops-uro skaber usikkerhed om Lighthouse	Jonas Hvid m.fl.	epn.dk	21/8 2008
Dania Capital overtager kriseramt Kuben	Jørgen Andresen	Børsen	28/11 2008
Boligpriser på højde med de bedste salgsår	Karina B. Larsen	Børsen	20/11 2008
Nybolig: Morgenluft for nogle ejendomme	Kim Betak Pedersen	Børsen	23/4 2009
Prestigelejemålenes tid er forbi	Kim Betak Pedersen	Børsen	23/4 2009
Går det op eller ned på boligmarkedet?	Lars Erik Skovgaard	Dinepenge.dk	19/9 2009
Byggematador planlægger nyt højhus på Østerbro	Laurits Harmer Lassen	Business.dk	30/9 2009
Ejendomsmarked truet af krak	Lone Andersen	epn.dk	8/5 2008
Matadorerne der fældede Fionia Bank	Mads Kolby	Business.dk	1/9 2009
Ejendoms-milliarder er pist væk	Mattias Grøndal	epn.dk	9/11 2008
Bryde-selskab tæt på kollaps	Max Stougaard	epn.dk	11/11 2008
Ejendomsmæglere venter op-tur for boligsalg	Mia Salling	Børsen	7/10 2009
Endnu en ejendomsmatador konkurs	Mikael Hjorth	Business.dk	24/9 2008
Gratis adgang til reelle boligpriser	Mikael Hjorth	Dinepenge.dk	6/10 2009
Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme	Morten Gottliebsen	Inspi	7/8 2007
Bryde Gruppen erklæret konkurs	Morten Johnsen	Business.dk	27/11 2008

Bryde-firma renoverer kongeligt palæ	Morten Johnsen	Business.dk	28/11 2008
Bryde-partner under stort økonomisk pres	Morten Johnsen	Business.dk	20/10 2008
Brydes hustruhandel kollapsede	Morten Johnsen	Business.dk	13/1 2009
Konkursbegæring mod Brydeselskab	Morten Johnsen	Business.dk	10/11 2008
Krav for en halv milliard med Bryde	Morten Johnsen	Business.dk	27/11 2008
Pletfri revision af Brydeselskab trods konkurs	Morten Johnsen	Business.dk	20/11 2008
Spekulanter skyld i spøgelsesbyer	Morten Johnsen	Business.dk	12/11 2009
Steen Bryde er personligt konkurs	Morten Johnsen	Business.dk	27/11 2008
Steen Brydes ejendomsselskab kæmper for livet	Morten Johnsen	Business.dk	17/9 2008
Tidligere hotelkonge blåstempler Bryde-salg	Morten Johnsen	Business.dk	17/11 2008
Århusiansk ejendomsmatador konkurs	Morten Johnsen	Business.dk	29/9 2008
Bryde meldt til bagmandspolitiet	Nyhedsbureauet Direkt	Børsen	31/10 2008
Brydes konkurs koster kursfald i Jyske Bank	Nyhedsbureauet Direkt	Børsen	27/11 2008
Jeudan opjusterer efter stærkt kvartal	Nyhedsbureauet Direkt	Børsen	18/11 2008
Skuffende boligsalg ramme Asgaard	Nyhedsbureauet Direkt	Børsen	19/8 2008
Victoria nedjusterer efter skidt kvartal	Nyhedsbureauet Direkt	Børsen	19/11 2008
Værdiansættelse i teori og praksis – håndtering af vækst	Ole Sørensen	Revision & Regnskab	5/2008
Ejendomsmatador tæt på milliarder	Oskar Lund	Børsen	21/12 2007
Banker giver kriseramte ejendomme rente-rabat	Peter B. Rasmussen	Børsen	29/8 2008
Bankpakker livsvigtige for ejendomsmarkedet	Peter B. Rasmussen	Børsen	11/3 2009
Dades nærmer sig værdier for 20 mia.	Peter B. Rasmussen	Børsen	16/10 2008
Der er hul igennem	Peter B. Rasmussen	Børsen	7/10 2009
Enorme værditab på ejendomsaktier	Peter B. Rasmussen	Børsen	16/10 2008
Finansiering ligger underdrejet	Peter B. Rasmussen	Børsen	7/7 2009
Forårsstemning på investere-	Peter B. Rasmussen	Børsen	23/4 2009

ringsejendomsmarkedet			
Gryende optimisme på ejendomsmarkedet	Peter B. Rasmussen	Børsen	16/4 2009
Investea udskyder børsdebut	Peter B. Rasmussen	Børsen	28/8 2008
Investeringer i ejendomme på nulpunktet	Peter B. Rasmussen	Børsen	19/11 2008
Investorer klar med kassen til ejendoms køb	Peter B. Rasmussen	Børsen	7/7 2009
Kæmpetab i Landics danske selskab	Peter B. Rasmussen	Børsen	16/6 2008
Købers marked inden for ejendomsinvestering	Peter B. Rasmussen	Børsen	5/6 2008
Yes – så er der handlet	Peter B. Rasmussen	Børsen	23/4 2009
Ketchupeffekt på vej	Peter B. Rasmussen og Ursula Rechnagel	Børsen	28/5 2009
Investea satser på svenske ejendomme	Peter Hartung	Erhvervs Bladet	14/5 2008
Fejl i BankTrelleborg-regnskab	Peter Nyholm	epn.dk	16/7 2008
Ejendomsmagnat kæmper cidere mod konkurs	Peter Suppli Benson m.fl.	Business.dk	8/11 2008
Nyt prisdyk truer boligmarkedet	Povl Dengsøe	Dinepenge.dk	6/11 2009
Rekordmange andelsboliger til salg	Povl Dengsøe	Dinepenge.dk	30/9 2009
Risiko for at tabe både penge og bolig	Povl Dengsøe	Business.dk	25/9 2008
Aktier sendt ned af kæmpe bank-underskud	RB-Børsen	epn.dk	10/9 2008
Amagerbanken kan trykke ejendomspriser markant	RB-Børsen	Business.dk	21/10 2009
Asgaard har mod på at investere i trængt ejendoms marked	RB-Børsen	epn.dk	19/8 2008
BRFkredit ønsker højere bidrags satser på boliglån	RB-Børsen	Business.dk	13/1 2009
Børsnoterede selskaber i konkursfare	RB-Børsen	Business.dk	14/9 2009
Dan Ejendomme med samme resultat som sidste år	RB-Børsen	Business.dk	25/11 2008
Danske milliardtab på tyske ejendomme	RB-Børsen	Business.dk	2/11 2009
Ejendomsselskab får påtale af fondsbørsen	RB-Børsen	Business.dk	21/10 2008
Ejendomsselskab manipulerede med aktie	RB-Børsen	Erhvervs Bladet	1/10 2008
Fionia Bank taber 100 mio. på	RB-Børsen	epn.dk	2/7 2008

ejendomskollaps			
Mistanke om aktiefusk i ejendomsselskab	RB-Børsen	Business.dk	1/10 2008
Nordsjællandsk ejendomsselskab ramt af finanskrisen	RB-Børsen	Erhvervs Bladet	30/4 2008
Racerkører ryger i grøften med ejendomskoncern	RB-Børsen	Business.dk	7/11 2008
Tower Group har fået revisorens påtegning	RB-Børsen	Business.dk	1/10 2008
Tower Group lover bod og bedring fremover	RB-Børsen	Business.dk	1/10 2008
Tower Group tilfreds med årsresultat trods udfordringer	RB-Børsen	epn.dk	1/10 2008
Underskud og dystre udsigter for Olicom	RB-Børsen	Business.dk	25/11 2008
Victoria Properties ramt af finansuro	RB-Børsen	epn.dk	26/8 2008
Victoria Properties udsteder nye aktier	RB-Børsen	epn.dk	21/11 2008
Banker overtager virksomheder på stribe	Ritzau	Business.dk	13/1 2009
Boligportal giver adgang til salgspriser	Ritzau	Business.dk	6/10 2009
Boligpriser stadig på niveau med bedste salgsår	Ritzau	Business.dk	20/11 2008
Bryde: Jeg går formentlig konkurs med det hele	Ritzau	Business.dk	14/11 2008
Dades køber landets største butikcenter	Ritzau	Business.dk	30/10 2009
Dansk Byggeri beder politikerne om hjælp	Ritzau	Business.dk	21/11 2008
Det største tvangssalg nogensinde	Ritzau	Epn.dk	10/11 2009
Ejendomsselskab nedjusterer	Ritzau	Business.dk	30/9 2008
Holmegaard-produkter ikke truet af konkurs	Ritzau	Business.dk	17/9 2008
Islandsk krak sender Sjælsø-aktier i spil	Ritzau	Business.dk	9/1 2009
Jeudan klar til storopkøb	Ritzau	Business.dk	15/1 2009
Keops-stifter køber livsværket tilbage	Ritzau	Business.dk	14/11 2008
Lidt færre tvangsauktioner i september	Ritzau	Dinepenge.dk	6/10 2009
Riskær risikerer millionsmæk på ejendomskollaps	Ritzau	Business.dk	13/1 2009
S raser over besparelser hos	Ritzau	Business.dk	12/11 2008

Skat			
Sjælsøs storaktionær teknisk insolvent	Ritzau	Business.dk	7/1 2009
Sort år for byggeriet	Ritzau	Business.dk	8/1 2009
Stones Invest erklæret konkurs	Ritzau	Business.dk	10/9 2008
Stort ejendomskrak i Vejle	Ritzau	epn.dk	30/9 2008
Problemer ved bestemmelse af terminalværdi – og anden kritik af DCF-modellen	Rune Møller	Revision & Regnskab	2/2006
Andelsboligejere er ramt af økonomisk krise	Sille Wulff Mortensen	Børsen	11/11 2008
Finansmænd får rigmænd til at gå i hi	Sille Wulff Mortensen	Børsen	19/11 2008
Skat jagter ejendomsmatadorer	Sille Wulff Mortensen	Børsen	12/11 2008
Ejendomsselskab går konkurs	Sille Wulff Mortensen og Jens Nymark	Børsen	9/6 2010
Panthavere lægger ejendomme på lager	Simon Kirketerp	Børsen	11/11 2009
Schwartz Thomsen – Fra halv milliard til nul	Simon Kirketerp	Børsen	25/9 2008
Lavine af tvangssalg ruller	Simon Kirketerp m.fl.	Børsen	11/11 2009
Centerplan erklæret konkurs	Simon Nyborg	Business.dk	29/10 2008
Endnu et Gude-firma begæret konkurs	Simon Nyborg	Business.dk	19/9 2008
Hemmelige ejendomshandler før konkurs	Simon Nyborg	Business.dk	7/11 2008
Konkurs truer københavnerprojekt	Simon Nyborg	Business.dk	30/10 2008
Leveaus konkurssag udsat	Simon Nyborg	Business.dk	14/11 2008
Nordicom smidt på porten	Simon Nyborg	Business.dk	22/11 2008
Omstridt ejendom på tvangsauktion	Simon Nyborg	Business.dk	25/5 2009
Roskilde Bank kræver milliard af fallitbo	Simon Nyborg	Business.dk	24/9 2008
Skarp kritik af topadvokats dobbeltrolle	Simon Nyborg	Business.dk	13/11 2008
Skat jagter ejendomsmatadorer	Simon Nyborg	Business.dk	12/11 2008
Hemmelig familiefond i caribisk skattely skjuler ejendoms milliarder	Simon Nyborg m.fl.	Business.dk	9/11 2008
Trange tider for Nordicom	Simon Nyborg m.fl.	Business.dk	19/11 2008
Holmegaard Entertainment går konkurs	Sjællandske	Business.dk	25/9 2008
Børsnoterede ejendomsselska-	Sonny Wichmann	Business.dk	2/12 2008

ber vil gå sammen			
Ejendomsselskab kan ikke betale sine renter	Sonny Wichmann	Business.dk	27/10 2009
Ejendomsselskab kaster håndklædet i ringen	Sonny Wichmann	Business.dk	10/11 2009
Ejendomsselskab meldt til politiet for kursmanipulation	Sonny Wichmann	Business.dk	3/12 2008
Keops beder investorer om henstand med rentebetaling	Sonny Wichmann	Business.dk	15/1 2009
Nordicom fyrer stifter som direktør	Sonny Wichmann	Business.dk	28/11 2008
TK Development skal sælge ud for at nå sit mål	Sonny Wichmann	Business.dk	29/9 2009
Ejendomsselskabet Kuben i knæ og overtages af Dania Capital	Sonny Wichmann m.fl.	Business.dk	28/11 2008
Banker undlader at nedskrive værdierne	Sten Thorup Kristensen	Erhvervs Bladet	2/9 2009
Ejendomsmarked sendt i koma af bankpakke	Sten Thorup Kristensen	Erhvervs Bladet	12/8 2009
Ejendomssektoren har gode grunde til at klappe hesten	Sten Thorup Kristensen	Erhvervs Bladet	2/9 2009
Kold luft mellembankerne og ejendomsbranchen	Sten Thorup Kristensen	Erhvervs Bladet	13/5 2009
Lange udsigter til bedring på ejendomsmarkedet	Sten Thorup Kristensen	Erhvervs Bladet	12/8 2009
Lejemarkedet for erhvervs-ejendomme holder	Sten Thorup Kristensen	Erhvervs Bladet	1/7 2009
Tomgang i markedet for erhvervs-ejendomme	Sten Thorup Kristensen	Erhvervs Bladet	3/6 2009
Ejendomsgigant uden penge til revisor	Thomas G. Svaneborg	Jyllands-Posten	17/6 2008
Edderkoppen i det store ejendomskollaps	Thomas G. Svaneborg m.fl.	epn.dk	8/7 2008
Ejendomshandler købte bevidst for dyrt	Thomas G. Svaneborg m.fl.	epn.dk	24/10 2008
Ejendomsmatador meldt til politiet	Thomas G. Svaneborg m.fl.	epn.dk	19/11 2008
Ejendomsselskab mangler milliard	Thomas G. Svaneborg m.fl.	epn.dk	19/6 2008
Ejendoms-spekulant er konkurs	Thomas G. Svaneborg m.fl.	epn.dk	9/11 2008
Mistanke om svindel med ejendomme	Thomas G. Svaneborg m.fl.	epn.dk	27/10 2008
Sandgården erklæret konkurs	Thomas G. Svaneborg m.fl.	epn.dk	4/7 2008

Spøgelsesselskab er erklæret konkurs	Thomas G. Svaneborg m.fl.	epn.dk	7/11 2008
Sådan tjener du millioner – og går ned alligevel	Thomas G. Svaneborg m.fl.	epn.dk	31/10 2008
Velkommen til spekulanternes realkreditinstitut	Thomas G. Svaneborg m.fl.	epn.dk	28/10 2009
Værdiansættelse i praksis – ud fra henholdsvis DDM, RI- og DCF modellen	Thomas Plenborg	Revision & Regnskab	4/2000
Gennemførelse af nedskrivningstest: konsekvenser af finanskrisen	Tinus Bang Christensen m.fl.	Revision & Regnskab	12/2008
Ejendomsturbulens kræver flere ofre	Tom Frovst	Børsen	22/7 2008
Ejendomsmatador har ikke råd til revisoren	Trichs	Erhvervs Bladet	18/6 2008
Fakta: Boligpriserne overrasker positivt	Troels Beha Pedersen	Børsen	16/11 2009
Rentedyk gør det attraktivt at handle bolig	Troels Beha Pedersen	Børsen	16/11 2009
Steen Bryde sælger ud til konen	Troels Pedersen	Børsen	10/11 2008
Tower Group nedjusterer og ændrer ledelse	Troels Pedersen	Børsen	23/12 2008
Nedskrivningstest i en krisetid	Tue Stensgård Sørensen	Revision & Regnskab	2/2009
Boligejere sluger prisfald	Uffe Hansen	Børsen	10/12 2008
Rekordmange huse til salg, men færre lejligheder	Uffe Hansen	Børsen	10/12 2008
Roskilde Bank hænger på ejendomme for 1 milliard kroner	Ursula Taylor Rechnagel m.fl.	Børsen	11/11 2009
Forsigtige banker sætter byggeriet i stå	Vejle Amts Folkeblad	Business.dk	24/9 2008
Nyt ejendomskrak under opsejling	Vejle Amts Folkeblad	epn.dk	28/8 2008
Ejendomsryttere fældede Bonusbanken	Vibeke Daell Bjerrum	Business.dk	29/9 2008
Lokale kæmper for Glasværket	Vibeke Daell Bjerrum	Business.dk	16/10 2008
Steen & Strøm hiver i projektbremsen	Vibeke Daell Bjerrum	Business.dk	21/11 2008
Steen Bryde sælger ud – til konen	Vibeke Daell Bjerrum	Business.dk	10/11 2008

19.3 Hjemmesider

Navn	Adresse
Business.dk	www.business.dk
Børsen Online	www.borsen.dk
Colliers Hans Vestergaard A/S	www.colliers.dk
Danmarks Nationalbank	www.nationalbanken.dk
Dinepenge.dk	www.dinepenge.dk
DN Erhverv	www.dn-erhverv.dk
e pn.dk	www.e pn.dk
ErhvervBladet.dk	www.erhvervsbladet.dk
Erhvervsejendom.dk	www.erhvervsejendom.dk
Jyllands-Posten	www.jp.dk
KPMG	www.kpmg.dk
Nasdaq OMX Nordic	www.omxnordicexchange.com
PricewaterhouseCoopers	www.pwc.com
Realkredit Danmark	www.realkreditdanmark.dk
RevisorGruppen Danmark	www.revisorgruppen.dk
Thomson Online (RevisorBiblioteket)	www.thomson.dk
Total Kredit	www.totalkredit.dk
Ullits & Winther	www.uw.dk

19.4 Regnskaber

Selskab	År
Asgaard Group A/S	2005/06
Asgaard Group A/S	2006/07
Asgaard Group A/S	2007/08
Baltic Property Trust A/S	2007
BankTrelleborg A/S	2007
Bristen Gruppen A/S	2007
Cocktail Ejendomme A/S	2006
Cocktail Ejendomme A/S	2007
Cocktail Ejendomme A/S	2008
Dades A/S	2006/07
Dades A/S	2007/08
Dades A/S	2008/09
Dades A/S	Halvårsrapport 2009/10
Dan-Ejendomme Holding A/S	2007
Danica ButiksCenter A/S	2007
Ejendomsselskabet af Januar 2002 A/S	2007
Ejendomsselskabet Sandgården ApS	2006

Essex Invest A/S	2006/07
Essex Invest A/S	2007/08
Essex Invest A/S	2008/09
Glumsø Boliger A/S	2007
Heine Delbing Holding ApS	2007
Investea A/S	2007
Jeudan A/S	2006
Jeudan A/S	2007
Jeudan A/S	2008
Jeudan A/S	2009
K/S Frederiksbjerg Ejendomme	2007
Landic Property Denmark A/S	2007
ProArk ApS	2007
Property Group A/S	2007
Sjælsø Gruppen A/S	2007
Steen & Strøm Holding A/S	2007
Stones Ejendomme A/S	2006/07
Thorion Invest K/S	2007
Tower Group A/S	2006/07
Tower Group A/S	2007/08
Tower Group A/S	2008/09
Tækker Europe A/S	2006/07
Victoria Properties A/S	2007

19.5 Love, vejledninger og standarder

Nummer	Titel
ASL	Aktieselskabsloven (Lbkg 2006-06-15 nr. 649)
IAS 16	International regnskabsstandard 16 – Materielle anlægsaktiver
IAS 2	International regnskabsstandard 2 – Varebeholdninger
IAS 39	International regnskabsstandard 39 – Finansielle instrumenter: Indregning og måling
IAS 40	International regnskabsstandard 40 – Investeringsejendomme
IFRS	IFRS-bekendtgørelsen (Bkg 2004-12-14 nr. 1329)
RS 320	Revisionsstandard 320 – Væsentlighed ved revision
RS 450 (udkast)	Revisionsstandard 540 – Vurdering af fejlinformation konstateret under revisionen

RS 500	Revisionsstandard 500 – Revisionsbevis
RS 540	Revisionsstandard 540 – Revision af regnskabsmæssige skøn
RS 540 (udkast)	Revisionsstandard 540 – Revision af regnskabsmæssige skøn, herunder regnskabsmæssige skøn over dagsværdi, og tilknyttede oplysninger
RS 545	Revisionsstandard 545 – revision af målinger til og oplysninger om dagsværdi
RS 570	Revisionsstandard 570 – Going concern
RS 620	Revisionsstandard 620 – Anvendelse af en eksperts arbejde
RS 700	Revisionsstandard 700 – Den uafhængige revisors påtegning på et fuldstændigt regnskab med generelt formål
RS 701	Revisionsstandard 701 – Modifikationer af den uafhængige revisors påtegning
RV 16	Regnskabsvejledning 16 – Investeringsejendomme
UR 2007-3	Revisionsudtalelse nr. 2007-3 – Modifikation af den uafhængige revisors påtegning
ÅRL	Årsregnskabsloven (Lbkg 2006-06-15 nr. 647 samt Lbkg 2009-05-25 nr. 395)

19.6 Andre

- Noter fra undervisningen af fagene eksternt regnskab og revision på CMA-uddannelsen ved Aalborg Universitet
- OMX Copenhagen Real Estate index
- Undervisningsmateriale fra RGD-kurser i efteråret 2008 og 2009
- Fondsbørsmeddelelse af 10. marts 2010 fra Tower Group A/S