

LAGERBESKATNING AF INVESTERINGSEJENDOMME

AFGANGSPROJEKT HD2(R)

10. Maj 2022

AALBORG UNIVERSITET

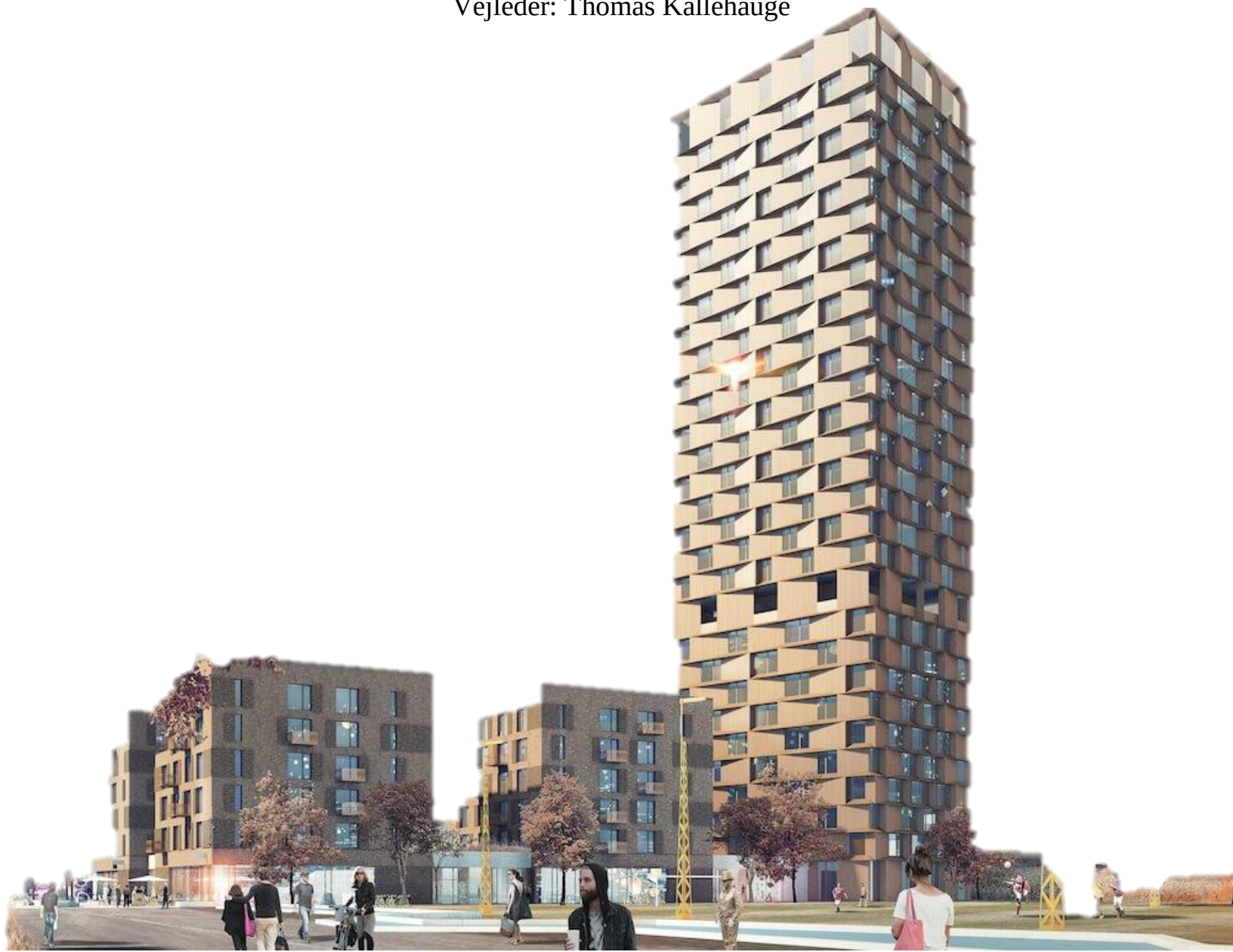
Gruppe 44

Mads Jylling Henriksen – Studienr.: 20181859

Emil Dahlgaard Bach – Studienr.: 20181839

Linda Andreasen - Studienr.: 20181829

Vejleder: Thomas Kallehauge



Indholdsfortegnelse

Abstract	4
Indledning	5
Problemformulering	6
Afgrænsning	7
Metode	8
Metodevalg	8
Forkortelser	9
Struktur	9
Grundlæggende regnskabsteori og lovgivning	11
Regnskabspligt	11
Opbygningen af Årsregnskabsloven	11
Det retvisende billede	13
Begrebsramme	13
Brugerens informationsbehov og kvalitetskrav	14
Årsrapportens elementer	15
Indregning og måling	16
Klassifikation	17
Grundlæggende forudsætninger	17
Delkonklusioner	18
Materielle anlægsaktiver	19
Ejendomstyper	21
Domicilejendomme	22
Handelsejendomme:	22
Investeringssejendomme:	22
Delkonklusion:	23
Dagsværdi, beregningsmetode	23
Hvilken metode skal anvendes?	25
Notekrav vedrørende værdiansættelse med afkastbaserede modeller	25
Hvilke metoder er der, og hvordan beregnes disse?	26
Ekstern vurdering af ejendommen	26
Afkastbaseret model - (Normalindtjeningsmetoden)	27
Afkastkrav:	28

Eksempel på beregning med afkastbaseret model:	30
DCF-modellen	31
Delkonklusion:	34
Beskrivelse af nuværende beskatningsform	35
Beskrivelse af potentiel ny beskatningsform (lagerbeskatning)	36
Lagerbeskatning	39
Analyse af udviklingen i værdiansættelse og afkastkrav af investeringsejendomme	40
Analyse af udviklingen i prisudvikling på ejendomsmarkedet	57
Markedsforhold	57
Økonomisk vækst	58
Lønindeks samt nettoprisindeks	58
Urbanisering	59
Ledighed	60
Låneforhold	60
Delkonklusion:	61
Realiserede handelspriser	61
Komparativ analyse af foretagne værdireguleringer i udvalgte ejendomsselskaber og ejendomsmarkedets udvikling	62
Delkonklusion	66
Vurdering af finansieringsmuligheder	66
Egenfinansiering	67
Fremmedfinansiering	67
Finansiering ved egen drift	67
Delkonklusion	69
Vurdering af ny beskatningsforms indvirkning på de regnskabsmæssige værdier – indgangsværdier	70
Indgangsværdier	71
Investeringsincitament for virksomhederne	75
Hvordan undgår virksomhederne kravet om lagerbeskatning?	76
Delkonklusion	78
Konklusion	79
Perspektivering	83
Litteraturliste	85

Abstract

The thesis addresses the challenges that will affect companies with investment properties valued at fair value by introducing the government's proposal to change the tax base from capital gain to notional gain. The thesis will cover the current accounting treatment of investment properties, the current taxation model and the potential taxation model. This is based solely on the provisions in force in the Danish Financial Statements Act and the Danish State Tax Act. The thesis arises from an imminent problem as the government has proposed that companies with investment properties worth more than DKK 100 million should be taxed based on the notional gain principle.

In order to assess the impact of this forthcoming amendment, a statement has been prepared of the accounting treatment of investment properties, including the process and methods of calculating their fair value. An understanding of the current tax rules and the transition to notional gain principles influence on the respective companies has also been obtained.

Analyses have been performed based on several selected property investment companies, including the percentual development in the value of their investment properties and the required rate of returns applied. These have been performed with the purpose of performing a comparative analysis of the development of real estate prices. This has been performed based on the thesis statement which clarifies an impending discrepancy between the value of investment properties versus the real estate market as a result of a change in the taxation. It is concluded from the report that there is a basis for speculation in the valuation of investment properties for the purpose of achieving a higher entry value in the transition to notional gain and thus less taxable income in the years thereafter.

In the light of the analyses prepared and their findings consideration will be given to whether the transition to notional gain principle will have the intended effect or whether it will simply distort the valuation of the investment properties concerned, including whether there are other measures

which will maintain the conformity between the book value of the investment properties and the general provision of the Danish Financial Statements Act.

Indledning

“Regeringen (S) præsenterede på et pressemøde den 18. august 2020 sit udspil til ”Ny ret til tidlig pension – værdig tilbagetrækning for alle”. Fra en skattemæssig synsvinkel fik særligt finansieringen af udspillet betydelig opmærksomhed, idet regeringen blandt andet foreslog, at ”lagerbeskatning af selskabers ejendomsavancer” skal udgøre en del af finansieringen.”¹

Danskernes levealder stiger og man går gennemsnitligt senere på pension. Denne enkelte sætning danner egentlig grundlag for den nye beskatningsmetode, som regeringen har sendt som forslag på pressemødet.

En lagerbeskatning af selskabers værdiregulering på ejendomme skal være med til at sikre, at der er finansiering til at betale for den såkaldte “Arne pension”, for folk, der har haft et hårdt arbejde, og dermed er nedslidt før de når pensionsalderen.

Det skønnes, at forslaget kan have en effekt på 850 mio. kr. årligt, hvilket derfor er en betydelig merindtjening for den danske stat og statskassen.²

Forslaget lyder på, at det skal gælde alle koncerner, og eller selskaber, der har en ejendomsportefølje på minimum 100 mio. kroner. Derfor forventes det, at det er cirka 25% af landets ejendomsselskaber, der rammes af denne nye lagerbeskatning³.

En af årsagerne til at dette forslag er blevet præsenteret er, at man i mange år har haft en betydelig værdiforøgelse på ejendomme, og dette har resulteret i mange store ejendomsavancer på salg. Hvis man kigger på den gennemsnitlige pris pr. ejendom, er man gået fra en pris på 1,1 mio kr. til en pris på 1,7 mio kr. siden 2010. Dette er en stigning på omtrent 55%. Derfor forventes det, at der årligt vil komme en betydelig indtjening som følge af denne praksisændring.

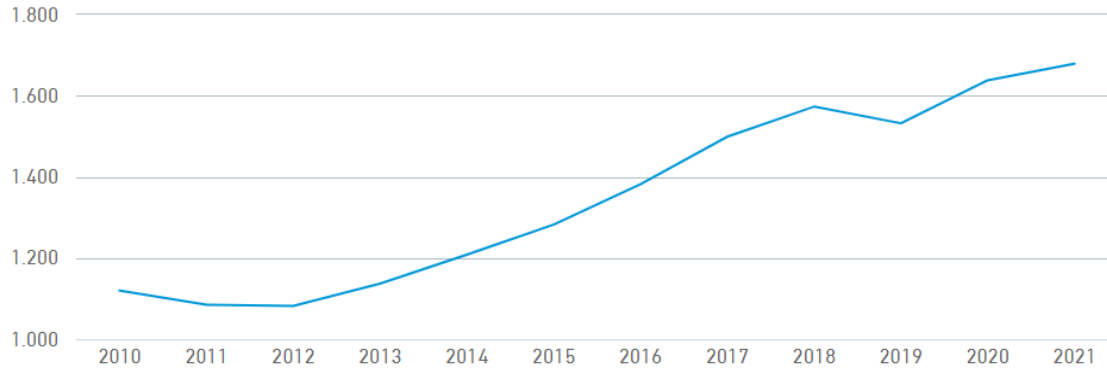
¹ PwC, Forventet lagerbeskatning af selskabers ejendomme - En status, [Link](#), Påset d. 14/4/22

² *ibid.*

³ *Ibid.*

Ejendomssalg

Område: Region Nordjylland | Ejendomskategori: Ejerlejligheder, i alt | Nøgletal: Gennemsnitlig pris pr. ejendom (1000 kr) | Overdragelsesformer: Almindelig fri handel:



Kilde: Danmarks Statistik

4

Figur 1: Ejendomsslag, Danmarks Statistik

For selskaberne vil dette økonomisk resultere i, at der årligt skal betales skat af en urealiseret gevinst, hvor selskaberne derfor vil blive beskattet af penge, der står i mursten, og pengestrømmene vil derfor årligt gå i minus.

Problemformulering

Fordrejer udsigten til lagerbeskatning det retvisende billede af den regnskabsmæssige værdi af investeringsejendomme?

1. Hvorledes behandles værdiansættelse af investeringsejendomme på nuværende lov- samt beskatningsgrundlag?
2. Hvilken indvirkning på de regnskabsmæssige værdier vil udsigten til ændring i beskatningsgrundlaget have for det retvisende billede af investeringsejendomme?
3. Vurder om den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme er stærk nok til at danne grundlag for beskatning?
4. Vurder finansieringsperspektivet for virksomhederne på baggrund af en beskatning af en illikvid værdiregulering.

⁴ Dst.dk - Statistikbanken, EJEN88

Afgrænsning

Hovedfokusset i denne afhandling er investeringsejendomme, samt den regnskabsmæssige- og skattemæssige behandling af disse. Der afgrænses fra den momsmæssige behandling.

Andre typer af ejendomme, samt den regnskabsmæssige- og skattemæssige behandling af dem, vil blive holdt udenfor i denne afhandling.

Afhandlingen kommer til at bære præg af de gældende love og regler, der fremgår af Årsregnskabsloven. Derfor afgrænses der fra anden lovgivning, dog kan der i enkelte tilfælde blive inkluderet bestemmelser fra de Internationale standarder, (IFRS og IAS) såfremt der ikke er en gældende lovgivning på området i Årsregnskabsloven.

Der afgrænses til danske virksomheder, med investeringsejendomme til en værdi af minimum 100 mio. DKK i Nord- og Østjylland. De omfattede virksomheder befinder sig i regnskabsklasse B, C og D, hvorfor der afgrænses fra enkeltmandsvirksomheder, da de ikke har informationer offentligt tilgængelige for 3. parter, mens de ligeledes ikke er omfattet af ændringen til lagerbeskatning. Afhandlingen kommer til at tage udgangspunkt i informationer, der er offentligt tilgængelige for omverden. Der afgrænses derudover også til reviderede årsrapporter for selskaber, der er aflagt med en blank revisionspåtegning.

Afslutningsvis vil der i forbindelse med afhandlingen blive diskuteret, om der kunne være eventuelle tiltag, der skal tilføjes, for at sikre gennemsigtighed i de forskellige værdiansættelser, der er fastlagt i de udvalgte årsrapporter. Afhandlingen vil derfor tage udgangspunkt i disse årsrapporter, og vi vil konkludere på baggrund af disse. Der vil hertil blive inddraget diskussioner, om hvad der bør fremgå af en årsrapport for, at læseren vil få det mest retvisende kendskab.

I forhold til begreber og lignende i afhandlingen, vil det være forudsat, at læseren af denne, har kendskab til begreber og metoder, der er bearbejdet i HD-studiet. I løbet af afhandlingen vil begreber og metoder blive beskrevet kort og generelt, hvorefter forudsætningerne om et grundlæggende kendskab til disse vil gøre sig gældende.

Metode

Følgende metode afsnit vil belyse, hvilke metodiske overvejelser, som er foretaget i forbindelse med udarbejdelsen af afhandlingen.

Afhandlingens formål er at besvare problemformuleringen, hvor metodeafsnittet skal redegøre for hvilke overvejelser, som ligger til grund for opgavebesvarelsen og strukturen på opgaven.

Metodevalg

Til besvarelsen af problemformuleringen og problemstillingen, vil der som udgangspunkt blive anvendt sekundær empiri, da der ønskes valideret viden fra anerkendte kilder, til at redegøre, analysere, og konkludere på den opstillede problemstilling.

Vi har vurderet at det ville være for omfattende og problematiserende at benytte sig af primær empiri, da det er begrænset hvor mange virksomheder som bliver omfattet af problemstillingen, og vi af denne grund vurdere, at det vil være svært at opnå valid data, fra eksempelvis interviews og spørgeskemaer.

Der vil hovedsageligt blive anvendt følgende kilder:

- Lovsamlinger
- Aftaletekster fra folketinget
- Årsrapporter, med revisionspåtegning
- Svar fra Morten Bødskov, skatteminister
- Publikationer fra anerkendte revisionshuse
- Publikationer fra anerkendt rådgiver inden for investeringsejendomme.
- Fagartikler
- Fagbøger
- Danmarks statistik
- Bolius, Videncenter inden for bygge- og boligområder.

Kildekritik

Der bliver i takt med, at de forskellige kilder bliver anvendt, taget kritisk stilling til kilderne.

Dette gøres for at sikre kildernes validitet og reliabilitet.

Lovsamlinger, aftaletekster fra folketinget og svar fra skatteministeriet, anses som værende pålidelige, da staten, folketinget og ministeriet må anses for at være pålidelige kilder.

I projektet er der anvendt artikler og regnskabshåndbøger fra flere anerkendt revisionshuse, så som EY, PwC og Deloitte. Der er ligeledes anvendt materiale fra rådgivere inden for investeringsejendomme, såsom Colliers. Disse kilder anses som værende fagpersoner indenfor deres felt.

Artikler, bøger og lignende anvendes med en vis kildekritik, da disse udgivelser i højere grad vil være påvirket af subjektivitet.

Forkortelser

Der kan forekomme forkortelser for fagbegreber undervejs i projektet. De anvendte forkortelser er oplistet nedenfor:

- ÅRL: Årsregnskabsloven
- SL: Statsskatteloven
- DCF : Discounted cash flow
- IFRS : International Accounting Reporting Standards
- IAS : International Accounting Standards

Struktur

Opgaven er inddelt i følgende bestanddele:

- Teoretisk gennemgang
- Redegørende afsnit
- Analyserende afsnit
- Diskuterende og vurderende afsnit
- Konkluderende afsnit
- Perspektiverende afsnit

I første afsnit, teoretisk gennemgang, vil der blive udarbejdet en gennemgang af den grundlæggende regnskabsteori og lovgivning. I dette afsnit er de grundlæggende regler og

teorier vedrørende opbygning af regnskabet gennemgået. Der er et øget fokus på materielle anlægsaktiver, da det er dette som har størst relevans for projektet.

I dette afsnit er det primært lovsamlinger og publikationer fra revisionshuse, som vil blive anvendt.

I redegørelsen vil der blive udarbejdet en detaljeret beskrivelse af de forskellige indregningsmetoder og beregningstyper på investeringsejendomme. Der vil komme eksempler på beregningerne på de forskellige metoder. Der er lagt fokus på dagsværdimetoden, eftersom dette har størst relevans for problemstillingen.

Derudover vil den nuværende beskatningsform blive gennemgået, for at få en større forståelse for den ændring, der sker over til den nye beskatningsform. Den nye lagerbeskatning bliver ligeledes beskrevet. Det vil blive beskrevet, hvilke typer af virksomheder, som er omfattet, hvilke ejendomstyper der er, og hvilke af disse som er omfattet af de nye lovbestemmelser. Til disse afsnit er det hovedsageligt lovsamlingen, publikationer fra revisionshuse og ejendomsinvestorer samt svar fra skatteministeriet, som vil blive anvendt som kilder.

Under analyseafsnittet, vil der blive udarbejdet analyser af 5 virksomheder, der har investeringsejendomme. Der vil blive udarbejdet en analyse af udviklingen og de anvendte afkastkrav fra 2018 frem til det seneste udgivet regnskab for de 5 virksomheder. Udviklingen vil ligeledes blive sammenholdt med prisudviklingen på ejendomsmarkedet.

I forlængelse af disse analyser vil der blive udarbejdet en vurdering af hvorvidt den nye beskatningsform får en indvirkning på de regnskabsmæssige indgangsværdier og hvilke problematikker der opstår for virksomhederne, når beskatningen ændres.

I ovenstående bestanddele vil der primært blive anvendt årsrapporter, Danmarks Statistik og publikationer fra rådgivere inden for investeringsejendomme.

I det konkluderende afsnit vil der blive foretaget en opsamling på ovenstående afsnit, som tilsammen skal kunne besvare den opstillede problemformulering, samt de tilhørende afsnit.

Slutteligt vil der forekomme et perspektiverende afsnit, hvori der vil blive foretaget vurderinger af, hvad der kunne foretages for at understøtte eller udvikle de endelige konklusioner, der er opnået.

Grundlæggende regnskabsteori og lovgivning

Årsregnskabsloven gælder som udgangspunkt for alle danske erhvervsdrivende virksomheder. Dog er nogle virksomheder udtaget, så som finansielle virksomheder, og nogle offentlige virksomheder⁵.

Regnskabspligt

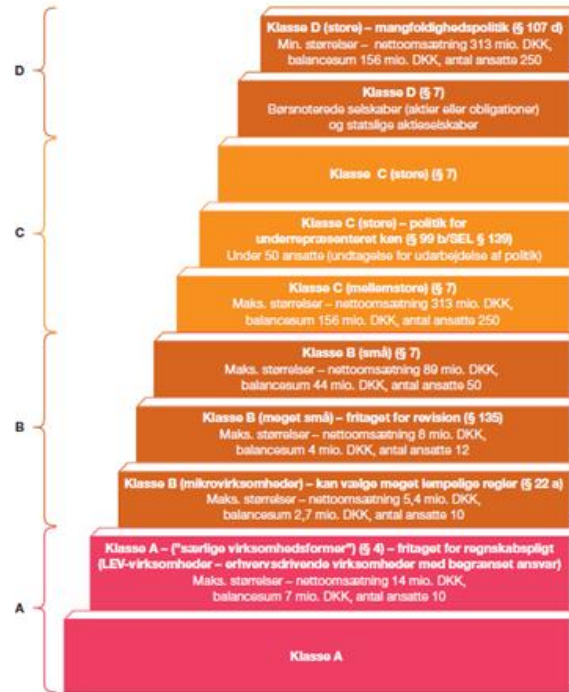
Selvom årsregnskabslovens bestemmelser gælder for stort set alle erhvervsdrivende virksomheder, så er det ikke ligeså for regnskabspligten. Årsregnskabsloven §3 beskriver de virksomheder, som er omfattet af regnskabspligten. Bestemmelsen inkluderer aktieselskaber, partnerselskaber, anpartsselskaber, erhvervsdrivende fonde, interessentselskaber samt virksomheder med begrænset ansvar. Dog kan disse virksomheder undgå at være regnskabspligtig, hvis de i stedet er omfattet af bestemmelserne af årsregnskabslovens §4-5. Disse paragraffer beskriver de undtagede virksomheder.

Opbygningen af Årsregnskabsloven

Årsregnskabsloven er opbygget af en ”byggeklodsmodel”, hvor erhvervsdrivende virksomheder bliver omfattet af reglerne i regnskabsklasse A, B, C eller D. Denne opdeling er primært på baggrund af dens størrelse og retsform.

De fire klasser, og dennes opdeling er opdelt, som i figuren nedenfor:

⁵ Årsregnskabsloven, §1



Figur 2: Byggeklodsmodellen – Snip fra PwC regnskabshåndbog 2022(s. 66)

Modellen har til formål at stille forskellige krav til forskellige størrelser af virksomheder.

Inddelingskravene går på balancen, omsætningen og gennemsnitligt antal ansatte, hvor man ud fra størrelsen på disse kan inddele virksomhederne, således det er muligt for virksomhederne at se hvilke generelle krav der er til regnskabsaflæggelsen.

Som udgangspunkt skal størrelsesgrænserne opgøres ud fra den valgte regnskabspraksis. Valget af regnskabspraksis kan derfor have en indvirkning på opgørelsen af omsætningen og balancesummen.

Såfremt en virksomhed overskrider to ud af tre størrelsesgrænser to på hinanden følgende regnskabsår, skal virksomheden enten gå en regnskabsklasse op eller ned, alt efter hvordan udviklingen har været, jf. Årsregnskabsloven § 7.

Generelt er det gældende, jo større virksomheden er, desto strammere og mere vidtgående krav og regler er virksomheden underlagt, hvorimod de mindre virksomheder har færre og mere lempelige krav.

Årsrapporten kan altid aflægges efter en højere regnskabsklasse eller tilvælge enkelte bestemmelser fra højere regnskabsklasser, såfremt virksomheden ønsker at implementerer disse bestemmelser, jf. ÅRL §7 stk. 6.

Det retvisende billede

Der skal dog altid tages hensyn til §11 i årsregnskabsloven, som beskriver det grundlæggende krav om det retvisende billede i årsrapporten.

Generalklausul, ÅRL §11, er beskrevet således: *”Årsregnskabet og et eventuelt koncernregnskab skal give et retvisende billede af virksomhedens og koncernens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet. Ledelsesberetningen skal indeholde en retvisende redegørelse for de forhold, som beretningen omhandler.”* Jf. stk. 2. skal yderligere oplysninger med i årsregnskabet, hvis anvendelsen af bestemmelserne i denne lov, ikke er tilstrækkelig til at give et retvisende billede, der er beskrevet i stk. 1.

Fravigelse kan kun ske, hvis anvendelsen af bestemmelserne i denne lov i særlige tilfælde vil stride mod kravet i stk. 1. 1. pkt., således at dette krav opfyldes⁶.

Kravet om et retvisende billede medfører, at virksomheder skal fravige lovens bestemmelser i de særlige tilfælde, hvor anvendelsen af lovens bestemmelser vil stride mod kravet om et retvisende billede. En sådan fravigelse skal hvert år oplyses i noterne og begrundes konkret og fyldestgørende med oplysning om, hvilken indvirkning fravigelsen har på virksomhedens aktiver, passiver, finansielle stilling samt resultat. Så vidt muligt skal den beløbsmæssige indvirkning af fravigelsen angives⁷.

Begrebsramme

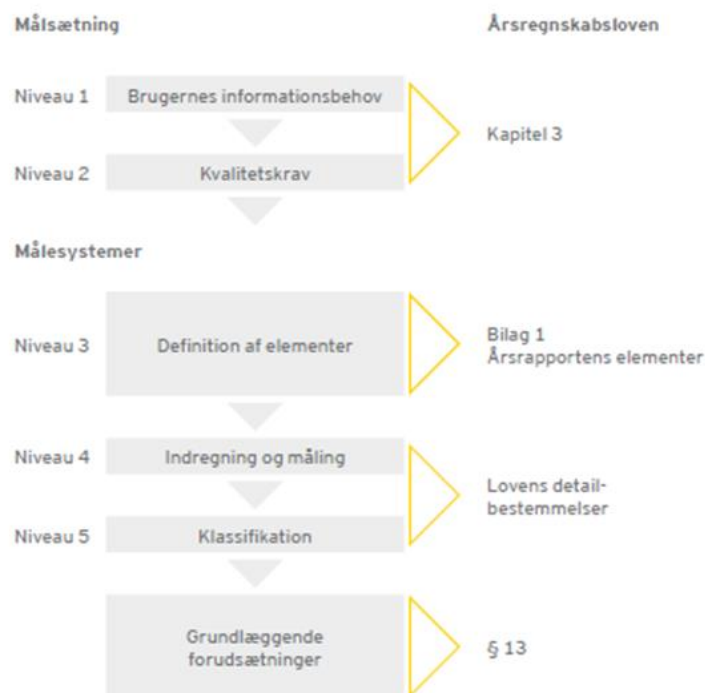
For at skabe et godt grundlag for at udfylde lovens generalklausul, omhandlende det retvisende billede, er der i årsregnskabsloven opsat nogle rammer, også omtalt begrebsrammer.

⁶ Årsregnskabslove, §11

⁷ PwC - Regnskabshåndbogen 2022, s. 58

Begrebsrammerne giver generelle retningslinjer for, hvordan årsrapporten skal udformes, så den giver de fornødne oplysninger til for regnskabsbrugeren. Begrebsrammen er dannet på baggrund af lovens teoretiske fundament⁸.

Begrebsrammen er inddelt i 5 niveauer, efter nedenstående figur:



Figur 3: Begrebsrammens 5 niveauer, Snip fra EY Indsigt i årsregnskabsloven 2019-2020, s. 62

Niveauerne er gennemgået yderligere i de næstfølgende afsnit:

Brugerens informationsbehov og kvalitetskrav

Årsrapportens formål er at give regnskabsbrugeren finansiell og ikke-finansiell information for den pågældende virksomhed. Regnskabsbrugeren kan typisk være investorer, ejere, medarbejdere,

⁸ EY, Indsigt i årsregnskabsloven 2019-2020, s. 61

långiver, leverandører, andre virksomheder, kreditorer og myndighederne, så som Skattestyrelsen og Erhvervsstyrelsen⁹.

Årsrapporten skal derfor kunne ligge til grund for økonomiske og virksomhedspolitiske beslutninger for regnskabsbrugeren. For at dette kan give retvisende beslutninger, er det en forudsætning af informationen i årsrapporten er:

- Indrettet til at kunne anvendes til formålet, dvs. er relevante
- Tilstrækkeligt pålidelig i forhold til, hvad regnskabsbrugeren normalt forventer¹⁰.

Årsrapportens elementer

Begrebsrammens niveau 3 vedrører definitioner af de elementer som regnskabet består af. Alle poster i et regnskab skal derfor falde ind under en af disse elementer. Ligeledes skal elementerne overholde definitionerne angivet i årsregnskabsloven. Definitionerne fremgår af årsregnskabslovens bilag 1C.

Det skal bemærkes, at definitionerne er sat ud fra en balanceorienteret synsvinkel¹¹.

Definitionerne er som følgende, men er yderligere nuanceret i årsregnskabslovens bilag 1C¹².

Aktiver:

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

Forpligtelser:

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

⁹ Danse Revisor – FSR, "Hvem bruger regnskabet", [Link](#), set d. 12-04-2022

¹⁰ EY, Indsigt i årsregnskabsloven 2019-2020, s. 66

¹¹ Jens O. Elling, Carsten Hyhnauv-Andersen, Henrik Hyhnauv-Andersen, Peter Hyhnauv-Andersen: Finansiell rapportering, 5. udgave, Gjellerup/Gads Forlag, 2019, side 216

¹² Årsregnskabsloven, Bilag 1C

Indtægter:

Stigninger i økonomiske fordele i regnskabsperioden i form af tilgang eller værdistigning af aktiver eller fald i forpligtelser, som medfører stigninger i egenkapital. I indtægter indgår dog ikke indskud fra ejere.

Omkostninger:

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

I forlængelse af at begrebsrammen er balanceorienteret, ses det ud fra ovenstående definitioner at resultatopgørelsen ikke eksisterer, men er afledt af balancen. Det er ligeledes årsagen til at pengestrømsopgørelsen ikke fremgår af begrebsrammen¹³.

Indregning og måling

Hvornår aktiver og forpligtelser skal indregnes i balancen, defineres i ÅRL § 33 stk. 1-3.

Det fremgår af ÅRL §33, at aktiver samt forpligtelser som opfylder definitioner herfor, skal indregnes i balancen, når værdien kan måles pålideligt, samt når det er sandsynligt, at økonomiske fordele vil tilgå eller fragå virksomheden.

Ligeledes fremgår det, at første indregning af aktiver og forpligtelser sker til kostpris.

Efter første indregning fastsættes i lovens øvrige bestemmelser kravene til efterfølgende måling af specifikke aktiver og forpligtelser afhængigt af typer af aktiver og forpligtelser.

I opgaven vil disse førnævnte krav i henhold til materielle anlægsaktiver, herunder investeringsejendomme blive behandlet og beskrevet i de kommende afsnit.

¹³ Jens O. Elling, Carsten Hyhnauv-Andersen, Henrik Hyhnauv-Andersen, Peter Hyhnauv-Andersen: Finansiell rapportering, 5. udgave, Gjellerup/Gads Forlag, 2019, side 221

Klassifikation

Alle poster i et regnskab skal klassificeres under de fire elementer. ÅRL bilag 2 indeholder et skema for balance i kontoform for de enkelte regnskabsklasser, hvortil disse krav til opstilling af balancen skal overholdes. Det er derfor et krav at regnskabsaflæggeren er opmærksom på dette under udarbejdelsen og aflæggelsen af årsregnskabet.

Disse krav underbygger ligeledes ÅRL §11, vedr. det retvisende billede, da disse krav er til for at danne et retvisende billede af årsrapporten.

Grundlæggende forudsætninger

ÅRL § 13 indeholder en række grundlæggende krav, som ligger til grund for at kunne aflægge en retvisende årsrapport.

Kravene er som følger¹⁴ ”

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 til sammen for at være betydelig, 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. *Indregning og måling skal ske på et forsigtigt grundlag, herunder skal regnskabsmæssige skøn være underbyggede og neutrale. Enhver værdiregulering skal indregnes, uanset om årsregnskabet udviser over- eller underskud.*
6. *Transaktioner, begivenheder og værdiændringer skal indregnes, når de indtræffer, uanset tidspunkt for betaling (periodisering).*
 - *Indregningsmetoder og målegrundlag skal anvendes ensartet på samme kategori af*

¹⁴ Årsregnskabsloven, §13

forhold (konsistens).

- Hver transaktion, begivenhed og værdiændring skal indregnes og måles hver for sig, ligesom de enkelte forhold ikke må modregnes med hinanden (bruttoværdi).

- Primo Balance for regnskabsåret skal svare til ultimo balance for det foregående regnskabsår (formel kontinuitet).

Stk. 2. Regnskabsår, opstilling og klassifikation, konsolidering metode, indregningsmetode og målegrundlag samt den anvendte monetære enhed må ikke ændres fra år til år (reel kontinuitet).

Ovenstående forudsætninger gør det muligt for regnskabsbrugeren at vurdere, hvordan året er gået for den pågældende virksomhed, sammenholdt med tidligere år, eller konkurrerende virksomheder.

Delkonklusioner

Årsregnskabsloven omhandler de krav og regler, som er gældende for erhvervsdrivende virksomheder, dog med visse undtagelser.

Årsregnskabsloven er opbygget af en ”byggeklodsmodel”, hvor erhvervsdrivende virksomheder bliver omfattet af reglerne i regnskabsklasse A, B, C eller D. Denne opdeling er primært på baggrund af dens størrelse og juridisk retsform.

Generalklausul jf. ÅRL §11, omhandler at et regnskab altid skal være retvisende, og en fravigelse af generalklausulen kan ikke ske.

Begrebsrammen giver generelle retningslinjer for, hvordan årsrapporten skal udformes, så den giver de fornødne oplysninger til for regnskabsbrugeren. Rammen er bygget op på følgende elementer: brugernes informationsbehov, kvalitetskrav, definition af elementer, indregning og måling, klassifikation, og grundlæggende forudsætninger.

Årsrapporten skal tage stilling til alle ovenstående områder, for at sikre sig at rapporten danner et retvisende billede.

Materielle anlægsaktiver

Som tidligere beskrevet er aktiver defineret i ÅRL bilag 1C. Definitionen kan opdeles i 3 elementer, som alle skal være opfyldt¹⁵:

1. Ressourcer, der er under virksomhedens kontrol,
2. som et resultat af tidligere begivenheder, og
3. hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden.

Aktiver opdeles i Årsregnskabsloven i langfristede og kortfristede aktiver, og herunder som enten anlægsaktiver eller omsætningsaktiver¹⁶.

Denne opgave vil kun behandle anlægsaktiver. Anlægsaktiver er defineret således i ÅRL bilag 1C, stk. 2: ”Aktiver, der er bestemt til vedvarende eje eller brug for virksomheden”.

Anlægsaktiverne kan opdeles i følgende skemakrav, jf. ÅRL Bilag 2, stk. 1:

- Immaterielle anlægsaktiver
- Materielle anlægsaktiver
- Finansielle anlægsaktiver

Det er udelukkende den regnskabsmæssige behandling af materielle anlægsaktiver, der vil blive behandlet i denne opgave. De øvrige anlæg aktiver, bliver således ikke yderligere behandlet.

Ifølge skemakravene i årsregnskabslovens bilag 2 klassificeres materielle aktiver som følger:

- Grunde og bygninger
- Produktionsanlæg og maskiner
- Andre anlæg, driftsmateriel og inventar
- Materielle anlægsaktiver under udførelse og forudbetalinger for materielle anlægsaktiver

Materielle anlægsaktiver skal indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilfalde virksomheden, og at kostprisen på aktivet kan måles pålideligt.

¹⁵ Jens O. Elling, Carsten Hyhnauv-Andersen, Henrik Hyhnauv-Andersen, Peter Hyhnauv-Andersen: Finansiell rapportering, 5. udgave, Gjellerup/Gads Forlag, 2019, side 246

¹⁶ Ibid.

I praksis vil det normalt være sammenfaldende med leveringstidspunktet for aktivet, eller i tilfælde af overtagelse af eksempelvis investeringsejendomme. Det skal ligeledes vurderes, hvorvidt virksomheden har fået overdraget de fordele og risici, som er forbundet med ejerskabet af aktivet¹⁷.

Materielle aktiver skal ved første indregning måles til kostpris. Virksomheder har dog muligheden for at indregne materielle anlægsaktiver til dagsværdi jf. ÅRL § 41.

Dette er ligeledes opgjort i følgende model:

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

Figur 4: Snip fra EY Indsigt i årsregnskabsloven 2019-2020, s. 280

Selvom anvendelsen af dagsværdimodellen i ÅRL §38 tidligere har krævet at virksomheden har haft investeringsejendomme som hovedaktivitet, har nogle virksomheder i stedet opskrevet deres investeringsejendomme vi egenkapitalen i henhold til ÅRL §41. Denne opskrivning er modsat dagsværdiregulering efter §38 bundet på egenkapitalen, jf. ÅRL §49 stk. 2.

Jf. PwC regnskabshåndbog har erhvervsstyrelsen udtalt følgende: “ERST har tilkendegivet, at ændres regnskabspraksis på investeringsejendomme fra at anvende kostprismodellen mod opskrivninger via egenkapitalen efter ÅRL §41 til at anvende dagsværdimodellen i ÅRL §38, frigives den bundne reserve vedrørende opskrivning af ejendommen. Ændres anvendelsen derimod fra domicilejendom til investeringsejendom, forbliver den tidligere foretagne opskrivninger fortsat bundet på egenkapitalen, da den alene frigives ved realisation.

¹⁷ PwC - Regnskabshåndbogen 2022, s. 175

Denne forskel skyldes at der i sidstnævnte er tale om et kategoriskift og ikke en ændret regnskabspraksis¹⁸.

Ejendomsstyper

I ovenstående afsnit er de grundlæggende regler for identificering og indregning af materielle anlægsaktiver gennemgået.

For investeringsaktiver er det muligt at anvende alternative måder for indregning, såfremt de ejes med afkast for øje.

I Årsregnskabsloven fremgår der ikke en entydig bestemmelse af ejendomsstyper, men som hovedregel opdeles ejendomme i følgende¹⁹:

- Domicilejendomme
- Handelsejendomme
- Ejendomme under opførelse for tredjemand
- Investeringsejendomme

Nedenstående figur kan assistere med at bestemme, hvordan specifikke ejendomme skal klassificeres.



Figur 5: Snip, PwC regnskabshåndbog 2020, s. 186

¹⁸ PwC Regnskabshåndbog, s. 210

¹⁹ FSR - Regnskabsvejledning, 2020, s. 75, [Link](#)

Domicilejendomme

Denne type ejendom er anskaffet med henblik på at blive benyttet i virksomhedens daglige drift, såsom ejendom til administration, produktion eller lager.

Domicilejendomme skal klassificeres som et materielt anlægsaktiv og behandles som grunde og bygninger.

Handelsejendomme:

Handelsejendomme er ejendomme der besiddes med henblik på videresalg, med gevinst, inden for en kortere årrække. Dette er et led i virksomhedens normale driftsaktivitet. Ejendommene vil regnskabsmæssigt blive klassificeret som varelager, og bliver derfor behandlet efter reglerne herfor.

Ejendomme under udførelse for tredjemand:

Ejendomme under opførelse, er ejendomme, der ikke står klar til at blive taget i brug.

Den regnskabsmæssige behandling skal derfor ske særskilt. Når ejendommene står færdige og er klar til ibrugtagningen, skal de efterfølgende indgå i en af de øvrige kategorier.

Såfremt at ejendommen opføres til formål at være investeringsejendom, kan den indregnes, som investeringsejendom før den er færdiggjort og klar til brug.

Investeringssejendomme:

Investeringssejendomme er ejendomme, der er anskaffet med henblik på at opnå lejeindtægter, kapitalgevinst eller begge dele.

IAS 40 definere investeringsejendomme således:

- Grunde der besiddes med henblik på langsigtet kapitalgevinst.
- Grunde der besiddes med usikkerhed vedrørende den fremtidig anvendelse.
- Bygninger der lejes ud under operationel leasing.
- Ejendomme der står tomme, eller under opførsel, med henblik på fremtidig brug som udlejning.

Ændring af ejendomstype

Formålet med ejendommen kan ændres over tid. Såfremt ejendommen skifter formål, skal værdien flyttes til den rette ejendomstype, således generalklausulen, ÅRL §11, bliver overholdt. Dette vil derfor føre til ændringer i klassifikationen af regnskabet.

Delkonklusion:

Årsregnskabslovens definition på aktiver er blevet gennemgået. Disse er defineret således: “Ressourcer, som er under virksomhedens kontrol som et resultat af tidligere begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden”.

Herefter faldt fokuset på materielle anlægsaktiver, der defineres som:

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

Under materielle anlægsaktiver, indgår ejendomme. Som kan opdeles på fire forskellige ejendomstyper, domicilejendomme, handelsejendomme, ejendomme under opførelse og investeringsejendomme.

I henhold til det retvisende billede, så kan ændringen fra dagsværdi til kostpris kun ske, hvis dagsværdien ikke længere kan opgøres pålideligt.

Dagsværdi, beregningsmetode

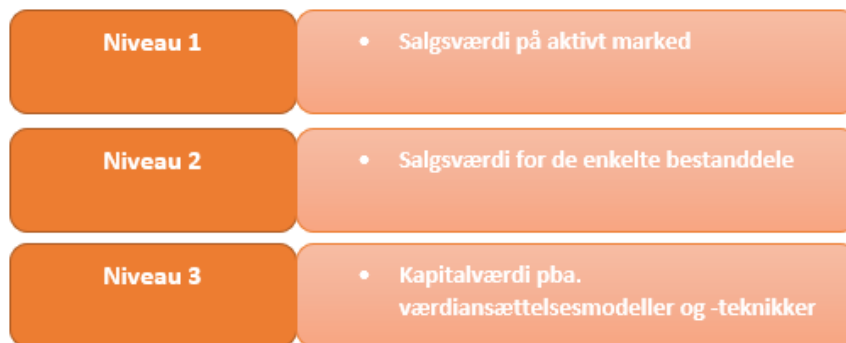
Bestemmelserne vedrørende den regnskabsmæssige indregning af investeringsejendomme beskrives i ÅRL § 37, 53 og 58 a. Man kan som virksomhed vælge at indregne til kostpris med fradrag for akkumulerede af- og nedskrivninger, eller til dagsværdi. Efter et valg heri er foretaget, kan det først ændres, hvis en ændring af regnskabspraksis vil give et mere retvisende billede af regnskabet²⁰. Som hovedregel vil man ikke kunne skifte fra dagsværdi til kostpris, men kun den anden vej, da det er svært at argumentere for, hvorfor en ændring fra en aktivt reguleret værdi, vil kunne blive mere retvisende ved at overgå til en kostpris, der kan være flere år gammel.

²⁰ PwC - Regnskabshåndbogen 2022, side 198

De generelle bestemmelser om opgørelsen af dagsværdien beskrives i ÅRL §37. Denne vedrører også indregningen af dagsværdi på investeringsejendomme. Til indregningen af et aktiv efter dagsværdiprincipperne forefindes der et hierarki, hvorefter dagsværdien fastlægges.

Grundlæggende vurderes det, at den indregnede dagsværdi i regnskabet repræsenterer den salgsværdi et aktiv vil have ved en eventuel transaktion mellem to uafhængige parter.

Hvis ikke der kan konstateres en salgsværdi for ejendommen, eller lignende ejendomme, og det derfor er et aktiv uden et aktivt marked, så beregnes værdien på tilsvarende aktiver/bestanddele. Det kan tage udgangspunkt i tilsvarende aktiver, eller de seneste markedstransaktioner. Et aktivt marked identificeres ved, at markedet er likvidt, og der skal være en rimelig mængde af handler, så markedsværdien kan findes rimelig, og forholdsvis nemt. Derudover vil det også være et krav, at der ikke kan være et fåtal af influenter på markedet, der kan bevirke at markedet stiger/falder. Hvis der ikke forefindes handler på et aktivt marked på lignende aktiver, eller på de lignende bestanddele går man ned til step 3, der vedrører en fastsat kapitalværdi på basis af almindeligt accepterede værdiansættelsesmodeller og/eller -teknikker.²¹



Figur 6: Dagsværdihierakiet, egenudarbejdet

Derfor er hierarkiet således opsummeret med de 3 niveauer:²²

Hvis ingen af disse ovenfor beskrevne niveauer vil give en retvisende dagsværdi, vil selskabet som udgangspunkt skulle indregne til kostpris.²³

²¹ Årsregnskabsloven, ÅRL §37 stk. 1, <https://www.retsinformation.dk/eli/lt/2019/838>

²² PwC - Regnskabshåndbogen 2022, side 212

²³ Årsregnskabsloven, ÅRL §37 stk. 1, <https://www.retsinformation.dk/eli/lt/2019/838>

I forhold til præsentationen i regnskabet skal værdireguleringen præsenteret som en post i resultatopgørelsen. Dette er gældende, uanset om det er en biaktivitet ifølge ÅRL §38.²⁴

Hvilken metode skal anvendes?

Der er store krav ved at følge niveau 1 og 2, hvor det er sjældent, at det er muligt og relevant, at finde en salgsværdi på en identisk ejendom, da det er meget få ejendomme, der er identiske. Derudover er det ikke så væsentligt med niveau 2 i forhold til investeringsejendomme, da det primært her er markedsdata man vil kigge på. Dette vil typisk være aktuelt ved køb og salg af værdipapirer, obligationer eller lignende.²⁵ Derfor er konklusionen, at man som hovedregel kigger på niveau 3, når man kigger på indregning af investeringsejendomme til dagsværdi.

Generelt vil det også være mindre tidskrævende, at udarbejde en afkastbaseret model, i stedet for at opsøge ejendomsmarkedet for sammenlignelige handler, og man får også på sigt et retvisende billede af udviklingen i ejendommens økonomi, da man anvender den samme metode år efter år. Derudover kan man også få en uafhængig tredjepart til at udarbejde en ejendomsvurdering, som man kan indregne efter. Dette vil være med til at kunne bekræfte en afkastbaseret model, ellers kan man vælge at indregne efter netop denne ejendomsvurdering, da den er udarbejdet af en uafhængig tredjepart.

Notekrav vedrørende værdiansættelse med afkastbaserede modeller

Når en virksomhed vælger at værdiansætte deres investeringsejendomme til dagsværdi på baggrund af en afkastbaseret model, er der en del notekrav, der skal oplyses i regnskabet. Jf. ÅRL §53, er der krav til at der redegøres for de indregningsmetoder og målegrundlag, der er anvendt til posterne i både resultatopgørelsen samt balance og noter.²⁶

Dette notekrav gør sig gældende ved dagsværdi, når denne ikke er udarbejdet som følge af observationer ved salg på et aktivt eller ikke aktivt marked, som beskrevet ovenfor i niveau 1 og 2. Det skal derfor beskrives, hvis man har valgt at anvende den afkastbaserede model, eller DCF-

²⁴ Årsregnskabsloven, ÅRL §38, <https://www.retsinformation.dk/eli/Ita/2019/838>

²⁵ Årsregnskabsloven, ÅRL §37 stk. 1, <https://www.retsinformation.dk/eli/Ita/2019/838>

²⁶ Årsregnskabsloven, ÅRL §53, <https://www.retsinformation.dk/eli/Ita/2019/838>

modellen.²⁷

Derudover er der også krav jf. ÅRL §58 a, om at der skal oplyses følgende ting ved indregning af aktiver, som måles til dagsværdi jf. §§37-38:

- “1) dagsværdien ultimo regnskabsåret,
- 2) ændringer af dagsværdien, der er indregnet direkte i resultatopgørelsen, og
- 3) ændringer, der er indregnet i dagsværdireserven, jf. § 49, stk. 3, under egenkapitalen.”^{28 29}

Da investeringsejendomme typisk vil indregne dagsværdien, hvor det ikke er på baggrund af de ovenfor beskrevne forudsætninger i niveau 1 og 2, er der krav til at der oplyses vedrørende de centrale forudsætninger, der er taget udgangspunkt for i de afkastbaserede modeller jf. ÅRL §58a stk. 2.³⁰

Hvis virksomheden ejer flere ejendomme, kan virksomheden vælge at give ovenstående oplysninger samlet, så længe disse oplysninger ikke varierer væsentligt fra hinanden jf. § 58a stk. 3.³¹

Hvilke metoder er der, og hvordan beregnes disse?

Der forefindes som sådan ikke en specifik beskrivelse eller angivelse af de værdiansættelsesteknikker og/eller metoder, der er i ÅRL. Årsregnskabsloven fokuserer primært på at der foretages indregning på baggrund af observerede data, til brug for virksomhedens fastsættelse af dagsværdien.

Der forefindes dog forskellige anerkendte metoder til fastsættelse af dagsværdien på investeringsejendomme, såfremt disse ikke kan fastsættes på anden vis.

Ekstern vurdering af ejendommen

Som virksomhed kan man, hvis man vælger at indregne investeringsejendomme til dagsværdi, vælge at benytte en ekstern vurderingsmand. Der er ikke krav til, at en sådanne anvendes til brug

²⁷ Årsregnskabsloven, ÅRL §53 stk. 2,1a, <https://www.retsinformation.dk/eli/lta/2019/838>

²⁸ Årsregnskabsloven, ÅRL §58 a, <https://www.retsinformation.dk/eli/lta/2019/838>

²⁹ PwC - Regnskabshåndbogen 2022, s. 199

³⁰ Årsregnskabsloven, ÅRL §58 a stk. 2, <https://www.retsinformation.dk/eli/lta/2019/838>

³¹ Årsregnskabsloven, ÅRL §58 a stk. 3, <https://www.retsinformation.dk/eli/lta/2019/838>

for indregningen af dagsværdien, men det anbefales bl.a. kraftigt i IAS 40. Under ÅRL er der ingen krav, eller anbefalinger til at få en ekstern vurderingsmand ud og kigge på ejendommen årligt, og en sådan vurdering vil ikke kunne stå alene.

En ekstern vurderingsmand vil typisk også skulle have andet dokumentation end bare udseende og renovering af bygningen, til at vurdere ejendomsværdien. De vil typisk kræve virksomhedens økonomiske informationer, såsom huslejeindtægter, omkostninger til drift, og omkostninger til vedligehold for at kunne udarbejde en retvisende vurdering. Vurderingen der er resultatet af denne besigtigelse fra vurderingsmanden, bør derefter stå sammen med en af de andre værdiansættelsesmodeller.

Der er både fordele og ulemper ved at få en vurdering af en ekstern fagmand. Fordelene herfor vil være, at man får et uafhængigt synspunkt på virksomhedens ejendom/ejendomme, og denne kan være tryghedsskabende for den beregnede ejendomsværdi, da den kan assistere med bakke op om denne beregning.

Ulemperne for en sådanne er, at selve vurderingen er omkostningstung, grundet arbejds løn, og at vurderingen ikke vil kunne stå alene som revisionsbevis.

De to mest anerkendte modeller, der kan bakke op om dagsværdien på investeringsejendomme er DCF-modellen og den afkastbaserede model.

Afkastbaseret model - (Normalindtjeningsmetoden)

Den metode, der er den typiske at indregne efter, er den afkastbaserede model. Modellen er let at anvende, og dette er grunden til, at denne er den mest anvendte model.³² Selvom den er let anvendelig, vil den typisk give en meget retvisende og sammenlignelig vurdering af ejendommen. Ejendomsvurderingen vil typisk ligge på samme niveau som ved de andre værdiansættelsesmetoder, der er at anvende.

³² FSR - Regnskabsvejledning, 2020, [Link](#), pkt.15.3.6

$$V = \frac{NI}{R_{real}} \cdot 100 \pm S$$

Hvor:

NI = nettoindtægter (markedskonforme)

R_{real} = forrentningskrav

S = særlige forhold

Figur 7: Normalindtjeningsmetoden

Det er vigtigt, at når man anvender normalindtjeningsmetoden, gør det ud fra tal i et stabilt driftsår, da dette vil give det mest retvisende billede af dagsværdien. Dette er nemlig et væsentligt aspekt i udarbejdelsen i denne model, da en ejendomsvurdering ellers vil svinge årligt, hvis der i år 1 er mange omkostninger, og i år 2 er få, hvorfor driftsresultatet vil blive forøget. Der vil derfor være lidt usikkerhed ved at anvende denne model, da den kan svinge fra år til år modsat DCF modellen, der har lidt flere aspekter indregnet før beregningen af ejendommens dagsværdi.³³

Det er derudover vigtigt, at hvis man indregner efter den afkastbaserede model, og har et ustabilt driftsår, eksempelvis grundet høje vedligeholdelsesomkostninger eller lejerreduktioner, husker at korrigere for disse ved anvendelsen af modellen, så du får et sammenligneligt udgangspunkt til beregning. Man kan eventuelt, hvis man har erfaring for flere år, lave en gennemsnitsbetragtning for at vurdere hvorledes et normalt driftsår er.

Afkastkrav:

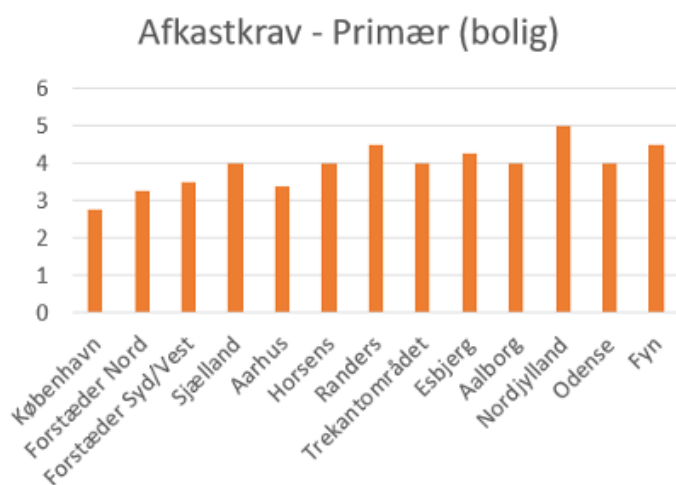
Det sidste, der mangler, før man kan opstille en fuldstændig dagsværdi af ejendommen, er at man finder ud af hvad afkastkravet er i det givne område. Erhvervsstyrelsen har udarbejdet et notat i 2009, der beskriver målingen, og værdiansættelsen af ejendomme. Heri beskriver de, at man kan anvende Colliers rapport, til at vurdere afkastkravet i det givne område der ønskes. Dette er blevet anbefalet, da virksomheder historisk set har anvendt et for lavt/højt afkastkrav, og derfor har pustet ejendommens værdi op/ned, alt efter ønsket værdi. Også her er det vigtigt, at virksomheden ligger på niveau, med hvad en ekstern vurderingsmand vil beregne afkastkravet

³³ PwC - Regnskabshåndbogen 2022

til, hvorfor der anbefales at følge Colliers rapporter.³⁴ Det vurderes, at selvom dette notat er fra 2009, så er det stadig gældende, da det forefindes under vejledninger på Erhvervsstyrelsen.dk

Collier udgiver kvartalsvis en rapport, hvori de beskriver afkastkravet i hele landet på de forskellige erhverv, boliger, industri mm.³⁵ De fleste virksomheder med investeringsejendomme vælger i dag at følge denne rapport, da den er retvisende, og veldokumenteret omkring forrentningskravet, der er i det pågældende område, som virksomhedens ejendomme befinder sig i.

Afkastkravet for boliger i hele landet svinger eksempelvis fra 2,75% i København til 6% på Fyn. Der er dermed et bredt spænd alt efter hvor boligen er beliggende. Dette er både for de primære og sekundære placeringer. Hvis man kun kigger på de primære placeringer, svinger afkastkravet mellem 2,75% og 5%.³⁶



Figur 8: Afkastkrav, data fra Colliers, egen udarbejdet

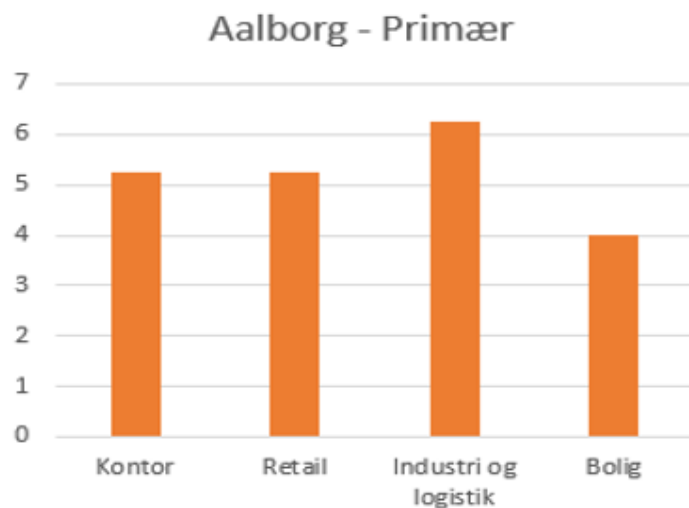
Hvis man kigger på alle de forskellige typer bygninger i Aalborg svinger den mellem 4% og 6,25%, hvis man tager de primære beliggenheder.³⁷

³⁴ Erhvervsstyrelsen, Måling (værdiansættelse) af ejendomme, set d. 12/4/2022

³⁵ Colliers, Q4 2021 rapport, [Link](#)

³⁶ ibid.

³⁷ ibid.



Figur 9: Afkastkrav, data fra Colliers, egen udarbejdet

Når man har alle ovenstående forudsætninger for et normalt driftsår, vil man alt andet lige kunne udarbejde sin dagsværdiberegning ud fra denne metode.

Eksempel på beregning med afkastbaseret model:

På baggrund af ovenstående beskrivelser kan der udarbejdes en afkastbaseret model, hvori man fylder alle forudsætninger, man har fra de reviderede tal, eller tal, der er stillet op af ejendomsadministrator. Lejeindtægten vil oftest være direkte henførbart til de lejekontrakter, der har været gældende i året. Hvis der har været lejligheder, der har været under vedligehold i løbet af året, vil man kunne indtaste det i feltet “Regulering tomgangsleje”, så man rammer et normalniveau til lejeindtægterne.

Afkastbaseret model	
Lejeindtægter	1000
<i>Regulering tomgangsleje</i>	0
Driftsomkostninger	
Ejendomsskat	100
Forsikring	50
Administration	150
Rep. og vedligehold	350
Andre omkostninger	100
Driftsresultat	250
Afkastkrav	4%
Ejendomsvurdering	6.250,00

Figur 10: Eksempel på beregning med afkastbaseret model

Omkostningerne vil typisk være at finde i virksomhedens resultatopgørelse, og indtastes herefter i modellen. De fleste af disse omkostninger er typisk sammenlignelige fra år til år, hvor det typisk vil være reparation og vedligehold, der har en økonomisk udvikling, alt efter hvad der er foretaget på ejendommen i løbet af året. På baggrund af disse forudsætninger, får man et driftsresultat på ejendommen. Dette viser om der er tjent eller tabt penge på den egentlige drift af ejendommen. Denne er en væsentlig faktor i den endelige ejendomsvurdering.

Den anden væsentlige faktor i vurderingen af ejendommen er afkastkravet. Denne er her fastsat til at være 4% på baggrund af Colliers rapport for boliger i Aalborg på en primær beliggenhed. Afkastkravet kan svinge alt efter hvilken beliggenhed der er, hvilket er beskrevet ovenstående.

Ovenstående beregning vil give en ejendomsvurdering på 6.250. Dette vil være værdien, der skal indregnes som dagsværdi i regnskabet jævnfør den afkastbaserede model.

DCF-modellen

Hvis man derimod vælger at udarbejde en DCF-model til indregningen af ejendommens dagsværdi, skal man følge de principper der er i denne form for afkastbaserede model. DCF-

modellen er der større krav til, omkring forventninger, og giver derfor også et mere nøgternt billede, såfremt ledelsen i virksomheden har en plan for ejendommen, og et grundlag for fremtidige indtægter og omkostninger. Fordelene ved at udarbejde en DCF-model er, at man alt andet lige vil få et mere realistisk synspunkt og billede af den pengestrøm, der vedrører driften af ejendommen. Svagheden er den mertid, og kompleksitet, der er forbundet med anvendelsen af denne model.

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{NI_t}{(1 + R_{nom})^t} + \frac{T_n}{(1 + R_{nom})^n}$$

Hvor:

V = værdi

NI = nettoindtægter

t = tid

n = analyseperiode (typisk 5 - 10 år)

R_{real} = forrentningskrav

R_{nom} = diskonteringsrente

T_n = terminalværdi

Figur 11: DCF-modellen

DCF-modellen går som udgangspunkt ud i, at man tager kapitalværdier. Her kigger man på de forventede fremtidige pengestrømme, der er på ejendommen.³⁸ Man diskonterer værdierne for de år, der er med i analyseperioden, før man til slut kan sammensætte en markedsværdi på ejendommen som følge af dette. Forskellen på denne, og normalindtjeningsmetoden er derfor hovedsageligt, at der er flere år, man tager højde for i DCF, modsat den afkastbaserede, hvor der kun tages højde for et år. DCF-modellen er derudover også baseret på skøn omkring den fremtidige indtjening og omkostninger. Det kan være svært som ledelse, at vurdere stigningen i udgifter i årene, medmindre det er planlagte vedligehold.

Der er 5 trin, man som udgangspunkt skal følge når man udarbejder en DCF-model:

- “1. Bestemmelse af cash flow i budgetperiode
2. Tilbagediskontering af cash flow fra budgetperiode til i dag
3. Bestemmelse af terminalværdi
4. Tilbagediskontering af terminalværdi til i dag

³⁸ Skat.dk, Værdiansættelse, [Skat.dk: 4.1 DCF-modellen](#).

5. Ejendommens værdi bestemmes som summen af de tilbagediskonterede værdier”³⁹

Eksempel på beregning med DCF-model:

Alle tal i t. kr.	ÅR	1	2	3 Terminalår	
Forrentningskrav %	4%				
Inflation %	2%				
Diskonteringsrente %	6%	0,94	0,89	0,84	
Markedsleje		1000	1020	1.040,40	1.061,21
Tomgangsleje		0	0	0	0
Udgifter		-750	-800	-700	-800
Driftsresultat		250	220	340,4	261,208
				6530,2	
DCF-metode					
NPV - Årligt cash flow		235,85 kr.	207,55 kr.	321,13 kr.	
NPV cash flow 1-3		764,53			
NPV Terminalværdi		5.482,88			
Markedsværdi DCF-model		6.247,41 kr.			

Trin 1

Trin 3

Trin 2

Trin 4

Trin 5

Figur 12: Eksempel på beregning med DCF-model

Trin 1: Bestemmelse af Cash Flow

Det første trin, der skal udføres i DCF-modellen er, at man skal have sat forudsætninger for de fremtidige pengestrømme under de forskellige år. Derudover skal man have fastsat forrentningskravet, inflationen og på baggrund af disse, diskonteringsrenten. Disse tal skal fastsættes på baggrund af en professionel og retvisende vurdering, så der forekommer et retvisende billede i sidste ende af ejendomsvurderingen.

Diskonteringsfaktoren er sat på baggrund af afkastkravet som vi har beskrevet i ovenstående, samt en forventet inflation på 2%. Derfor er udviklingen i huslejeindtægterne også steget 2%.

Trin 2: Tilbagediskontering af Cash Flow

Efter, at ovenstående tal er opgjort, skal disse tal tilbagediskonteres. Dette foretages på baggrund

³⁹ Værdiansættelse af investeringsejendomme - EjendomDanmark, [Link](#), 2021

af diskonteringsrenten og formelen for nutidsværdi. Dette er foretaget i ovenstående opgørelse under Trin 2.

Trin 3: Terminalværdi

DCF-modellen indeholder flere perioder. I ovenstående tabel er de første 3 år, planlægningsperioden, hvor den sidste er terminalperioden. Den endelige terminalværdi er den dagsværdi man beregner i terminalåret.

Trin 4: Tilbagediskontering af terminalværdi

Dette punkt er lig trin 2, hvor pengestrømmene skulle tilbagediskonteres. Her skal dagsværdien tilbagediskonteres til nutidsværdien.

Trin 5: Ejendommens værdi

Efter gennemgangen af de ovenstående punkter, kan man beregne dagsværdien på investeringsejendommen, på baggrund af DCF-modellen. Her tillægges nutidsværdien for de første 3 år, med nutidsværdien for terminalværdien.

Delkonklusion:

I de forrige afsnit er de forskellige dagsværdimetoder blevet gennemgået. Det er konstateret, at der er fordele og ulemper ved at anvende de forskellige modeller.

Ved anvendelse af en ekstern vurderingsmand til at værdiansætte ejendommen, skal ledelsen tage stilling til hvorledes pengestrømmene er i ejendommen. Det er vigtigt, at de indregistrerede parametre er korrekte, for at kunne afspejle en korrekt dagsværdi af ejendommen i regnskabet.

De anvendte forudsætninger skal oplyses i regnskabet, da der er oplysningspligt på dette.

Ulemperne herfor er, at metoden er dyr, samt kan denne vurdering ikke stå alene, men skal bakkes op af en af de andre værdiansættelsesmetoder.

Den afkastbaserede model, er den mest simple, og stadigvæk retvisende model. Den er noget mere forsimplet end DCF-modellen, og har færre krav til indregning, og fremtidsforudsætninger. Normalindtjeningsmetoden vedrører kun et år af ejendommens drift, hvilket kan give flere udsving i ejendommens værdi. Informationerne, der skal indsættes i denne model, er oftest let

identificerbare, da de er taget på baggrund af virksomhedens balance. Derfor er denne model oftest den mest fordelagtige for virksomheder, da der er få krav til ledelsens vurdering, og er let at opstille.

Den sidste model, er den mest komplicerede, og den, der indeholder de største krav til ledelsen. DCF-modellen kan anvendes på alle aktiver, hvor der genereres et Cash Flow. Modellen har udgangspunkt i flere års driftsresultater på en ejendom, hvilket derfor giver det mest retvisende billede af ejendommens egentlige dagsværdi. Det medfører dog også, at modellen er en del tungere at få udarbejdet, og ved mindre virksomheder med få ejendomme, vil den sjældent være nødvendig, for at få et retvisende billede. Derimod, hvis der er større udsving i pengestrømmene i et selskab, kan denne model være med til at lave et nøjagtigt billede af aktivets værdi.

Beskrivelse af nuværende beskatningsform

Da der i dag er tale om en potentiel ny beskatningsform, der ændrer princippet væsentligt, er det vigtigt at få de nuværende grundelementer i beskatningen af investeringsejendomme på plads. Her vil man overgå til en lagerbeskatning fremfor den nuværende realisationsbeskatning. Det vil sige, at man med nuværende beskatningsregler først beskattes ved salget af den/de pågældende ejendomme.

Generelt for alle typer ejendomme er der i forhold til beskatning et spørgsmål vedrørende om personen/selskabet har været næringsdrivende, eller ikke-næringsdrivende ved købet af ejendommen. Det vil sige, om personen har købt ejendommen med henblik på en fortjeneste ved salg, eller ej, derudover også i kontinuiteten af salgene.

Løbende, i forbindelse med ejendommens drift, sker der beskatning af de indtægter og udgifter der forekommer. Dette sker jf. SL §4.⁴⁰ Dermed er det kendetegnet ved fast ejendomme, såsom investeringsejendomme, at der både er løbende beskatning i form af virksomhedens drift, samt beskatning ved afståelsestidspunktet.

“Fortjeneste ved salg af aktiver beskattes efter SL § 4, hvis salget sker som led i skatteyderens

⁴⁰ Statsskatteloven, SL §4, [Link](#)

næringsvej. Se SL § 5, stk. 1, litra a, der undtager disse salg fra hovedreglen i SL § 5 om, at indtægt ved salg af aktiver ikke beskattes”.⁴¹

Hvis virksomheden har købt en ejendom med henblik på salg, som gør sig gældende ved investeringsejendomme, kan der også fradrages ved et eventuelt tab på salg af ejendommen, hvor dette kan fradrages i andre indkomster, hvorfor det ikke er et kildeartsbegrænset tab. Den endelige beskatning af fortjenesten/tabet foretages på baggrund af en samlet opgørelse af salgssummen på investeringsejendommen og den skattemæssigt nedskrevne værdi, der er at finde. Ved salg af næringsskattepligtige ejendomme bringes ejendomsavancebeskatningsloven ikke til anvendelse.⁴²

Løbende reguleringer af dagsværdien bliver ikke beskattet efter gældende lovgivning jf. SL§5.”Til Indkomst henregnes ikke: a. Formueforøgelse, der fremkommer ved, at de Formuegenstande, en skattepligtig ejer, stiger i Værdi...”⁴³

De personer, der typisk vil indgå i næringsbeskatningen kan være generelle ejendomshandlere, der har en stor portefølje, ejendomsmæglere, der har indsigt i branchen og håndværkere, der køber ejendomme med henblik på at istandsætte ejendommen mod et salg med fortjeneste. Derudover som virksomhed, vil det typisk være ejendomsselskaber med en stor portefølje på investeringsejendomme, der også er beskattet efter næringsbeskatningen.

Beskrivelse af potentiel ny beskatningsform (lagerbeskatning)

Den 18. August 2020 præsenterede socialdemokratiet et udspil om ret til tidlig pension, som i folkemunde hurtigt kom til at hedde ”Arne-pension”. Her var målet at skabe et pensionssystem, hvor de, der har været mange år på arbejdsmarkedet, skal have mulighed for at stoppe, inden de bliver slidt helt ned.

Den endelige aftale blev vedtaget i oktober 2020, og aftalen træder i kraft fra 2022.⁴⁴

Aftalen skal blandt andet finansieres af en ny beskatningsform af investeringsejendomme.

⁴¹ Juridisk vejledning, C.C.2.1.3.3.2 Næring, [Link](#)

⁴² PwC, Forventet lagerbeskatning af selskabers ejendomme - En status, [Link](#), Påset d. 14/4/22

⁴³ Statsskatteloven, SL §5, [Link](#)

⁴⁴ FOA, [Link](#), set d. 16-04-2022.

Det forventes at finansiering til “Arne-pensionen” indføres frem mod 2025.⁴⁵ Hvor lagerbeskatningen af ejendomsavancer forventes at blive påbegyndt i 2023, og give et finansieringsbidrag på 850 mio. kr.

Udgifter, finansiering og saldobirkning		Finansieringsbidrag, mio. kr				
Initiativer	2021	2022	2023	2024	2025	
1. Udgifter til tidlig pension i alt	200	2.200	2.600	3.000	3.100	
2. Finansiering i alt (2.1 + 2.2 + 2.3)	200	2.200	2.600	3.000	3.100	
Heraf bidrag fra:						
2.1. Råderumsfinansiering	200	2.200	-	-	-	
2.2. Tilbagebetaling af skattesænkninger fra Forårs-pakke 2.0 for personer med høje indkomster, finansiering vedr. arbejdsgivere og målrettede skattefinansieringer for ejendomsinvestorer	-	-	1.100	1.500	1.600	
- Lagerbeskatning af selskabers ejendomsavancer	-	-	850	850	850	
- Forhøjelse af den progressive sats for aktieindkomst og det skrå skatteeft for kapitalindkomst fra 42 til 45 pct. (indføres gradvist)	-	-	150	550	650	
- Loft over fradrag i selskabsskatten for høje lønninger på 10 mio. kr.	-	-	100	100	100	
2.3. Særlig selskabsskat for den finansielle sektor	-	-	1.500	1.500	1.500	
3. Saldobirkning (2-1)	0	0	0	0	0	

Anm.: Udgifter er afrundet til nærmeste 100. mio. kr. Finansiering er afrundet til nærmeste 50 mio. kr. Der er i proventusænkningerne for de enkelte initiativer ikke taget højde for eventuelle krydseffekter som følge af øvrige initiativer.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af Danmarks Statistiks registre og administrative oplysninger om individuelle ATP-indbetalinger stillet til rådighed af ATP.

Figur 13: Finansiering af tidlig pension, Regeringen

Der fremgår følgende af den politiske aftale:”

Aftalepartierne ønsker at sikre en effektiv beskatning af selskabers ejendomsavancer ved at indføre en løbende beskatning af værdistigninger på selskabers ejendomme efter et lagerprincip svarende til den måde, pensionsselskaber beskattes i dag. Skatten indføres med fremadrettet virkning fra 2023.

Selskaber er allerede på nuværende tidspunkt skattepligtige af ejendomsavancer. Beskatningen sker dog først, når en gevinst realiseres ved salg af ejendommen. Selskaber kan dermed undgå beskatningen af ejendomsavancer ved at placere ejendommen i et datterselskab og sælge

⁴⁵ Regeringen, [Link](#), påsat d. 12/4-2022

datterselskabet i stedet for selve ejendommen, idet gevinster på datterselskabsaktier er skattefrie.

Reglerne er bl.a. blevet udnyttet af udenlandske kapitalfonde, der investerer i danske udlejningsejendomme.

Aftalepartierne er enige om, at lagerbeskatningen skal gælde for selskaber mv., der omfattes af den almindelige selskabsbeskatning på 22 % af indkomsten. Lagerbeskatningen skal derimod ikke gælde for personligt drevne virksomheder.

Den præcise afgrænsning af, hvilke selskaber og ejendomme der omfattes og adgangen til fradrag ved fald i værdi eller salg med tab samt konsekvensændringer af lagerbeskatningen, vil skulle endeligt fastlægges i forbindelse med det lovforberedende arbejde.

Ejendomme, som selskabet i overvejende grad anvender i egen drift, undtages dog fra lagerbeskatningen. Det gælder fx ejendomme, der af selskabet selv eller et koncernselskab anvendes til administration, lager, produktion eller landbrug. For at mindske de administrative byrder forbundet med forslaget for både selskaberne og skatteforvaltningen indføres desuden en beløbsgrænse på 100 mio. kr., så koncerner med mindre ejendomsporteføljer undtages. Det vurderes umiddelbart, at op imod 75 % af ejendomsselskaberne vil blive undtaget med en sådan beløbsgrænse. Hovedparten af ejendomsværdierne ventes dog omfattet, da branchen er præget af få, store aktører og mange små ejendomsselskaber.

Forslaget skønnes at indebære en umiddelbar provenuvirkning på 1.150 mio. kr. årligt fra 2023. Efter tilbageløb og adfærd skønnes forslaget at tilvejebringe et finansieringsbidrag på 850 mio. kr. Årligt.”

Det vil udelukkende blive ejendomsselskabet som skal lagerbeskattes, og ikke aktionærer af selskabet. Det fremgår ligeledes at den nye beskatningsregel, skal gælde for selskaber, som er omfattet af den almindelig selskabsbeskatning, altså 22% af indkomsten. Det vil sige at almennyttige boligforeninger ikke vil blive omfattet af lagerbeskatningen, da de ikke er omfattet

af den almindelige selskabsskat jf. Årsregnskabsloven.⁴⁶

Set i forhold til skattetransparente enheder, som kommanditselskaber og partnerselskaber, så vil der alt andet lige være deltagere heri, som selv er selvstændige skattesubjekter (dvs. aktieselskaber mv.), der skal lagerbeskattes af deres andel af P/S'ets mv. ejendomme, mens deltagere, som er fysiske personer, ikke skal lagerbeskattes af deres andel.

I aftalen står der: Ejendomme, som selskabet i overvejende grad anvender i egen drift, undtages dog fra lagerbeskatningen. Det gælder fx ejendomme, der af selskabet selv eller et koncernselskab anvendes til administration, lager, produktion eller landbrug. Hvilket lægger op til at lagerbeskatning skal ske for alle ejendomme, som selskabet eller koncernen ikke anvender i sin egen drift.⁴⁷

Det er ministeriets umiddelbare vurdering, at adgangen til skattemæssige afskrivninger for omfattede ejendomme bør ophæves i forbindelse med indførelse af den nye lagerbeskatning.⁴⁸

Lagerbeskatning

Ved lagerbeskatningmodellen skal virksomheder beskattes af forskellen mellem ejendommens værdi primo og ultimo.

Der sker altså en beskatning af urealiseret værdistigninger og-fald og ikke først en beskatning ved salg.

Denne beskatningsform kan være en likviditetsmæssig ulempe ved værdistigninger, da der kommer en værdi som skal beskattes, selvom aktivet ikke er solgt. Der er dermed ikke modtaget en salgssum som kan finansiere skattebetalingen. Dog kan det også ses som en fordel, såfremt der har været et værdifald, da der så opnås et fradrag, uden at der er afholdt en reel udgift.⁴⁹

Ved lagerbeskatningen kan det give en stor usikkerhed for ejendomsselskaberne, da selv en lille ændring i værdien kan give en forholdsvis stor skattebetaling. Derudover kan ejendomsmarkedet ændre sig forholdsvis meget enkelte år, hvorimod lejeindtægter og udgifter som udgangspunkt er

⁴⁶ PwC, "Forventet lagerbeskatning af selskabers ejendomme – en status [Link](#), set d. 16-04-2022

⁴⁷ Ibid.

⁴⁸ Ibid.

⁴⁹ Ibid.

relative stabile, hvilket kan betyde at lagerskatten fra år til år kan svinge mellem at udgøre ingenting til at opsluge meget store dele af driftsindtægterne.⁵⁰

Analyse af udviklingen i værdiansættelse og afkastkrav af investeringsejendomme

I nedenstående afsnit er der udvalgt 5 selskaber fra Nord- og Østjylland med henblik på at analysere deres udvikling i værdiansættelse samt det anvendte afkastkrav.

Vi gennemgår selskabernes regnskaber fra 2018 til den seneste offentliggjorte årsrapport. Dermed analyserer vi udviklingen i 3-4 år. Vi analyserer og påser, om virksomhederne regulerer deres afkastkrav i perioden, ser hvilken betydning det har, samt ser om det følger Colliers markedsrapport.⁵¹

Jævnfør vores afgrænsning tager vi udgangspunkt i selskaber, der har investeringsejendomme med en dagsværdi på minimum 100 mio. kr.

Analysen foretages med henblik på at påse, om virksomheder har reguleret dagsværdien på de indregnede investeringsejendomme, for at imødekomme de nye krav om lagerbeskatning. Dette vil først kunne ses have effekt i 2020 og 2021 regnskaberne, da lovforslaget først fandt sted den 18. August 2020.⁵²

Da der er valgt 2 områder i form af Nord- og Østjylland (primært Aarhus), er der nedenstående blevet udarbejdet en opgørelse på baggrund af Colliers rapport for 4. kvartal i 2021.⁵³

⁵⁰ Ejendom Danmark, "Lagerbeskatning", [Link](#), set d. 19-04-2022

⁵¹ Colliers, PULSE- Q4 2021, [Link](#)

⁵² FOA, [Link](#), set d. 16-04-2022.

⁵³ Colliers, PULSE- Q4 2021, [Link](#)

Kontor					Retail				
	Aalborg		Aarhus			Aalborg		Aarhus	
	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær		Primær	Sekundær	Primær	Sekundær
Forrentning	5,25	6,50	4,00	5,50	Forrentning	5,25	6,75	4,25	5,50
Gennemsnit	5,875		4,750		Gennemsnit	6,000		4,875	

Bolig					Industri og logistik				
	Aalborg		Aarhus			Aalborg		Aarhus	
	Primær	Sekundær	Primær	Sekundær		Primær	Sekundær	Primær	Sekundær
Forrentning	4,00	4,25	3,38	4,00	Forrentning	6,25	7,25	4,50	6,00
Gennemsnit	4,125		3,690		Gennemsnit	6,750		5,250	

Figur 14: Afkastprocenter, Colliers 2021, 4. kvartal

Som det kan ses i ovenstående tabeller, svinger den gennemsnitlige afkastprocent mellem 4,125% ved boliger, og 6,75% ved industri og logistik. Disse er tal fra Aalborg.

I Aarhus svinger procenten fra 3,69% ved boliger til 5,25% ved Industri og logistik.

De fleste afkastprocenter, har været nedadgående historisk set, hvis man kigger fra 2018, hvor vores analyseperiode starter til 2021.

På baggrund af ovenstående vil vi nedenstående analysere denne i forhold til den faktisk anvendte afkastprocent, som selskaberne har anvendt i deres udarbejdede årsrapporter.

Til analysen er udvalgt 3 selskaber med investeringsejendomme primært i Aalborg. Disse selskaber er PWH Ejendomme A/S, Søren Enggaard A/S og Palle Rye Ejendomme ApS.

Derudover er der 2 selskaber, der primært har investeringsejendomme i Aarhus. Disse selskaber er B2 Engelundsparken ApS og Byggeselskab Mogens de Linde A/S.

PwH Ejendomme A/S

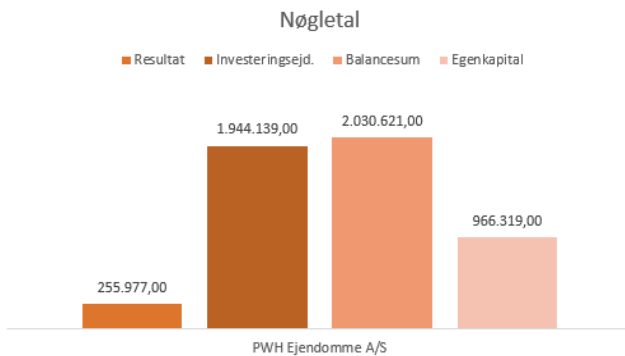
Generelt:

PwH Ejendomme A/S er et ejendomsselskab, der er baseret i Aalborg. Virksomheden har eksisteret siden 1984.

Selskabet revideres af Redmark Statsautoriseret Revisionspartnerselskab.

Regnskabet er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser for en

mellemstor klasse C-virksomhed.⁵⁴



Figur 15: 2021 Nøgletal for PwH Ejendomme A/S

“Koncernens primære aktivitet omfatter udlejning af egne ejendomme.”⁵⁵

“Selskabets og koncernens ejendomsportefølje indregnes til dagsværdi og værdireguleringerne i forbindelse hermed føres over resultatopgørelsen. Beregningen af dagsværdi foretages på baggrund af en anerkendt afkastbaseret værdiansættelsesmodel.”⁵⁶

Som det fremgår ovenstående, anvender PwH Ejendomme A/S kostprismetoden ved første indregning, hvorefter der indregnes til skønnet dagsværdi i de efterfølgende år.

Det, der indgår i deres afkastbaserede model, er:

- + Forventede lejeindtægter
- Forventede driftsomkostninger
- Forventede administrationsomkostninger
- Forventede vedligeholdelseskostninger
- +/- Regulering af tomgangsleje

= Driftsresultat af investeringsejendom

/ Afkastkrav PwH Ejendomme A/S er med et gennemsnit i Aalborg på 2,79 %. Den afviger mellem 0,39 % og 4,79%. Det fremgår, at afkastkravene fastsættes individuelt for hver ejendom,

⁵⁴ PwH Ejendomme A/S Årsrapport 20/21

⁵⁵ Ibid.

⁵⁶ Ibid.

og disse afspejler typen af ejendommen, risikoprofil samt ejendomsmarkedet i investeringsejendommen nærområde.⁵⁷

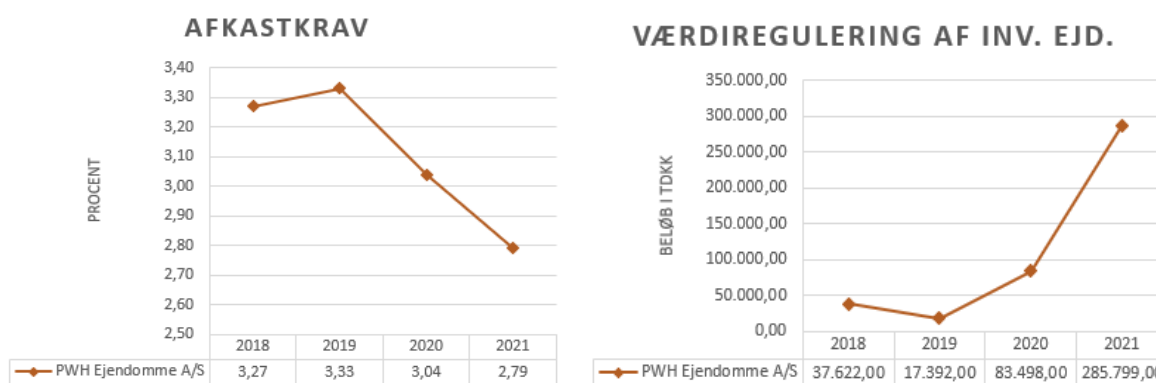
For at sammenligne, med den standard, der er i den afkastbaserede model, henvises der til afsnittet hvori normalindtjeningsmetoden bliver beskrevet.

Det vurderes, at alle nødvendige aspekter er medtaget i virksomhedens brug af modellen, og derfor vurderes denne fuldstændig.

Analyse og diskussion af udvikling i anvendt afkastkrav og værdiregulering

Ovenstående er det konstateret, at PwH Ejendomme A/S har haft et gennemsnitligt afkastkrav på 2,79% i Aalborg. Dette består af bygninger inden for bolig, kontor og butik.

Den anvendte afkastkrav bliver sammenlignet med Colliers markedsrapport for 2021, 4. kvartal.



Figur 16: Afkastprocenter, Colliers 2021, 4. kvartal

Der er på baggrund af regnskaberne fra 2018 til 2021 blevet udarbejdet ovenstående tabeller for PwH Ejendomme A/S.

Der foretages årligt positive værdireguleringer af selskabets ejendomme. Der er særligt i 2021 foretaget en positiv værdiregulering på 285.799 t.kr., og vi kan derudover se, at afkastkravet er sat ned fra 3,04 til 2,79. Denne ændring i afkastkravet er sandsynligvis den primære begrundelse til ændringen i investeringsejendommens værdi, derudover må driftsresultatet være opjusteret i løbet af år 2021. Dette kan være på baggrund af lavere forventede vedligeholdelseskostninger,

⁵⁷ PwH Ejendomme A/S Årsrapport 20/21

eller en lejestigning grundet tidligere års vedligehold eller andet. Derudover oplyser ledelsen følgende i regnskabet:

“Årets værdiregulering kan primært henføres til ledelsens erfaringer og observationer det seneste år, hvor ledelsen på baggrund af offentlige markedsrapporter og -statistikker, faktiske handler og andre ejendomme i udbud samt indhentede valuervurderinger for andre koncernejendomme har erfaret, at tilsvarende ejendomme i Aalborg handles i niveauet t.kr. 17 - 20 pr. kvm og t.kr. 33-34 pr. kvm. for ejendomme beliggende i København. Ledelsen har derfor valg at opskrive ejendommene til en gennemsnitlig kvm-pris på t.kr. 19,0 for ejendomme beliggende i Aalborg og t.kr. 33,3 for ejendomme beliggende i København.”⁵⁸.

Som det ses ovenstående, er der i regnskabet beskrevet grunden til værdistigningen. Til denne værdistigning skal den afkastbaserede model gerne bakke op, da valuarrapporter, som tidligere beskrevet i afhandlingen, ikke kan stå alene. Derfor må der ydermere være ændret i forudsætningerne udarbejdet i den anvendte afkastbaserede model.

Det kan ses, at der i 2021 er anvendt et afkastkrav på 2,79%, hvor det er beskrevet i regnskabet, at det primært er typerne bolig, kontor og butik, der er investeret i.⁵⁹

Dette afkastkrav ligger under de afkastkrav, der er fastsat i Colliers på disse 3 områder, der ligger på henholdsvis 4,125%, 5,875% og 6%. Ved netop at føre afkastkravet mindre, end hvad der står i Colliers, medfører dette en højere værdi, og det anvendte afkastkrav er væsentligt lavere end i denne rapport. Når afkastkravet falder, stiger værdien. Afkastkravet er særlig mindre, og det kan være vidne om en god placering, særligt gode driftsresultater eller lignende. Dog vil man typisk se, at virksomheder foretager deres afkastbaserede modeller på baggrund af Colliers rapporter, eller lignende principper.

Til at bakke op om den lave afkastprocent, skriver ledelsen i deres beretning følgende:

“Koncernens ejendomsportefølje er primært beliggende i central Aalborg og København og har generelt en kvalitet og vedligeholdelsesstand, der ligger over markedsniveau. Tomgang er begrænset.”⁶⁰

Dermed er regnskabslæser informeret om de forskellige foranstaltninger der er i dette regnskab,

⁵⁸ PwH Ejendomme A/S Årsrapport 20/21

⁵⁹ Ibid.

⁶⁰ Ibid.

hvor der både er informeret om grundlag for ændring af afkastkrav, begrænset tomgangsleje samt standen på ejendommene. De har som vidt muligt forsøgt at opfylde validitetsprincippet, ved at oplyse læseren af regnskabet om disse elementer.

Selskabet udarbejder i regnskabet en følsomhedsanalyse, der beretter om hvilken effekt, en ændring i afkastkravet på +/- 0,5% vil have for selskabet. En regulering vil ændre den regnskabsmæssige værdi med +/-354 mio. kr.⁶¹ Der er ingen særlige risici forbundet hermed, da selskabet har en sund egenkapital.

Søren Enggaard A/S

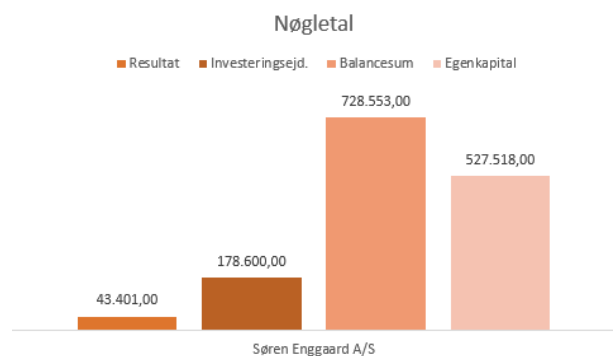
Generelt:

Søren Enggaard A/S' formål er handel, håndværk, industri og investering samt anden dermed i forbindelse stående virksomhed. Virksomheden er baseret i Aalborg og har eksisteret siden 1975.⁶²

Alle selskabets investeringsejendomme er at finde i Aalborg.

Selskabet revideres af BDO Statsautoriseret revisionsaktieselskab.

Regnskabet er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser for en mellemstor klasse C-virksomhed.⁶³



Figur 17: 2020 Nøgletal for Søren Enggaard A/S

⁶¹ PwH Ejendomme A/S Årsrapport 20/21

⁶² Søren Enggaard A/S, cvr.dk

⁶³ Søren Enggaard A/S Årsrapport 2020

“Investeringsejendomme måles ved første indregning til kostpris, der omfatter ejendommens købspris og eventuelle direkte tilknyttede omkostninger. Investeringsejendomme måles efterfølgende til dagsværdi svarende til ejendommens handelsværdi. Ændringer i dagsværdien indregnes i resultatopgørelsen.”

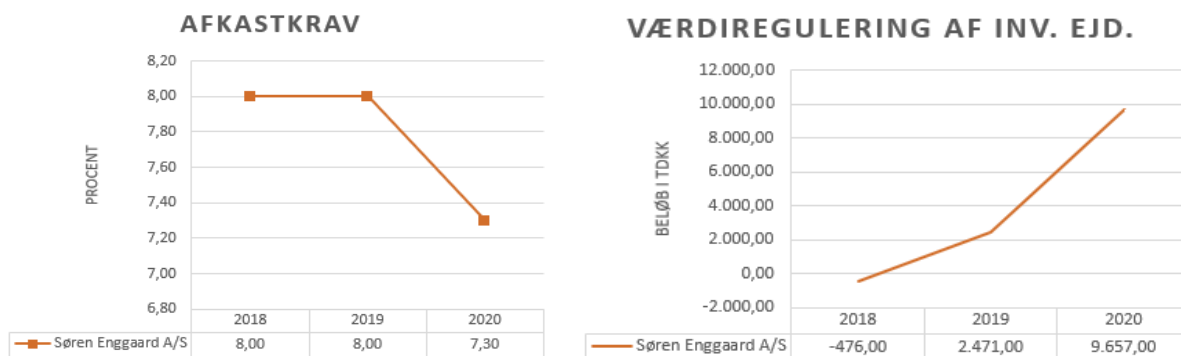
“Dagsværdien for investeringsejendommene vurderes ved hjælp af en afkastbaseret værdiansættelsesmodel, hvor værdien opgøres på baggrund af investeringsejendommens driftsafkast og et individuelt fastsat afkastningskrav. Hvor der forligger specifikke eksterne prisindikationer anvendes disse.”⁶⁴

De eneste oplysninger, der er givet til regnskabslæser, er i dette regnskab, de enkelte ejendommers normalindtjening, samt det anvendte afkastkrav. Det er derfor svært at vurdere, hvilke faktorer, der er indregnet i den afkastbaserede model hos selskabet.

Afkastkravet, der gennemsnitligt er anvendt af Søren Enggaard A/S er 7,3%. Der er anvendt afkastkrav mellem 6% og 8,6%. Det oplyses i regnskabet, hvilket afkastkrav der er anvendt på hver enkelt ejendom, samt hvilken industri disse befinder sig i.

Analyse og diskussion af udvikling i anvendt afkastkrav og værdiregulering

Der er på baggrund af regnskaberne fra 2018 til 2020 blevet udarbejdet ovenstående tabeller for Søren Enggaard A/S. Selskabet er i analyseperioden gået fra at have en negativ regulering af investeringsejendommens dagsværdi til en positiv værdiregulering i 2020 og 2021. Den er steget eksponentielt i disse år, hvor det er på 2.471 mio. kr. i 2020 og 9.657 mio. kr. i 2021.



Figur 18: Afkastprocenter, Colliers 2021, 4. kvartal

⁶⁴ Søren Enggaard A/S Årsrapport 2020

Vi kan se, at det gennemsnitlige afkastkrav, der er anvendt i regnskabet er faldet i analyseperioden fra 8% i 2018 og 2019 til 7,3% i 2020.

Ved en simpel gennemgang kan det ses, at der i året er ændret på afkastkravet ved de enkelte ejendomme.

Afkastkravet på selskabets butik er gået fra 7% til 8,6%, hvilket er en stor stigning, der gør at dennes værdi er faldet i regnskabsåret.

Det anvendte afkastkrav på industriejendommen var sidste år på 9%, og er nu på 7,1%.

Søren Enggaard A/S's mest værdifulde ejendom med en dagsværdi på 65 mio. kr. blev sidste år beregnet ud fra et afkastkrav på 8%, hvor dette er nedsat til 6% i år. Alene denne ændring, vil ved en simpel beregning give en værdiregulering på ejendommen på 16 mio. kr. med årets normalindtjening. Normalindtjeningen er dog baseret på 900 t. kr. mindre end året før.

Kontorejendommen, som selskabet ejer er baseret på et afkastkrav på 7% i 2020 og 6,2% i 2021. Dette vil også naturligt give en værdistigning.

Søren Enggaard A/S				
	Aalborg jf. Colliers		jf. Regnskab	
	Primær	Sekundær	%	Forskel
Kontor	5,25	6,50	6,00	0,13
Retail	5,25	6,75	8,60	2,60
Bolig	4,00	4,25	N/A	
Industri	6,25	7,25	7,10	0,35

Figur 19: Anvendte afkastkrav sammenlignet med Colliers

Hvis man sammenligner med Colliers Rapport, så ligger Søren Enggaard A/S gennemsnitlig anvendte afkastkrav højere, end hvad der er i rapporten. Dermed er det forventeligt, at selskabet i regnskabsåret for 2021 anvender en endnu lavere afkastprocent. Da selskabet anvender en højere afkastprocent, føres dagsværdien i regnskabet lavere, end hvad den burde være jf. Colliers Rapport. Det høje afkastkrav kan være på baggrund af lejlighedens stand, placering eller lav kvalitet, og krav for forbedringer snarligt. Validiteten i dette regnskab er ikke særlig højt, da der ikke informeres omkring de forskellige forudsætninger, og der af ledelsen ikke oplyses informationer om grundlag for større ændringer i de forskellige ejendommers normalindtjening.

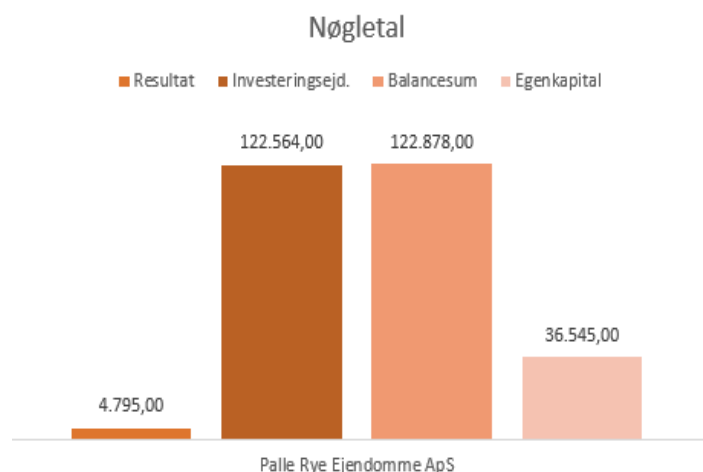
Palle Rye Ejendomme ApS

Generelt

Palle Rye Ejendomme ApS' formål er investering, køb og salg samt udlejning af fast ejendom samt hermed efter direktionens skøn beslægtet virksomhed. Virksomheden er stiftet i 1986.⁶⁵ Alle selskabets ejendomme er beliggende i Aalborg.

Selskabet revideres af Redmark Statsautoriseret Revisionspartnerselskab.

Årsrapporten for Palle Rye Ejendomme ApS er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser for en klasse B-virksomhed. Herudover har virksomheden valgt at følge enkelte regler for klasse C-virksomheder.⁶⁶



Figur 20: 2021 Nøgletal for Palle Rye Ejendomme ApS

“Investeringsejendomme måles ved første indregning til kostpris, der omfatter ejendommenes købspris og eventuelle direkte tilknyttede omkostninger. Investeringsejendomme måles efterfølgende ejendom for ejendom til en skønnet dagsværdi. Ejendommene værdiansættes ud fra en afkastbaseret model, hvor forventede fremtidige pengestrømme for det kommende år sammen med et afkastkrav danner grundlag for ejendommenes dagsværdi. Den anvendte værdiansættelsesmodel er uændret i forhold til sidste regnskabsår.”⁶⁷

⁶⁵ Palle Rye Ejendomme ApS, cvr.dk

⁶⁶ Palle Rye Ejendomme ApS Årsrapport 2021

⁶⁷ Ibid.

Det, der indgår i deres afkastbaserede model, er:

- + Forventede lejeindtægter
- Forventede driftsomkostninger
- Forventede administrationsomkostninger
- Forventede vedligeholdelsessomkostninger
- +/- Regulering af tomgangsleje

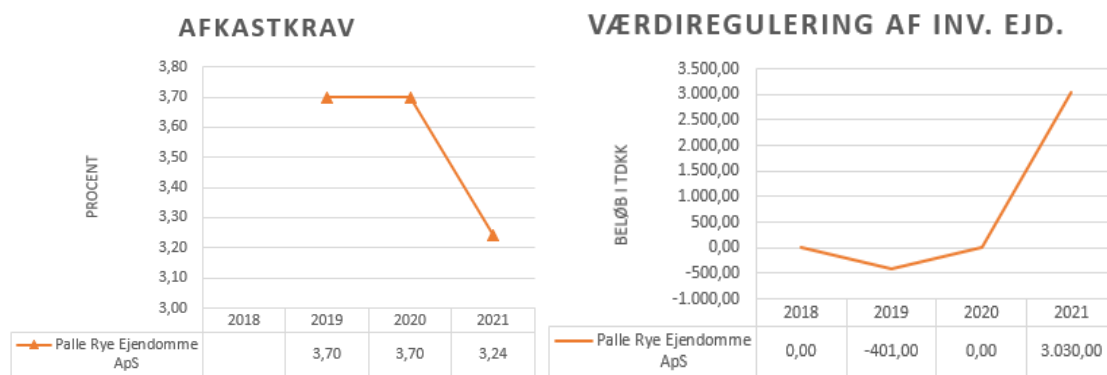
= Driftsresultat af investeringsejendom

/ Afkastkravet i Palle Rye Ejendomme ApS har i årsregnskabet for 2021 et vægtet gennemsnit på 3,24%, og afviger mellem 1% og 4%. Det anvendte afkastkrav er fastsat på baggrund af typen af ejendommen, tilstand, statistikker, og lignende handler.⁶⁸

For at sammenligne, med den standard, der er i den afkastbaserede model, henvises der til afsnittet hvori normalindtjeningsmetoden bliver beskrevet.

På baggrund af ovenstående sammenligning, vurderes det, at alle nødvendige foranstaltninger er medtaget i virksomhedens anvendelse af modellen. Det vurderes derfor at modellen der er anvendt i Palle Rye Ejendomme ApS' regnskabsudarbejdelse er fuldstændig.

Analyse og diskussion af udvikling i anvendt afkastkrav og værdiregulering



Figur 21: Afkastprocenter, Colliers 2021, 4. kvartal

På baggrund af de offentliggjorte regnskaber for selskabet fra 2018 til og med 2021, er ovenstående tabeller blevet udarbejdet.

⁶⁸ Palle Rye Ejendomme ApS Årsrapport 2021

Det skal bemærkes, at der er i 2018 er udarbejdet regnskab med kostpris, hvorfor afkastkrav og værdiregulering er nul i dette år. Efterfølgende er der indregnet til dagsværdi, hvor værdireguleringer og afkastkrav er anvendt i forbindelse med at finde den rette dagsværdi for investeringsejendommene. Palle Rye Ejendomme ApS' investeringsejendomme har i analyseperioden haft en negativ værdiregulering i 2019, og en positiv i 2021. Derudover kan det ses, at det vægtede gennemsnitlige afkast er faldet i analyseperioden fra 3,7% til 3,24%. Der er i selskabets årsrapport ikke inddelt individuelle afkastkrav, hvorfor regnskabslæser ikke kan se, hvilken anvendt afkastkrav, der er på de individuelle investeringsejendomme.

Typerne af ejendomme, der er i selskabet er bolig-, kontor- og butikslokaler.⁶⁹ Dermed sammenholdes der med de anvendte afkastkrav over til Colliers rapport, for at se om de anvendte afkastkrav følger markedet.

Dette afkastkrav ligger under de afkastkrav der er fastsat i Colliers på disse 3 områder, der ligger på henholdsvis 4,125%, 5,875% og 6%. Da afkastkravet er mindre i regnskabet, end hvad der står i Colliers, betyder det, at der kommer en større ejendomsværdi. Det anvendte afkastkrav for nogle af ejendommene er med deres 1% væsentlig lavere end hvad Colliers rapport antager som en primær beliggende ejendom i Aalborg.

Dette må vidne om en særlig god drift på ejendommen, beliggenhed eller tilstand, der gør, at ejendommen kan holde denne vurdering.

Man vil typisk i regnskaber se, at man følger en side såsom Colliers, når det gælder om fastsættelse af afkastkrav. Flere faktorer kan spille ind, og det kan være, at det er mere retvisende, at der er et meget lavt afkastkrav, da det er en særlig attraktiv ejendom. Ved en simpel beregning kan det konkluderes, at det primært er ændringen i afkastkravet, der øger investeringsejendommenes dagsværdi, da en tilbageregning viser nogenlunde samme driftsresultat fra 2021 til 2020 regnskabet.

B2 Engelundsparken ApS

Generelt

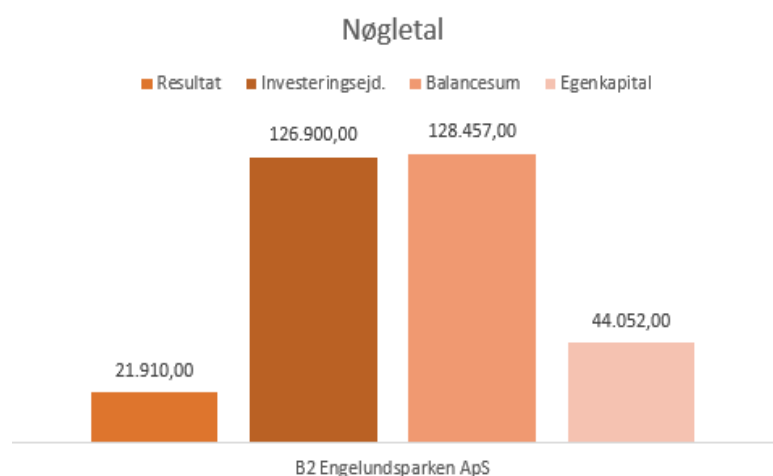
B2 Engelundsparken ApS' formål er at eje erhvervsejendomme samt hermed beslægtet

⁶⁹ Palle Rye Ejendomme ApS Årsrapport 2021

virksomhed. Virksomheden er baseret med investeringsejendomme i Aarhus, trods en registreret adresse i Hellerup, og er oprettet i 2008.⁷⁰

Selskabet revideres af BDO Statsautoriseret revisionsaktieselskab.

Årsrapporten for B2 Engelundsparken ApS for 2020 er aflagt i overensstemmelse med den danske årsregnskabslovs bestemmelser for virksomheder i regnskabsklasse B med tilvalg af regler fra regnskabsklasse C.⁷¹



Figur 22: 2020 Nøgletal for B2 Engelundsparken ApS

“Investeringsejendomme måles til dagsværdi svarende til ejendommenes handelsværdi. Ændringer i dagsværdien indregnes i resultatopgørelsen. Dagsværdien fastlægges ved anvendelse af en ekstern vurdering foretaget af en sagkyndig vurderingsmand eller alternativt baseret på en anerkendt værdiansættelsesmetode, baseret på en afkastbaseret model.”⁷²

“Selskabets investeringsejendomme beliggende i Aarhus er indregnet til dagsværdi og er fastsat med udgangspunkt i en afkastbaseret model baseret på forventet driftsresultat og et vurderet afkastkrav på 4,00 %.”⁷³

⁷⁰ B2 Engelundsparken ApS, cvr.dk

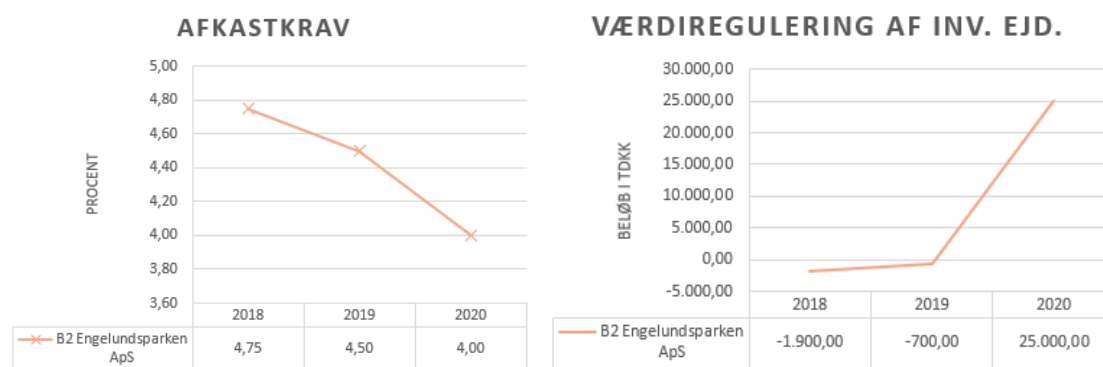
⁷¹ B2 Engelundsparken ApS 2020 årsrapport

⁷² ibid.

⁷³ ibid.

For regnskabslæserens synspunkt er der i dette tilfælde kun oplyst om anvendt afkastkrav, og ingen yderligere informationer, andet end at det er anvendt på baggrund af et forventet driftsresultat. Derfor er det svært for regnskabslæser at vide, hvilke faktorer der er indregnet i det forventede driftsresultat, og om dette er fuldstændigt eller mangelfuldt. Der er dog revisorpåtegning, hvorfor det vurderes fuldstændigt og retvisende.

Analyse og diskussion af udvikling i anvendt afkastkrav og værdiregulering



Figur 23: Afkastprocenter, Colliers 2020, 4. kvartal

Ovenstående tabeller er udarbejdet på baggrund af de offentliggjorte regnskaber for B2 Engelundsparken fra 2018 til 2020. Selskabet er i analyseperioden gået fra at have en negativ værdiregulering i 2018 og 2019 til at have en positiv regulering på 25 mio. kr. i 2020. I 2018 og 2019 var den reguleret negativt med 2,6 mio. kr. totalt. Investeringsejendommene står med en indregnet værdi på 126,9 mio. kr. i regnskabet for 2020.

Det kan yderligere ses, at det anvendte afkastkrav er på 4% i regnskabsåret. Det har i de seneste år været faldende, hvor det i 2018 var 4,75%, og i 2019 har været på 4,5%.

Da selskabet ejer en investeringsejendom, er det simpelt at sammenligne det anvendte afkastkrav der har været i regnskabsårene til Colliers rapport. Jævnfør figur 14 skal virksomheden anvende et afkastkrav på 4%, da det er en boligejendom, beliggende i Aarhus' sekundære område i Viby. Derfor vurderes det på baggrund af Colliers rapport, at virksomheden har anvendt det korrekte, og mest markedskonforme afkastkrav til værdiansættelsen af virksomhedens investeringsejendom. På baggrund af en simpel beregning betyder ændringen på 0,5% i afkastkravet en stigning på 11,3 mio. kr. i ejendommens værdi.

Derudover kunne det tyde på, at ejendommens normale drift er forbedret i året, det kan eventuelt

være på baggrund af lejestigninger som følge af forbedringer på ejendommen, eller at udgifterne i et normalt indtjeningsår forventes at være formindsket.

Det kan godt tyde på, at ovenstående er tilfældet, da selskabets ejendom, som nævnt ovenstående har haft negative værdireguleringer i 2018 og 2019.

Byggeselskab Mogens de Linde A/S

Generelt

“Byggeselskab Mogens de Linde A/S’ formål er at investere i fast ejendom samt anden formueanbringelse. Investering kan ske i form af egenkapital eller fremmedkapital og kan ske direkte eller indirekte, for eksempel gennem selskaber, aftalebaserede rettigheder eller på anden måde. Herudover kan selskabet investere i værdipapirer og andre aktiver samt have kontant indestående i pengeinstitutter efter bestyrelsens nærmere beslutning med henblik på at opnå størst mulig værditilvækst på længere sigt under iagttagelse af et princip om risikospredning. Geografisk kan investeringerne foretages i hele verden.”⁷⁴ Virksomheden er stiftet i 2014 og er bosiddende i Aarhus.⁷⁵ Selskabet har investeringsejendomme i Aarhus og København.

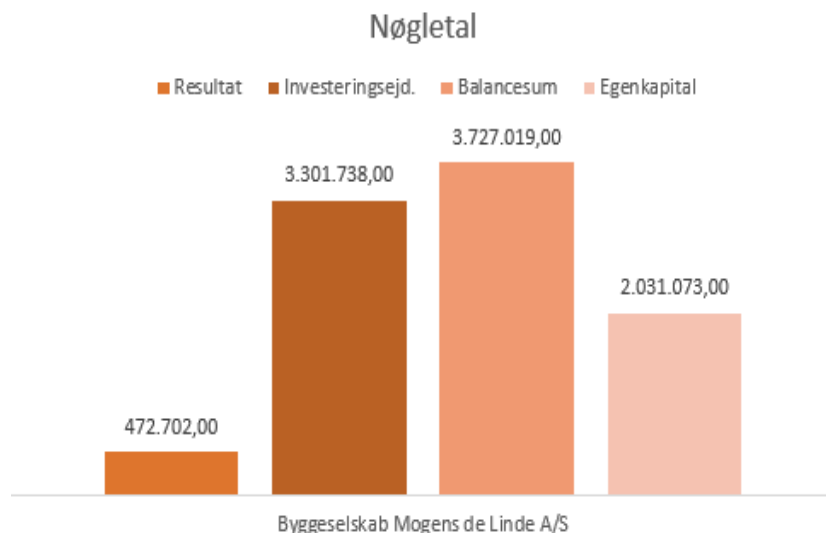
Selskabet revideres af BDO Statsautoriseret Revisionsaktieselskab.

Årsrapporten for Byggeselskab Mogens de Linde A/S for 2020 er aflagt i overensstemmelse med den danske årsregnskabslovs bestemmelser for virksomheder i regnskabsklasse C, stor virksomhed.⁷⁶

⁷⁴ Byggeselskab Mogens de Linde A/S, cvr.dk

⁷⁵ ibid.

⁷⁶ Byggeselskab Mogens de Linde A/S, Årsrapport 2020



Figur 24: 2020 Nøgletal for Byggeselskab Mogens de Linde A/S

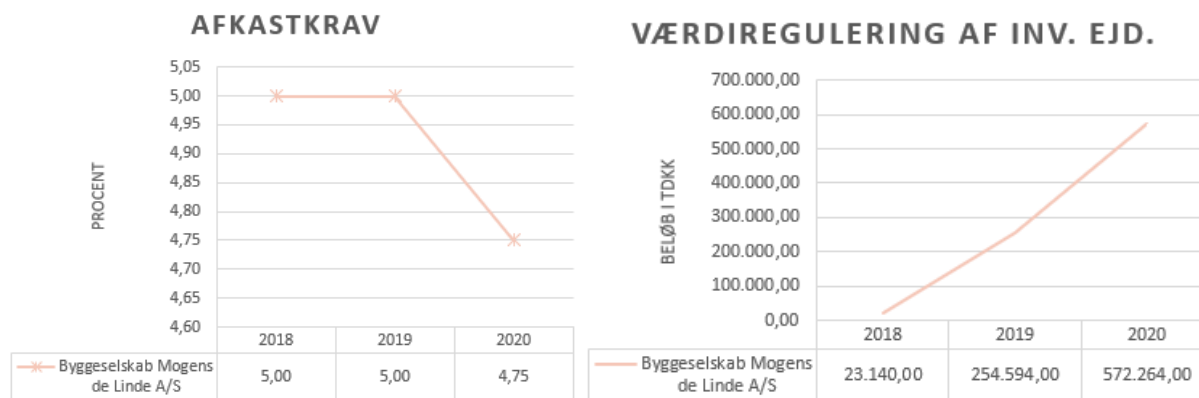
”Dagsværdien for investeringsejendommene vurderes ved hjælp af en afkastbaseret værdiansættelsesmodel, hvor værdien opgøres på baggrund af investeringsejendommenes driftsafkast og et individuelt fastsat afkastningskrav.”⁷⁷

Selskabet beskriver i sin årsrapport, at det gennemsnitlige driftsafkast bliver beregnet på baggrund af budget for det kommende regnskabsår. Hertil korrigeres der for eventuelle udsving, hvis det fraviger et normalt driftsår, såfremt udsvinget kommer på baggrund af enkeltstående begivenheder. Der er for hele selskabets ejendomsportefølje indregnet tomgangsleje på mellem 0% og 17% for de enkeltstående ejendommers erfaring.

Der er begrænset med informationer tilgængelige for regnskabslæser. Der er informeret vedrørende det anvendte afkastkrav på områder samt dagsværdien for bygningerne i de forskellige områder. Da der i opgaven er afgrænset til selskaber i Øst- og Nordjylland, kigges der kun på investeringsejendommene, der er beliggende i Aarhus C, Aarhus N og Aarhus V. Der er udarbejdet en følsomhedsanalyse, der beskriver at der med en ændring i afkastkravet på +/- 0,25% vil være et spænd på +/- 200 mio. kr.

⁷⁷ Byggeselskab Mogens de Linde A/S, Årsrapport 2020

Analyse og diskussion af udvikling i anvendt afkastkrav og værdiregulering



Figur 25: Afkastprocenter, Colliers 2020, 4. kvartal

Ovenstående tabeller er udarbejdet på baggrund af offentliggjorte regnskaber fra Byggeselskab Mogens de Linde A/S. Der er foretaget en stødt stigning i investeringsejendommenes værdi i løbet af årene, hvor der i 2018 er reguleret med 23 mio. kr. og efterfølgende i 2019 og 2020 er opskrevet med henholdsvis 255 mio. kr. og 572 mio. kr.

Byggeselskab Mogens de Linde A/S				
	Aarhus jf. Colliers		jf. Regnskab	
	Primær	Sekundær	%	Forskel
Kontor	4,00	5,50	5,00	0,25
Retail	4,25	5,50	5,00	0,13
Bolig	3,38	4,00	3,50	-0,19
Industri	4,50	6,00	N/A	

Figur 26: Anvendte afkastkrav sammenlignet med Colliers

Det kan i tabellen til højre ses, at selskabet har anvendt afkastkrav på mellem 3,5% og 5% gennemsnitligt for de forskellige investeringsejendomme. Det fordeles på baggrund af om ejendommen befinder sig indenfor kontor-, retail- eller bolig segmentet.

På baggrund af denne tabel kan det konkluderes, at de anvendte afkastkrav nogenlunde følger dem, der er beskrevet i Colliers rapport.

Selskabet har valgt at anvende et afkastkrav på mellem 3,5% til 6% på kontor/butik/andet i deres årsrapport. Dette er nogenlunde på niveau med hvad der er i Colliers rapport, der strækker sig fra 4% til 5,5%. Det er ikke oplyst i regnskabet, hvorvidt placeringerne af ejendommene er i Aarhus,

hvorfor det ikke kan vurderes hvorvidt der er tale om primær eller sekundær placering af disse. Det vurderes, at der er et spænd i placeringen, og der på baggrund af forskellen i den anvendte afkastkrav er et spænd i placeringen samt standen af ejendommene.

I forhold til boliger, er der tale om investeringsejendomme med et afkast på 3,5%. Dette er inden for spektret mellem primær og sekundær placering. Da det er oplyst i regnskabet, at boligejendommene er beliggende i Aarhus C vurderes der at være tale om primær placering, hvorfor det vurderes sandsynligt og retfærdigt med en afkastprocent på 3,5%.

Derudover kan det konkluderes at det gennemsnitligt anvendte afkastkrav i perioden er faldet, på baggrund af en simpel genberegning, med -0,25%. Ved at følge selskabets følsomhedsanalyse betyder dette en stigning på selskabets investeringsejendomme på 200 mio. kr.

Faldet i afkastprocent vurderes at følge udviklingen, der har været i Colliers rapporter for de tidligere år, til 4. kvartalsrapporten for 2021.

Stigningen i investeringsejendommens værdi for Byggeselskab Mogens de Linde A/S, vurderes som følge af ovenstående ikke udelukkende at være på baggrund af ændring i de anvendte afkastkrav, men derudover også en ændring i det normale driftsafkast der er på ejendommen, da værdireguleringen i året er steget eksponentielt, og mere end hvad ændringen i afkastprocenten har bidraget med.

Opsummering på ovenstående analyser af enkeltstående selskaber

På baggrund af ovenstående analyser af virksomhedernes udviklinger i de seneste regnskabsår, opsummeres det hvilken udvikling der har været.

Det kan ses, at virksomhedernes udvikling af regnskabsværdien på de indregnede investeringsejendomme har været stigende i perioden. Det gør sig både gældende for investeringsejendommene i Aalborg samt i Aarhus, hvor kurvene i selskaberne ser forholdsvis ens ud, trods forskellen i beliggenheden for ejendommene.

Grundet den eksponentielle stigning, der er i alle selskaberne kan der argumenteres for, at selskaberne opruster sig til indgangsværdierne i en potentiel lagerbeskatning, hvor indgangsværdierne netop er vigtige. En høj indgangsværdi i disse selskaber kan nemlig betyde,

at selskabet fremadrettet ikke vil lave større reguleringer på de indregistrerede investeringsejendomme, og der vil potentielt komme et lavere beskatningsgrundlag.

En potentiel konservativ historie i værdiansættelsen for disse investeringsejendommene, kan tyde på at disse vil blive reguleret ekstra i disse år. Det kan ses, at flere af ejendommene har haft negative værdireguleringer i analyseperioden, hvorefter de har oplevet en stor vækst i 2020. Baggrunden for denne regulering er analyseret ovenstående.

Analyse af udviklingen i prisudvikling på ejendomsmarkedet

I indeværende afsnit vil der blive foretaget en analyse af udviklingen i det nord- og østjyske ejendomsmarked samt foretaget en vurdering af de markeds kræfter, der har indvirkning på markedets udvikling. Analyseperioden strækker sig over samme analyseperiode som øvrige analyser i indeværende projekt, 2018 til 2021, da dette er medvirkende til at opnå en forståelse for ejendomsmarkedets udvikling i samme relevante periode, som øvrige analyser af værdireguleringer i udvalgte investeringsselskaber, med henblik på at udarbejde en komparativ analyse af ejendomsmarkedet og de udvalgte årsrapporter.

Markedsforhold

Ejendomsmarkedet påvirkes af en længere række samfundsøkonomiske forudsætninger. Overordnet fastsættes ejendomsmarkedets priser ud fra udbud og efterspørgsel – jo flere boliger udbudt, jo lavere markeds værdier.

Herunder er det relevant at gennemgå forudsætningerne for udvikling i udbud/efterspørgsel, da denne udgøres af en længere række af samfundsøkonomiske forhold som rente, inflation, arbejdsløshed samt de generelle konjunkturændringer.

Følgende forhold er udvalgt, da disse vurderes at have størst indflydelse på ejendomsmarkedets udvikling:

Økonomisk vækst

Den økonomiske udvikling i Danmark måles ved udvikling i det samlede bruttonationalprodukt, der beskriver den samlede værdiskabelse over en given periode. Bruttonationalproduktet anvendes i indeværende analyse til vurdering af den økonomiske vækst i analyseperioden.

Bruttonationalprodukt				
	2018	2019	2020	2021
Pr. indbygger	360,80	367,00	358,60	373,90
Indekstal	100,00	101,72	99,39	103,63

Figur 27: Data fra Danmarks Statistik, egenudarbejdet

Ovenfor forekommer en oversigt over udvikling i det danske bruttonationalprodukt pr. indbygger i perioden 2018 til 2021, der viser, at der henover en årrække har været højkonjunktur i Danmark, da den %-vise udvikling henover den samlede analyseperiode er steget med 3,6 %.⁷⁸

En periode med højkonjunktur afspejler en periode med økonomisk vækst, og dermed flere penge i det danske samfund.

Lønindeks samt nettoprisindeks

Lønindekset giver et indblik i den gennemsnitlige danskers lønindkomst, hvorfor denne også er relevant at forholde sig til, for at kunne vurdere udbud/efterspørgsel på ejendomsmarkedet, eftersom et højere lønindeks alt andet lige giver den gennemsnitlige forbruger flere frie midler. Flere frie midler til forbrugerne afhænger dog ligeledes af, hvorledes nettoprisindekset udvikler sig, eftersom dette er et udtryk for de varer og tjenesteydelser, som forbrugerne køber.

En stigning i lønindekset er således ikke ensbetydende med, at forbrugerne får flere frie midler, eftersom dette kan udlignes af en tilsvarende stigning i nettoprisindekset.

⁷⁸ Danmarks Statistik, NAN1 - [Link](#)

Nettopris- og lønIndeks				
	2018	2019	2020	2021
Nettoprisindeks	102,60	103,50	103,90	105,40
Indekstal	100,00	100,88	101,27	102,73
Lønindeks	136,15	138,88	141,48	144,75
Indekstal	100,00	102,00	103,91	106,32

Figur 28: Data fra Danmarks Statistik, egenudarbejdet

Ovenfor er der indsat en visualisering af udviklingen i nettoprisindekset samt lønindekset for regnskabsperioden. Det ses at nettoprisindekset er steget med 2,7 % i perioden mens lønindekset er steget med 6,3 %, hvorved den gennemsnitlige lønmodtager har fået flere frie midler.⁷⁹⁸⁰

Sammenholdes dette alene med markedskræfterne bag udbud/efterspørgsel giver dette en indikation af, at ejendomsmarkedets udvikling er stigende. En positiv udvikling i forbrugernes frie midler har indvirkning på forbrugernes købelyst og dermed den samlede efterspørgsel, hvilket øger markedsprisen.

Urbanisering

Urbaniseringen vurderes ligeledes at have en indvirkning på ejendomsmarkedet, eftersom det indebærer, at flere yngre mennesker flytter til større byer, hvorved der skabes en større efterspørgsel på eksempelvis ejendomme. Herefter ses det ligeledes af urbaniseringens efterveer, at de nytilkomne ikke flytter væk igen, men i stedet eksempelvis overgår til et parcelhus, hvormed urbaniseringen har sin effekt på flere dele af ejendomsmarkedet henover en given periode.

Urbaniseringen i Aarhus Kommune ses eksempelvis af, at der fra 2008 til 2018 er sket en stigning på befolkningstilvæksten i kommunen på 10 %.⁸¹ Dette er som følge af, at byerne har endnu større tilgængelighed af jobs, hvorved yngre lønmodtagere tager bestik af situationen og rykker teltpælene mod byerne. Den øgede urbanisering sker som følge af politiske beslutninger som centralisering af uddannelsestilbud og lignende.

⁷⁹ Danmarks Statistik, ILON12 - [Link](#)

⁸⁰ Danmarks Statistik, PRIS115 - [Link](#)

⁸¹ Danmarks Statistik, DSTAnalyse "Indbyggere og jobs samles i byerne" - [Link](#)

Ledighed

Ledigheden er endnu et demografisk forhold, der erfaringsmæssigt har større indvirkning på ejendomsmarkedet. Investering i en bolig er blandt de største investeringer, en familie foretager i deres levetid – det hænger derfor godt sammen, at hvis man som familie ikke er lønmodtager og dermed ledig, ikke har råd til denne investering, hvormed efterspørgslen falder og udbuddet ligeledes falder for at genskabe markedsprisen.⁸²

Ledighed				
	2018	2019	2020	2021
Pct. af arbejdsstyrken	3,85	3,67	4,64	3,66
Indekstal	100,00	95,32	120,52	95,06

Figur 29: Data fra Danmarks Statistik, egenudarbejdet

Ledigheden er i analyseperioden faldet med samlet 5 %, hvilket ligeledes indikerer en stigning i priserne på ejendomsmarkedet.⁸³

Låneforhold

Herudover har den finansielle sektors låneforhold ligeledes betydning for ejendomsmarkedets prisfastsættelse, eftersom en større lånevillighed øger budgettet for den almene forbruger.

I henhold til nedenstående visualisering er den gennemsnitlige effektive rente i procent faldet med 39 % i analyseperioden fra 2018 til 2021, hvilket ligeledes giver anledning til en formodning om, at forbrugerne får flere penge mellem hænderne og dermed højere ejendomspriser.

Alle lån				
	2018	2019	2020	2021
Gns. effektiv rente, pct. p.a.	1,22	1,03	0,81	0,74
Indekstal	100,00	84,43	66,39	60,66

Figur 30: Data fra Nationalbanken, egenudarbejdet

⁸² Videncenteret Bolius, "Sådan fastsættes prisen på ejerboliger", 16 juni 2020, [Link](#)

⁸³ Danmarks Statistik, AUS07 - [Link](#)

Statistikken er trukket⁸⁴ med henblik på at identificere ændringen af prisen ved optagelse af lån, hvorved forbrugere såvel som ejendomsinvestorer har bedre grundlag for at foretage større investeringer, eftersom renten er lavere. En stigning i budgetterne for den enkelte investor er dermed medvirkende til at øge priserne på ejendomsmarkedet.

Delkonklusion:

Der er således foretaget gennemgang af flere eksterne forhold, der er medvirkende til at regulere det effektive ejendomsmarked. Faktorer, der også er medvirkende til at regulere ejendomsmarkedet, men som ikke påvirker det effektive marked er beliggenhed og lignende, da dette ikke er noget man har uanede mængder til rådighed af, hvorfor analysen ej har taget højde herfor. Alt andet lige påvirker den økonomiske vækst forbrugernes rådighedsbeløb, hvilket har indflydelse på markedskræfterne, der dermed øger priserne på ejendomsmarkedet.

Realiserede handelspriser

Ud fra analysen ovenfor af de markedskræfter, der vurderes at have indflydelse på markedsprisen på ejendomsmarkedet vurderes det at, der forekommer en klar indikation af, at ejendomsmarkedets værdier er steget i analyseperioden. Ledigheden er faldet, lønnen er steget og nettoprisindekset og den gennemsnitlige effektive rente har udviklet sig positivt fra investorernes synspunkt, hvorfor det vurderes at være medvirkende til at øge markedspriserne.

Til brug for analyse er grundlaget begrænset til udtræk over ejendomsmarkedet i landsdelene Nord- og Østjylland, eftersom dette i så fald er i overensstemmelse med placeringerne af ejendomme i de udvalgte ejendomsselskaber, der er anvendt til øvrige analyser. Dette er medvirkende til at give den mest retvisende og relevante analyse, da der er sammenlignelighed.

Gns. kr. pr. m2				
	2018	2019	2020	2021
Gns. kr. pr. m2:	16.446,38	16.654,31	17.422,63	18.702,50
Indekstal	100,00	101,26	105,94	113,72

Figur 31: Data fra Statstikbanken, egenudarbejdet

⁸⁴ Danmarks Nationalbank, Renten på nye realkreditlån er fordoblet - [Link'](#)

Visualiseringen ovenfor er udarbejdet på grundlag af den gennemsnitlige kvadratmeterpris i de valgte landsdele.⁸⁵ Regnskabsperioden giver et indblik i, at den gennemsnitlige kvadratmeterpris er steget med 13,7 %, hvilket er i overensstemmelse med vores forventning på baggrund af de analyserede markedsforhold.

Komparativ - Markedsforhold				
	2018	2019	2020	2021
BNP, indekstal	100,00	101,72	99,39	103,63
Nettoprisindeks, indekstal	100,00	100,88	101,27	102,73
Lønindeks, indekstal	100,00	102,00	103,91	106,32
Ledighed, indekstal	100,00	95,32	120,52	95,06
Effektiv rente, indekstal	100,00	84,43	66,39	60,66
Gns. kr. pr. m2, indekstal	100,00	101,26	105,94	113,72

Figur 32: Komparativ analyse, egenudarbejdet

Analysegrundlaget vurderes på baggrund af tidligere forhold at være repræsentativt, eftersom der er taget udgangspunkt i samme områder som de udvalgte ejendomsselskaber opererer i. Det ses således, at den gennemsnitlige ejendoms værdi i Nord- og Østjylland er steget med 13,7 %, hvilket vurderes at udgøre et repræsentativt grundlag at udarbejde en samlet komparativ analyse med de foretagne værdireguleringer i de udvalgte ejendomsselskaber på.

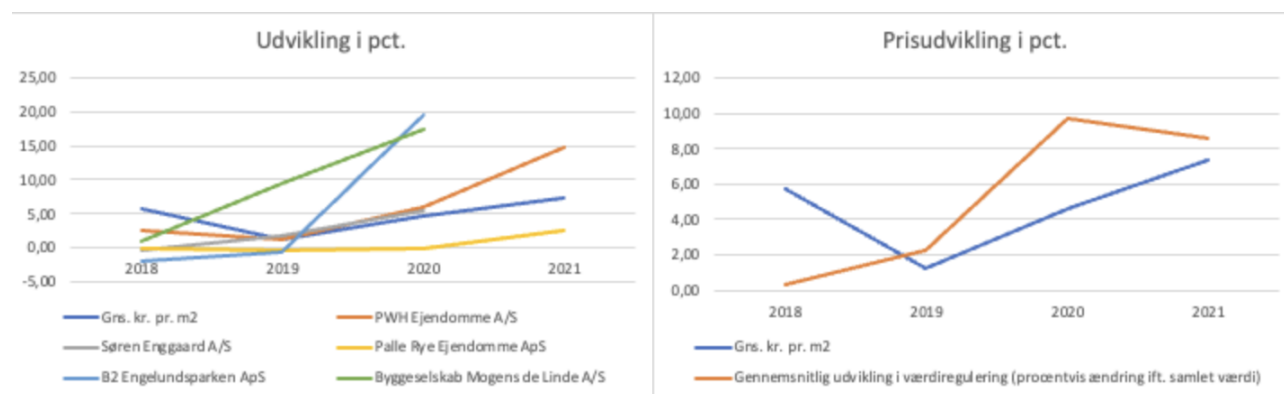
Det skal dog også medtages, at indeværende analyse er udarbejdet på baggrund af den gennemsnitlige kvadratmeterpris for ejerlejligheder og parcelhuse, hvilket ikke nødvendigvis er repræsentativt i forhold til de udvalgte ejendomsselskabers ejendomsportefølje. De udvalgte ejendomsselskaber forventes at have blandede porteføljer i de større byer i Nord- og Østjylland, og vurderes også at have fokus på ejendomme med primære beliggenheder – det vurderes dog at være mest retvisende at anvende dette grundlag på trods af ovenstående udfordring.

Komparativ analyse af foretagne værdireguleringer i udvalgte ejendomsselskaber og ejendomsmarkedets udvikling

Til brug for den komparative analyse mellem de foretagne værdireguleringer i udvalgte ejendomsselskaber og ejendomsmarkedets udvikling er der foretaget opstilling af de relevante

⁸⁵ Finans Danmark, BM010: Ejendomspriser på boligmarkedet efter område, ejendomskategori og priser på realiserede handler - [Link](#)

parametre nedenfor. Her ses en visualisering af henholdsvis de foretagne værdireguleringer i de udvalgte selskaber i procent af selskabets samlede ejendommers regnskabsmæssige værdi og en procentmæssig udvikling i den gennemsnitlige pris pr. kvadratmeter for parcelhuse og lejligheder i Nord- og Østjylland.



Figur 33: Visualisering af udvikling, egenudarbejdet

De udarbejdede visualiseringer viser en markant udvikling i flere af de udvalgte selskabers værdireguleringer i 2020 i forhold til 2018 og 2019. Som analyseret tidligere i indeværende afhandling er værdireguleringerne i 2020 primært foretaget som følge af, at selskabernes ledelser er blevet opmærksomme på, at de tidligere har været konservative i sine beregninger, og dermed fastlæggelse af de berørte ejendommers værdi. Det ses af visualiseringen for prisudvikling i pct., at den gennemsnitlige udvikling i de udvalgte ejendomsselskaber ikke er i overensstemmelse med udviklingen i det gennemsnitlige ejendomsmarked i både 2018 og 2020, mens den altoverskyggende forskel mellem disse uoverensstemmelser er, at selskabernes værdireguleringer i 2020 er markant over den gennemsnitlige stigning i prisen pr. kvadratmeter i forhold til selvsamme i 2018, hvor værdireguleringerne er konservative i forhold til ejendomsmarkedets egentlige udvikling.

Af de udvalgte ejendomsselskaber er det i særdeleshed selskaberne B2 Engelundsparken ApS og Byggeselskab Mogens De Linde A/S, der i 2020 opskriver sine ejendomme med mere end 17 % af deres samlede ejendomsporteføljer.

For B2 Engelundsparken ApS er der tale om, at man i 2020 har reguleret på afkastberegning ved ændring af forudsætningen for afkastkravet. Man har i 2019 anvendt et afkastkrav på 4,5%, mens man i 2020 anvender et afkastkrav på 4,0%, hvilket på egen hånd giver en regulering på ca. 11

mio. kr. Selskabet har dog samlet en positiv værdiregulering på 25 mio. kr. for regnskabsåret 2020, hvorfor der således er reguleret på øvrige parametre i dagsværdiopgørelsen, herunder formodentligt selskabets normaliseret driftsresultat. Dette kan der dog udelukkende gisnes om, eftersom dette ikke er oplysninger, der er offentligt tilgængelige som følge af bestemmelserne i årsregnskabsloven.

For at give et mere konkret eksempel på udviklingen i selskabernes ejendomsporteføljer i forhold til udviklingen på det gennemsnitlige ejendomsmarked har vi valgt at udarbejde beregninger på disse for Byggeselskab Mogens De Linde A/S.

Byggeselskab Mogens De Linde A/S:			
t.kr.	2018	2019	2020
Regnskabsmæssig værdi jf. årsrapport	2.441.426	2.727.025	3.301.738
Værdiregulering	23.140,00	254.594	572.264
Værdiregulering i pct. af samlet værdi	0,95%	9,34%	17,33%
Gns. kr. pr. m2 i pct.*	5,78%	1,26%	4,61%
Værdiregulering v. gennemsnitsberegning**	141.114	34.361	152.210
Forskel	-117.974	220.233	420.054
*Stigning i pct. ift. året før			
**Beregnet på grundlag af stigning i gns. kr. pr. m2.			

Figur 34: Analyse Byggeselskab Mogens De Linde A/S, egenudarbejdet

I visualiseringen ovenfor fremgår den samlede regnskabsmæssige værdi af selskabets investeringsejendomme i de aflagte årsrapporter for 2018, 2019 og 2020⁸⁶, mens der ligeledes fremgår de givne regnskabsårs værdiregulering. Herudover er der medtaget årets værdiregulering i procent af den samlede regnskabsmæssige værdi, som ligeledes udgjorde sammenligningsgrundlaget på visualiseringerne på foregående side. Denne er sammenholdt med udviklingen i gns. kr. pr. m2 for parcelhuse og lejligheder i Nord- og Østjylland, hvorefter der er foretaget en beregning af årets værdiregulering, såfremt selskabets investeringsejendomme er steget med samme procentsats som gennemsnittet.

⁸⁶ Årsrapporter – Byggeselskab Mogens De Linde A/S

Ud fra ovenstående redegørelse for parametrene i analysen kan det konkluderes, at der i 2018, 2019 og 2020 er foretaget værdireguleringer for henholdsvis 118 mio. kr. mindre, 220 mio. kr. mere og 420 mio. kr. mere end den gennemsnitlige udvikling pr. kvadratmeter. Selskabet har således vurderet, at selskabets investeringsejendomme samlet henover analyseperioden er steget i værdi med 522 mio. kr. mere end udviklingen i den gennemsnitlige kvadratmeterpris.

Årsagen til den enorme stigning skal ses i lyset af, at selskabets gennemsnitlige anvendte afkastkrav er reguleret fra 5,0% i 2018 og 2019 til 4,75% i 2020, hvilket ved udarbejdede følsomhedsanalyser giver en positiv værdiregulering på 225 mio. kr., hvorfor de resterende ca. 297 mio. kr., som ejendommenes værdi er steget udover gennemsnittet, skal findes i ændringer i selskabets normaliserede driftsresultat.

Der er således nogle mærkbare forhold, der må gøre sig gældende for selskabets normaliserede driftsresultat, som man ej tidligere har taget hensyn til, eller som er opstået fremadrettet.

Selskabet har desuden foretaget værdireguleringerne i perioden efter forslag om ændring af den nuværende beskatningsform er blevet fremlagt af Regeringen. Der er således flere forhold, der giver anledning til at tro, at dette har betydning for selskabets beslutning om massive værdireguleringer. En udsigt til en årlig beskatning af foretagne værdireguleringer må vække stærke følelser hos et selskab som Byggeselskab Mogens De Linde, der samlet besidder investeringsejendomme til en værdi af 3.302 mio. kr., eftersom den foretagne værdiregulering i 2020 under den nye beskatningsform ville have udløst en betalbar skat på 22 % heraf, svarende til 125.898 t.kr.

For at sætte dette i perspektiv kan det sammenholdes med, at selskabets likvider ved aflæggelsen af årsrapporten for 2020 er 11.221 t.kr. Det er således hensigtsmæssigt for selskaberne at tage forskud på de næstkommende års værdireguleringer, således at indgangsværdien ved overgangen til den nye beskatningsform er højere end den reelle dagsværdi, eftersom dette vil sikre, at selskabet kan spekulere i at være mere konservative i sine værdireguleringer i de efterfølgende år. Derved giver selskaberne sig selv mulighed for enten at foretage negative værdireguleringer, og derved sikre, at der ikke skal afregnes en betalbar skat, som selskabet ikke besidder de frie likvide midler til at afregne, eller muligheden for ikke at foretage større positive værdireguleringer i en længere periode, og dermed en mindre betalbar skat.

Delkonklusion

Det kan på baggrund af ovenstående analyse konkluderes, at flere virksomheder har genovervejet sit grundlag for fastlæggelse af værdiansættelsen af sine investeringsejendomme gennem de senere år. Især perioden fra 2020 til 2021 har givet anledning til væsentlige værdireguleringer, der ikke alene kan henføres til udviklingen på ejendomsmarkedet, hvorfor det vurderes, at der er grund til at overveje, om udsigten til ændring i beskatningsformen er medvirkende til at selskaberne foretager større værdireguleringer, og sågar værdireguleringer på forskud med henblik på at opnå større besparelser af skat i en årrække.

Lagerbeskatning giver anledning til en større skattebetaling på årlig basis frem for den nuværende realisationsbeskatningsmodel, hvorfor selskaberne i værste tilfælde kan blive tvunget til at sælge ejendomme for at kunne afregne den skyldige skat. Det vurderes, at der foretages spekulation i at forhøje indgangsværdien ved indtræden i den nye beskatningsmodel i sådan grad, at selskaberne kan være yderst konservative i de kommende regnskabsår i form af opskrivninger, hvorved der ikke skal afregnes større skattebetalinger som følge af større opskrivninger af investeringsejendomme. Alt dette kan der kun gisnes om, men noget tyder på, at der foretages spekulationer i sådan grad, eftersom den gennemsnitlige værdistigning af de udvalgte selskabers investeringsejendomme ikke er i overensstemmelse med udvikling på markedet.

Vurdering af finansieringsmuligheder

Den identificerede udfordring med øget likviditetsbehov som følge af løbende beskatning ved overgangen til lagerbeskatning vurderes at være en hæmsko for fremtidige investeringer på ejendomsmarkedet.⁸⁷ EjendomDanmark har beregnet, at lagerskatten årligt vil betyde 5,6 mia. kr. i færre ejendomsinvesteringer i branchen.⁸⁸ Lagerbeskatningen tvinger selv de mest etablerede ejendomskoncerner til at overveje strategiske ændringer, da det årlige likviditetsbehov udgør en markant større problemstilling end tidligere. Det vurderes derfor, at det bør være relevant at overveje eventuelle løsninger på denne problemstilling.

Der vurderes på lige vilkår med øvrige strategiske investeringer at være følgende overordnede løsningsforslag til at bidrage til det forøgede kapitalbehov.

⁸⁷ Nordicals, " Sådan rammer den nye lagerskat" [Link](#), 14 jan. 2021

⁸⁸ Ibid

Egenfinansiering

Egenfinansiering fås i flere former, men i dette tilfælde er fokus på, at et muligt løsningsforslag til behovet for likviditet kan fremskaffes ved kapitalindskud fra nye investorer. Herved opnår man den billigste form for kapital, men må også afgive ejerandele i sit selskab. Løsningen vurderes derfor ikke at være holdbar, da der afgives ejerandele, der formuemæssigt kan tilsvare den besparelse, som man har opnået ved at dele skattebetalingen med flere investorer.

Fremmedfinansiering

Et andet løsningsforslag kunne være at søge fremmedfinansiering. Fremmedfinansieringen kan forsøges indhentet hos selskabets bankforbindelse, alternativt nye bankforbindelser. Denne form for finansiering er dyrere end egenkapital, men herved afholder investoren sig fra at afgive ejerandele. Banken er desuden i den situation, at de som følge af ændringen i beskatningsgrundlaget med stor sandsynlighed ikke vil medvirke til at finansiere det øgede likviditetsbehov henover en længere periode end 1 år, eftersom behovet for ny likviditet vil opstå hvert år. Et lån hos selskabets bankforbindelse vil dog være medvirkende til at fordele betalingen ud over en periode på 1 år, frem for et øjeblikkeligt likviditetsbehov ved afregning af skatten på egen hånd. Bankforbindelsen driver dog forretning af at udlåne midler, hvorfor de således også ville forvente et afkast på deres investering. Et eksempel herpå vil eksempelvis være en kvartalsvis rentetilskrivning på 4 %, hvilket forøger den egentlige omkostning. Hertil kommer omkostninger forbundet med stiftelsen af lånet, hvorved omkostningen sandsynligvis bliver markant dyrere end ved blot at afregne den skyldige skat, men omvendt ikke have samme øjeblikkelige likviditetsbehov, hvilket vurderes at være det bedre løsningsforslag.

Finansiering ved egen drift

Afslutningsvist vurderes det, at det kan overvejes, om likviditeten kan fremskaffes ved ændringer i lejeaftaler, herunder ved forøgelse af lejeindtægter.

Nedenfor er der opstillet et eksempel ud fra nogle simple forudsætninger i en afkastberegning, til brug for vurdering af muligheden for at finansiere likviditetsbehovet:

Finansiering v. stigning i indtægter		
	Lagerbeskatning	Lagerbeskatning m. lejestigning
Indtægter:		
Lejeindtægter	1.000.000,00	1.050.000,00
- Tomgangsleje	-100.000,00	-100.000,00
	900.000,00	950.000,00
Omkostninger:		
Administration	-32.500,00	-32.500,00
Vedligehold	-48.000,00	-48.000,00
	-80.500,00	-80.500,00
Normaliseret driftsresultat:	819.500,00	869.500,00
Anvendt afkastkrav:	4%	4%
Dagsværdi af investeringsejendom:	20.487.500,00	21.737.500,00
Kostpris på handel mellem 2 eksterne parter:	19.000.000,00	19.000.000,00
Årets opskrivning:	1.487.500,00	2.737.500,00
Årets beskatning af opskrivning:	327.250,00	602.250,00

Figur 35: Finansiering ved egen drift, egenudarbejdet

Eksemplet er udarbejdet som et forsøg på at forøge selskabets likviditet ved at viderebringe dele af skattebetalingen til sine lejere. Eksemplet er ligeledes udarbejdet ud fra den forudsætning, at en lejestigning på 5 % ikke vil medføre højere tomgangsleje, hvilket i så fald vil betyde, at den nyvundne likviditet udlignes som følge af fraflytninger.

I eksemplet ovenfor er der udarbejdet en afkastberegning for en fiktiv ejendom, der er handlet mellem 2 uafhængige parter til 19 mio. kr. Herefter er der opstillet et eksempel ved den almene husleje for denne fiktive ejendom på samlet 1 mio. kr. ved fuld udlejning, mens der ligeledes reguleres for tomgangsleje for samlet 100 t.kr. Herefter er der estimeret med samlet 80,5 t.kr. i omkostningerne forbundet med administration og vedligehold. Ejendommen har således et driftsresultat på 820 t.kr. Ejendommen lægger på en primær placering i Aalborg, hvorfor der anvendes et afkastkrav på 4,0%. Den samlede dagsværdi på ejendommen udgør derfor 20.488 t.kr., hvilket er et udtryk for en opskrivning på 1.488 t.kr, der dermed udgør

beskatningsgrundlaget. Selskabet skal således ved almen drift afregne en skat på 22 % heraf, svarende til 327 t.kr.

Såfremt selskabet forøger sine lejeindtægter med 5%, stiger det samlede driftsresultat, og dermed selskabets likviditet med 50 t.kr. Forretningskravet er ikke uændret, hvorfor dette medfører en stigning i ejendommens dagsværdi. Ændringen i dagsværdien kommer til udtryk i en samlet dagsværdiregulering på 2.738 t.kr. frem for de foregående 1.488 t.kr. Beskatningsgrundlaget er således forøget med 1.250 t.kr., hvorved der i stedet skal afregnes en skat på 602 t.kr. frem for 327 t.kr.

Der er således ikke mulighed for at hente likviditeten hos ejendomsselskabets lejere, da dette for at medfører en likviditetspåvirkning påvirker værdiansættelsen af selskabets ejendom ved anvendelsen af anerkendte værdiansættelsesmetoder, og dermed medfører en højere skat. Herudover skal det desuden medtages, at en stigning i husleje kan få nuværende lejere til at genoverveje sin bopælssituation, og dermed resultere i mere tomgangsleje, hvilket er medvirkende til en dårligere konkurrenceevne.

Delkonklusion

Der er således mange muligheder for at indhente kapital, men ikke mange muligheder, der ikke er medvirkende til at enten afgive ejerandele, pålægge virksomheden øgede omkostninger eller gældsætte dem. Af de angivne muligheder ovenfor vurderes det udelukkende, at muligheden for at indhente fremmedfinansiering er interessant, eftersom denne er medvirkende til at imødegå selskabets likviditetsbehov, og tilmed fordele udgiften ud over hele regnskabsåret frem for som engangsbetaling. CEO og partner i Colliers udtaler sig i en artikel fra EjendomDanmark, at hensigten med lagerbeskatning af ejendomme ikke er i overensstemmelse med øvrige forudsætninger for beskatningsgrundlag, eftersom der er tale om at beskatte en ikke realiseret gevinst, hvilket er medvirkende til at sætte selv etablerede selskaber under pres.⁸⁹ Han udtaler yderligere, at der er for stor usikkerhed forbundet med en beskatning ud fra urealiserede værdistigninger. Afslutningsvist omtaler han også, at bankerne, som vi på baggrund af analysen ellers har vurderet som værende det mindst skadende løsningsforslag, vil være forsigtige med at

⁸⁹Ejendom Danmark, "Markedsaktører melder ud: Lagerbeskatning skaber usikkerhed" Lagerbeskatning skaber usikker" [Link](#), 21. September 2020

assistere med at finansiere nye virksomhedsinvesteringer, vækst og nye job, fordi man som virksomhed har en risiko for at skulle betale skat uden at have realiseret en reel indtjening.⁹⁰

Det er således en udfordrende problemstilling, der er medvirkende til at sætte selv etablerede ejendomskoncerner under pres, da likviditetsbehovet kan medføre store konsekvenser, herunder værst af alt et eventuelt behov for at frasælge dele af sin ejendomsportefølje for at imødegå skatteafregningens likviditetsbehov.

Vurdering af ny beskatningsforms indvirkning på de regnskabsmæssige værdier – indgangsværdier

Som følge af den politiske aftale, vedr. ret til tidlig pension for folk, der har haft et fysisk hårdt opslidende arbejde, som blandt andet skal finansieres gennem lagerbeskatning for ejendomsselskaber med en ejendomsportefølje værdi på over 100. mio. kr. vil der alt andet lige komme nogle udfordringer for de involverede selskaber. Her i blandt fastlæggelse af indgangsværdien og dagsværdien i de efterfølgende perioder.

Ifølge aftaleteksten, indføres lagerbeskatningen fra 2023 med fremadrettet virkning.

Indgangsværdier skal fastsættes i forbindelse med indførelsen af lagerbeskatningen i 2023. Disse indgangsværdier skal danne grundlag for beskatningen. En efterfølgende værdistigning i forhold til indgangsværdien vil herefter blive beskattet efter lagerprincippet.⁹¹

Hvilket vil sige at alle værdireguleringer der sker frem til 2023 vil blive beskattet efter realisationsprincippet.

Indgangsværdien fra indkomståret 2023, skal være et udtryk for handelsværdien for den enkelte ejendom på indregningstidspunktet. For ejendomsselskaber som indregner deres investeringsejendomme til dagsværdi, vil den nye beskatningsform have begrænset udfordringer. Selskaber som indregner deres investeringsejendomme til kostpris, er dermed tvunget til skal have opgjort værdien af ejendommen igennem en afkastbaseret model eller DCF-modellen, hvilket er mere administration tungt.

⁹⁰ Ejendom Danmark, "Markedsaktører melder ud: Lagerbeskatning skaber usikkerhed" Lagerbeskatning skaber usikker" [Link](#), 21. September 2020

⁹¹ Bindende Svar fra skattemyndighederne, [Link](#), set d. 20-04-2022

Der vil ikke ske ændringer til årsregnskabsloven, så det er stadig muligt at anvende kostprisprincippet regnskabsmæssigt. Dog skal der anvendes dagsværdimetoden skattemæssigt, således lagerbeskatningsprincippet anvendes. Såfremt at selskabet vælger at ændre indregningsmetode regnskabsmæssigt, skal denne ændring beskrives i anvendt regnskabspraksis.

Værdinedgang i investeringsejendommen udløser et fradrag som kan anvendes i den skattepligtige indkomst. I et bindende svar fra Skattestyrelsen er følgende udtalt: *“Det kan desuden bekræftes, at lagerbeskatningen indebærer, at værdistigninger beskattes. Hvis der i et senere år konstateres værdifald, vil tidligere års betalte skat ikke blive refunderet, men tabet vil kunne fratrækkes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst. Det er et princip, der gælder generelt for aktiver, der beskattes efter lagerprincippet, og det er tanken, at dette også vil komme til at gælde for lagerbeskattede ejendomme.”*⁹²

Ud fra ovennævnte svar må det antages at der ikke bliver indført et “carry-back” princip. Hvis carry-back princippet vil have været indført, vil selskabet ved værdinedgang have adgang til at kunne få refunderet skatteværdien fra tidligere gevinst, hvilket vil være en fordel i de år hvor, hvor selskabet har driftsunderskud.

Indgangsværdier

Den indgangsværdi som de omfattede ejendomsselskaber har pr. 2022 kan få omfattende betydning for selskabets likviditet.

I nedenstående simple beregning er der taget udgangspunkt i en af de ovenstående analyserede selskaber: Byggeselskab Mogens De Linde A/S

Alle tal i t. kr. Byggeselskab Mogens de Linde A/S		
Dagsværdi	3.301.738	
Fald på 3%	3.202.686	
Stigning på 3%	3.400.790	
	Ændring	Skat
Fald	-99.052	-21.791
Stigning	99.052	21.791

⁹² Bindende svar fra skattestyrelsen, [Link](#), set d. 20-04-2022

Figur 36: Ændring i dagsværdi egenudarbejdet

Pr. 31.12.2020 havde deres investeringsejendomme en værdi på 3.3 mia. kr. En værdistigning på 3% ville udløse et beskatningsgrundlag på 99 mio. kr., der alt andet lige giver en skat på 21,8 mio. kr.

Pr. 31.12.2020 havde Byggeselskabet Mogens de Linde A/S en likvid beholdning på 11 mio. kr.⁹³ Det vil derfor ikke være muligt for selskabet blot at betale denne skat, ud fra frie likvide midler.

Ud fra dette kan man se at dagsværdier er forbundet med en stor usikkerhed for ejendomsselskaberne, idet en lille ændring i markedet kan få stor betydning for deres likviditet, og i sidste ende drift.

Ovenstående er en forsimplet model. Både i afkastmodellen og DCF-modellen, kan selv en lille fejl i opgørelsen af den normaliseret drift, have en relativ stor indvirkning på dagsværdien af ejendommen.

Tidligere anvendt eksempel

Alle tal i t. kr.	ÅR	1	2	3 Terminalår	
Forrentningskrav %	4%				
Inflation %	2%				
Diskonteringsrente %	6%	0,94	0,89	0,84	
Markedsleje		1000	1020	1.040,40	1.061,21
Tomgangsleje		0	0	0	0
Udgifter		-750	-800	-700	-800
Driftsresultat		250	220	340,4	261,208
				6530,2	
DCF-metode					
NPV - Årligt cash flow	235,85 kr.	207,55 kr.	321,13 kr.		
NPV cash flow 1-3	764,53				
NPV Terminalværdi	5.482,88				
Markedsværdi DCF-model	6.247,41 kr.				

Fejl på 10% i omkostningerne

Alle tal i t. kr.	ÅR	1	2	3 Terminalår	
Forrentningskrav %	4%				
Inflation %	2%				
Diskonteringsrente %	6%	0,94	0,89	0,84	
Markedsleje		1000	1020	1.040,40	1.061,21
Tomgangsleje		0	0	0	0
Udgifter		-750	-800	-700	-720
Driftsresultat		250	220	340,4	341,208
				8530,2	
DCF-metode					
NPV - Årligt cash flow	235,85 kr.	207,55 kr.	321,13 kr.		
NPV cash flow 1-3	764,53				
NPV Terminalværdi	7.162,12				
Markedsværdi DCF-model	7.926,65 kr.				

Figur 37: Følsomhedsanalyse – DCF, egenudarbejdet

Ovenfor er der udregnet en følsomhedsanalyse på tidligere beregningseksempel, ud fra DCF-modellen. I den ene beregning er der indlagt en fejl på 10% i omkostningerne i terminalåret. Denne forholdsvis lille ændring på 80.000 kr. giver en fejl på 1.679.240 kr. på markedsværdien, svarende til en stigning på ca. 27 % på dagsværdien.

⁹³ Byggeselskabet Mogens de Linde A/S, Årsrapport 2020

Følsomhed i forrentningskravet - afkastbaseret model							
Driftsresultat	250						
Forentningskrav	3,50%	3,00%	3,50%	4,00%	4,55%	5,00%	5,50%
Dagsværdi(før øvrige korrektioner)	7.142,86	8.333,33	7.142,86	6.250,00	5.494,51	5.000,00	4.545,45
Forskel mellem 3,5% og 5,5%	2.597,40						

Figur 38: Følsomhedsanalyse - Afkastbaseret model, egenudarbejdet

Hvis den afkastbaseret model anvendes, kan en lille ændring i afkastgraden ligeledes give en stor ændring i den beregnet dagsværdi. I spændet mellem en afkastgrad på 3,5% til 5% er der en forskel på 2.579.400 kr.

Disse følsomhedsanalyser viser vigtigheden af virksomhedens opgørelse af driftsafkastet og forrentningskrav, samt de risici der er forbundet ved fastsættelsen.

Det kan derfor være fordelagtigt for ejendomsinvesteringsselskaber, at have deres investeringsejendomme til at stå til en så høj dagsværdi som muligt, da den ændring der er mellem primo og ultimo regnskabsåret 2022, bliver beskattet igennem realisationsprincippet. Dog kan selskaberne ikke udelukkende selv bestemme dagsværdien, da de opgjorte dagsværdier danner grundlag for lagerbeskatning, må det alt andet lige formodes at Skattestyrelsen og revisor stiller større krav til dokumentation og argumentation til dagsværdiopgørelserne, idet en skønsbaseret værdi danner grundlag for en skattebetaling/skattefradrag.

Det må formodes at virksomhederne i 2021 og 2022 er særlige opmærksomme på at få indregnet deres investeringsejendomme til den rette dagsværdi, da denne værdiregulering fra regnskabsåret 2023 vil blive beskattet. Af denne grund vil virksomheder alt andet lige forsøge at have deres ejendomme til en så høj dagsværdi som muligt, dog stadig inden for årsregnskabsloven §11, som gør krav på det retvisende billede.

Tolkning af de centrale forudsætninger for værdiansættelse

Ud fra ovenstående analyser og vurdering, ser man at der har været en stigning i ejendomsværdien, både fordi ejendomsmarkedet har været stigende, men også på baggrund af

den kommende lagerbeskatning.

For at sikre regnskabsbrugeren det mest retvisende billede kan det betvivles om den indgangsværdi, som ejendommene i de udvalgte selskaber står til, er den rette værdi.

Indgangsværdien ved indtræden i lagerbeskatningen er særdeles afgørende, idet en for lav værdi kan medføre en “for høj” værdistigning og deraf skattebetaling og likviditetstræk. Det vil derfor for de fleste selskaber være mest fordelagtigt at have en høj indgangsværdi, da en efterfølgende opskrivning er lig med en skattebetaling.

På de udvalgte selskaber, ses det at der har været en forholdsvis høj stigning på værdien af investeringsejendommene. De analyserede selskaber er alle forsynet med en såkaldt “blank” revisionspåtegning, hvilket betyder at revisor ikke har nogen væsentlige forhold, som de er uenige i. Derfor ved vi at den dagsværdi som ejendommene står med, er gennemgået af revisor, og der ikke foreligger en væsentlig fejl i denne værdi.

Det kan diskuteres om man kan implementere yderligere krav til ejendomsinvesteringsselskaber, for at sikre den korrekte dagsværdi, for både have den rigtige værdi skattemæssigt men også i regnskabet, således regnskabsbrugeren ved at der ligger nogle valide oplysninger til grund for dagsværdien.

En måde man kunne gøre regnskabsbruger mere oplyst på, kunne være at tilføje yderligere krav til gennemsigtigheden i regnskabet. Som årsregnskabsloven er nu, er det ikke et krav at beskrive hvilke værdiansættelsesmetoder der er anvendt. Det er dog et krav at man anvender en afkastbaseret værdiansættelsesmodel. Hvis regnskabsaflægger skulle beskrive hvilken metode og forudsætninger, som er anvendt, ville det kunne skabe større gennemsigtighed. Forudsætningerne skal tages ud fra et normalt driftsår. Såfremt der er ændringer til normalen, skulle denne beskrives og vises, ligeledes skulle afkastkravet også argumenteres. Det vil som oftest være disse faktorer der er justeret, for at ændre dagsværdien, og af denne grund ville det give god mening at sådanne oplysninger var tilgængeligt for regnskabsbruger og Skatteministeriet.

Det kunne også være en mulighed at dagsværdiberegningen skulle supporteres af en ejendomsvurdering fra tredjepart. På denne måde ville man kunne få en uafhængig part til at

understøtte vurderingen. Dog kunne der være en risiko for at denne tredjepart ikke er uafhængig, men det ville være svært at sikre sig mod denne risiko.

Der må antages at Skattestyrelsen ligeledes kommer til at foretage nogle kontroller af ejendomsinvesteringsselskabernes opgørelse af dagsværdi, da det er på baggrund af denne værdi skattegrundlaget kommer. Set ud fra Skattestyrelsens udgangspunkt, ville det være fordelagtigt at alle selskaber, der er underlagt lagerbeskatningen skal udfylde et oplysningsskema, vedrørende dagsværdien. Oplysningsskemaet skulle som minimum indeholde følgende:

- Hvilken indregningsmetode der er anvendt, og dokumentation for denne.

Dokumentation i form af beregninger og eventuelt faktura eller anden underliggende dokumentation.

- Afkastkrav og dokumentation for denne, herunder hvad afkastkrav har været historisk, således det er muligt at sammenholde til tidligere år. Derudover skal der foreligge en skriftlig dokumentation på den anvendte afkastkrav.

Dette oplysningsskema kunne blive sendt med selvangivelsen, således Skattestyrelsen har en form for grundlag til at udvælge hvilke virksomheder som skal udtages til kontrol.

Det vurderes, at det er alle selskaber, som investerer i ejendomme, som skal udfylde dette skema, således Skattestyrelsen har fuld gennemsigtighed på alle investeringsejendomme, hvad enten de er indregnet til kostpris eller dagsværdi.

Investeringsincitament for virksomhederne

"Bundgrænsen betyder ifølge aftaleteksten, at omkring 75 procent af ejendomsinvestorerne undgår at betale lagerskat og slipper for det administrative arbejde. De største ejendomsselskaber kommer til at leve med skatten, men hvis et selskab ligger tæt på bundgrænsen, er det værd at overveje, om der skal sælges ejendomme fra. Så kan man komme ned under grænsen og dermed undgå lagerskatten." udtaler Jacob Lund, partner og direktør for Nordicals København.⁹⁴

"Brancheorganisationen EjendomDanmark har beregnet, at lagerskatten årligt vil betyde 5,6 mia.

⁹⁴ EjendomDanmark, "Markedsaktører melder ud: Lagerbeskatning skaber usikkerhed" Lagerbeskatning skaber usikker" [Link](#), 21. September 2020

kr. i færre investeringer i ejendomsbranchen, som bliver ramt af værditab og skal skaffe penge til den ekstra skat.”⁹⁵

Med den nye lagerbeskatnings indførelse i den danske skattelovgivning, medfører denne en bundgrænse for virksomheder med ejendomsporteføljer for under 100 mio. kr. Derudover er ejendomme, til eget brug også undtaget.

Med denne bundgrænse kan man på markedet muligvis se en spekulation i fremtiden om, hvorvidt man kan holde sig under de 100 mio. kr. i ejendomsværdi. Grunden til at virksomheder kan overveje at spekulere i det er, at overgangen til denne beskatningsform kan medføre et stort likviditetsbehov for selskabet, såfremt dette oplever større værdireguleringer i årene. Som tidligere beskrevet medfører positive værdireguleringer skattebetaling, og er derfor likviditetstunge for selskaber med begrænset likviditet.

Dette gør, som tidligere analyseret, at selskaber, både store og små, vil kunne blive udfordret rent likviditetsmæssigt, og de derfor mister incitamentet til at investere, reparere eller vedligeholde yderligere på virksomhedens ejendomme, da dette vil tilføre en højere værdi, og derfor et større beskatningsgrundlag for selskaberne, selvom at aktivet der er lagerbeskattet er illikvidt.

I værste fald vil man i markedet inden for få år kunne se en tendens, der peger mod, at der vil blive investeret i færre nye byggeprojekter, hvilket vil koste arbejdspladser, studiemuligheder og bygninger mm.. Dette vil primært kunne ses i storbyerne, hvor projekterne oftest forefindes. “Det vil være et hårdt slag for byggeriet, hvis vi i fremtiden vil se færre renoveringer af ejendomme, fordi ejerne ikke har råd til at betale løbende skat af den eventuelle værdistigning, en sådan renovering vil formodes at have.”⁹⁶ siger Palle Thomsen, Adm. direktør for Danske Byggecentre. Hvilket bekræfter ovenstående hypotese også skaber bekymring i håndværkerbranchen.

Hvordan undgår virksomhederne kravet om lagerbeskatning?

Virksomheder, der ligger lige på vippen til at imødekomme kravet om en investeringsejendomsportefølje på 100 mio. kr. kan på flere måder forsøge at undgå at overstige

⁹⁵ EjendomDanmark, ” Markedsaktører melder ud: Lagerbeskatning skaber usikkerhed” Lagerbeskatning skaber usikker” [Link](#), 21. September 2020

⁹⁶By og Bolig, ” Byggecentre: Arne-reform skal ikke gamble med arbejdspladser i byggeriet”, [Link](#), 10. september 2020

denne grænse, da det som tidligere benævnt vil være en likviditetstung grænse at overstige. Selvom det kun er få millioner over grænsen, skal alle selskabets ejendomme lagerbeskattes. Det kunne derfor være en potentiel løsning at frasælge en eller flere ejendomme, så virksomheden kommer under grænsen til lagerbeskatningen.

Som der tidligere er blevet analyseret og vurderet frem til, opruster flere af virksomhederne sine indgangsværdier til indgangen af lagerbeskatningen, så virksomheden i fremtiden vil få en mindre skattebetaling, da der ikke er store værdireguleringer løbende, grundet at investeringsejendommene er opskrevet til en større værdi end hvad det ellers ville have været tilfældet.

Det modsatte, der vil kunne gøre sig gældende for virksomheder, der er på grænsen til at skulle imødekomme disse grænser, og dermed lagerbeskatning er at man undervurderer sine ejendomme, og dermed ikke opskriver dem, som man ellers ville have gjort. Dette kan praktisk gøres, ved at man indlægger ekstra omkostninger i det normale driftsresultat, planlægger reparationer og vedligehold, eller indfører tomgangsleje i modellen. Derudover kan man også vælge at være konservativ med de anvendte afkastkrav, der som udgangspunkt følger Colliers rapport. Man kan her vælge at argumentere for, at ejendommen har en sekundær placering frem for en primær. Ved de analyserede selskaber i afhandlingen kunne det ses, at de fleste virksomheder ikke udelukkende følger Colliers, og hvis det er tilfældet, vil det være mere simpelt at justere på denne forudsætning, da den ikke følger noget princip, og derfor ikke er gennemsigtigt. Som tidligere analyseret kan det ses, hvor lille en procentvis ændring, der skal til for at ændre en del på investeringsejendommens værdi.

Ovenstående løsning kan være risikabel, såfremt at man udfører denne praksis således, at man i regnskabet ikke har et retvisende billede, da man vurderer selskabets portefølje til at være urealistisk lavt, for at undgå beskatning. Såfremt Skattestyrelsen opdager dette, vil virksomheden kunne blive tildelt bøder som følge af skatteunddragelse. Der vil derefter være skærpet opsyn med disse selskaber, hvorfor en sådan undervurdering ikke vurderes særlig hensigtsmæssig. Fremadrettet bør revisorerne, for selskaber med ejendomsportefølje på omkring 100 mio. kr. være særlig opmærksomme på den ejendomsvurdering, der bliver gældende i regnskabet, eller de skattemæssige værdier såfremt investeringsejendommene står til kostpris. Såfremt det ligger på grænsen, skal revisor være opmærksom på hvilken beskatningsform, der vil gøre sig gældende

for den virksomhed, der revideres.

Et løsningsforslag for familieejede virksomheder kunne være, at ”Hvis der er overvejelser om generationsskifte inden for nogle år, så kan det være oplagt at fremrykke planerne. Så bliver et selskab eller en portefølje af ejendomme opsplittet eller spaltet og delt mellem flere søskende, som hver for sig får lettere ved at holde sig under grænsen på 100 mio. kr.”⁹⁷ siger Kristian B. Lassen, Partner i PwC. Man kan på baggrund af Kristian B. Lassens udsagn komme til at se, at flere selskaber bliver spaltet og delt, således man undgår lagerbeskatning. Såfremt dette er tilfældet, vil man kunne se flere virksomheder, der bliver spaltet i fremtiden. Det vil være med til at mindske det likviditetspres der er på disse selskaber. Dog vil der være omkostninger såfremt man vælger denne metode, da det kræver ekstra omkostninger til administration, da man har flere virksomheder, forskellige revisorpåtegninger mm.

Delkonklusion

På baggrund af ovenstående sontring, vil det ikke give mening for virksomheder at forsøge at manipulere med de indgangsværdier der er i selskabets afkastbaserede model. Dette bør give et retvisende billede, så ejendommens retvisende værdi vil være præsenteret i regnskabet, eller som skattemæssig værdi, såfremt virksomheden indregner efter kostpris som anvendt regnskabspraksis. Der kommer til at være skærpet opsyn med virksomheder omkring grænsen, og virksomheder vil blive straffet med bøder, såfremt skatteunddragelse opdages.

Virksomheder kan overveje, om der ønskes spaltning af disse, såfremt det giver mening, eller et generationsskifte har været tiltænkt. Hvis dette er tilfældet, bør det overvejes snarest muligt, så der undgås lagerbeskatning. Derudover kan virksomheder på grænsen af lagerbeskatning overveje at sælge ejendomme, såfremt de har en portefølje over 100 mio. kr., dog vurderes det ikke at være bedst muligt, såfremt virksomhederne har flere ejendomme med positive driftsresultater. Disse vil være med til at skabe likviditet til selskabet. Der er derfor flere faktorer, der spiller ind for at konkludere den smarteste og bedste løsning for hvert enkelt selskab, og dette skal derfor gennemgås under enkelte cases.

⁹⁷ Nordicals, ” Sådan rammer den nye lagerskat” [Link](#), 14 jan. 2021

Konklusion

Indeværende afhandling tager udgangspunkt i problemstillingen, om hvorvidt udsigten til lagerbeskatning af investeringsejendomme fordrejer det retvisende billede af den regnskabsmæssige værdi. For at kunne udarbejde en konklusion herom har vi foretaget en redegørende gennemgang af de nuværende regnskabsmæssige indregningskriterier, de nuværende beskatningsregler samt de mulige beskatningsregler ved overgangen til lagerbeskatning.

Ved de nuværende regnskabsmæssige forudsætninger i henhold til årsregnskabsloven indregnes investeringsejendomme til enten kostpris med fradrag for akkumulerede af- og nedskrivninger, som beskrevet i §36, eller §38, hvorved selskaber opnår muligheden for at indregne sine investeringsejendomme til dagsværdi. I modsætning til almene aktiver, der efter årsregnskabslovens §41 kan opskrives til dagsværdi, hvor opskrivningen bindes på en særlig reserve på egenkapitalen, bliver opskrivninger på investeringsejendomme, der indregnes til dagsværdi efter §38, ikke bundet på egenkapitalen, hvorved denne blot medtages som frie reserver.

De regnskabsmæssige forudsætninger for indregning af investeringsejendomme til dagsværdi efter årsregnskabslovens §38 kræver, at man kan opgøre dagsværdien pålideligt. Dette kan gøres ved at anvende en af flere anerkendte værdiansættelsesmetoder som normalindtjeningsmetoden eller DCF-modellen. Herudover kan enhver af værdiansættelsesmetoderne understøttes med eksterne valuarrapporter, hvilket vil sige, at man anvender eksterne fagmænd til vurdering af ejendommens dagsværdi på et effektivt marked. Ved normalindtjeningsmetoden anvendes afkastkrav til opgørelse af dagsværdien ud fra et normaliseret driftsresultat.

Ved DCF-modellen fastsættes ejendommens dagsværdi ud fra en diskontering af forventede fremtidige pengestrømme. Fælles for modellerne er, at disse giver selskabet et grundlag for at indregne en værdiregulering i årsrapporterne, og derved opnå en illikvid indtjening.

Denne illikvide indtjening giver ved nuværende beskatningsregler ingen anledning til årlig afregning af skat, da der er tale om realisationsprincippet, hvorved selskabet først skal afregne skat ved realisering af ejendommen. Den eneste indregning af skat, der påvirkes af investeringsejendommen, der i dette tilfælde forekommer, er dermed en regulering af udskudt skat, som følge af en eventuel værdiregulering af selskabets investeringsejendomme, der

resulterer i en større eller mindre forskelsværdi mellem investeringsejendommens regnskabsmæssige og skattemæssige værdi. Selskabet afregner således udelukkende skat af indtægter ved driften af ejendommen.

Ved regeringens forslag om ændring af førnævnte beskatningsform vil ejendomsselskaber med en ejendomsportefølje med en værdi overstigende 100 mio. kr. i stedet blive beskattet efter lagerbeskatningsprincippet, som er kendt fra aktiemarkedet. Dette vil medføre, at selskaberne årligt vil blive beskattet af årets foretagne værdiregulering, og således skulle indregne denne i sin skattepligtige indkomst. Der er i forslaget til ændringen ingen mulighed for at opnå kildeartsbegrænsede tab ved negative værdireguleringer, hvorfor selskaberne ikke vil kunne anvende negative værdireguleringer til modregning i fremtidige positive værdireguleringer. Ændringen i beskatningsgrundlaget er omfattet af væsentlig betydning for det nuværende ejendomsmarked, hvilket er vurderet ud fra vores foretagne analyser, der påviser, at flere af de udvalgte ejendomsselskaber efter forslaget om ændring af beskatningsformen er blevet markant mindre konservative i sine dagsværdiberegninger. Dette vurderer vi, skyldes, at selskaberne ved overgangen til lagerbeskatning pr. 1. januar 2023 skal have opgjort en såkaldt indgangsværdi, der fremover ligger til grund for årets dagsværdiregulering, og således den fremtidige beskatning. Selskabet bliver ikke lagerbeskattet med tilbagevirkende kraft, hvilket giver incitament til at foretage væsentlige værdireguleringer i perioden op til indtræden af lagerbeskatning.

Vi kan konkludere, at flere af de analyserede selskaber har foretaget abnormt høje værdireguleringer i årsregnskaberne for indkomstårene 2020 og 2021 i modsætning til indkomstårene 2018 og 2019, hvilket vurderes at skulle ses i lyset af, at beskatningsmodellen og forslag til ændring herom blev præsenteret i 2020. For at kunne vurdere den egentlige effekt har vi foretaget analyser af ejendomsmarkedets udvikling i samme periode, 2018 til 2021, for at opnå kendskab til, hvilken udviklingen i den gennemsnitlige pris pr. kvadratmeter, med henblik på at udarbejde en komparativ analyse. Vi kan på baggrund af vores komparative analyse konkludere, at de foretagne værdireguleringer i de udvalgte ejendomsselskaber i særdeleshed i 2020 og 2021 overstiger den gennemsnitlige udvikling på ejendomsmarkedet. Det vurderes derfor, at der på baggrund af vores analyser er begrundet mistanke for, at de foretagne værdireguleringer i selskaberne er foretaget af selskabets ledelse med henblik på en skattebesparelse efter

overgangen til lagerbeskatning. Det vurderes, at der spekuleres i at foretage positive værdireguleringer på forskud, således de indregnede investeringsejendommers regnskabsmæssige værdi er overvurderet i sådan grad, at der ikke er behov for at skulle foretage positive værdireguleringer i en længere årrække, og således undgå likviditetseffekten, som lagerbeskatning vil udmønte sig i.

Ved indregningen af investeringsejendomme til dagsværdi, skal der på baggrund af en afkastbaseret model, udarbejdes en dagsværdiberegning. Efter overgangen til lagerbeskatning, vil denne beregning danne baggrund for ejendomsselskaberne.

For at vurdere om den regnskabsmæssige behandling er stærk nok til at danne grundlag for beskatning, har vi i forbindelse med det udførte arbejde, der er foretaget i analysen, gennemgået de udvalgte ejendomsselskabers årsrapport, samt udviklingen i afkastprocent og værdi.

På baggrund af faktorer som let kan justeres på i forbindelse med anvendelsen af den afkastbaserede model, kan virksomheder regulere ejendomsværdierne væsentligt på deres ejendomme, ved at ændre minimalt på de anvendte afkastprocenter.

Det er ikke gennemsigtigt i de fleste regnskaber, hvorvidt der egentlig er tale om et normalt driftsår, når der tages udgangspunkt i denne model, hvorfor man hertil kan se, at ejendomsværdierne i alle de analyserede selskaber har en eksponentiel stigning i regnskabsåret 2020 eller 2021, såfremt dette er offentliggjort.

Det kan diskuteres, hvorvidt man kan implementere yderligere krav for investeringsejendomsselskaberne. Der skal for regnskabslæser være validitet, og gennemsigthed i forhold til at kunne gennemskue grundlaget for stigningen i værdi for ejendommen/ejendommene. Man kan vælge at lave større krav til de anvendte forudsætninger i DCF-modellen eller den afkastbaserede model. I forhold til den sidstnævnte kunne man eksempelvis beskrive den indregnede husleje, omkostninger og afkastprocent, så man som regnskabslæser vil kunne følge udviklingen. Eventuelle ændringer i forudsætningerne bør beskrives, som kunne være planlagte vedligehold, eller begrundelse for ændring i anvendt afkastkrav. Det vil typisk være disse faktorer, der er ændret på, når der udarbejdes en afkastbaseret model. En yderligere mulighed for gennemsigthed er, at virksomheden kan blive nødsaget til at anvende en uafhængig valuar eksempelvis hver 3. år, for at vurdere, at de regnskabsmæssige værdier er retvisende og markedskonforme.

Derudover forventes det, at skattemyndighederne vil have særlig fokus på den indregnede dagsværdi i de første år, hvorfor man kunne indføre en lov om pligt til at udfylde et oplysningsskema. Heri vil man kunne beskrive de anvendte forudsætninger. Dette vil gøre det mere overskueligt for Skattestyrelsen, hvor de her har et grundlag for at udtage virksomheder til kontrol. På baggrund af ovenstående burde der kunne komme et validt billede på de indregistrerede ejendomsværdier, og det bør øge gennemsigtigheden, særligt ved lignende store værdireguleringer, som der primært er foretaget i de nyere regnskaber for virksomhederne.

Netop disse store værdireguleringer vil i fremtiden medføre en større skattebetaling for selskaberne, såfremt man bliver omfattet af reglerne for lagerbeskatning. Dette vil medføre en finansiell påvirkning for disse selskaber. Såfremt der tages udgangspunkt i selskaberne, der i denne afhandling er udvalgt, vil det have en betydelig påvirkning på disse, hvis der fortsættes med lignende værdireguleringer i de fremtidige år. Fremadrettet vil selskaberne skulle betale skat af disse, trods at reguleringen der finder sted regnskab- og skatteteknisk er illikvid.

I længden vil det kræve en stor fri likviditet, eller i værst tænkelige udfald, salg af investeringsejendomme før man som virksomhed vil kunne finansiere denne nye skat.

Selskaberne, der bliver påvirket af denne nye skatteform er selskaberne med ejendomme over 100 mio. kr.. Der kan være et incitament for virksomhederne i, ikke at påføre deres ejendomme værdireguleringer efter overgangen, eller spekulere i færre forbedringer, reparation og vedligehold, der kunne tænkes at påføre en merværditilvækst.

Det vil være økonomisk tungt for disse virksomheder årligt at skulle betale skat, da det kræver frie midler, og det vil derfor låse virksomhederne fra at investere yderligere i nye projekter, forbedringer mm. der vil trække på de frie ressourcer.

Et eksempel på frie likvide midler i et selskab fremkommer i Byggeselskab Mogens De Linde A/S' regnskab for 2020. I regnskabet præsenterer selskabet en likvid beholdning på 11 mio. kr.. Selskabet præsenterer ligeledes en dagsværdiregulering af investeringsejendommene på 572 mio. kr.. Dette vil efter den nye lovgivnings indtræden have en skatteeffekt på omtrent 126 mio. kr. Dette vil skabe en negativ likvid beholdning på -115 mio. kr.. Dette eksempel er et godt bevis på, at selskaberne bliver nødsaget til at være konservative med værdireguleringer efter denne nye beskatningsforms indtræden.

Flere eksperter på området frygter, at der om få år vil begynde at kunne ses en tendens i markedet, der peger på at der vil blive investeret mindre i større byggeprojekter. Store byggeprojekter boomer rundt omkring i storbyerne, og dette vil være en kedelig udvikling. Det vil være et hårdt slag for byggebranchen, hvor det vil komme til at koste arbejdspladser og liv i primært storbyerne.

Virksomhederne er nødsaget til at finde måder, hvorpå de kan sikre sig at have en fri likviditet, i forhold til årligt at kunne betale en højere skat end normen er for disse nu.

Derudover er incitamentet for virksomheder, som tidligere skrevet i afhandlingen, at kunne opjustere indgangsværdierne i deres regnskaber så meget som muligt, for netop at imødekomme færre positive værdireguleringer i fremtiden. Hvis ikke virksomhederne kan sikre sig frie midler til betalingen af skatten, vil finansieringsperspektivet være begrænset, og virksomhederne vil i værste fald skulle sælge ejendomme for at kunne betale skatterne, trods positive reguleringer og større overskud i selskabet regnskabsteknisk.

Perspektivering

Der er i indeværende opgave udarbejdet analyser af en håndfuld udvalgte ejendomsselskaber med investeringsejendomme med en værdi over 100 mio. kr., hvorved de er omfattet af forslaget om ændring af beskatningsgrundlag til lagerbeskatning frem for realisationsprincippet. For at opnå endnu bedre kendskab til lagerbeskatningens betydning på ejendomsselskabers ejendomsvurderinger, kunne det være interessant at udvide populationen, således man med større sikkerhed kunne udtale sig om den indeværende problemstilling. Det er interessant at kunne vurdere på en større population, hvorved det kan vurderes, om konklusionen på de udarbejdede analyser ville være uændret.

Populationen kunne ligeledes udvides til også at indeholde ejendomsselskaber med investeringsejendomme til en værdi under 100 mio. kr., da det kunne være interessant at opnå kendskab til, om disse selskaber igennem de seneste regnskabsår har oplevet en ligeværdig værdistigning, som de analyserede selskaber. Det interessante herved kunne være med henblik på at opnå yderligere kendskab til, om der forekommer spekulationer hos selskaber med investeringsejendomme over 100 mio. kr. eller også hos de mindre ejendomsselskaber, der er i

risikozonen for at overstige de 100 mio. kr. i værdi, og dermed blive omfattet af den nye beskatningsform.

Herudover kunne det også være interessant at foretage en analyse af de i indeværende afhandlings medtagede ejendomsselskaber finansielle situation efter en håndfuld år, således man kan se lagerbeskatningens indvirkning på selskaberne, herunder med særligt fokus på, om selskaberne har opskrevet ejendommene i samme grad som tidligere, indhentet ekstern finansiering eller sågar frasolgt dele af sin ejendomsportefølje.

Lagerbeskatning af ejendomme er fortsat et nyt og ubeskrevet blad, hvorfor der reelt ingen er, der kan konkludere på dennes betydning for det samlede ejendomsmarked i Danmark. Det kunne være interessant på sigt at foretage analyser på det samlede ejendomsmarkeds udvikling, da dette vil give et indblik i, hvorvidt det får indflydelse i form af manglende investorer, og dermed en regulering af prisudviklingen som følge af kendte markedskræfter.

Det kunne også være interessant at foretage en vurdering af betydningen af lagerbeskatning på ejendomsselskaber, der på nuværende tidspunkt indregner sine investeringsejendomme til kostpris, herunder eksempelvis Wagner Ejendomme ApS. Selskabet indregner sine investeringsejendomme efter årsregnskabslovens §36, kostpris med fradrag af akkumulerende af- og nedskrivninger. Selskabet skal dermed til at opgøre sine skattemæssige værdier af investeringsejendommene til dagsværdi, med henblik på at identificere opskrivninger fra d. 1. januar 2023. Det kunne være interessant at se effekten på selskabets udvikling, herunder om de, på trods af, at det ikke er et krav, har tænkt sig at ændre regnskabspraksis på investeringsejendomme.

Litteraturliste

Altinget - By og Bolig, 2020. www.Altinget.dk. [Online]

Available at: <https://www.altinget.dk/by/artikel/byggecentre-arne-reform-skal-ikke-gamble-med-arbejdspladser-i-byggeriet>

B2 Engelundsparken ApS, 2021. *Årsrapport 2020*.

Byggeselskabet Mogens de Linde A/S, 2021. *Årsrapport 2020*

Colliers, 2022. www.Colliers.com. [Online]

Available at: <https://www.colliers.com/en-dk/research/2021-q4-colliers-puls-uk>

Danmarks Nationalbank, 2022. [Online]

Available at: https://www.nationalbanken.dk/da/statistik/find_statistik/Sider/2022/Bank-og-realkredit-Renter-20220325.aspx

Danmarks Statestik, 2018. *Indbyggere og jobs smales i byerne*, s.l.:

<https://www.dst.dk/Site/Dst/Udgivelser/nyt/GetAnalyse.aspx?cid=30726>.

Danmarks statestik, 2021. *PRIS115*, s.l.: www.danmarksstatestik.dk.

Danmarks Statestik, 2022. *AUS07*, s.l.: www.dst.dk.

Danske reevisor - FSR, 2020. www.FSR.. [Online]

Available at:

https://www.fsr.dk/Files/Files/Dokumenter/Faglig/Regnskab/Dokumenter/Danske%20regnskabsvejledninger/Regnskabsvejledningens%20tekstdel_2.pdf

Danske revisor - FSR, 2022. www.FSR.dk. [Online]

Available at: <https://www.fsr.dk/politik-analyse/om-revisor-og-aarsregnskaber/om-aarsregnskabet/hvem-bruger-aarsregnskaber>

Ejendom Danmark, 2021. www.ejd.dk. [Online]

Available at: https://ejd.dk/app/uploads/2021/03/Slides_mar21.pdf

Erhvervsministeriet, u.d. *Lovsamling - Bekendtgørelse af årsregnskabsloven*

Erhvervsstyrelsen, 2022. www.erhvervsstyrelsen.dk. [Online]

Available at: <https://erhvervsstyrelsen.dk/vejledning-maaling-vaerdiansaettelse-af-ejendomme>

EY, 2020. *Indsigt i årsregnskabsloven 2019-20*.

Finans Danmark, 2022. *BM010*, s.l.:

<https://rkr.statistikbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/Define.asp?MainTable=BM010>.

FOA, u.d. www.foa.dk. [Online]

Available at: <https://www.foa.dk/raad-regler/pension/tidlig-pension#:~:text=Det%20ville%20Socialdemokratiet%20lave%20om,hedde%20%E2%80%9DArne%20pension%E2%80%9D>

Jens O. Elling, C. H.-A. H. H.-A. P. H.-A., 2019. *Finansiel rapportering 5. udgave*. s.l.:Gjelleruo/gade Forlag.

Nordicals, 2021. www.Nordicals.dk. [Online]

Available at: <https://nordicals.dk/om-nordicals/nyheder/saadan-rammer-den-nye-lagerskat-2021/>

Palle Rye Ejendomme ApS, 2022. *Årsrapport 2021*.

PwC, 2020. www.PwC.dk. [Online]

Available at: <https://www.pwc.dk/da/artikler/2020/12/forventet-lagerbeskatning-selskabers-ejendomme.html#:~:text=Lagerbeskatningen%20vil%20ske%20fra%20og,af%20fremtidige%20v%C3%A6rdistigninger%20af%20ejendomme>

PwC, 2022. *Regnskabshåndbogen*

PwH Ejendomme A/S, 2021. *Årsrapport 20/21*

Regeringen, u.d. www.regeringen.dk. [Online]

Available at: https://www.regeringen.dk/media/9806/tidlig_pension.pdf

Skat.dk, 2019. www.skat.dk. [Online]

Available at:

<https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813207#:~:text=DCF%20modellen%20er%20en%20indkomstbaaseret,henf%C3%B8res%20til%20det%20p%C3%A5g%C3%A6ldende%20v%C3%A6rdians%C3%A6ttelsessubjekt>

Skatteministeriet, 2020. www.ft.dk. [Online]

Available at:

<https://www.ft.dk/samling/20191/almdel/sau/spm/744/svar/1692732/2251023/index.htm>

Skatteministeriet, u.d. *Lov om Indkomst- og Formueskat til Staten*

Statestikbanken, 2021. *ILON12*, www.statestikbanken.dk:

Statestikbanken, 2021. *NA1*, s.l.: www.dst.dk.

Statestikbanken, 2022. *EJEN88*, s.l.: www.statestikbanken.dk.

Søren Enggard A/S, 2021. *Årsrapport 2020*

Videncenter Bolius, 2020. [Online]

Available at: <https://www.bolius.dk/saadan-fastsættes-prisen-paa-ejeboliger-17798>