



Investerings ejendomme

Dagsværdi og et retvisende billede

Speciale, Cand.merc.aud. Sommer 2023
Af Frederik Peter Adser (studienr.: 20204476)



Titelblad

Forfatter	<i>Frederik Peter Adser (studienr.: 20204476)</i>
Vejleder	<i>Peter Thor Kellmer</i>
Fag	<i>Speciale</i>
Semester	<i>4. semester</i>
ECTS	<i>30 ECTS</i>
Uddannelse	<i>Kandidat i Revision</i>
Uddannelsesinstitution	<i>Aalborg Universitet</i>
Afleveringsdato	<i>01.06.2023</i>
Anslag og omfang	<i>Anslag eksklusive indhold-, figur-, og tabelfortegnelse: 144.590 af 60,24 sider</i>
Underskrift	 _____



Abstract

This master's thesis is completed as a part of the Master in Accounting and Business Economics from Aalborg University in the period from September 2021 to June 2023. The thesis is based on information and data related to recognition and accounting consequences of investment properties. The hypothesis of the thesis is that companies face different challenges in recognition and measuring the value of an investment property. Furthermore, the hypothesis aims to analyze the requirements regarding reporting enough information when measuring an investment property to fair value, and doing this considering that the company needs to express a fair presentation of the company in the annual report. The aim is to define the challenges and risks associated with the valuation measurement of investment properties and their effects on the financial statements users.

The thesis starts out by focusing on the accounting standards in terms of investment properties, and how this area is regulated by the Danish Financial Statements Act and some of the interpretations from the International Financial Reporting Standards. When looking at fair value in the Danish Financial Statements Act, the regulation has enhanced over time. Which means that requirements in reporting sufficient information evolved in such way that the entity needs to disclose calculations methods and key prerequisites. The calculation of fair value can be based on many factors and many different methods. All the methods aim to express an accurate valuation of the investment property; thus, it tends to be minor volatile in its outcome and therefore change the result of the annual report. The methods to calculate the fair value can be based on an active market for investment properties with comparable properties, discounted cash flow method, return-based method, or external assessor of the property. In continuation of the first part of the thesis, the analysis begins with a qualitative examination of different real estate companies' annual reports which operates with investment properties and reports based on fair value. The entities annual reports are examined based on the same framework for key prerequisites and the information given in the annual report in context of the fair presentation of the company.

Finally, the thesis aims to discuss the fair value and cost price with the perspective of fair presentation and the annual reports user as well as discuss some of the pros and cons with either of the methods. The thesis ends in a conclusion based on the results from the analysis and expresses if the requirements for disclosure on fair value measurements is fulfilled.

Indholdsfortegnelse

ABSTRACT	2
1. FORORD	5
2. INDLEDNING	5
3. PROBLEMFELT	7
4. PROBLEMSTILLING	8
4.1 ANALYSESPØRGSMÅL	8
5. AFGRÆNSNING	9
5.1 BEGREBSRAMMENS AFGRÆNSNING	9
5.2 LOVMÆSSIG AFGRÆNSNING	9
5.3 EJENDOMSTYPE AFGRÆNSNING	10
6. METODE	10
6.1 EKSPLORATIV TILGANG	10
6.2 DEDUKTIV- OG INDUKTIV METODE	11
6.3 EMPIRISKE GRUNDLAG OG LITTERATUR	11
6.4 KILDEKRITIK	12
6.5 PROJEKTDESIGN OG DISPOSITION	12
7. BEGREBSRAMMEN	13
7.1 DET EKSTERNE REGNSKAB SOM OFFENTLIGT INFORMATIONSVÆRKTØJ	13
7.1 REGNSKABSPILIGTEN	13
7.2 REGNSKABSKLASSE – BYGGEKLODSMODELLEN	14
7.3 DET RETVISENDE BILLEDE	16
7.4 REGNSKABSBRUGERNE OG INTERESSEGRUPPER	17
7.5 GRUNDLÆGGENDE FORUDSÆTNINGER	17
7.5 BEGREBSRAMMENS OPBYGNING	19
7.5.1 Niveau 1 - Brugernes informationsbehov	19
7.5.2 Niveau 2 - Kvalitetskrav	20
7.5.3 Niveau 3 - Definition af elementer	21
7.5.4 Niveau 4 - Indregning og måling	22
7.5.4 Niveau 5 - Klassifikation og præsentation	23
7.6 ÅRSREGNSKABETS DEFINITION AF ELEMENTER	23
7.7 LEDELSENS ANSVAR FOR REGNSKABET	24
7.8 REGNSKABSTEORIER	25
7.8.1 Den præstationsorienterede regnskabsteori	25
7.8.2 Den formueorienterede regnskabsteori	26
7.9 DELKONKLUSION	27
8. INDREGNING OG MÅLING	28
8.1 DEFINITION AF EJENDOMME	28
8.1.1 Domicilejendom	29
8.1.2 Handelsejendom	29
8.1.3 Investeringsjendom	29
8.2 INDREGNING OG MÅLING AF ANLÆGSAKTIVER	31
8.3 DELKONKLUSION PÅ INDREGNING OG MÅLING SAMT ANLÆGSAKTIVER	32
9. INDREGNING OG MÅLING AF INVESTERINGSEJENDOMME	32
9.1 MÅLING EFTER KOSTPRISMETODEN	33
9.1.1 Afskrivning ved kostpris	34
9.2 MÅLING EFTER DAGSVÆRDIMETODEN	38
9.2.1 Måling til dagsværdi jf. ÅRL § 38	40
9.2.2 Måling til dagsværdi jf. ÅRL § 41	40
9.3 METODER TIL VÆRDIANSÆTTELSE	40

9.3.1 Markedsmetoden.....	41
9.3.2 Indkomstmetoden	41
9.3.3 Omkostningsmetoden.....	41
9.4 DAGSVÆRDIHIERAKIET, IFRS.....	42
9.4.1 Niveau 1.....	42
9.4.2 Niveau 2.....	42
9.4.3 Niveau 3.....	43
9.5 DAGSVÆRDIHIERAKIET, ÅRL § 37	43
9.5.1 Niveau 1 og 2.....	43
9.5.2 Niveau 3.....	44
9.5.3 Niveau 4.....	44
9.6 DELKONKLUSION PÅ INDREGNING OG MÅLING	45
10. METODER TIL VÆRDIANSÆTTELSE.....	45
10.1 DEN AFKASTBASEREDE MODEL	46
10.2 DISCOUNTED CASH FLOW	48
10.2.1 Bestemmelse af frie pengestrømme i budgetperioden	50
10.2.2 Tilbagediskontering af frie pengestrømme fra budgetperiode til i dag.....	50
10.2.3 Fastsettelse af terminalværdien.....	50
10.2.4 Tilbagediskontering af terminalværdien til i dag	51
10.2.5 Fastsettelse af ejendommens værdi som summen af de tilbagediskonterede værdier	52
10.3 OPSAMLING PÅ DCF METODEN OG DEN AFKASTBASEREDE METODE	52
10. 4 EKSTERN VURDERINGSMAND.....	53
10. 5 MARKEDSMETODEN	54
10.6 DELKONKLUSION	55
10.6.1 Den afkastbaserede model og DCF.....	55
10.6.2 Markedsmetoden	56
10.6.3 Valuarvurdering.....	56
11. OPLYSNINGER VED MÅLING.....	57
11.1 GENERELLE OPLYSNINGER I ÅRSRAPPORTENS DELELEMENTER.....	57
11.1.1 Anlægsnote	58
11.1.2 Ledelsesberetningen.....	58
11.1.3 Resultatopgørelse	59
11.1.4 Balance.....	59
11.1.5 Noteoplysninger	59
11.1.6 Anvendt regnskabspraksis.....	60
11.1.7 Oplysninger om dagsværdi	61
11.2 DAGSVÆRDI I SPECIFIKKE ÅRSRAPPORTER.....	63
11.2.1 ATP Ejendomme A/S	63
11.2.2 Jeudan A/S	66
11.2.3 Dades A/S.....	69
11.2.4 Danica Ejendomme P/S	73
11.2.5 Bach Gruppen Ejendomme A/S.....	74
11.3 DELKONKLUSION	75
11.4 KOMPARATIV CASE ANALYSE AF KOSTPRIS OG DAGSVÆRDI.....	76
11.4.1 Kostpris	76
11.4.2 Dagsværdi	78
11.5 DELKONKLUSION	81
12. DAGSVÆRDI ELLER KOSTPRIS?.....	81
12.1 GENERELLE USIKKERHEDER	81
12.2 EN INVESTORS SYNSPUNKT	82
13. KONKLUSION	84
14. KILDELISTE	87
15. FIGURFORTEGNELSE	89
16. TABELFORTEGNELSE	91

1. Forord

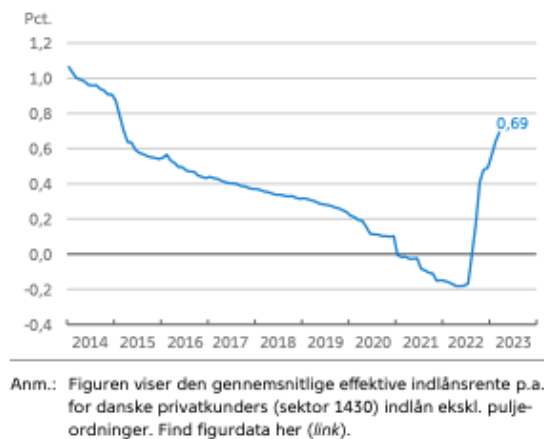
Nærværende projekt er udarbejdet i forbindelse med det afsluttende projekt på kandidatuddannelsen i revision fra Aalborg Universitet, med afslutning på uddannelsen i juni 2023. Projektet tager sigte på at illustrere tillærte færdigheder gennem studiet, på relevante og facetterede problemstillinger gennem samtlige taksonomiske niveauer samt at udvise metodisk og struktureret overblik og forståelse. Projektet er funderet i den regnskabstekniske metode, som tager sigte på ekstern rapportering med fagområdets omdrejningspunkt om indregning og måling. Der bliver endvidere demonstreret et kendskab til, og analyse af, den problembaserede læringsmodel, som bygger på en konkret problemstilling og muligheden for at afsøge området efter bedste akademiske og evidensbaserede fremgangsmåde. Afslutningsvis tager projektets selvvalgte emne udgangspunkt i indregning og måling af investeringsejendomme til dagsværdi samt krav og oplysninger herfor, som studiet på Aalborg Universitet har berørt, og som har givet anledning til yderligere fordybelse i nærværende projekt.

2. Indledning

Samfundet har i de seneste par år gennemgået mange betydningsfulde begivenheder. Fra Corona pandemiens entré i 2020, som i en længere periode har skabt uro i alle dele af samfundet, til råvare- og forsyningskrise, Ruslands invasion af Ukraine, energi- og biodiversitetskrise og frem til i dag. Det kan om nogen siges, at de seneste par år har været en turbulent tid – både for familier, virksomheder og parlamenter såvel som regeringsledere. Den langvarige usikkerhed på verdensmarkederne har ikke kun forårsaget en social utryghed som man oplevede det under Corona og krigen, men har tillige sat sig som en økonomisk usikkerhed i befolkning. Det vurderes i den forbindelse, at usikkerhed er den største vækstbarriere for det danske erhvervsliv i 2023, sågar en større barrierer for vækst end mangel på arbejdskraft, stigende råvarepriser og energipriser (Dansk Industri, 2022). Der kan af selvsamme årsag spekuleres i, at det er den bagvedliggende årsag til, at der findes et fald på de finansielle markeder (Tv2, 2022). Korrelation mellem usikkerhed verden over og et fald i aktiekurser er ikke en utænkelig situation, hvorfor flere og flere privatpersoner, såvel som virksomheder, søger mod øvrige aktivklasser at kunne placere penge i.

Der har siden 2014 været en nedadgående trend i de danske privatforbrugeres indlånsrente. Som det kan læses af figur 1 nedenfor, har der siden 2014 været et fald i den danske indlånsrente fra 1,1 pct. til i 2022 at være nede i -0,2 pct. Dette kan samtidig være medvirkende årsag til, at der har været villighed til at flytte sine penge fra traditionelle bankkonti, der efter 2020 har givet negativ rente, til at investere i aktiver som generer et reelt afkast.

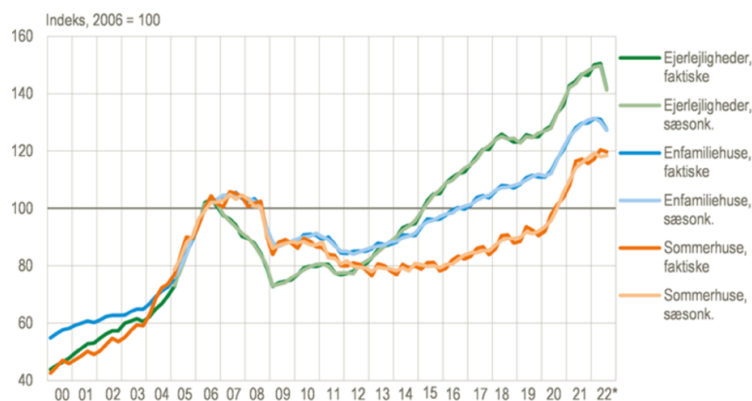
Figur 1 - Danmarks Nationalbank (Marts 2023) Stigende indlånsrenter i kølvandet på høj inflation



Kilde: (Nationalbanken 2023)

Som det ses nedenfor af figur 2, der viser prisudviklingen over forskellige ejerboligsegmenter, har der siden medio 2021 været et fald at spore i priseniveauet, dog mest på ejerlejlighedssegmentet. Denne tendens kan korreleres med effekten af stigende lejevillighed på lejemarkedet, som efter Colliers markedsrapport er i en opadgående trend (Colliers, 2023). Usikkerheden i at købe ejerbolig har derfor påvirket aktiviteten på boligmarkedet som har drevet folk fra ejer- til lejemarked.

Figur 2 - Danmarks Statistik, Priscændring på boligmarkedet



Kilde: (Danmarks Statistik 3. kv. 2022)

Det er netop i dette tilfælde at investeringsejendomme kommer ind i billedet, og kan fungere som en attraktiv aktivklasse at investere penge i, og samtidig forrente sin formue. Det faktum, at indestående i banken forrentes negativ og dermed ikke giver afkast, kan have haft indflydelse på og potentielt drevet folk til alternative investeringer fremfor fortsat at foretage passiv kapitalanbringelse, som ikke giver noget, eller sågar giver negativt, afkast. Dette stiller store krav til en retvisende indregning og måling af investeringsejendomme, som ligeledes er påvirket af ovenstående usikkerhedsmomenter, og som i fremtiden om muligt vil være påvirket af en øget aktivitet.

3. Problemfelt

Når man som regnskabsaflægger skal finde ud af, hvilken værdien de pågældende investeringsejendomme har i kraft af, at der skal udarbejdes et regnskab, kan man støde på en række udfordringer. Det er ikke altid givet, hvilken metode og værdiberegning, der er den mest hensigtsmæssige, på trods af, at der er en række forskellige måder at gøre det på. Det kræver således en stillingtagen til kostpris samt dagsværdi. Ved sidstnævnte skal der endvidere tages stilling til, efter hvilken metode man ønsker at værdiansætte ejendommene på baggrund af.

Det kan være af stor betydning for årsregnskabet, om der er sket for høj eller lav værdiansættelse. Det har både betydning ved kostpris, i forhold til afskrivninger, som kan blive for høje, ved en høj værdiansættelse. Derudover kan det have betydning i forhold til at skulle realisere et salg af en ejendom, som er præsenteret for højt i regnskabet målt til dagsværdi. Endvidere følger et krav til mængden af information, der skal rapporteres om, i forbindelse med måling til dagsværdi, således regnskabsbrugere kan foretage oplyste beslutninger på baggrund af regnskabet.

Ovenstående udspringer derfor af samme problemstilling, nemlig et retvisende billede, som ledelsen på bedste vis skal formå at give selskabets regnskabsbrugere. Det har derfor været i interesse for projektet at undersøge ved en kvalitativ vinkel, hvorledes grundlæggende forudsætninger kommer til udtryk i udvalgte selskaber med henblik på, efter bedste evne, at afgive et retvisende billede.

4. Problemstilling

- Hvorledes sker indregning og måling af investeringsejendomme, herunder hvilke problematikker dagsværdi medfører, med henblik på et retvisende billede?

4.1 Analysespørgsmål

For bedst muligt at kunne besvare ovenstående problemstilling, er nedenstående analysespørgsmål opstillet.

- Hvorledes sker indregning og måling af investeringsejendomme?
- Hvordan værdiansættes investeringsejendomme?
- Hvilke oplysningskrav findes ved måling til kostpris og dagsværdi, og hvordan opfyldes de i praksis?
- Hvordan skaber kostpris og dagsværdi et retvisende billede?

5. Afgrænsning

Nærværende projekt vil i dets gennemgang indeholde forskellige naturlige til- og fravalg, i takt med, at der kredses om problemstillingens forskellige kernepunkter. Disse til- og fravalg bliver i nærværende afsnit tydeliggjort for at klarlægge, hvilke områder som kan forventes behandlet og vice versa.

Afgrænsningen har til formål at tilstræbe en fokuseret besvarelse af projektets problemstilling på en klar og præcis måde, inden for rammerne af fagområdet. Afslutningsvis defineres en afgrænsning i projektet, da omfanget af nærværende projekt er omfattet af en på forhånd fastsat ramme for omfang. Dette giver således anledning til nedenstående afgrænsninger;

5.1 Begrebsrammens afgrænsning

Nærværende projekt vil tage afsæt i den danske regulering som begrebsramme, herunder årsregnskabsloven. Der bliver på baggrund af den danske regulering henvist til IAS- samt IFRS-regulering. Projektet vil dog udelukkende benytte sidstnævnte som fortolkningsbidrag til projektets problembeskrivelse, hvorimod årsregnskabsloven danner rammen om indregnings-, målings- og oplysningsproblemstillingerne og besvarelsen heraf.

Der bliver i projektet desuden begrænset til, hvilken type af aktiv, der bliver behandlet. Der kan forekomme indregning af forskellige typer af aktiver, som finansielle, immaterielle og materielle aktiver samt investeringsejendomme. I nærværende projekt vil der blive positivt afgrænset til investeringsejendomme, som indregnes til dagsværdi, hvor der er negativt afgrænset fra f.eks. finansielle aktiver som måles til dagsværdi.

5.2 Lovmæssig afgrænsning

Projektets udgangspunkt er den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, hvorfor der er positivt afgrænset til begrebsrammen jf. ovenstående. Nærliggende områder som kunne have været relevante og interessante at behandle, som f.eks. skatteret, aftaleret og tingsret, vil der således ske negativ afgrænsning fra.

5.3 Ejendomstype afgrænsning

Rapportens behandling af ejendoms typer er positivt afgrænset til at behandle investeringsejendomme, hvorfor der er sket negativ afgrænsning fra domicil- og handelsejendomme samt ejendomme under opførelse.

6. Metode

Projektet tager sigte på at besvare den selvvalgte problemstilling, som anført ovenfor. Der bliver gennem projektets udfoldelse taget sigte på de taksonomiske niveauer, som er fundamentet for projektets opbygning. Projektet vil således indeholde samtlige 3 niveauer, herunder en redegørende del, som tager sigte på en teoretisk gennemgang af grundlæggende krav i relation til aflæggelsen af årsrapport samt redegørelse af de forskellige metoder til indregning og måling af investeringsejendomme. Der vil såvel under den analyserende del blive inddraget datamateriale, og efterfølgende diskuteret i forlængelse heraf.

6.1 Eksplorativ tilgang

Projektet indledes med en redegørende del, som i sit indhold vil tage sigte på den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme samt inddrage nærliggende teorier og beregningsmetoder.

Projektets tilblivelse bygger på en eksplorativ tilgang til projektskrivningen, der i sin helhed forsøger at afdække og redegøre for de forskellige problemstillinger, som kan opstå ved indregning og måling. Den første og redegørende del af projektet, tilstræber naturligvis at besvare det første analyse spørgsmål, men er ligeledes en problemafsøgelses proces, hvor der ved hjælp af den eksplorative tilgang, og i det redegørende arbejde, forsøges at afdække og identificere relevante problemstillinger i følge med, at arbejdet med at undersøge området skrider frem (Peregrine & Yanow, 2012).

Den eksplorative tilgang er endvidere medvirkende til at belyse, hvilke elementer en regnskabsaflægger skal holde sig for øje ved indregning og måling under princippet om et retvisende billede. Den eksplorative tilgang skal således forstås som den anlagte metode, hvor fokus er at opbygge forståelse samt redegørelse (Arbnor, Bjerke 2009).

6.2 Deduktiv- og induktiv metode

Projektets opbygning tager sigte på at opstille en problemformulering, ud fra et identificeret problemfelt. Problemfeltet anskues dog som et fragmenteret problemfelt, hvor der findes forskellige metoder til besvarelse heraf. Ved den deduktive metode søges der at besvare problemstillingen på baggrund af allerede kendte fakta og teorier, som er grundlæggende for den indledende og redegørende del af projektet.

Projektets analyserende og diskuterende del forsøger at besvare problemformuleringen samt underspørgsmål. Dette står under en forudsætning af, at der selv skal indhentes og behandles relevante data, som danner grundlaget for en besvarelse og konklusion. Der vil på baggrund af analysen blive anlagt den induktive metode, som forsøger at sige noget generelt gældende om det observerede data (Peregrine & Yanow, 2012).

6.3 Empiriske grundlag og litteratur

Der vil i forbindelse med projektets udarbejdelse blive benyttet forskellige typer af kilder samt kvantitative og kvalitative data, som understøtter den eksplorative metode. Der vil i forbindelse med projektets udarbejdelse blive benyttet følgende typer af kilder:

- Relevante love og regnskabsstandarder
- Faglitteratur, bl.a. undervisningsbøger
- Håndbøger til årsregnskabsloven
- Årsrapporter for udvalgte selskaber
- Faglige artikler, undersøgelser og markedsrapporter

Der er således i overvejende dele af projektet benyttet sekundære kilder i forbindelse med besvarelse af problemformuleringen. Fælles for alle sekundære kilder er, at de er blevet udarbejdet af anerkendte og professionelle parter, som giver høj grad validitet af de pågældende kilder. I tilfælde af sekundære data, hvor kilden kan optræde tvivlsom, bliver der forholdt sig særligt kildekritisk hertil, og i højere grad end til førstnævnte. Med dette menes altså faktatjek, dobbelttjek samt naturligvis omhu i udvælgelsen. Projektet tager endvidere udgangspunkt i offentlige tilgængelige data, som er blevet behandlet i den analyserende del. Denne data vil i projektet indgå som den primære data, der ved egen tilvirkning er indhentet og analyseret således at det kan benyttes i besvarelsen af problemstillingen.

6.4 Kildekritik

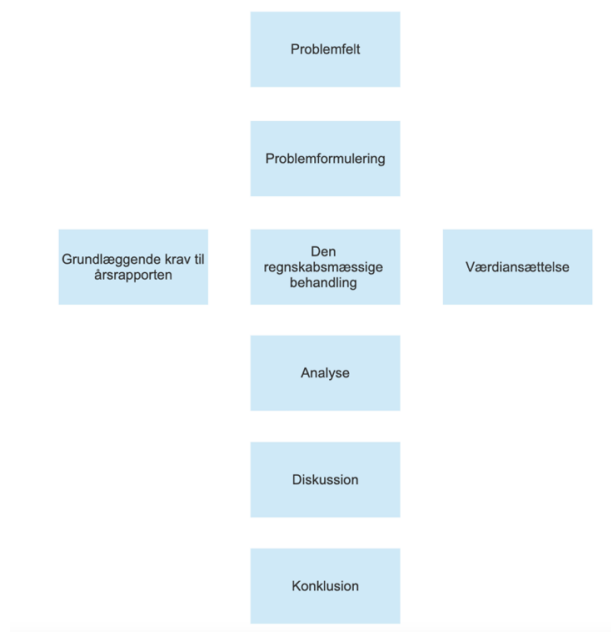
Der er i projektets udarbejdelse blevet forholdt sig kritisk til kildernes validitet og reliabilitet. Dette kommer til udtryk ved, at anvendte kilder og litteratur er faglige forankrende og udarbejdet af respekterede og kompetente forfattere. Der bliver derudover benyttet data i form af offentlige regnskaber, der er underlagt strenge reguleringskrav, som derfor antages at være af høj validitet og reliabilitet. Afslutningsvist bliver der benyttet datasæt gennem tredjepart, baseret på offentlige data, der blot er struktureret til brug for nærværende projekt.

6.5 Projektdesign og disposition

For at skabe et overblik for læseren over projektets opbygning og design, er der på baggrund af projektets hovedelementer opstillet nedenstående figur, som illustrerer faserne for indholdet i projektet.

Projektet er, som nævnt, forsøgt udarbejdet i overensstemmelse med den akademiske taksonomi, der bygger på en redegørende, analyserende og diskuterende del. Som det fremgår af figur 3 nedenfor, vil de tre vertikale bokse udgøre den redegørende del. Der bliver efterfølgende behandlet de resterende elementer, som fremgår af kronologien i figur 3.

Figur 3 - Flowchart for projektets opbygning



Kilde: Egen tilvirkning

7. Begrebsrammen

7.1 Det eksterne regnskab som offentligt informationsværktøj

I en virksomheds eksistensudvikling er det fundamentalt at kunne levere og kommunikere en overbevisende og nøgtern afspejling af dets hidtidige performance. Dette kan komme til udtryk i hhv. en intern og en ekstern regnskabsrapportering. Reguleringen af den eksterne rapportering er essentiel i samfundets forståelse af virksomhedernes kommunikation, og selvsagt en sikkerhed på, at den information som er tilvejebragt i ét regnskab, er tilvejebragt under samme vilkår i et tilsvarende regnskab. Et eksternt regnskab kan derfor anses som værende en beskæftigelse, i form af en samfundsaktivitet, hvor det drejer sig om præstationsmåling og kommunikation heraf, for at kunne træffe beslutninger på baggrund af. Hele fremgangsmåden for denne måling og kommunikation er udviklet til brug af både afsender og modtager i form af regnskabsinformation, og er således tilvejebragt i en begrebsramme og et regelsæt som gør informationen strømlinet (Andersen, Kynav m.fl., 2021).

7.1 Regnskabspligten

Udgangspunktet i den danske ret er, at der for alle erhvervsdrivende er krav til at der bliver udarbejdet et regnskab. Dette er uagtet selskabets størrelse, når det er registreret som partnerselskaber, aktieselskaber, anpartsselskaber, interessentskaber og fonde. Dette er som nævnt udgangspunktet i årsregnskabsloven § 3, hvortil kun §§ 4-6 nævnte tilfælde, ikke er omfattet af regnskabspligten. Der er derfor kun få tilfælde, hvor et selskab kan blive fritaget for at aflægge regnskab. Der gælder ligeledes en undtagelse til regnskabspligten, når det drejer sig om de tilfælde, hvor der er tale om erhvervsdrivende med personlig hæftelse. Der gælder det f.eks. interessentskaber eller enkeltmandsvirksomheder, hvis ikke alle deltagere i selskabet er kapitalselskaber. Omend gælder der stadig en ret til at aflægge regnskab, dog ikke en pligt, jf. ÅRL § 3.

Der kan som nævnt være tilfælde hvor visse selskaber er undtaget fra at udarbejde årsregnskab jf. undtagelsesreglerne i ÅRL § 4. De er dog omfattet af erklæringsbestemmelsen i ÅRL § 145. Det følger herefter at virksomheder som er undtaget som følge af § 4 og udnytter selvsamme, skal indsende en undtagelseserklæring, hvori ledelsen redegør for anvendelsen af undtagelsen samt indestår for, at virksomheden opfylder betingelserne for at kunne anvende undtagelsen jf. ÅRL § 145, stk. 1 & 2.

Afslutningsvis skal der indberettes denne undtagelseserklæring for hvert regnskabsår selskabet ønsker at gøre brug af undtagelsen i § 4.

Afslutningsvis gælder der ligeledes en undtagelse for datterselskaber, uden aktivitet. Såfremt der hverken har været indirekte eller direkte aktivitet i selskabet, skal der jf. ÅRL § 146, stk. 4, tillige indsendes en undtagelseserklæring på, at der bliver benyttet selvsamme undtagelse til ikke at udarbejde et regnskab.

7.2 Regnskabsklasser – byggeklodsmodellen

I praksis findes der adskillige forskellige størrelser af virksomheder, hvorfor man er nødt til at sondre mellem disse ved formelle kriterier. ÅRL § 7 hjemler byggeklodsmodellen, som segmenterer virksomhederne på bl.a. antal ansatte i virksomheden, balancesum og omsætning.

Parametrene bruges til at segmentere selskaber i forskellige regnskabsklasser som derefter er underlagt krav, som ændres i takt med regnskabsklasserne øges fra A, som er den mindste regnskabsklasse, til D, som er den største. Der skiftes mellem regnskabsklasserne når der i to følgende år overskrides minimum to af kriterierne for op- eller nedadgående retning af regnskabsklassen, hvorefter den nye regnskabsklassens krav finder anvendelse i de følgende 2 år. Regnskabsklasserne ser derfor således ud; (EY, 2023).

Klasse D

- Børsnoterede og statslige aktieselskaber uanset størrelse

Klasse C - Store virksomheder

- Balance: > 156 mio. kr.
- Omsætning: > 313 mio. kr.
- Ansatte: > 250

Klasse C - Mellemstore virksomheder

- Balance: 44 - 156 mio. kr.
- Omsætning: 89 - 313 mio. kr.
- Ansatte: 50 - 250

Klasse B - Små virksomheder

- Balance: < 44 mio. kr.
- Omsætning: < 89 mio. kr.
- Ansatte: < 50

Klasse B - Mikrovirksomheder

- Balance: < 2,7 mio. kr.
- Omsætning: < 5,4 mio. kr.
- Ansatte: < 10

Klasse A

- Virksomheder omfattet af LEV
- Personlige virksomheder uanset størrelse

Som nævnt er regnskabsklasserne et udtryk for de forskellige segmenteringer af selskaberne og deres krav til regnskabsaflæggelsen. Det er derfor regnskabsklassen, der afgør hvilke krav og retningslinjer et selskab skal følge ifm. regnskabsaflæggelsen. Det er som udgangspunkt altid muligt at aflægge regnskab efter regnskabsklasserne over, således regnskabsaflæggelsen bliver mere omfattende. Det er således regnskabsklasse B og opefter, som er omfattet af en lovpligtig årsrapport, hvorimod regnskabsklasse A er frivillige årsrapporter, der ikke udelukkende benyttes af virksomheden (EY, 2023).

Afhængig af hvilken regnskabsklasse et selskab tilhører er der forskellige krav til, hvilke bestanddele som skal findes i årsrapporten. I regnskabsklasse A er det ikke et krav, at der bliver indberettet en årsrapport til Erhvervsstyrelsen, og de er dermed ikke omfattet af regnskabspligten i medfør af ÅRL § 135, stk. 1. Det gælder deslige, at B virksomheder under en vis størrelse samt B mikrovirksomheder kan fravælge revisionen. Hvor øvrige B virksomheder kan vælge frit imellem revision eller udvidet gennemgang (EY, 2023).

Det hedder sig herefter, at det for B mikro er frivilligt med anvendt regnskabspraksis. Egenkapitalopgørelse, pengestrømsopgørelse og supplerende beretning er ligeledes frivilligt for B og B mikro. For hhv. C, D og koncerner er det blot frivilligt, om der skal medtages supplerende beretninger, hvorfor alle øvrige bestanddele er lovkrav jf. ÅRL (EY, 2023).

7.3 Det retvisende billede

Den regnskabsmæssige begrebsramme udtrykker hvorledes retningslinjerne er for årsrapporten, således årsrapporten på bedst mulig vis skaber et passende og retvisende billede på baggrund informationsniveauet, som er til brug for regnskabsbrugerne. Det er ligeledes begrebsrammen, der udgør det teoretiske fundament for udarbejdelse af årsrapporten, hvorefter der kan benyttes konkrete regelsæt ved udfyldning af loven. På baggrund af begrebsrammen, er det målet at skabe et retvisende billede af virksomhedens finansielle og økonomiske situation, som kommer sig til udtryk ved den behandling af de finansielle og økonomiske aktiviteter, der har foregået i virksomheden i det seneste regnskabsår (EY, 2023). Dette er årsagen til, at der i ÅRL er blevet indarbejdet principper fra IFRS, som er udtrykt i generalklausulen i ÅRL § 11. Generalklausulen i ÅRL § 11 foreskriver netop at;

“Årsregnskabet og et eventuelt koncernregnskab skal give et retvisende billede af virksomhedens og koncernens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet.”

Generalklausulen er dog ikke begrænset til kun at have indflydelse på finansielle oplysninger som resultatopgørelsen, balance og noter, men gælder også ledelsesberetningen og supplerende oplysninger. Det fremgår af ÅRL § 14 om de frivillige oplysninger, som inddrages i årsrapporten (Karnov, 2022). ÅRL § 11 om det retvisende billede skal således forstås som hele udgangspunktet for at kunne udarbejde årsregnskabet, og giver derfor den grundlæggende forudsætning om, at årsregnskabet skal være retvisende. Der fremgår endvidere i ÅRL § 12, stk. 1, at der forudsættes visse kvalitetskrav, som det fremgår af stk. 2 & 3. Det er ved stk. 1 givet, hvad der skal fuldbyrdes for at udtrykke et retvisende billede. Dog indeholder bestemmelsen ikke objektive kriterier for, hvornår det retvisende billede er opnået eller hvorledes det konkret kan fortolkes og måles.

Det retvisende billede er derfor udtrykt ved generalklausulen, som forudsætter, at årsrapporten og regnskabet skal give et retvisende billede samt en retvisende redegørelse for ledelsesberetningen, såfremt lovens bestemmelser efterleves. Af ÅRL § 11, stk. 2 fremgår det, at skulle det derimod ske, at årsrapporten ikke giver et retvisende billede på baggrund af lovens bestemmelser, stilles der krav om at supplere årsrapporten, navnlig suppleringsklausulen, således der på baggrund af supplerende oplysninger sker et fyldestgørende og retvisende billede. Hvis der ved supplerende oplysninger ej heller sker opfyldelse af et retvisende billede,

kan der fraviges enkelte bestemmelser i loven med det formål at tilstræbe et retvisende billede som det fremgår af ÅRL § 11, stk. 3, ved et fravigelseskrav. Af ÅRL § 14 om supplerende beretninger, fremgår det, at hvis der fremsættes supplerende beretninger, skal dette indhold ligeledes give et retvisende billede som det tillige fremgår af ÅRL § 11, stk. 1, om at ledelsesberetningen skal udtrykke en retvisende redegørelse.

7.4 Regnskabsbrugerne og interessegrupper

I teorien bliver regnskabsbrugerne opdelt i de primære og sekundære regnskabsbrugere eller interessegrupper. Regnskabsbrugerne kan herefter have en direkte eller indirekte interesse i virksomheden og deraf også i regnskabet. Af de primære interessegrupper kan nævnes långivere, kunder, medarbejdere, offentlige myndigheder, leverandører og ejerne.

I den sekundære interessegruppe kan nævnes eksempler som fagforeninger, miljøgrupper, erhvervsorganisationer, presse mfl. Distinktionen i interessegrupperne vil som udgangspunkt altid være, hvem regnskabet henvender sig til og er deraf tilpasset interessegruppens informationsbehov (Andersen m.fl. 2021).

7.5 Grundlæggende forudsætninger

Der er endvidere i ÅRL § 12, stk. 3 opstillet forudsætninger for kvalitetskrav til regnskabsinformationen, der angives for, at årsrapporten opfylder de nødvendige informationsbehov. Hertil fremgår det, at informationen skal være indrettet til formålet, altså skal informationen have *relevans* for regnskabsaflæggelsen, informationen skal være *pålidelig* og der skal foreligge *sammenlignelighed*.

Ved *relevans* forstås den konkrete information, som påvirker regnskabsbrugers syn eller beslutning, og derfor, hvis udeladt, ville have været relevant for regnskabsbrugeren at kende til. Det er derfor de informationer, der har betydning for regnskabsbrugernes vurdering af selskabet.

Ved *pålidelighed* ligger en forudsætning om, at regnskabets angivne informationer i en vis grad, kan verificeres. Der skal derfor ikke som overvejende del foreligge informationer som ikke kan falsi- eller verificeres.

Sammenligneligheden, fremgår ikke eksplicit af ÅRL' kvalitetskrav, men synes dog at kunne udledes af ÅRL § 13, for de grundlæggende forudsætningers opfyldelse. Sammenlignelighed kommer til udtryk ved regnskabsposter som skal sammenlignes over tid (EY, 2023).

Begrebsrammen indeholder som nævnt de grundlæggende forudsætninger, der kommer til udtryk i ÅRL § 13, som er de formelle principper, der til enhver tid er begrebsrammens udgangspunkt. Disse forskellige principper bygger først og fremmest på;

1. *Klarhed*, at årsrapporten skal være udarbejdet under hensyntagen til vildledende elementer og skal dermed præsenteres på en klar måde.
2. At der skal være *substans* i den indregnede information, og ikke blot blive præsenteret på baggrund af formalitet.
3. At alle *væsentlige* forhold indgår i årsrapporten.
4. At driften er under forudsætning af *going concern*, såfremt dette princip anvendes.
5. *Forsigtighed*, som henviser til, at indregning og måling er sket på et forsigtigt grundlag, hvor skøn er objektive og underbyggede.
6. *Periodisering*, som henviser til, at begivenheder og transaktioner mv. indregnes når de opstår.
7. *Konsistent*, som henviser til en ensartet indregning og måling af de respektive forhold over tid.
8. Transaktioner og begivenheder skal indregnes hver for sig, og må ej heller modregnes.
9. *Formel kontinuitet*, hvortil primobalancen skal svare til ultimobalancen i det foregående regnskabsår.

7.5 Begrebsrammens opbygning

Der bliver i teorien opstillet 5 niveauer for begrebsrammen og dets elementer. Denne opdeling af begrebsrammen er inddelt i:

Niveau 1: Brugernes informationsbehov

Niveau 2: Kvalitetskrav

Niveau 3: Definition af elementer, herunder årsrapportens elementer

Niveau 4: Indregning og måling

Niveau 5: Klassifikation og præsentation

Begrebsrammens 5 niveauer fremgår af de grundlæggende forudsætninger i ÅRL § 13. Begrebsrammen tager udgangspunkt i det passende informationsbehov som nuværende og potentielle regnskabsbrugere kan forvente (EY, 2023).

7.5.1 Niveau 1 - Brugernes informationsbehov

Det heterogene informationsbehov; der er i teorien en opdeling i interessegrupper af regnskabsbrugere, som bunder i et differentieret regnskabsbehov, alt efter hvilken regnskabsbruger, der er tale om. Dette er årsagen til det heterogene informationsbehov. Der er derfor opstået en almen erkendelse af, at informationsbehovet kan være forskelligt mellem f.eks. banker, investorer, lokalsamfund, ansatte mv. (Andersen m.fl. 2021). Der forekommer i praksis mange forskellige regnskabsbrugere, som kan tillægges forskellig værdi, nemlig den værdi, som regnskabet skaber for netop dem. Dette kommer blandt andet til udtryk ved den distinktion der er fra bankernes informationsbehov til f.eks. det behov ansatte eller offentlige myndigheder måtte have af informationsbehov. Denne forskellighed i det nødvendige informationsbehov kan opstå da regnskabsbrugerne ikke har den samme regnskabsmæssige forståelse eller kompetence til at omsætte oplysningerne i regnskabet til den information som de faktisk er på udkig efter.

Hvis der opstår tilfælde, hvor regnskabsbrugernes informationsbehov for regnskabet er meget forskellige, er det et udtryk for det heterogene regnskabsbehov. Denne forskellighed i regnskabsbehovet er noget som selskabet skal holde sig for øje ved udarbejdelsen af årsrapporten, som enten kan imødekommes ved at udarbejde en langt mere omfattende og forklarende årsrapporten end tilsigtet for en vis mængde af regnskabsbrugere. Alternativt flere

årsrapporter til de forskellige regnskabsbrugere og deres informationsbehov (Andersen m.fl. 2021).

Virksomhederne bør kende deres primære regnskabsmålgruppe, for på den måde at kunne opfylde informationsbehovet, for hvem der er den primære gruppe af regnskabsbrugere. Der bliver i litteraturen argumenteret for, at investorer i virksomheder har de højeste krav til at få dækket deres informationsbehov, hvor banker, ansatte mv. antages at få dækket deres informationsbehov i målet på at opfylde en investors, da dette behov kræver den største mængde information. Derfor bør der ved regnskabsudarbejdelsen fokuseres på nuværende og fremtidige investorers informationsbehov med henblik på målopfyldelse af regnskabsinformationen (Andersen m.fl. 2021).

7.5.2 Niveau 2 - Kvalitetskrav

Ved kvalitetskrav forstås de kvalitative egenskaber som årsrapporten indeholder og bygger på. Til disse egenskaber knytter sig en relevans for regnskabet og ligeledes en validitet i de oplysninger, der bliver præsenteret. Informationen skal derfor indeholde både relevans og validitet, da information hvor én af egenskaberne ikke er til stede, ej heller bringer værdi for den primære regnskabsbruger. Det er derfor den information, der indeholder begge egenskaber, som samlet set giver den højeste nytteværdi.

I betragtningen om relevansen for de kvalitative egenskaber, skal relevant information tolkes på en sådan måde, at informationen skal være i stand til at gøre en forskel i regnskabsbrugernes beslutningstagen på baggrund af den måde og det indhold som regnskabsinformationen frembringer. Hvorvidt den faktiske beslutning træffes, bunder dog i regnskabsbrugers eget valg og ønske. De kvalitative krav er afslutningsvis opdelt i en prognoseværdi og en bekræftelsesværdi, som bygger på henholdsvis forventelige- og historiske værdier.

Prognoseværdien forekommer i den allerede oplyste information, som er et parameter til at fastlægge en prognose for investorernes forventning til fremtidige tal. Bekræftelsesværdien kommer til udtryk ved de egenskaber, der verificerer den fastlagte prognoseværdi, og dermed er begivenheder eller anden information, som bruges til en verificering af tidligere og efterfølgende prognose (Andersen m.fl. 2021).

I relation til validiteten, omtales elementerne i årsregnskabet som fænomener; aktiver, egenkapital, forpligtelser, transaktioner samt andre begivenheder. Validiteten skal herefter

forstås som den finansielle information, og om disse fænomener måler og udtrykker det som er tiltænkt. Altså hvorvidt der er pålidelighed i de informationer som bliver præsenteret. Der gælder det princip, at det er substans over form i relation til den kvalitative egenskab, som betyder at substansen af de økonomiske begivenheder som præsenteres, skal præsenteres uden fejl og på en fuldstændig, objektiv og neutral facon. Ad *neutral* skal regnskabsinformationen sigte efter at være objektiv, nøgtern og ikke forsøgt farvet eller påvirke regnskabsbrugernes adfærd eller handlinger, som ikke kunne antages at være bygget på neutrale informationer. Ad *fuldstændig* fremgår det, at den finansielle information som bliver præsenteret i årsrapporten, skal afspejle den samlende mængde af de bagvedliggende økonomiske begivenheder, og fænomener, der har hidrørt virksomheden i årets løb. Dog med undtagelse af information som kan give en konkurrent utilsigtet indblik i virksomhedens strategiske planlægning (Andersen m.fl. 2021).

7.5.3 Niveau 3 - Definition af elementer

Ved niveau 3, definition af elementer, tages der udgangspunkt i byggeklodsmodellen fra årsregnskabsloven og de heraf følgende elementer. Elementerne skal placeres under de segmenter som de i årsregnskabsloven indeholdende definitioner. Begrebsrammen tager udgangspunkt i IASBs begrebsramme fra 1989 og er forankret i en formueorienteret regnskabsteori, som betyder at elementerne anskues fra en balanceorienteret vinkel med; aktiver, forpligtelser, egenkapital, indtægter, omkostninger og totalomkostninger. Totalomkostninger er samlet set ændringerne i selskabets egenkapital, som jf. ÅRL § 56 skal notehenvises og som tillige beskriver alle bevægelser. Ifølge samme begrebsrammedefinition eksisterer der grundlæggende ikke en resultatopgørelse, da resultatopgørelsen er et afledt element af balancen i den formueorienterede regnskabsteori, ligesom pengestrømsopgørelsen ej heller er forankret i begrebsrammen.

Den finansielle kapitalvedligeholdelse har til formål at bevare en generel uændret købekraft eller et nominelt beløb som også omtales ”faste priser”, hvor den fysiske kapitalvedligeholdelse består i en specifik købekraftsbevarelse af egenkapitalen (Andersen m.fl. 2021).

7.5.4 Niveau 4 - Indregning og måling

Ifølge IASBs forståelse skal der ved indregning og måling både ske indregning af transaktioner og begivenheder i resultatopgørelsen og i balancen, og heraf er de begivenheder som er opstået i perioden. Der er ligeledes to indregningskriterier som skal være opfyldt før der kan ske indregning:

1. Det skal være sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele, i form af aktiver, vil tilflyde virksomheden eller fragå virksomheden, i form af passiver.
2. Regnskabsposten skal ligeledes kunne måles til en valid kostpris eller værdi.

Det er identiske principper, som er blevet indført i ÅRL § 33, som giver udtryk for samme indregningsprincip.

Som det fremgår af pkt. 1, skal det være *sandsynligt* at fremtidige økonomiske begivenheder, skal kunne tilgå eller fragå virksomheden, førend der skal ske indregning. Det ligger heri, at det er sandsynlighed, der er det bærende element for, hvornår der skal ske indregning. Ved sandsynligt skal forstås en sandsynlighed på 50 % eller derover førend, der skal ske indregning, eller som det bliver udtrykt af IASB; "*more probable than not*", hvilket ligeledes refererer til de minimum 50 % sandsynlighed.

Ad pkt. 2, skal regnskabsposten kunne måles til en valid kostpris eller værdi, som derfor afspejler aktivets værdi på bedst mulig vis. Det er ikke givet på forhånd, hvilke måleattributter, der skal vælges, da det er op til regnskabsaflægger at tage til overvejelse, hvilket informationsbehov de ønsker at opfylde. De enkelte måleattributter er herefter:

- Dagsværdi
- Salgsværdi
- Nettorealisationsværdi
- Kapitalværdi
- Genanskaffelsesværdi
- Historisk kostpris
- Amortiseret kostpris
- Genindvindingsværdi
- Brugsværdi

7.5.4 Niveau 5 - Klassifikation og præsentation

Som afslutning på de foregående 4 niveauer, skal der på dette grundlag ske en klassifikation og præsentation, som fremgår af regnskabet regnskabsopgørelse og ledelsesberetning samt i den supplerende beretning. Der gælder herefter to kriterier som skal være opfyldt for alle former af klassifikation (EY, 2023).

- Kriterie 1: Egenskaberne, som danner grundlag for klassifikationen, har som kriterium, at det skal være relevant for regnskabsbrugerne, og dermed tilstræbe at dække regnskabsbrugernes informationsbehov.
- Kriterie 2: De begivenheder og transaktioner, der er fundet sted, skal kunne segmenteres på en sådan måde at de udtrykker homogene grupper.

7.6 Årsregnskabet definition af elementer

I årsregnskabet er der forskellige elementer som indgår under balancen og resultatopgørelsen. Der er i årsregnskabsloven bilag 1 C definitioner på elementerne, som indgår i årsrapporten for at skabe klarhed, ensartethed og tillige for at undgå en begrebsforvirring af elementerne og kriterierne i årsregnskabet. Definitionerne er endvidere primært udarbejdet til brug for balancens elementer, hvor der modsætningsvis ved indregning i resultatopgørelsen, er tale om principper fra de i balancen anførte elementer.

Første definition som vedrør aktiver, udtrykker loven det således:

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

I ovenstående definition spiller kontrolbegreb en central rolle i relation til, at virksomheden skal sikre fremtidige økonomiske fordele tilflyder virksomheden fra aktivet, ligesom virksomheden skal kunne have kontrol over aktivets adgang, således der ikke kan drage fordele af aktivet af andre.

Definition som vedrør forpligtelser, udtrykker loven det således:

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

Det forholder sig derfor således, at hvis en transaktion eller en begivenhed opfylder kriterierne for aktiver eller forpligtelser, endog ikke for indregning af selvsamme i balancen, så skal der i stedet ske indregning i resultatopgørelsen, eller blive oplyst om i noterne (EY, 2023). Tredje og fjerde definition som vedrør henholdsvis indtægter og omkostninger, udtrykker loven således:

Indtægter:

”Stigning i økonomiske fordele i regnskabsperioden i form af tilgang eller værdistigning af aktiver eller fald i forpligtelser, som medfører stigninger i egenkapitalen. I indtægter indgår dog ikke underskud 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 egenkapitalen. I omkostninger indgår dog ikke udlodning eller uddelinger til ejere.”

Definitionerne har til formål at forhindre misforståelser samt en grundlæggende begrebsforvirring om centrale begreber, der indgår i årsregnskabsloven og deraf regnskabet. Som gennemgået, stiller loven definitioner til bl.a. aktiver, forpligtelser, indtægter og omkostninger, som benyttes til den videre forståelse af indregning og måling. Det fremgår af ÅRL § 33, stk. 1-3, hvilke indregningskriterier, der skal være opfyldt førend der kan ske indregning. To centrale begreber, der går igen i årsregnskabsloven i relation til indregning er kravene om pålidelighed og sandsynlighed. Disse definitioner skal ses i relation til de samme principper som nævnt i niveau 4 i begrebsrammen om indregning og måling, hvor det forudsættes minimum 50 % sandsynlighed og pålidelig måling af værdien.

7.7 Ledelsens ansvar for regnskabet

I relation til ledelsens ansvar, opstår der en række ansvarsområder som tilfalder ledelsen i forbindelse med at regnskabet bliver udarbejdet og påtegnet af revisor. Det er i medfør af ÅRL § 8 stk. 1 ledelsen, der skal aflægge årsrapport for virksomheden. Det er i § 8 stk. 2 yderligere præciseret, at samtlige medlemmer af ledelsen er ansvarlige for, at der bliver aflagt årsrapport, samt ansvarlige for, at årsrapporten følger den nødvendige begrebsramme samt yderligere regulering, herunder også selskabet vedtægter. Det følger desuden, at ledelsen har ansvar for

at følge de af ÅRL §§ 136 & 137 nævnte bestemmelser, som tilsiger en overholdelse af de nævnte standarder i §§ 136 & 137. Det påhviler ligeledes det enkelte ledelsesmedlem at skulle overholde tidsfrister i relation til at få årsrapporten godkendt på generalforsamling, påtegnet af revisor, hvis dette er et krav, og at få indberettet årsrapporten til erhvervsstyrelsen jf. ÅRL § 8, stk. 2.

7.8 Regnskabsteorier

Baggrunden for regnskabsteoriene, den præstationsorienterede regnskabsteori og den formueorienterede regnskabsteori, er den grundlæggende tankegang bag begrebsrammens tilblivelse, som er repræsenteret i de to opfattelser af det eksterne regnskab som redskab. De to teorier forsøger desuden at skabe indsigt i, hvorledes den fremadrettede regulering af området kommer til at udvikle og forme sig. Det kan endvidere forklares på en sådan måde, at de to regnskabsteorier forsøger at redegøre for en virksomheds situation på to forskellige måder. Regnskabsteorier læner sig derfor meget op ad et grundlæggende metodesyn som anlægges ved fortolkningen af et givent område, som det også gør sig gældende ved de to forskellige regnskabsteorier (Andersen m.fl. 2021).

Præmissen for at italesætte og forstå den præstationsorienterede og den formueorienterede regnskabsteori er under den forudsætning at regnskabsreguleringen - årsregnskabsloven, eller IFRS - bygger på dele af de to regnskabsteorier som fænomen, men ikke som en praksisbaseret teori, der nødvendigvis kan adapteres på hverdagens arbejde med ekstern rapportering (Andersen m.fl. 2021).

7.8.1 Den præstationsorienterede regnskabsteori

Ved den præstationsorienterede regnskabsteori anskuer man virksomhedens aktivitet som ”*en transformationsproces*”, hvilket betyder, at driftsaktiviteten bliver målt direkte i resultatopgørelsen, som er afledt af indtægter fratrukket omkostninger, der genererer et overskud. Det er endvidere beskrevet således, at resultatopgørelsen er et udtryk for årets driftsaktiviteter og derfor bliver tillagt den højeste prioritet i regnskabet. Balancen er derimod af mindre betydning for regnskabet, da det udtrykkes som en midlertidig positionering af de aktiviteter, der ikke har været indregnet i resultatopgørelsen endnu. Det betyder også, at balancens poster er sekundære af den i resultatopgørelsens førte regnskabspraksis.

Den præstationsorienterede regnskabsteoris fortrukne model er kostprismodellen som teoretisk grundlag for både historiske og budgetterede årsregnskaber. I den præstationsorienterede regnskabsteori lægges der vægt på transformationsprocessen, hvor der fokuseres på at beskrive virksomhedens transformationsproces, som bygger på de årlige regnskabsmæssige begivenheder. Den præstationsorienterede regnskabsteori er derfor effektiv i måling af transformationsprocessen fra en regnskabsperiode til en anden. Der er endvidere fokus på at måle virksomhedens likviditetsskabelse og indtjeningsevne, hvor der i resultatopgørelsen måles indtjeningsevne, og der ved pengestrømme sker måling på baggrund af overskuddet og nettopengestrømme (Andersen m.fl. 2021).

7.8.2 Den formueorienterede regnskabsteori

Den formueorienterede regnskabsteori udtrykker den samme virkelighed som den præstationsorienterede, dog adskiller de sig fra hinanden, da den præstationsorienterede regnskabsteori fokuserer på transaktioner i resultatopgørelsen, og den formueorienterede regnskabsteori derimod fokuserer på balancen. Dette giver derfor naturligvis et større fokus på balancens elementer som aktiver og passiver og i mindre grad på resultatopgørelsens transaktioner.

I den formueorienterede regnskabsteori anses de økonomiske ressourcer som skaber en økonomisk fordel, oftest som pengestrømme til dækning af fordringshavere, hvor første dækning er banker og øvrige kreditorer, hvorefter den resterende del tilkommer ejerne. I balancen fremgår der økonomiske ressourcer som kort- og langfristede aktiver, og under passiver fremgår fordringer. Det er derfor den formueorienterede regnskabsteori forsøger at udtrykke de nettofordele, der tilfalder virksomheden på sigt som fordele, og ellers som fordringer i disse fordele samt som aktiver og forpligtelser. Det er virksomhedens performance i vækstskabelse, der på baggrund af de økonomiske ressourcer, giver ejerne de økonomiske fordele, som er helt central i forståelsen af den formueorienterede regnskabsteori (Andersen m.fl. 2021).

Det er derfor muligt at beskrive virksomheden i den formueorienterede regnskabsteori ved balancen. Det er i resultatopgørelsen mest set som et redskab til at udtrykke de posterings, som kommer sig til endeligt udtryk i balancen (Andersen m.fl. 2021).

Grundlæggende er distinktionen mellem de to teorier, at den præstationsorienterede regnskabsteori baserer sig på historiske økonomiske begivenheder gennem resultatopgørelsen, hvorimod formueorienterede regnskabsteori baserer sig på fremtidige økonomiske begivenheder gennem balancen.

7.9 Delkonklusion

Som afslutning på nærværende afsnit omhandlet de fundamentale dele af begrebsrammen og forståelsen heraf, kan der udledes følgende:

Det eksterne regnskab fungerer som et rapporteringsværktøj til det omkringliggende samfund. Der er på denne baggrund blevet opbygget en begrebsramme over tid, der er til brug for afsender og modtager, og som har til hensigt at informationsafdække ens, på tværs af regnskabsaflæggere. Det er årsregnskabslovens bestemmelser, der udtrykker regnskabspligten, som er gældende for alle erhvervsdrivende, endog med få undtagelser. Derudover kan det nævnes, at årsregnskabsloven bygger på en inddeling af de erhvervsdrivende, med et kassesystem(byggeklodsmodellen), som udtrykker forudsætninger for krav til årsrapporten, afhængigt af hvilken regnskabsklasse en given virksomhed tilhører. Der er overordnet 4 forskellige kasser i modellen, og den enkelte virksomhed har mulighed for at rykke op eller ned over tid.

De eksterne regnskabsbrugere er inddelt i primære og sekundære interessegrupper. Disse interessegrupper besidder forskellige informationsbehov samt forudsætninger for forståelsen, som afsender af årsrapporterne skal holde sig for øje.

Regnskabsaflæggelsen er underlagt generalklausulen, som er det overordnede princip i ÅRL § 11, om et retvisende billede af både årsrapporten såvel som en retvisende redegørelse af ledelsesberetningen. Dertil kommer suppleringsklausulen og fravigelseskravet, der har til formål at tilstræbe det retvisende billede. Desuden bygger begrebsrammen på nogle grundlæggende forudsætninger som skal opfyldes i tilstræbelsen på det retvisende billede, som det fremgår af ÅRL § 13:

1. Klarhed
2. Substans
3. At alle væsentlige forhold indgår i årsrapporten.

4. Forudsætning af going concern
5. Forsigtighed
6. Periodisering
7. Konsistent
8. Adskillelse
9. Formel kontinuitet

Dernæst bygger begrebsrammen på 5 forskellige niveauer som er et udtryk for den trinvis opbygning af begrebsrammens forståelsesmetode som indeholder:

Niveau 1: Brugernes informationsbehov

Niveau 2: Kvalitetskrav

Niveau 3: Definition af elementer

Niveau 4: Indregning og måling

Niveau 5: Klassifikation og præsentation.

Afslutningsvis udledes det, at årsregnskabslovens bilag udtrykker begrebsdefinitioner i forsøget på at homogenisere forståelsen af de i årsregnskabslovens fundne begreber og udtryk samt at undgå en større begrebsforvirring over ord og deres betydning.

Det tilfalder ledelsen det ansvar, at skulle udarbejdet årsregnskabet for virksomheden, hvortil det er ledelsen der aflægger regnskabet jf. ÅRL § 8, stk. 1. Hele processen om regnskabsaflæggelsen samt, hvis krævet, at få godkendt og påtegnet regnskabet, er ligeledes ledelsens ansvar. Ligesom det også er ledelsens ansvar at aflægge regnskabet ifølge gældende begrebsramme og selskabets vedtægter, såvel som at det er de enkelte ledelsesmedlemmers ansvar.

8. Indregning og måling

8.1 Definition af ejendomme

Grundlæggende set kan der være flere forskellige formål hvormed en ejendom besiddes. Dette kan ved en regnskabsmæssig forståelse udtrykkes som enten en domicilejendom, en handelsejendom eller en investeringsejendom. Årsregnskabslovens udtrykker ikke en selvstændig definition af investeringsejendomme, hvorfor der i det følgende benyttes IAS 40

samt FSRs regnskabsvejledning som fortolkningsbidrag. Sondringen mellem de forskellige typer af ejendomme, udtrykkes ifølge IAS 40 således:

8.1.1 Domicilejendom

”Domicilejendomme er ejendomme, som besiddes (af ejeren eller en leasingtager som et brugsretsaktiv) til anvendelse i produktionen, til levering af varer eller tjenesteydelser eller til administrative formål.”

8.1.2 Handelsejendom

”Ejendomme, som besiddes med henblik på videresalg som led i det normale forretningsforløb eller som er under opførelsen eller om- eller tilbygning med henblik på et sådant salg”

8.1.3 Investerings ejendom

”Investerings ejendomme er ejendomme (grunde eller bygninger – eller en del af en bygning – eller både grunde og bygninger), som besiddes (af ejeren eller en leasingtager som et brugsretsaktiv) for at opnå lejeindtægter, kapitalgevinst eller begge dele, frem for ejendomme, som:

- a) Anvendes i produktionen, til levering af varer eller tjenesteydelser eller til administrative formål eller*
- b) Videresælges som led i det normale forretningsforløb.”*

Det kan deraf udledes, at den substantielle forskel på domicilejendomme, handelsejendomme og investerings ejendomme er:

- 1) Hvorvidt ejendommen indgår i virksomheden til at huse drift, produktion eller til levering af andre tjenesteydelser.
- 2) Erhvervet med øje for salg, som led i virksomhedens sædvanlige aktivitet.
- 3) Om ejendom er skaffet med et selvstændigt afkast for øje på baggrund af udlejning.

Nedenstående beslutningstræ kan i den forbindelse være hjælpsom i afgørelsen om ejendomstypen, som kan klassificeres som nedenfor.

Figur 4 – Beslutningstræ



Kilde: (PwC, 2023)

Det fremgår endvidere af FSRs fortolkningsbidrag, i form af regnskabsvejledningen for 2022, hvilke ejendomstyper, der skal forstås som en investeringsejendom i regnskabsmæssig forstand.

Eksempler herpå er (FSR, 2022):

- ”Grunde og ejendomme, der er udlejet.
- Grunde og ejendomme, der er tomme, men ejet med henblik på udlejning.
- Grunde, hvor den fremtidige anvendelse endnu ikke er fastlagt.
- Ejendomme under opførelse, der forventes anvendt som investeringsejendomme.
- Investeringsejendomme, der er under ombygning, renovering mv. med henblik på at sikre fortsat anvendelse som investeringsejendom.
- Investeringsejendomme, der udbydes til salg, og som ikke ombygges eller renoveres med henblik på salg, forbliver investeringsejendomme. Investeringsejendomme overføres derimod til handelsejendomme, når ejendommen i væsentligt omfang ombygges eller renoveres med henblik på salg.
- Leasingtagers finansielt leasede investeringsejendomme, der er videreudlejet på operationelle leasingvilkår.”

Det fremgår tillige, hvilke ejendomsstyper, der modsætningsvis, ikke betegnes som en investeringsejendom:

- ”*Handelsejendom*
- *Domicilejendom*
- *Ejendomme under opførelse for tredjemand*”

8.2 Indregning og måling af anlægsaktiver

Som tidligere redegjort for, skal årsregnskabet indeholde en balance. Af balancen fremgår der aktiver, forpligtelser og egenkapital. Udgangspunktet i loven er, ved første indregning af et aktiv, sker dette ved til kostpris. Ved den efterfølgende måling af aktivet er det baseret på om aktivet er klassificeret som et anlægsaktiv eller et omsætningsaktiv (EY, 2023). Definitionen af anlægsaktiver er herefter positivt afgrænset til at omfatte aktiver som *er bestemt til vedvarende eje eller brug for virksomheden*, jf. årsregnskabslovens bilag 1 C. Der foreligger ikke en definition af omsætningsaktiver, men er negativt afgrænset til at være øvrige aktiver, der ikke falder under aktivklassen for anlægsaktiver, som typisk er varelager mv. som bliver omsat i forbindelse med virksomhedens ordinære forretningsdrift (EY, 2023).

Anlægsaktiverne er endvidere delt i to kategorier i regnskabet som er hhv. materielle anlægsaktiver og de immaterielle anlægsaktiver. Immaterielle aktiver defineres i IAS 38 som aktiver, der er et identificerbart, ikke-monetært aktiv uden en fysisk substans. Et aktiv er ifølge IAS 38 identificerbart, når det er muligt for virksomheden at kunne udskille aktivet fra selve virksomheden, i form af f.eks. udleje, salg overdragelse, udlicensere eller bytte. Aktivet anses endvidere for identificerbart såfremt aktivet er en rettighed eller anden følge af en kontraktmæssig eller juridisk disposition. Ved de immaterielle aktiver skal der ske indregning til kostpris, som tillige kan omfatte de direkte henførbare omkostninger samt indirekte produktionsomkostninger og finansieringsomkostninger. Den efterfølgende måling kan ske til dagsværdi, såfremt der foreligger et aktivt marked, hvor prisen kan fastsættes pålideligt (EY, 2023).

Fortolkningsbidraget til loven ift. de materielle anlægsaktiver, er IAS 16. Materielle aktiver, der benyttes til brug i virksomhedens produktion af varer og/eller tjenesteydelser i tilfælde af udlejning eller et øvrigt administrativt formål, som forventes at blive brugt i mere end et regnskabsår. Ved første indregning af materielle aktiver skal dette aktiv måles til kostpris. I

kostprisen kan medtages de direkte medgåede omkostninger, ligesom de indirekte omkostninger og finansieringsomkostninger også kan medtages. Det væsentlige ved indregning er, at der ved opgørelsen af kostprisen, skal foretages en dekomponering af aktivets komponenter, når der ved de enkelte komponenter hører en væsentlig forskellighed i afskrivningerne. Dette betyder at de enkelte komponenter i det materielle aktiv behandles som særskilte aktiver således, at den pågående afskrivning er retvisende for komponentens levetid (EY, 2023).

8.3 Delkonklusion på indregning og måling samt anlægsaktiver

Ud fra ovenstående kan det udledes, at IAS 40 udtrykker forskellige definitioner af forskellige typer ejendomme, herunder domicilejendom, handelsejendom og investeringsejendom. En domicilejendom beskrives som et brugsaktiv, hvori der pågår administration, produktion eller andet i forbindelse med virksomhedens drift. En handelsejendom defineres som en ejendom, der ejes med henblik på videresalg. Og slutteligt defineres investeringsejendomme som en ejendom, der ejes eller leases med henblik på at skaffe lejeindtægter og kapitalgevinst. Dernæst kan det udledes, at der kan ske indregning og måling til kostpris i medfør af IAS 16 om materielle anlægsaktiver, hvor første indregning sker til kostpris samt direkte og indirekte omkostninger, fratrukket afskrivninger.

9. Indregning og måling af investeringsejendomme

Indregning og måling af investeringsejendomme følger af ÅRL §§ 33, 36, 38, 49, 53, 58 a samt 88. Der findes ligeledes fortolkningsbidrag til lovens anvendelse og definitionsområde i IAS 40 om investeringsejendomme (EY, 2023).

For de typer virksomheder, der besidder investeringsejendomme, som opfylder definitionen på investeringsejendomme, herunder mål og anvendelse, kan anvende reglerne om indregning og måling for investeringsejendomme i stedet for regelsættet for materielle aktiver. Dog med undtagelse af virksomheder i regnskabsklasse B (mikro), der ikke kan anvende ÅRL § 38, men i stedet lovens bestemmelser om materielle aktiver. Det væsentlige for at anvende reglerne om investeringsejendomme er, at ejendommen er erhvervet med et langsigtet kapitalafkast for øje, i form af indtægter fra udlejning af ejendommen. Ligeledes anses ejendomme, der anvendes af virksomheden selv, ej heller for investeringsejendomme. Det følger endvidere, at virksomheder, der opererer med ejendomsudvikling og indkøber grund uden at have afklaret

dets formål i virksomheden som investeringsejendom eller handelsejendom, skal klassificere denne som investeringsejendom (PwC, 2023). Hvis en virksomhed ejer en ejendom, hvor formålet både er som investeringsejendom og virksomheden ligeledes benytter en del af ejendommen til handel, produktion eller anden administration, må andelen af *domicilbrug* ikke udgøre en væsentlig del af ejendommens samlede areal. Hvilket i praksis maksimalt må udgøre 10 % af ejendommen samlede areal (EY, 2023).

Første indregning af investeringsejendommen skal ske ved det tidspunkt, hvor fordele og risici tilknyttet besiddelsen af ejendommen, er overgået til den nye køber af aktivet. Af fordele fremgår det, at lejeindtægten er overgået til køber, hvoraf det for risici er forpligtelserne, der skal være overgået til køber af ejendommen. Investeringsejendomme skal måles til kostpris ved første indregning, som når køber overtager ejendommen, både er bygning, grund samt omkostninger direkte beslægtet ved anskaffelsen af ejendommen, herunder f.eks. advokatsalær, tinglysningsafgift mv.

Efter indregning af ejendommen, kan virksomheden foretage måling af ejendommen til:

- Kostpris med afskrivninger
- Dagsværdi
- Dagsværdi med opskrivning over egenkapitalen

Måling skal for hvert regnskabsårs være konsistente med hidtidige regnskabspraksis, hvorfor der kun ændres i regnskabspraksis såfremt den nye metode giver et mere retvisende billede (PwC, 2023). Derfor vil de enkelte metoder til måling i det følgende blive gennemgået.

9.1 Måling efter kostprismetoden

For virksomheder, der gør brug af kostprismetoden til måling af investeringsejendomme, følges regelsættet for anlægsaktiver, som det følger af ÅRL § 40 om kostpris på anlægsaktiver. ÅRL § 40 udtrykker, at alle omkostninger som er foranlediget i anskaffelsen af aktivet, indtil det tidspunkt, hvor aktivet tages i brug, skal indregnes i kostprisen. Det kan endvidere læses af loven, at alle direkte såvel som indirekte omkostninger, der kan henføres til anskaffelsen, kan medgå i kostprisen fratrukket op-, ned- og afskrivning.

De direkte omkostninger er som udtrykt i loven, alle de omkostninger, der frem til ibrugtagningstidspunktet kan direkte henføres aktivet, og derved kostprisen. Eksempler herpå kan være:

- Omkostningerne ved anskaffelse af ejendommen eller elementer som indgår i fremskaffelsen af ejendommen.
- Dekomponering eller nedtagning af tidligere materiel, hvorpå den nye ejendom opgøres.
- Løn, gager mv. til medarbejdere som har haft direkte indflydelse på anskaffelsen eller opførelsen af ejendommen.
- Gebyrer samt levering- eller ekspeditionsomkostninger, herunder også udgifter til installation, opsætning eller montering.
- Udgifter i forbindelse med tinglysning, skøde, mv. samt advokat/revisorsalær.

De indirekte omkostninger kan udelukkende indregnes af virksomheder, der befinder sig i regnskabsklasse B, C og D. De indirekte omkostninger, der kan indregnes, er ikke alle typer af omkostninger som ikke direkte relaterer sig til købet eller opførelsen af aktivet. Det kan f.eks. være omkostninger til ledelse af opførelsen eller husleje til opførelsen. De indirekte omkostninger er derfor negativt afgrænset fra f.eks. generelle administrationsomkostninger eller omkostninger til oplæring af personale (PwC, 2023).

9.1.1 Afskrivning ved kostpris

Som tidligere nævnt, indeholder kostprisen også afskrivninger på aktivet, der skal medregnes. Af ÅRL § 43 fremgår, at der ved anlægsaktiverne skal ske afskrivning, som tilsigter en systematisk afskrivning over aktivets brugstid. Ligeledes skal afskrivningerne foretages under hensyntagen til aktivets forventede restværdi efter endt brugstid. Denne brugstid skal ligeledes have for øje ved første indregning til kostpris, da der skal ske en dekomponering af ejendommens elementer, som besidder væsentlige afvigelser i brugstid. Det betyder, at ledelsen i virksomheden ved indregning til kostpris og dekomponering, skal overveje brugstiden, hvor følgende overvejelser kan indgå:

- Aktivets kapacitet og den forventede produktion
- Forventet slitage
- Repartitions og vedligeholdelsesprogram
- Teknisk forældelse

- Begrænsninger i aktivets anvendelse foranlediget af f.eks. juridiske forhold eller myndighedsforskrifter
- Tidspunkt for ophør af indtjening ved af aktivet
- Erfaringer fra tilsvarende anlæg

Herunder findes et eksempel på, hvorledes der kan ske dekomponering af en ejendom, hvor det ligeledes bemærkes, hvordan de enkelte kostpriser varierer meget fra hinanden i de enkelte segmenter, men at de enkelte komponenter på ejendommen samtidig har forskellige brugstider og forskellige restværdier når brugstiden er udløbet. Hvor der ved fremstillede komponenter som installationer og konstruktioner er korte levetider, uden nogen form for restværdi, er der modsætningsvis en uendelig brugstid på grunden, som ej heller bliver forringet i værdi eller nedskrives på.

Figur 5 - Dekomponering af ejendom

Bestanddel	Kostpris	Restværdi	Brugstid
Grund	2.000.000	2.000.000	Uendelig
Fundament og mursten	4.000.000	0	70 år
Vinduer	500.000	0	20 år
Tagkonstruktion	2.000.000	0	15 år
Installationer	<u>1.500.000</u>	<u>900.000</u>	5 år
Ejendom i alt	<u>10.000.000</u>	<u>2.900.000</u>	

Kilde: (EY, 2023)

Når der sker opdeling af ejendommens elementer, der udgør de væsentlige forskelle i afskrivningen, skal der for hvert af disse elementer fastlægges individuelt afskrivningsforudsætninger, herunder brugstid og restværdi. Der kan ved anskaffelse af en ejendom ske følgende dekomponering mellem bestanddele:

- Fundament
- Grund
- Mursten
- Vinduer
- Gulve
- Tagkonstruktion
- Tekniske anlæg og installationer

Når der skal fastlægges en scrapværdi, er det under forudsætning af ledelsens professionelle skøn. Dette skøn skal årligt genbesøges af ledelsen for at sikre en retvisende scrapværdi for den pågældende ejendom, der bliver afskrevet på. Scrapværdien er det regnskabsmæssige udtryk for den værdi, aktivet har, eller et lignende aktiv måtte kunne forventes at have, efter udgangen af virksomhedens brugstid af det pågældende aktiv. Dette sker i medfør af ÅRL § 43, stk. 2, hvor der ved brugstidens begyndelse skal fastsættes den brugstid for aktivet som ledelsen forudsætter og løbende revurderer er passende. På fastsættelsestidspunktet er prisen på et tilsvarende aktiv, med samme alder, stand mv. som er afgørende. Det er således kun de realiserede prisstigninger på et aktivt marked, der skal inddrages i det revurderede skøn, og derimod ikke forventelige eller forhåbninger om en fremtidig værdistigning, der kan ligge til grund for en øget scrapværdi. Det ledelsesmæssige skøn af scrapværdien ved investeringsejendomme kan derfor forudsættes at være af vigtig karakter, da ejendomsmarkedet er meget konjunkturfølsomt, og derfor i disse tider, volatilt (PwC, 2023).

Ved den systematiske afskrivning, som det fremgår af ÅRL § 43, antages det, at der kan gøres brug af flere forskellige afskrivningsmetoder, f.eks. den lineære, den degressive og/eller den progressive. Fælles for dem alle er, at for den enkelte metode bør vælges, skal metoden afspejle virksomhedens metode og mønster for brug af aktivet, således det harmonerer med afskrivningsmetoden. Afskrivningsgrundlaget for de enkelte komponenter i ejendommen kan variere alt efter hvilken type af komponent der er tale om samt størrelsen af restværdien. Afskrivningsgrundlaget findes således ved at fratrække restværdien fra kostprisen, hvorefter afskrivning allokeres på komponentens brugstid. Afskrivningsgrundlaget bliver tildelt forbedringer samt reguleringer for op- og nedskrivninger. Hvortil afskrivningsperioden starter fra det øjeblik, aktivet er klar til at blive taget i brug, uanset om aktivet faktisk bliver taget i brug. Det betyder endvidere, at der naturligvis ikke skal ske afskrivning af aktiverne under opførelse. Skulle det ske, at der er ændringer i ledelsens skøn om aktivets forudsætninger, skal de fremadrettede ændringer ske på baggrund heraf. Det kan f.eks. være et ændret ledelsesmæssigt skøn ved brugstiden af aktivet, der gør, at de fremtidige afskrivninger skal ændres med forudsætning af dette skøn, hvor afskrivningerne skal indregnes over resultatopgørelsen (PwC, 2023).

Der skal derfor ske afskrivning uanset, hvilket formål ejendommen bliver benyttet til, for at kunne udtrykke værditab for perioden. Det er uagtet, om ejendommen bliver vedligeholdt

løbende, eller om der sker markeds-mæssige værdistigninger som kunne realiseres til højere end den indledende kostpris.

Ræsonnementet bag afskrivninger med anlægsaktiver er, at der skal foretages en periodisering af værditabet, således der ikke ved salg/realisation kommer et betydeligt stort tab på et aktiv, som i stedet skulle have været periodiseret over en længere periode. Afskrivningerne kan således ej heller erstattes af nedskrivninger f.eks. hvert 3. år. Afskrivningerne skal derfor foretages så værditabet hidrører den rigtige periode.

Der kan også forekomme tilfælde, hvor den bogførte værdi er højere end genindvindingsværdien af selvsamme. Der skal i disse tilfælde foretages en nedskrivning på den pågældende ejendom. Som det gør sig gældende med afskrivningerne ovenfor, skal nedskrivningen ligeledes foretages og indregnes over resultatopgørelsen. Der kan ved nedskrivninger være tale om, at de ledelsesmæssige skøn og dermed forudsætninger for ejendommen, ikke holder ved. I disse tilfælde kan der ske tilbageførsel af nedskrivningen over resultatopgørelsen (EY, 2023).

9.1.1 Vedligeholdelse, reparation og forbedringer

Der kan naturligvis opstå tilfælde, hvor der skal afholdes udgifter til forbedringer, reparation og vedligeholdelse af ejendommen, da investeringsejendommens primære formål er at afgive afkast over tid. Der sondres mellem omkostninger til reparation og vedligeholdelse eller til forbedringer på aktivet (EY, 2023). Forbedringer på et aktiv skal indregnes som en del af aktivets samlede værdi, hvorimod omkostninger til reparation og vedligeholdelse skal omkostningsføres over resultatopgørelsen. Hensigten med de givne omkostninger til reparation og til vedligeholdelse, er at modvirke en forringelse af aktivets nytteværdi ved højere tempo, end hvad der er nødvendigt. Omkostninger til forbedringer kan klassificeres som disse, når en given forbedring tilføjer eller forbedrer det eksisterende aktiv, eller at aktivet gennemgår forbedringer, som på anden måde øger aktivets nytteværdi. Det betyder samtidig at gængse forbedringer på et aktiv kan være noget, der øger brugstiden, kvaliteten eller som omkostningsreducerer på aktivet. Det er derfor ikke en konkretiseret art af omkostninger til forbedringer, der gør, at det kan klassificeres som forbedringer, men tværtimod forbedringens effekt på aktivet, som enten forbedrer eller forlænger brugstiden på aktivet, og derved giver øgede økonomiske fordele for ejeren af aktivet (EY, 2023).

Derudover udtrykker IAS 16 om materielle anlægsaktiver, hvornår der er tale om omkostninger til hovedreparationer, som herefter kan indregnes som et aktiv, ved følgende betingelser:

- *”Virksomheden har identificeret et beløb til større eftersyn eller hovedreparation som en separat del af aktivet og har allerede foretaget afskrivninger på denne del for at afspejle forbruget af fordele, som erstattes eller genoprettes ved det efterfølgende større eftersyn eller hovedreparation.*
- *Det er sandsynligt, at de fremtidige økonomiske fordele forbundet med aktivet vil tilgå virksomheden.*
- *Virksomhedens omkostninger til større eftersyn eller hovedreparationer kan måles pålideligt.”*

Ovenstående er udtryk for kumulative betingelser i IAS 16, som skal være opfyldt, førend der kan ske indregning som en del af aktivet, der herefter afskrives på som en enkeltstående del af aktivet. Hvis blot en af betingelserne ikke er opfyldt, skal de omkostningsføres i resultatopgørelsen i stedet, i takt med disse omkostninger bliver afholdt (PwC, 2023).

9.2 Måling efter dagsværdimetoden

I de tilfælde hvor en virksomhed besidder investeringsejendomme, har de mulighed for, både i henhold til årsregnskabsloven og IFRS, at behandle disse investeringsejendomme efter reglerne om materielle anlægsaktiver som tidligere redegjort for, hvor det er til kostpris med fradrag for af- og nedskrivninger. Alternativt, kan investeringsejendommen behandles ved metoden om dagsværdi. Det er ligeledes et krav, at den metode, som vælges, skal bruges på samtlige af den pågældende virksomheds investeringsejendomme, og må kun ændres i de tilfælde, hvor metoden fører til et mere retvisende billede (PwC, 2023).

Mulighederne for indregning til dagsværdi følger af ÅRL § 38 samt af IAS 40. Til fortolkningsbidrag findes der i årsregnskabslovens bilag 1, D, nr. 2, som udtrykker følgende:

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

Der er i IFRS 13 udtrykt en definition af dagsværdibegrebet, som benyttes til en fælles forståelse og begrebsrammen for aktiver som bliver målt til dagsværdi. Ligeledes som

begrebsdefinition for samtlige IFRS-standarder, herunder også oplysningskrav ved dagsværdimåling af aktiver (Deloitte, 2022).

IFRS 13 udtrykker ligeledes en definition af dagsværdibegrebet som følger:

”Dagsværdi er den pris, der vil blive opnået ved salg af et aktiv eller betalt for at overdrage en forpligtelse i en normal transaktion mellem markedsdeltagerne på målingstidspunktet (Dvs. en exit pris)”

Dagsværdimåling kan, ud fra en IFRS’ definitionsbetragtning, altså siges at være en markedsbaseret måling, og dermed negativt afgrænset fra en virksomhedsspecifik måling. Dette vil derfor afhænge af markedsaktørernes forudsætninger for at skulle værdiansætte et givent aktiv eller en forpligtelse i et marked. Det er dermed uden betydning, hvilke interne virksomhedsforudsætninger, der lægges til grund for værdiansættelsen, f.eks. om det er under afvikling, eller om en forpligtelse skal indfries eller beholdes (Deloitte, 2022).

IASB har udarbejdet IFRS 13 som følge af et behov for en International begrebsramme for dagsværdi/fair value. IFRS 13 udtrykker ikke en selvstændig formulering af, hvilke aktiver, der skal måles til kostpris, men udtrykker derimod, hvilke forudsætninger, der skal ligge til grund for, et givent aktiv kan måles til kostpris (EY, 2023).

I det følgende vil de to metoder til behandling af dagsværdireguleringen blive gennemgået. Det skal i den forbindelse nævnes, at der ikke, som ved kostprismetoden, foretages afskrivninger, men i stedet reguleringer efter dagsværdien. Dagsværdien på investeringsejendommen er således et udtryk for værdien af ejendommen på et effektivt, åbent og velfungerende marked. Det skal i forlængelse hermed nævnes, at dagsværdien ikke er et udtryk for værdien af den pågældende ejendom i løbet af året, men alene et udtryk for en dagsværdi på balancedagen (PwC, 2023).

Dagsværdien på investeringsejendommene, der fremgår af årsrapporten, skal derfor kunne opgøres på en pålidelig måde. Det er derfor nødvendigt for virksomheden at have et tilstrækkeligt og oplyst datagrundlag, der ligger til grund for virksomhedens beslutningsgrundlag. Der må ej heller lægges forudsætninger til grund i dagsværdien, der bygger på forudsætninger om fremtidige aktiviteter eller begivenheder, som skulle antyde en højere dagsværdi (EY, 2023).

9.2.1 Måling til dagsværdi jf. ÅRL § 38

Som nævnt, kan der ske måling af investeringsejendomme efter 3 bestemmelser. Den første bestemmelse er som gennemgået tidligere, hvor der sker måling af investeringsejendomme efter kostprismetoden for materielle anlægsaktiver jf. ÅRL § 40. De resterende to metoder sker til dagsværdi, hvor findes en forskel i hvorledes reguleringerne efter dagsværdi indregnes.

Ved dagsværdimetoden efter ÅRL § 38 sker der løbende regulering af den pågældende virksomheds investeringsejendomme til dagsværdi. Ved dagsværdimetoden efter ÅRL § 38 vil den pågældende regulering blive indregnet direkte i resultatopgørelsen, hvor der i tilfælde af nettoopskrivninger på investeringsejendommene, forekommer der frie reserver som kan disponeres til f.eks. udbytte (PwC, 2023)

9.2.2 Måling til dagsværdi jf. ÅRL § 41

Der kan i stedet for ovenstående dagsværdimåling jf. ÅRL § 38, blive benyttet dagsværdimetoden jf. ÅRL § 41. Ved denne metode bliver reguleringen af investeringsejendommene ført direkte på egenkapitalen i form af en bunden reserve. Ved de bundne reserver kan der ikke foretages udlodning af udbytte af dagsværdireguleringen af investeringsejendommen.

Den væsentlige forskel ved dagsværdimåling efter ÅRL §§ 38 og 41, er således om virksomheden har mulighed for at disponere over værdien af reguleringen på ejendommen i form af at udlodde dette som et udbytte (PwC, 2023).

9.3 Metoder til værdiansættelse

Der fremgår ikke eksplicit af hverken årsregnskabsloven eller af IFRS, hvilke fastlagte metoder der findes til at opgøre den pågældende dagsværdi. Da der som udgangspunkt skal overvejes hvilken metode som er den mest fordelagtige af benytte for at give det bedste estimat af dagsværdien af det pågældende aktiv. Formålet ved at foretage en måling til dagsværdi, er således at frembringe et estimat på den værdi som aktivet ville kunne blive realiseret til, på et aktivt marked, hvor der mellem sælger og køber indgås en handel for de på balancedagen gældende betingelser og markedsvilkår.

IFRS 13 foreskriver i stedet 3 metoder, som menes at udtrykke det mest retvisende billede for dagsværdien. Dette kommer dog an på hvilken type af aktiver som der er tale om. Der er dog undtagelser hertil, da det for forskellige aktiver, afhænger af hvilken metode som er bedst egnet til at give et retvisende billede af dagsværdien (EY, 2023).

De 3 metoder er som følger:

9.3.1 Markedsmetoden

Markedsmetoden tager i sin anvendelse udgangspunkt i renter, kurser og andre relevante oplysninger, som er fremkommet på baggrund af markedstransaktioner. Forudsætningerne for aktiver eller forpligtelserne i de enkelte transaktioner, er at de indgår på baggrund af en sammenlignelighed.

9.3.2 Indkomstmetoden

Ved indkomstmetoden tages der udgangspunkt i fremtidige pengestrømme, i form af f.eks. indtægter og omkostninger, som er diskonteret til en nutidsværdi af aktivet.

9.3.3 Omkostningsmetoden

Omkostningsmetoden referer til den samlede omkostning, som det ville kræve at erstatte et givent aktivs nytteværdi, eller som det også kan nævnes; aktuel genanskaffelsesværdi

Der er for både markedsmetoden, indkomstmetoden såvel som omkostningsmetoden, forskellige anerkendte værdiansættelsesmetoder som knytter sig til hver af ovenstående metoder. Til følgende metoder knytter sig følgende værdiansættelsesmetoder:

- Markedsmetoden
 - Dagsværdier i et aktivt marked
 - Sammenlignelige transaktioner
- Indkomstmetoden
 - Nettoindtægt (afkastbaseret)
 - Omkostningsbesparelser
 - Royaltyindtægt (relief from royalty)
 - Diskontering af pengestrømme (MEEM/DCF)

- Omkostningsmetoden
 - Reproduction cost
 - Replacement cost

Som det ligger i navnene til metoderne, markedsbaseret, indkomst- og omkostningsmetoden, bygger de 3 metoder på tre forskellige arketyper af værdiansættelsesforudsætninger, som tager udgangspunkt i markedet i første metode, indkomst for det givne aktiv i den anden metode, samt omkostninger i den tredje metode (EY, 2023).

9.4 Dagsværdihierakiet, IFRS

Der skal i forbindelse med dagsværdimåling forsøges at anvende en metode til måling, som udtrykker den værdi for aktivet som er retvisende men samtidig under forudsætning af at målingen stadig kan ske pålideligt. Metoden som i sidste ende bliver valgt, skal derfor sikre en maksimal anvendelse af forudsætninger som observerbare, samtidig med at der sker et minimeret brug af forudsætninger som er ikke-observerbare. Der er derfor udarbejdet dagsværdihierakier som kommer til udtryk både i ÅRL § 37 såvel som i IFRS 13. Dagsværdihierakiet efter ÅRL § 37 har overensstemmelser mellem IFRS 13, dog med undtagelser af måling af finansielle instrumenter til kostpris.

IFRS 13 udtrykker dagsværdihierakiet i 3 niveauer som i stedet gør sig gældende for dagsværdimåling af bl.a. investeringsejendomme:

9.4.1 Niveau 1

For nogle typer af aktiver findes der et aktivt marked, hvori der findes et tilsvarende aktiv, med samme attributter. Der kan derfor tages udgangspunkt i det tilsvarende aktiv, foruden et behov om at skulle ændre på markedspriserne.

9.4.2 Niveau 2

Hvis der foreligger en situation hvor der ikke er et aktivt marked for et givent aktiv, kan der i stedet tages udgangspunkt i aktiver som minder om det pågældende som foretages dagsværdimåling af. Alternativt kan der benyttes nylige markedstransaktioner som grundlag.

9.4.3 Niveau 3

Er der tilfælde hvor der hverken findes markedspriser for den tilsvarende type af aktiver som i niveau 1, eller at der ikke findes aktiver som minder om det pågældende aktiv, eller at der foreligger tidligere transaktioner som sammenligningsgrund, bliver der i stedet benyttet værdiansættelsesmodeller, som f.eks. DCF-modellen eller en afkastbaseret værdiansættelsesmodel.

9.5 Dagsværdihierakiet, ÅRL § 37

Som nævnt findes dagsværdihierakiet i ÅRL § 37 ligeledes, som i stedet bygger på 4 niveauer. Disse 4 niveauer kan udledes af ÅRL § 37 og lyder som følgende:

- Salgsværdi på et velfungerende marked.
- Salgsværdi for enkelte bestanddele.
- Kapitalværdi beregnet ved hjælp af almindeligt accepterende værdiansættelsesmetoder og teknikker.
- Kostpris er undtagelsen fra reglen i loven om dagsværdi, og skal anvendes, hvis en pålidelig salgsværdi ikke kan beregnes.

Der skal for regnskabsaflæggere forsøges at falde ind i det øverste niveau i dagsværdihierakiet, hvorfor der som eksempel ikke kan benyttes et lavere niveau, såfremt der foreligger et aktivt marked med homogene vare som er identiske, og derfor nemme at værdiansætte, hvorfor der skal ske værdiansættelse efter niveau 1.

9.5.1 Niveau 1 og 2

Niveau 1 er det højeste niveau, der bør anvendes i dagsværdihierakiet, fremgår det at der skal ske til en salgsværdi, som er mulig at konstatere på et aktivt marked, eller som niveau 2, et marked for enkelte bestanddele eller et marked for lignende aktiver. Et aktiv som kan måles på et aktivt marked, er f.eks. noterede aktier, som er en homogen vare, som er uden problemer at sammenligne på et aktivt marked, indenfor samme aktie. Dette er dog ikke tilfældet, når der skal ske værdiansættelse af investeringsejendomme, som har mange forskellige forudsætninger at skulle sammenligne med, f.eks. størrelse, beliggenhed, alder, forfatning mv. Dette gør det i høj grad svært at skulle benytte niveau 1 og 2 til værdiansættelse af investeringsejendomme, da der ikke foreligger aktive markeder, hvor der på så præcist et grundlagt, kan lægges til grund som værdiansættelsen. Det kan dog tale for, at værdiansætte en investeringsejendom efter et

aktivt marked, hvis der er tilfælde hvor en sammenlignelig ejendom med de samme attributter netop er afhændet på et aktivt marked, umiddelbart omkring balancedagen. Der skal dog tages højde for, om der er foretaget væsentlige ændringer på ejendommen i forbindelse med salget omkring balancedagen.

Ovenstående handel kan derfor være udtryk for dagsværdien som kan konstateres på et aktivt marked for sammenlignelige aktiver (PwC, 2023).

9.5.2 Niveau 3

Niveau 3 som er kapitalværdien beregnet ved hjælp af almindeligt accepterende værdiansættelsesmetoder, så skal der i stedet ske værdiansættelse af investeringsejendomme efter anerkendte teknikker og beregningsmetoder som gør det muligt at udtrykke en retvisende værdi af ejendommen. Dagsværdien for aktivet er derfor udtrykt ved kapitalværdien som kommer sig til udtryk gennem anerkendte værdiberegninger som f.eks. DCF-modellen eller den afkastbaserede værdiansættelse som en rentabilitetsberegning. Begge modeller være sig dog yderst følsomme overfor modellernes input ved beregningen af værdien. Forudsætningerne i beregningerne som huslejeniveau, tomgang, afkastkrav, forrentning, inflation mv. er alle forudsætninger som modellerne er sensitive overfor. Sensitiviteten i modellerne er vigtigt at have sig for øje, da disse forudsætninger har stor indvirkning på den endelige kapitalværdi i beregningerne og investeringsejendommens værdiansættelse. (BDO, 2020).

9.5.3 Niveau 4

Det fremgår af ÅRL § 37 at, *'kan en tilnærmet salgsværdi ikke beregnes, skal aktivet eller forpligtelsen måles til kostpris'*

Hvis der er situationer hvor virksomheden ikke har mulighed for på en pålidelig og retvisende måde, herunder at virksomheden ikke besidder et tilstrækkeligt datagrundlag til at kunne beregne kapitalværdien, ej heller at der foreligger et aktivt marked som det er anført i niveau 1, 2, eller 3, er det i stedet niveau 4 som anvendes. Dette betyder derfor, at hvis dagsværdien ikke kan opgøres på pålidelig vis, skal der i stedet for benyttes undtagelsen til dagsværdien jf. niveau 1, 2 og 3, om at benytte kostprismetoden med fradrag for afskrivninger som gennemgået under kostprismetoden for materielle anlægsaktiver.

9.6 Delkonklusion på indregning og måling

Ud fra ovenstående kan der udledes følgende, at IAS 40 udtrykker forskellige definitioner af forskellige typer ejendomme, herunder domicilejendom, handelsejendom og investeringsejendom. Hvortil en domicilejendom beskrives som et brugsaktiv, hvori der foregår administration, produktion eller andet, i forbindelse med virksomhedens drift. En handelsejendom defineres som en ejendom der ejes med henblik på videresalg. Og slutteligt defineres investeringsejendomme som en ejendom der ejes eller leases med henblik på at skaffe sig lejeindtægter, kapitalgevinst eller begge dele. Dernæst kan der udledes at der kan ske indregning og måling til kostpris i medfør af IAS 16 om materielle anlægsaktiver, hvor første indregning sker til kostpris samt direkte og indirekte omkostninger, fratrasket afskrivninger efter dekomponering af ejendommens bestanddele. Der kan ligeledes ske måling til dagsværdi, hvor reguleringen indregnes på to forskellige måder. Dette værende 1. over resultatopgørelsen som frie reserver eller 2. direkte i egenkapitalen som en bunden reserve. Forskellen er således om der kan ske udlodning af værdien af reguleringen fra ejendommen, hvilket der kun kan i tilfælde af førstnævnte. Denne måling til dagsværdi kan ske efter forskellige metoder som markedsmetoden, indkomstmetoden og omkostningsmetoden. Det følger endvidere af dagsværdihierakiet i IFRS 13, hvilke metoder som skal benyttes, i prioriteret rækkefølge. Som starter med markedsmetoden, som indeholder måling til dagsværdi på et aktivt marked eller alternativt, ved sammenlignelige transaktioner. Dernæst kommer indkomstmetoden, som kan tage udgangspunkt i forskellige beregningsmodeller, såsom nettoindtægt som en afkastbaseret beregning, relief from royalty eller discounted cash flow. Slutteligt er der omkostningsmetoden hvor der kan indgå reproduction cost eller replacement cost.

10. Metoder til værdiansættelse

I det følgende vil der blive behandlet hvorledes der kan ske værdiansættelse af investeringsejendomme, og i relation hermed er der forskellige metoder til at fastlægge kapitalværdien og værdien af investeringsejendommene, som f.eks. den afkastbaserede eller DCF-modellen. Dette fremgår af niveau 3 i dagsværdihierakiet, som det lyder, *'Kapitalværdi beregnet ved hjælp af almindeligt accepterende værdiansættelsesmetoder og teknikker.'* Dette kommer sig dog hverken af årsregnskabsloven, ligesom det ej heller fremgår af IFRS 13 hvilke værdiansættelsesmetoder der direkte skal anvendes. Det følger dog af praksis for

værdiansættelse af investeringsejendomme, at der er en række velsete og anerkendte måder at gøre det, som knytter sig til de indkomstbaserede metoder, herunder bl.a.(EY, 2023):

- Den afkastbaserede model
- DCF-modellen

Der vil derfor i det følgende blive behandlet begge metoder til værdiansættelsen af en investeringsejendom.

10.1 Den afkastbaserede model

Ved brug af den afkastbaserede model som en er en indkomstbaseret metode, vil der i metodens forudsætninger blive benyttet forudsætninger som bruges til at beregne et afkast på baggrund af driften. Ved udregning af driftsafkastet af en ejendom, er det lejeindtægternes dækning af diverse driftsudgifter, som giver et driftsafkast. Dette afkast kan efterfølgende benchmarkes med diverse renteniveauer samt afkastkrav som mange forskellige markedsaktører bibringer markedet, som f.eks. banker, erhvervsmæglere, investorer mv. Det er derfor forrentningskravet som er helt afgørende for investeringsejendommens værdi. Dette betyder samtidig at mindre korrektioner i afkastet, har store implikationer på værdiansættelsen af selve ejendommen. Der er forskellige parametre som gør sig gældende når det handler om at fastsætte et passende forrentningskrav, som bl.a. er påvirket af meso- og makroøkonomiske og regulatoriske forhold som også kommer sig til udtryk i konjunkturudsving som påvirker forrentningskravet. Afkastkravet er bl.a. også påvirket af generelle renteniveauer og lånemuligheder, som ligeledes har indflydelse på investorernes kapitalkrav og agile kapital. Dernæst findes også en reguleringsmekanisme som skal forstås som effekten af en stram eller lempelig lovgivning indenfor lejelovgivning som giver investor en bedre eller dårligere retstillingen i lejeforholdet med lejer af en pågældende investeringsejendom, ligesom de indbyrdes lejeaftaler taler for eller imod et ændret afkastkrav (Ejendom Danmark, 2021). Det har derfor en betydning, hvilken risiko investor sidder med i relation til retsforholdet til lejerne i ejendommen. Det kan bl.a. være længere eller kortere opsigelsesvarsler, depositumsstillelser, lejereguleringsmuligheder mv. Derudover gælder de enkelte forudsætninger for ejendommen som type af ejendom, lejernes bonitet, beliggenhed samt udbud og efterspørgsel på de pågældende segmenter af ejendomme (Erhvervsstyrelsen, 2009).

Det kan derfor opsummeres som værende to forventninger til samme afkast. Den første, afkastkravet, er det generelle afkastkrav som en investor måtte forvente, baseret på; 1. samfunds- og markedsforhold. 2. den konkrete ejendomstype og beliggenhed.

Den anden side, er det reelle driftsafkast på en specifik ejendom. Dette afkast er en refleksion af ligeledes samfunds- og markedsforhold, samt den konkrete ejendomstype og beliggenhed, men herunder også ejendomsspecifikke forhold som stand, lejevilkår mv. som taler for et højere eller lavere afkast (Ejendom Danmark, 2021).

For at beregne værdien på en specifik ejendom ved hjælp af den afkastbaserede metode, skal nedenstående forudsætninger benyttes:

- NI = nettoindtægter
- S_{real} = forrentningskrav
- S = særlige forhold

Værdien udregnes efterfølgende med følgende formel:

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

NI som afspejler nettoindtægterne er de samlede pengestrømme i form af lejeindtægter på den pågældende ejendom, fratrukket markedskonforme driftsomkostninger. er et udtryk for forrentningskravet som er individuelt for hver enkelt ejendom og er afspejlet i beliggenhed, stand mv. som gennemgået ovenfor. S udgør de særpræg som gør sig gældende ved den pågældende ejendom, som derfor er af væsentlig betydning for udregningen og værdiansættelsen af ejendommen. Disse særpræg kan være forudbetalinger, deposita, fradrag for tomgang, fradrag for udskudt vedligeholdelse mv. Altså forhold som er særpræget denne specifikke ejendom (Ejendom Danmark, 2021).

For at illustrere et eksempel på hvorledes denne afkastberegning kommer til udtryk, vil der i det følgende blive givet regneeksempler på en ejendom samt værdien og afkastets volatilitet.

- Lejeindtægter = 500.000,-
- Vedligeholdelsesudgifter = 100.000,-
- Administrationsomkostninger = 25.000,-
- Driftsomkostninger = 50.000,-
- Nettoindtægter = 325.000,-

- Afkastkrav = 6 %
- Særlige forhold = 150.000

Værdi af ejendom jf. afkastbaseret metode: 5.266.667 – ved ovenstående forudsætninger.

Værdi af ejendom jf. afkastbaseret metode: 6.350.000 – ved 5 % i afkastkrav.

Værdi af ejendom jf. afkastbaseret metode: 3.600.000 – ved 400.000 i lejeindtægter.

Ovenstående er et eksempel på hvorledes værdiansættelsens volatilitet kommer til udtryk på, på baggrund af mindre justeringer i forudsætningerne fra afkastberegningen. Det er blandt andet af selvsamme årsag, at værdien af investeringsejendomme kan svinge meget, alt efter hvor i landet ejendommen er beliggende og hvilket afkastkrav som bliver lagt til grund.

Værdien i ovenstående eksempler er et udtryk for den pågældende dagsværdi af en specifik investeringsejendom, som henset til måling og det retvisende billede, kan skabe store udsving i dagsværdien af en ejendom, kun på baggrund af mindre ændringer i forudsætningerne for ejendoms værdiberegning.

10.2 Discounted cash flow

En anden metode til at værdiansætte en investeringsejendom er ved DCF-modellen, som står for "Discounted Cash Flow", som betyder at diskontere pengestrømme. DCF-modellen befinder sig i gruppen af indkomstbaserede værdiansættelsesmetoder. Det betyder at værdien af et givent aktiv som skal værdiansættes, bliver de forventede fremtidige pengestrømme tilbagediskonteret til en værdi. Det betyder at nutidsværdien af et aktiv er repræsenteret ved en forventning om de fremtidige pengestrømme for det pågældende aktiv.

Ejendom Danmark udtrykker definition af afkastkravet til DCF-modellen således (Ejendoms Danmark 2021):

"Forrentningskravet er ejendommens benchmarkafkastkrav1) fastsat til brug for den afkastbaserede model før reguleringer. Forrentningskravet anvendt i terminalåret i DCF-modellen skal fortolkes tilsvarende som forrentningskravet til brug for den afkastbaserede model.

1) Benchmarkafkastkrav er et forrentningskrav for en given ejendom rensat for potentialer og risici, således at alle reguleringer som eksempelvis afvigelser fra markedsleje, tomgang, lejerabatter, opsat vedligehold mv. er foretaget efter at den kapitaliserede værdi er beregnet.”

Værdien af en given ejendom kan derfor udtrykkes ved følgende formel:

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

Hvor følgende værdier indgår:

V = værdien

NI = nettoindtægter

t = tid

n = analyseperiode (typisk 5-10 år)

Rreal = forrentningskravet

Rnom = diskonteringsrente

Tn = terminalværdi

Det er i første del af formel, at analyseperioden fremgår. Hvor det i tælleren er nettoindtægterne og i nævneren fremgår der diskonteringsfaktoren som er valgt. Endvidere er det i andet led årene som fremgår efter analyseperioden, hvor det i tælleren er terminalværdien som kan bestemmes ved den afkastbaserede model, og i nævneren er det diskonteringsfaktoren som bestemmes ved hjælp af diskonteringsrenten.

Fremgangsmåden for DCF-modellen kan inddeles i 5 forskellige trin, som lyder således:

1. Bestemmelse af frie pengestrømme i budgetperioden
2. Tilbagediskontering af frie pengestrømme fra budgetperiode til i dag
3. Bestemmelse af terminalværdien
4. Tilbagediskontering af terminalværdi til i dag
5. Ejendommens værdi bestemmes som summen af de tilbagediskonterede værdier (Ejendoms Danmark 2021).

10.2.1 Bestemmelse af frie pengestrømme i budgetperioden

I den første fase i DCF-modellen skal der ske antagelse af de frie pengestrømme for ejendommen, for en budgetperiode. Denne budgetperiode kan lægges til grund i f.eks. 5 eller 10 år. Budgetperioden er derfor et udtryk for ejendommens frie pengestrømme som det antages at gøre sig gældende i den samlede periode, som skal planlægges for hvert år. Det er derfor de frie pengestrømme fra de samlede indtægter og udgifter, som man forventer at kunne skabe sig på den pågældende ejendom, hvortil projekter eller istandsættelse skal være realiseret inden for budgetperiodens udgang. Hele budgetperioden er derfor i høj grad præget af at skulle bygge antagelserne om pengestrømme, på skøn. Det betyder at der igennem hele perioden kan medtages andre forudsætninger løbende, som kan forudsætte at skabe ændringer for ejendommen, og derfor vil være mere retvisende at medtage i budgetperioden (Ejendoms Danmark 2021).

10.2.2 Tilbagediskontering af frie pengestrømme fra budgetperiode til i dag

Når der skal ske opgørelse af pengestrømmene som er fastlagt i budgetperioden frem i tid, skal der efterfølgende ske en tilbagediskontering af selvsamme, for at kunne fastlægge pengestrømmene for hvert år. For at kunne foretage denne tilbagediskontering, skal der fastsættes en diskonteringsrente som danner grundlag for hvilken rente der bliver tilbagediskonteret. Denne diskonteringsrente er dannet af to parametre. Den ene del er, at diskonteringsrenten bevæger sig i takt med markedsrenten, samt er reguleret for ejendomsspecifikke forhold. Heri indgår blandt andet de makroøkonomiske, strukturelle prisstigninger i samfundet som er afspejlet i den årlige inflationsrate som prisniveauet stiger med. Det er ligeledes et udtryk for det forrentningskrav som en investor kan forvente i afkast på den investerede kapital. Af samfundsrelevante forhold indgår ligeledes beskæftigelsen, BNP og generelt høj- eller lavkonjunkturer i samfundet. I den anden del af diskonteringsrenten ligger der også heri ejendoms specifikke risikomomenter, som medtages i rentens fastsættelse. Det er alle faktorer som er medbestemmende årsag til, i hvilket niveau at diskonteringsrenten lægges. Af ejendoms specifikke momenter kan nævnes, ejendoms art, størrelse, beliggenhed, såvel som udbud og efterspørgsel. Alle faktorer som har indvirkning på diskonteringsrentens størrelse (Ejendoms Danmark 2021).

10.2.3 Fastsættelse af terminalværdien

Det er værdien som fremgår i perioden, som bliver fastsat i et terminal år. De frie pengestrømme som bliver antaget i selve terminalåret, er et udtryk for det gennemsnit som

ligger til grund for de kommende år. Terminalåret udtrykker derfor en af de frie pengestrømme som ikke er nødvendige at medtage i de konkrete pengestrømme for årene. Når man i terminalåret skal indregne f.eks. omkostninger i perioden, vil dette ske på baggrund af en gennemsnitsmetode, hvor udgiften bliver allokeret ud over årene, i en periode som er lige så frekvent som udgiftens opståen.

Når der er fastlagt de frie pengestrømme i terminalåret, kan der korrigeres for det generelle lejeniveau. Dog kun under hensyntagen til, hvilket niveau som ikke stemmer til den generelle inflation i samfundet, som kan korrigeres for i diskonteringsfaktoren.

Terminalværdien kan udregnes med følgende formel (Ejendoms Danmark 2021):

$$SFP/(WACC-V)$$

Hvori følgende forudsætninger indgår:

SFP = De stabile frie pengestrømme, som er efter første år af budgetperiodens udløb.

WACC = Diskonteringsfaktoren.

V = forventning til inflation og vækst af pengestrømme.

10.2.4 Tilbagediskontering af terminalværdien til i dag

Som det blev beskrevet i punkt 2, hvor der skulle ske tilbagediskontering af de frie pengestrømme fra budgetperioden, og til i dag, skal der ligeledes ske tilbagediskontering af terminalværdien til i dag. Når der skal ske tilbagediskontering af terminalværdien til i dag, er vi interesserede i at finde nutidsværdien. Dette gøres ved følgende formel:

$$y/(1+WACC)^n$$

Hvori følgende forudsætninger indgår:

y = Terminalværdien

WACC = diskonteringsfaktoren

n = antal af år i budgetperioden

Der skal benyttes en nutidsværdi ifølge ovenstående beregning, for at kunne bestemme det bedst mulige afkast af ejendommen, når der er sket tilbagediskontering til nutidsværdien af ejendommen. Dette giver derfor et billede af hvorledes nutidsværdien er passende for ejendommen, eller om der skal ske ændringer i terminalåret og budgetperioden. Nutidsværdien

er derfor et godt styresignal for benchmarking af investeringen, mod andre sammenlignelige ejendomme.

10.2.5 Fastsættelse af ejendommens værdi som summen af de tilbagediskonterede værdier

I pkt. 5 skal der på baggrund af de tilbagediskonterede værdier af de frie pengestrømme som hidrører fra budgetperioden, ske en fastsættelse af en værdi som udtryk for ejendommens værdi. Man fastsætter derfor endeligt en dagsværdi af den pågældende ejendom, som sker på baggrund af nutidsværdien fra budgetperioden samt nutidsværdien i terminalværdien (Ejendoms Danmark 2021).

Som det ses af nedenstående beregning, er der med vilkårlige forudsætninger givet eksempel på beregning af dagsværdien ved hjælp af DCF modellen.

DCF beregning er frembragt med vilkårlige forudsætninger for eksemplets skyld.

Budgetperiode	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal år
Bruttoleje	100.000 kr.	102.000 kr.	104.040 kr.	106.121 kr.	108.243 kr.	110.408 kr.	112.616 kr.	114.869 kr.	117.166 kr.	119.509 kr.	121.899 kr.
Driftsudgifter	20.000 kr.	20.400 kr.	20.808 kr.	21.224 kr.	21.649 kr.	22.082 kr.	22.523 kr.	22.974 kr.	23.433 kr.	23.902 kr.	24.380 kr.
Administration	10.000 kr.	10.200 kr.	10.404 kr.	10.612 kr.	10.824 kr.	11.041 kr.	11.262 kr.	11.487 kr.	11.717 kr.	11.951 kr.	12.190 kr.
Vedligehold	10.000 kr.	10.200 kr.	10.404 kr.	10.612 kr.	10.824 kr.	11.041 kr.	11.262 kr.	11.487 kr.	11.717 kr.	11.951 kr.	12.190 kr.
Samlede udgifter	40.000 kr.	40.800 kr.	41.616 kr.	42.448 kr.	43.297 kr.	44.163 kr.	45.046 kr.	45.947 kr.	46.866 kr.	47.804 kr.	48.760 kr.
Frie pengestrømme	60.000 kr.	61.200 kr.	62.424 kr.	63.672 kr.	64.946 kr.	66.245 kr.	67.570 kr.	68.921 kr.	70.300 kr.	71.706 kr.	73.140 kr.
Nutidsværdi af frie pengestrømme	60.000 kr.	60.000 kr.	60.000 kr.	60.000 kr.	60.000 kr.	60.000 kr.	60.000 kr.	60.000 kr.	60.000 kr.	60.000 kr.	60.000 kr.
Nutidsværdi af terminalværdi											735.577 kr.
Diskonteringsrente	3%										
Forventelig inflation	2%										
Real diskonteringsrente	3,1%										
Samlet nutidsværdi af pengestrømme	660.000 kr.										
Nutidsværdi af terminalværdien	735.576,92										
Ejendommens dagsværdi	1.395.577 kr.										

Kilde: Egen tilvirkning

10.3 opsamling på DCF metoden og den afkastbaserede metode

I tilfælde hvor der skal ske fastsættelse af dagsværdien af en ejendom, skal det overvejes om man ønsker at gøre brug af den afkastbaserede beregning eller om man vælger DCF beregningen. Det er i disse beslutninger man skal gøre sig overvejelser om faktorer som kompetence, tid, kompleksiteten og hvor mange parametre man ønsker, skal indgå i sin beregning af dagsværdien.

Ved den afkastbaserede værdiberegning, tages der udelukkende udgangspunkt i ét års begivenheder, værende de indtægter og omkostninger som er beslægtet med ejendommen. Det afledte driftsoverskud sammenholdes blot mod det afkastkrav som gør sig gældende i området,

for at fastsætte dagsværdien af ejendommen. Dette er derfor den mere simple beregning selv at foretage, og kræver derfor ikke komplekse tekniske færdigheder eller forståelse, for at kunne beregne. Brugen af den afkastbaserede værdiberegning kan derfor tænkes at blive anvendt i højere grad af mindre investorer med simple ejendomme, hvor der også er tale om relativt lave udsving i omkostninger og indtægter på årlig basis.

Ved brugen af DCF-modellen til værdi beregningen, vil det i højere grad stille større krav til investoren om at kunne foretage fremtidige antagelser, som skal ligge til grund for beregningen. Det kan være forbundet med stor usikkerhed at skulle budgettere 10 år ud i fremtiden, som tillige stiller krav om plausible forudsætninger som indgår i beregningen, til regnskabsaflæggeren. Der er derfor en markant forskel i de forudsætninger som ilægges ved DCF beregning på en budgetperiode på 10 år, kontra den afkastbaserede hvor kun regnes med 1 år. Det kan derfor tale for at benytte henholdsvis den afkastbaserede beregning på mindre og mere simple ejendomme, og modsætningsvis på større og mere komplicerede ejendomme hvor der ønskes flere parametre som inflation, risikofrie rente, mv. i beregningen, kan DCF beregningen være at foretrække.

10. 4 Ekstern vurderingsmand

Som fortolkningsbidrag til ÅRL § 38 om måling til dagsværdi, kan IAS 40 benyttes i forståelsen af årsregnskabslovens muligheder for indregning og måling.

Der kan endvidere foretages værdiansættelse af investeringsejendomme ved hjælp af en ekstern vurderingsmand. Dette kan udledes af IAS 40, pkt. 32, hvor det fremgår at:

“Standarden tilskynder til, men kræver ikke, at virksomheder opgør dagsværdien af investeringsejendomme på grundlag af en værdiansættelse fra en uafhængig vurderingsmand, som har anerkendte, relevante faglige kvalifikationer, og som har nylig erfaring inden for det geografiske område og den kategori, som den vurderede investeringsejendom tilhører.”

Det er derfor ledelsen der assisterer den eksterne vurderingsmand i forbindelse med fastsættelse af vurderingen. Dette kommer sig til udtryk ved at ledelsen bistår med informationer som er nødvendige i forbindelse med at vurderingen bliver udarbejdet, om hvorledes omstændighederne forholder sig her og nu. Det gør sig endvidere gældende at

vurderingsmanden skal kunne forholde sig neutral og objektiv i sit arbejde, med at vurdere den pågældende ejendom på korrekt vis, hvilket naturligvis kommer til udtryk ved, at det ikke kan være en i selskabet ansat person som foretager denne vurdering. I praksis ser man ofte ejendomsmæglere/erhvervsmæglere, som både besidder de fornødne professionelle kompetencer til at kunne påtage sig den pågældende opgave, samt at være medlem af Royal Institute of Chartered Surveyors (RICS), som er med til at sikre de professionelle fornødenheder for personen som udarbejder vurderingen, men ligeledes for at udtrykke højere grad af sikkerhed, da det tillige fungerer som en blåstempling af erhvervsmæglernes faglighed (PwC, 2023).

I den konkrete udarbejdelse af vurderingen og de forudsætninger som den eksterne vurderingsmand lægger til grund, udtrykker IAS 40, retningslinjer for, hvorledes forudsætningerne skal benyttes. Det kan derfor læses ud af IAS 40, afsnit 51, at:

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

Det kan heraf udledes at når der bliver anvendt en ekstern vurderingsmand til vurderingen af investerings ejendommens dagsværdi, kan der ikke blive ilagt fremtidige forudsætninger til brug for vurderingsmandens arbejde, som omhandler f.eks. fremtidige investeringer i ejendommen. Der skal derfor i stedet lægges faktiske omstændigheder og forhold til grund for dagsværdien, som gør sig gældende for ejendommen på balancedagen, uden hensyntagen til hvilke forhold som end skulle påvirke ejendommen fremadrettet.

10. 5 Markedsmetoden

Der kan ligeledes ske værdiansættelse af en investerings ejendom efter markedsmetoden. Dette sker på baggrund af den markedsværdi som fastsættes på baggrund af sammenlignelige ejendomme (PwC, 2023). Der bliver i markedsmetoden anvendt priser, beliggenhed, anvendelse, stand mv. for at kunne benchmarke ejendommen som skal værdiansættes, op mod tilsvarende ejendomme. Dette stiller derfor et højere krav til antallet af sammenlignelige udbudte ejendomme, da der i takt med at der er flere udbudt, kan benyttes markedsmetoden med en højere grad af sikkerhed, frem for hvis der kun er én enkelte at sammenligne med. Et

godt udgangspunkt når der sker sammenligning af ejendomme, er ved at tage afsæt i den konkrete kvadratmeterpris på ejendommen. Foreligger der en håndfuld tilsvarende ejendomme, kan der f.eks. benyttes et gennemsnit heraf, hvortil man regulerer for konkrete forhold på den ejendom som skal værdiansættes. F.eks. at gennemsnittet på de tilsvarende ejendomme er 10.000 pr. m², dog er den ejendom der værdiansættes i en betydeligt bedre stand eller af nyere dato, hvorfor man kan argumentere for 12.000 eller 13.000 pr. m².

Det kan derfor være en fornuftig metode at benytte, når der især foreligger flere sammenlignelige ejendomme, for at udtrykke dagsværdien af den pågældende ejendom. For regnskabsbruger givet det et pålideligt billede af dagsværdien da der er et kvantitativt sammenligningsgrundlag, idet der kan sammenlignes konkret på en kvadratmeterpris. Markedsmetoden har dog den klare ulempe, at det kræver en betydelig mængde af ejendomme for at kunne påvise at der foreligger et markeds gennemsnit. Det betyder derfor at hvis der udelukkende findes én enkelt eller måske kun 2 ejendomme, vil derfor foreligge lavere validitet, da datagrundlaget som sammenlignes med, ikke er tilstrækkeligt kvantitativt (PwC, 2023)

10.6 Delkonklusion

Som det fremgår af ovenstående afsnit, skal der ske stillingtagen til hvilken metode som ønskes anvendt i forlængelse af dagsværdihierarkiets niveau 3, om måling af ejendommen til dagsværdi. I valget af værdiansættelsesmetode, skal der i teorien ikke ske en sontring om udfaldet af de forskellige metoders værdi, da de i høj grad bør have den samme betydning for værdiansættelsen, om der bliver anvendt den ene, anden eller tredje metode. Selvom metodernes forskellige formler i beregningen af værdien af ejendommen, bør der i alt fald være konsistens i de forudsætninger som bliver anvendt til metoderne. Det betyder f.eks. at lejeindtægter og omkostninger vil være de samme, uanset hvilken metode som bliver anvendt, det er blot detaljeringsgraden i metoderne som er forskellige.

10.6.1 Den afkastbaserede model og DCF

Som anført i afsnittet om den afkastbaserede model, bygger modellen på antagelser om ejendommen for ét år ad gangen. Denne antagelse om ejendommen går på ejendommens samlede lejeindtægter for året, samt for ejendommens driftsudgifter for året. Resultatet heraf er ejendommens driftsoverskud, som benyttes til at fastsætte ejendommens værdi på baggrund af et ønsket afkast. Dette afkast kan som bekendt afvige fra ejendom til ejendom, alt efter om

det er en ejendom til boligudlejning, blandet, erhverv eller noget helt tredje. Afkastet er et udtryk for den risiko som en investor skal påtage sig, hvorfor der naturligvis vil være et højere afkastkrav på en ejendom i udkantsdanmark. hvor der er større risiko for tomgang, hvorimod afkastkravet i en storby alt andet lige, vil være lavere, grundet den større sikkerhed i at der er en højere efterspørgsel. Hvorfor den geografiske placering af ejendommen i afkastet fastsættelsen spiller en rolle, ligesom ejendommens generelle forfatning har en betydning.

Som nævnt i afsnittet om DCF-modellen, kan der trækkes paralleller til den afkastbaserede model, når der sker værdiansættelse efter DCF-modellen. Der gælder dog for DCF-modellen, at de forudsætninger som lægges til grund for beregningen, gør sig gældende for en periode på 10-år, frem for ét enkelt år. Dette gøres i den første del, hvor der skal fastsættes antagelser om de frie pengestrømme for budgetperioden, som oftest bliver fastsat på en 10-årig periode. De frie pengestrømme skal herefter tilbagediskonteres til i dag, samt at der skal fastsættes en terminalværdi. Denne terminalværdi skal ligeledes tilbagediskonteres til nutidsværdien. Det er afslutningsvis de tilbagediskonterede værdier som er et udtryk for dagsværdien af den pågældende ejendom.

10.6.2 Markedsmetoden

Det kan ved markedsmetoden udledes at metoden bygger på sammenlignelige værdier af ejendomme, som gør at man for den pågældende ejendom kan udtrykke en retvisende værdiansættelse. Metoden forudsætter dog en vis volumen og samtidighed i de sammenlignelige ejendomme, for at kunne udtrykke et validt billede af ejendommens dagsværdi. Der ligger derfor heri, at det ikke blot er nødvendigt med kvantitativt datagrundlag, det skal også have en relevans i form af at være nogenlunde tidssvarende udbud og salg, samt selvfølgelig, at være ejendomme med sammenlignelige attributter.

10.6.3 Valuarvurdering

Af afsnittet om valuarvurderingen, kan det udledes at der sker vurdering af dagsværdien på baggrund af en værdiansættelse som sker fra en ekstern vurderingsmand. Værdien af ejendommen ligger derfor i det niveau som den eksterne vurderingsmand finder retvisende for den pågældende ejendom. Til forskel for de øvrige værdiansættelsesmetoder, er nærværende værdiansættelsesmetode ikke en metode som er afhængig af en selvstændig vurdering af forudsætninger, men i stedet en konkret vurdering af en ekstern part. Der skal i stedet overlades til den eksterne vurderingsmand, til at kunne foretage denne vurdering af ejendommen. Det er

i den forbindelse vigtigt at vurderingsmanden som foretager denne værdiansætte af ejendomme er eksternt og uafhængig fra selskabet samt er objektiv, samt at der skal ske vurdering af værdien som den fremstår på balancedagen. Der skal derfor ikke tages udgangspunkt i forudsætninger omkring fremtiden, og hvordan den vil udfolde sig. Men derimod kun hvordan forholdene ved investeringsejendommen er på balancedagen.

11. Oplysninger ved måling

I forbindelse med at der sker indregning og måling af investeringsejendomme, vil der opstå mulighed for at indregne til kostpris og efterfølgende måle til kostpris eller dagsværdi.

Formålet med at foretage måling til kostpris eller dagsværdi kan være af forskellige årsager og bunde i forskellige udgangspunkter, alt efter hvem regnskabsbrugeren af det pågældende regnskab er. Ydermere er der til kostpris og dagsværdi også vidt forskellige oplysningskrav, som for dagsværdi kan være en noget subjektiv vurdering, og kostpris i mindre grad (PwC, 2023).

I nærværende afsnit vil der blive taget udgangspunkt i praksis, hvor der vil blive gået analytisk til værks med henblik på at afdække konkrete analyserende spørgsmål, om hvorledes der bliver opfyldt oplysningskrav om centrale forudsætninger for måling til dagsværdi.

Der vil i første afsnit blive foretaget en kvantitativ analyse af udvalgte selskabers årsrapporter og deres metode til indregning og måling i henhold dagsværdi af investeringsejendomme. Dette med det formål at påse hvorledes oplysninger om centrale forudsætninger i specifikt udvalgte årsrapporter sker, samt om det vurderes tilstrækkeligt ud fra opfattelsen af revisionshuse.

11.1 Generelle oplysninger i årsrapportens delelementer

Når virksomheden som udarbejder et årsregnskab, er i besiddelse af investeringsejendomme, stilles der en række krav til disse enkelte elementer som besiddelsen af en investeringsejendom påvirker. Der vil derfor i det følgende behandles de elementer som skal indgå i årsrapporten. Der gælder indledningsvist, at der skal ske beskrivelse af, hvilke typer der gør sig gældende for de enkelte ejendomme, såfremt virksomheden er i besiddelse af flere typer af ejendomme. Endvidere skal der redegøres for, om virksomheden anvender kostprismetoden eller dagsværdimetoden, herunder om dagsværdien er opgjort på baggrund af en eksternt

vurderingsmand, således at det skal oplyses. Såfremt der foreligger begrænsninger i forbindelse med at kunne afhænde investeringsejendommen, skal dette ligeledes oplyses, ligesom at der skal oplyses om der foreligger bindende forpligtelser på ejendommen eller i forbindelse med grunden, som udgør et element af at skulle erhverve, ombygge, vedligeholde eller forbedre den pågældende investeringsejendom (Deloitte, 2022)

11.1.1 Anlægsnote

Når der er tale om investeringsejendomme som bliver målt til dagsværdi, skal der i årsregnskabet tilføjes en anlægsnote, som udspecificerer de bevægelser som er sket fra primo til ultimo i året. Der skal herunder fordeles på de nyanskaffelser, forbedringer og tilgange som har fundet sted i året (Deloitte, 2022).

Ved investeringsejendomme som er målt til kostpris, da dagsværdien ikke kan opgøres pålideligt, skal der oplyses om bevægelser på ejendomme særskilt i en anlægsnote. Dette stemmer overens med kravene i IAS 16 til materielle anlægsaktiver. Der skal oplyses om afskrivningsmetoder, brugstid, samt beskrivelse af ejendommen og hvorfor der ikke kan ske dagsværdimåling, samt hvilket værdi spænd ejendommen befinder sig i. Der skal endvidere for alle de talmæssige oplysninger der gives, naturligvis foreligge sammenligningstal (Deloitte, 2022).

11.1.2 Ledelsesberetningen

Af ÅRL § 99, pkt. 1-9 er anført 9 punkter som skal indgå i ledelsesberetningen. Det er dog ikke specifikt for ejendomsselskaber, men må i stedet forstås som det indhold en ledelsesberetning skal indeholde, herunder for at udtrykke en retvisende redegørelse. Af ÅRL § 99, pkt. 2-3 fremgår at der skal ske beskrivelser vedr. indregning og måling. Dette kunne i relation til ejendomsselskabers årsrapport været usikkerheder ved indregning og måling af specifikke ejendomme. Herunder hvorledes de enkelte ejendomme skal indregnes jf. tidligere afsnit. Endvidere skal der jf. ÅRL § 99, pkt. 4, redegøres for udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold. Disse forhold henviser til forhold som ikke direkte kan læses ud af årsregnskabet resultatopgørelse eller balance, men henviser til forhold som er ekstraordinære og som følge af f.eks. omstruktureringer, fusioner eller spaltninger i ejendomsselskabet (Deloitte, 2022).

11.1.3 Resultatopgørelse

Der skal i resultatopgørelsen fremgå alle indtægter og udgifter i årets løb. Dette gælder både de direkte samt de indirekte omkostninger som er forbundet med ejendommen eller med driften. Det er endvidere værdireguleringer som bliver indregnet over resultatopgørelse i de fleste tilfælde. Hvor dette sker i form af dagsværdiregulering efter ÅRL § 38 eller ved af- og nedskrivninger (Deloitte, 2022).

11.1.4 Balance

I balancen vil investeringsejendommene fremgå af virksomhedens årsregnskab, i form af et materielt anlægsaktiv. Dette betyder dog ikke at virksomhederne er negativt afgrænset fra at udspecificere disse aktiver i balancen, således dette giver en mere fyldestgørende information og dermed forståelse af balancens indhold og elementer.

11.1.5 Noteoplysninger

For så vidt angår noteoplysningerne, så varierer disse krav til noteoplysningerne, alt efter hvilken regnskabsklasse som den pågældende virksomhed befinder sig i. For virksomheder som befinder sig i regnskabsklasse C og D vil der i årsrapporten skulle fremgå noteoplysninger om anlægsaktiver, jf. ÅRL § 88. Nærværende note bør medtage kostpris, afskrivninger, op- og nedskrivninger. Der er ej heller krav for virksomheder i regnskabsklasse B om at der skal medtages en anlægsnote, dog med det forbehold at regnskabet altid underlagt generalklausulen i ÅRL § 11 om at årsregnskabet skal give et retvisende billede af virksomhedens finansielle stilling og resultat, hvorfor det er ledelsen selv i virksomheder i regnskabsklasse B som vurderer om der skal aflægges et årsregnskab med en anlægsnote, såfremt det derfor giver et mere retvisende billede. Endvidere skal virksomheden i regnskabet noteoplyse, de væsentlige antagelser eller forudsætninger som er blevet gjort i forbindelse med at de materielle anlægsaktiver er måling til dagsværdi, hvis der ilægges forudsætninger om at dagsværdien ikke er afstedkommet på baggrund af et og aktivt marked. Til brug for begrebsfortolkning har årsregnskabsloven bilag 1 om definitioner udtrykt det således.

”Et marked, hvor transaktioner med aktivet eller forpligtelsen finder sted med tilstrækkelig hyppighed og i et tilstrækkeligt omfang til løbende at give prisfastsættelsesoplysninger.”

De centrale forudsætninger i relation til noteoplysningerne kan efter årsregnskabsloven grupperes for forskellige aktiver, i de situationer hvor antagelserne og forudsætninger om disse, ikke i høj grad er afvigende fra hinanden, som det fremgår af ÅRL § 58, stk. 3:

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

Af de centrale forudsætninger som det fremgår af ÅRL § 58, stk. 3, skal forstås enhver forudsætning som virksomheden benytter og derfor skal oplyse, så regnskabsbrugeren kan foretages en vurdering af virksomhedens opgørelse af dagsværdi. Hvilket betyder at når der f.eks. er tale om en investeringsejendom som bliver målt til dagsværdi ved en DCF-model, så skal der oplyses om f.eks. diskonteringsrenten, forventelig inflation, tomgang i ejendommen mv. Der skal endvidere fremgå oplysninger om ændring i huslejeniveau, vedligeholdelse mv. Det er således disse forudsætninger som kan anses for værende centrale forudsætninger og som derfor skal oplyses. De er nødvendige for at regnskabsbruger får et indblik i de forudsætninger som ligger til grund for dagsværdiberegningen, således regnskabsbruger egenhændigt kan vurdere de ilagte forudsætninger jf. ÅRL § 58, stk. 3.

11.1.6 Anvendt regnskabspraksis

Af ÅRL § 53 som omhandler anvendt regnskabspraksis, fremgår der følgende af første punktum:

”Der skal redegøres for de indregningsmetoder og målegrundlag, der er anvendt på posterne i balancen, resultatopgørelsen, noter og ledelsesberetning.”

Af ovenstående kan derfor udledes at virksomhederne skal redegøre for og oplyse hvilke metoder virksomheden har benyttet til at værdiansætte værdien af investeringsejendommene. Det skal derfor tillige oplyses hvilken metode investeringsejendommene indgår i regnskabet efter, herunder om f.eks. er kostpris, dagsværdi efter ÅRL § 38 eller efter ÅRL § 41. I afgivelsen af anvendt regnskabspraksis, er det essentielt at det bliver afgivet med kontinuitet for øjet. Det betyder at der som udgangspunkt skal være kontinuitet i den valgte regnskabspraksis fra år til år. Dette princip kan dog fraviges i de situationer hvor anvendelsen af anden regnskabspraksis giver et mere retvisende billede. Et eksempel på ændring i anvendt

regnskabspraksis kan være i forlængelse af ovenstående identifikation, hvor man anvender historisk kostpris til at anvende dagsværdi i stedet, når der sker værdiansættelse af f.eks. en investeringsejendom.

Hvis der opstår tilfælde af, at en ændring i anvendt regnskabspraksis udtrykker et mere retvisende billede, skal denne ændring i anvendt regnskabspraksis samt dens effekt af ændring indregnes over egenkapitalen. Der skal derudover ske korrektion af sammenligningstal således de stemmer overens med den nye anvendte regnskabspraksis. Dette gøres for at give regnskabsbruger mulighed for at kunne sammenligne tilbage i tid, på alle regnskabsposter, således der ikke er forskellige målingsmetoder for to forskellige år (Deloitte, 2022).

Der stilles endvidere en række krav til virksomheder som vælger at ændre regnskabspraksis, om hvilke oplysninger som skal rapporteres. Der skal bl.a. oplyses om at der er sket en ændring, der skal ske beskrivelse af den foretagne ændring som dækker over både den gamle og nye regnskabspraksis samt baggrunden for ændringen. Der skal endvidere oplyses om den økonomiske betydning for regnskabet, at der ændres regnskabspraksis. Hvis der foreligger tilfælde, hvor ændring i regnskabspraksis har en gennemgribende betydning for regnskabet, skal dette oplyses i ledelsesberetningen, samt at der skal ske forklaring af betydningen af den ændrede regnskabspraksis. Endvidere kan der være tilfælde, hvor det ikke er muligt at tilpasse sammenligningstal tilbage i tid. Dette gør sig især gældende når der er tale om overgangen til dagsværdi, hvor fastsættelsen af dagsværdien i forrige periode kan være forbundet med usikkerhed. I disse tilfælde hvor sammenligningstallene ikke kan ændres, skal der ske indarbejdes et skøn baseret på de forventelige værdier som måtte være påvirket af denne usikkerhed (EY, 2023).

11.1.7 Oplysninger om dagsværdi

For at kunne foretage en dækkende analyse af hvilke oplysninger de forskellige årsrapporter afgiver om investeringsejendommenes indregning og måling, skal det indledningsvist gengives, at investeringsejendomme måles til dagsværdi efter ÅRL § 38. Det følger endvidere af ÅRL § 58 a at der skal oplyses om dagsværdi ultimo i regnskabet samt ændring indregnet i resultatopgørelsen eller dagsværdireserven under egenkapitalen.

Der fremgår tillige af stk. 2 at:

- *“Stk. 2. Måles aktiver eller forpligtelser til dagsværdi, jf. §§ 37-38, og måles dagsværdien ikke på grundlag af observationer på et aktivt marked, skal der oplyses om de centrale forudsætninger, som er anvendt ved beregningen”*

Det fremgår derfor eksplicit af årsregnskabsloven at der skal gives centrale forudsætninger om værdiansættelsen til dagsværdi, såfremt aktivet ikke værdiansættes på baggrund af observationer på et aktivt marked. Det fremgår dog ikke af årsregnskabsloven hvilke kriterier der er for centrale forudsætninger, hvilket lægger op til at regnskabsaflægger selv skal vurdere hvilke oplysninger som findes centrale for værdiansættelsen, samt omfanget af disse oplysninger. Karnovs noter til ÅRL § 58 a, oplyser endvidere at virksomhederne skal rapportere om alle forudsætninger som er nødvendige for at regnskabsbrugere kan vurdere opgørelsen af dagsværdien og nå til samme vurdering af dagsværdien. Som eksempel bliver der ved dagsværdi nævnt at ved brugen af DCF-modellen, skal der oplyses om diskonteringsrente, inflation, tomgang, huslejeniveau og vedligeholdelse.

Disse oplysninger bygger derfor på en subjektiv fortolkning af årsregnskabsloven, som kan underbygges af de forskellige fortolkningsbidrag af loven, fra de forskellige revisionshuse. PwC samt EY opstiller eksempler på centrale forudsætninger som følge af måling til dagsværdi efter ÅRL § 58, stk. 2, når der følges årsregnskabsloven for regnskabsklasse C og D - eksempler herpå kan være (PwC, 2023) & (EY, 2023):

- Afkastmultipel/diskonteringssats
- Tomgang
- Inflationsrater
- Forventede ændringer i lejeniveau
- Vedligeholdelsesomkostninger

Det er altid en skønnet vurdering, hvilke oplysninger som måtte anses som centrale, da årsregnskabsloven ikke udtrykker klare markører for, hvad er må forstås som centrale.

Der vil derfor i følgende gennemgang blive lagt ovenstående oplysninger til grund i analysen af de respektive regnskaber, og deres oplysning om centrale forudsætninger.

11.2 Dagsværdi i specifikke årsrapporter

11.2.1 ATP Ejendomme A/S

ATP Ejendomme er et danskejet ejendomsselskab hvis formål er at eje, udvikle og udleje nogle af landets mest attraktive ejendomme. Ejendomsporteføljen består i alt fra kontorer, erhvervslokaler, domicilejendomme til detail, som primært i beliggende i København, Århus samt Odense.

Årsregnskabet for ATP Ejendomme A/S er aflagt for regnskabsperioden 01 januar til 31 december 2022 efter årsregnskabsloven for bestemmelserne for store klasse C-virksomheder, samt er revideret af Deloitte hvor der er afgivet en blank påtegning.

ATP Ejendomme indregner investeringsejendommene ved første indregning til kostpris. Efterfølgende måles ejendommene til dagsværdi, som værdien er repræsenteret at kunne sælges for på balancedagen til en uafhængig køber. Der er ved værdiansættelsen til dagsværdi valgt at blive benyttet den afkastbaserede model, hvor der ved beregningen bliver lagt lejeindtægter ved fuld udlejning til grund. Herefter fratrækkes de anslåede driftsudgifter, hvor der slutteligt bliver korrigeret for en passende tomgangsleje for ejendommen – se figur 6 nedenfor.

Figur 6 – Noteoplysninger, ATP Ejendomme

Noter

1 Anvendt regnskabspraksis, fortsat

Materielle anlægsaktiver Investerings ejendomme

Investerings ejendomme er ejendomme, som Selskabet besidder for at opnå lejeindtægter og/eller kapitalgevinster. Ejendomme, som indeholder elementer af både domicil- og investerings ejendom, opdeles forholdsmæssigt på de to ejendomstyper efter m².

Investerings ejendomme måles ved første indregning til kostpris, der omfatter ejendommens købspris og eventuelle tilknyttede omkostninger. Efterfølgende måles investerings ejendomme til dagsværdi, der repræsenterer det beløb, som den enkelte ejendom vurderes at ville kunne sælges til på balancedagen til en uafhængig køber. Ved opgørelse af ejendommens dagsværdi anvendes en afkastbaseret model. Ved opgørelse af værdien af hver enkelt ejendom tages udgangspunkt i forventede lejeindtægter ved fuld udlejning af ejendommen og eventuelt reguleret til anslået markedsleje. Forventede drifts-, administrations- og vedligeholdelsesomkostninger fratrækkes. Den herefter beregnede værdi korrigeres for indregnet tomgangsleje for en passende periode samt forventede omkostninger til aptering og større vedligeholdelsesarbejder m.m., ligesom deposita tillægges. Ved beregning af kapitalværdien anvendes et afkastkrav, som fastsættes for de enkelte ejendomme på grundlag af gældende markedsforhold på balancedagen for den pågældende ejendomstype, ejendommens beliggenhed, lejernes bonitet etc., således at afkastkravet vurderes at afspejle markedets aktuelle afkastkrav på tilsvarende ejendomme. Afkastsatsen er fastsat på baggrund af eksterne mæglers bedømmelser af markedsniveauet.

Afholdte omkostninger, der tilfører en ejendom nye eller forbedrede egenskaber i forhold til det tidspunkt, hvor ejendommen blev indregnet som aktiv, og som medfører en forøgelse af dagsværdien opgjort umiddelbart før afholdelse af omkostningerne, tillægges anskaffelsesprisen som forbedringer.

Der er ikke foretaget vurdering af eksterne vurderingsmand på Selskabets ejendomme. Til brug for værdiansættelserne indhenter Selskabet en ekstern vurdering

af markedsleje samt afkastkrav. Disse segmenteres både på ejendommens beliggenhed og kvalitetsniveau.

Reguleringer af investerings ejendommens værdi indregnes netto under posten "værdiregulering af investerings ejendom" i resultatopgørelsen.

Kilde: (ATP Ejendomme, 2022)

Når kapitalværdien der i selskabets årsrapport bliver beregnet kapitalværdien, bliver der benyttet afkastkrav, som bliver oplyst at hidrører fra eksterne mæglers vurdering af markedsforholdene.

Der er således ikke benyttet en ekstern vurderingsmand, men i stedet eksterne mæglers markedsvurderinger som ATP Ejendomme benytter i forbindelse med markedslejeniveau samt afkastkrav, som bliver segmenteret på baggrund af ejendommens beliggenhed og kvalitetsniveau – se figur 7 nedenfor.

Figur 7 – Afkastsats

Investeringsejendomme	3	Afkastbaseret model. Der henvises til note 1 for yderligere beskrivelse	Afkastkrav: 3,610 pct.- 8,100 pct.	En gennemsnitlig forøgelse af afkast- kravet med 0,25 pct-point (25bp) vil reducere dagsværdien af selskabets ejendomme med 854 mio. kr. (2021: 816 mio. kr.)
-----------------------	---	--	--	--

Kilde: (ATP Ejendomme, 2022)

Det nævnes endvidere i noten om dagsværdi, hvorledes der foretages værdiansættelse af ejendommene efter dagsværdihierakiet, hvor der oplyses om de 3 niveauer til dagsværdi – Se figur 8 nedenfor.

Figur 8 – Dagsværdi

Dagsværdi

Dagsværdiansættelsen tager udgangspunkt i det primære marked. Hvis et primært marked ikke eksisterer, tages udgangspunkt i det mest fordelagtige marked, som er det marked, som maksimerer prisen på aktivet eller forpligtelsen fratrasket transaktions- og/eller transportomkostninger.

Alle aktiver og forpligtelser, som måles til dagsværdi, eller hvor dagsværdien oplyses, er kategoriseret efter dagsværdihierarkiet, som er beskrevet nedenfor:

Niveau 1: Værdi opgjort ud fra dagsværdien på tilsvarende aktiver/forpligtelser på et velfungerende marked.

Niveau 2: Værdi opgjort ud fra anerkendte værdiansættelsesmetoder på baggrund af observerbare markedsinformationer.

Niveau 3: Værdi opgjort ud fra anerkendte værdiansættelsesmetoder og rimelige skøn foretages på baggrund af ikkeobserverbare markedsinformationer.

Kilde: (ATP Ejendomme, 2022)

Der bliver i årsrapporten oplyst om, hvilket afkastkrav som bliver lagt til grund for selskabets investeringsejendomme, som fremgår at være i et interval mellem 3,6 % til 8,1 %, ligesom der er omtalt hvilke forventninger som ligger til grund for ændringer i lejeniveauet. Der er desuden oplyst i noten, hvilke følsomhed dagsværdien er påvirket af, i tilfælde af en ændring i afkastkravene.

ATP oplyser i deres hoved- og nøgletalsafsnit, hvilken udlejningsprocent som har været gældende i året. Residualen hertil er derfor tomgangsprocenten som der derfor kan anses at blive oplyst omkring.

11.2.2 Jeudan A/S

Jeudan Ejendomme er en af Danmarks største spillere på markedet for ejendoms køb, udvikling samt udlejning. Jeudan har en bredspektret portefølje med både erhverv, herunder detail, kontorer, lager og parkeringshuse mv. men også boligudlejningsejendomme. Porteføljen har en samlet værdi på over 26 milliarder kroner og er primært beliggende i København. Årsregnskabet for perioden 01.01-2022 - 31.12.2022, for Jeudan A/S er aflagt efter International Financial Reporting Standards, som ligeledes er revideret af Deloitte hvor der er afgivet blank påtegning (Jeudan A/S, 2022).

Når der i årsregnskabet for 2022 præsenteres investeringsejendomme, er dette indledningsvist gjort ved indregning til kostpris. Den efterfølgende måling er sket til dagsværdi, hvor der bliver anvendt den afkastbaserede model. Der bemærkes ligeledes at der ikke bliver anvendt en ekstern vurderingsmand til værdiansættelsen. Når der foretages ændringer i dagsværdien af ejendommene, bliver dette indregnet over resultatopgørelsen (Jeudan, 2022).

I årsrapportens noter om dagsværdiregulering, kan det læses at kun to ejendomme værdiansættes ved DCF modellen, grundet hjemfaldspligt. Hvorimod øvrige ejendomme er værdiansat ved den afkastbaserede model, hvortil det ligeledes fremgår af noten hvilke forudsætninger der er lagt til grund. Som det fremgår af noten for dagsværdiregulering af investeringsejendomme, sker målingen på baggrund af et detaljeret budget for den enkelte ejendom for det kommende driftsår, som herefter er korrigeret for enkeltstående begivenheder som udsving i værdiansættelsen.

Jeudan A/S har for sine ejendomme værdiansat efter den afkastbaserede model, anvendt følgende elementer i figur 9:

Figur 9 – Afkastberegning

1 +	Årlige lejeindtægter
2 +/-	Eventuel regulering af eksisterende leje til anslået markedsleje
3 -	Driftsomkostninger
4 -	Ind- og udvendig vedligeholdelse
5 -	Administration
=	Nettoresultat (sum af 1 til 5)
6 /	Afkastprocent
=	Kapitaliseret nettoresultat (nettoresultat / 6)
7 +	Refusionssaldi
8 -	Korrektioner til dagsværdi
=	Dagsværdi (kapitaliseret nettoresultat + 7 - 8)

Kilde: (Jeudan A/S, 2022)

Af ovenstående figur kan aflæses at der fremgår 8 forskellige punkter som bliver benyttet i værdiansættelsen til dagsværdi. Disse 8 punkter er i årsrapporten specificeret for hvert af de 8 punkter, hvor Jeudan har beskrevet hvilke forudsætninger som ligger til grund, som det fremgår af figur 10, fra årsrapporten.

*Figur 10 – Afkastforudsætninger***1. VÆSENTLIG REGSKABS PRAKSIS, REGSKABSMÆSSIGE SKØN OG VURDERINGER (FORTSAT)****1. ÅRLIGE LEJEINDTÆGTER**

Modellen tager udgangspunkt i de forventede lejeindtægter for det kommende år. For ledige arealer er markedslejen forsigtigt anslået. Der medtages eventuelle øvrige indtægter fra ejendommens drifts- og energiregnskaber.

2. REGULERING TIL MARKEDSLEJE

I ejendomme, hvor Jeudan vurderer at den faktiske leje afviger væsentligt fra markedslejen, reguleres den aktuelle leje til den forventede genudlejningsleje.

3. DRIFTSOMKOSTNINGER

Samtlige faktiske driftsomkostninger fratrækkes. De omfatter blandt andet skatter og afgifter, forsikringer, serviceabonnementer, renholdelse, ejendomsservice, forsyning, ejerens andel af drifts- og energigudgifter etc.

4. IND- OG UDVENDIG VEDLIGEHOLDELSE

En væsentlig andel af vedligeholdelsesomkostningerne på erhvervs-ejendomme afholdes af kunderne, men det kan variere afhængigt af de konkrete kontraktvilkår. Til løbende udvendig vedligeholdelse hensættes på erhvervs-ejendomme gennemsnitlig DKK 30 pr. m² årligt (2021: DKK 30 pr. m²). På erhvervslejemål hensættes der ikke til løbende indvendig vedligeholdelse, da disse udgifter afholdes af kunderne.

For så vidt angår ejendomme, hvor boligreguleringsloven og lejeloven fastsætter lovpligtige hensættelser, anvendes disse hensættelser til både ind- og udvendig vedligeholdelse, i alt ca. DKK 130 pr. m² årligt (2021: DKK 130 pr. m²).

Udover hensættelser til løbende vedligeholdelse foretages reservationer til indretning af ledige lejemål og eventuelle udvendige renoveringsprojekter på ejendommene. Reservationerne beregnes på grundlag af konkrete projekter eller erfaringstal og fradrages i ejendommens opgjorte markedsværdi jf. nedenfor pkt. 8.

5. ADMINISTRATION

Til administration af ejendomme hensættes et beløb, der er baseret på erfaringer om faktisk anvendte omkostninger. Der er gennemsnitligt hensat 2 % af lejeindtægterne (2021: 2 %).

6. AFKASTPROCENT

Afkastprocenten fastsættes af Jeudan på grundlag af dels udviklingen i markedsforholdene for den pågældende ejendomstype og ejendommens beliggenhed, dels erfaringer ved finansiering, køb og salg, og dels ændringer i – og vurderinger af – den enkelte ejendoms forhold.

For at vurdere udviklingen i markedsforholdene anvender Jeudan blandt andet følgende kilder:

- Jeudan præsenterer løbende for nye ejendomsinvesteringer. Henvendelserne kommer fra ejendomsrådgivere, realkredit- og finansieringsinstitutter samt ejendomsinvestorer. I denne proces kan Jeudan vurdere markedsafkastet og øvrige væsentlige faktorer for de forskellige ejendomssegmenter, dels for investeringer Jeudan selv foretager, dels for transaktioner som foretages af andre investorer, hvor Jeudan har detaljeret kendskab til de konkrete ejendommers forhold.
- Jeudan optager løbende finansiering hos de finansielle samarbejdspartnere (realkredit- og finansieringsinstitutter), der har en betydelig markedsandel af realkreditfinansiering i Danmark. I forbindelse hermed gennemfører långiverne en selvstændig vurdering af hver enkelt ejendom. Yderligere afholder direktionen og/eller ledelsen i Finans møde med de finansielle samarbejdspartnere hvert kvartal, hvor blandt andet prisudviklingen på investeringsmarkedet og udlejningsmarkedet drøftes. Igennem en længere årrække – også i 2022 – har institutternes vurderinger i finansieringssøjemet i al væsentlighed svaret til både Jeudans egne vurderinger og anskaffelsessummer på nye investeringer.

Kilde: (Jeudan A/S, 2022)

Det skal herefter undersøges, hvorvidt Jeudan oplyser om de centrale forudsætninger som ligger til grund for dagsværdien af investeringsejendommene. Jeudan oplyser i note 1, pkt. 6, jf. ovenfor, omkring den fastsatte afkastprocent. Som det fremgår af pkt. 6 i note 1, er der en

udførlig beskrivelse af hvilke parametre som er blevet benyttet i fastsættelsen af afkastniveauet. Det fremgår at der bliver fastsat afkast på baggrund af markedsforhold, samt at der løbende bliver sparret med erhvervsmæglere samt med realkreditinstitutter og banker som er eksponerede mod ejendomsmarkedet, ligesom der løbende foretages en analyse af de konkrete markedsforhold, for at kunne tilpasse værdien på balancedagen. Jeudan præsenterer endvidere forskellige afkastintervaller for den samlede portefølje jf. figur 11. Det fremgår heraf hvor stor en andel af den samlede portefølje, og hvilket afkast som de er værdiansat på baggrund af. Der vurderes derfor at der i årsrapporten bliver afgivet en fyldestgørende rapportering af afkastniveau.

Figur 11 – Afkastintervaller

Interval for anvendte afkastprocenter	Andel af portefølje	Gennemsnitligt afkast	Gennemsnitlig pris pr. m ²
Afkastprocent: Over 8,00 %	0,3 %	8,5 %	10.336
Afkastprocent: 7,00 % til 7,99 %	1,1 %	7,2 %	9.260
Afkastprocent: 6,00 % til 6,99 %	1,3 %	6,6 %	10.965
Afkastprocent: 5,50 % til 5,99 %	0,0 %	5,6 %	38.542
Afkastprocent: 5,00 % til 5,49 %	1,8 %	5,2 %	17.350
Afkastprocent: 4,50 % til 4,99 %	3,6 %	4,6 %	34.090
Afkastprocent: 4,25 % til 4,49 %	4,8 %	4,3 %	23.405
Afkastprocent: 4,00 % til 4,24 %	13,9 %	4,1 %	31.004
Afkastprocent: 3,75 % til 3,99 %	24,4 %	3,8 %	47.351
Afkastprocent: 3,50 % til 3,74 %	41,7 %	3,5 %	48.060
Afkastprocent: < 3,50 %	7,1 %	3,0 %	45.523
Samlet for porteføljen	100,0 %	3,8 %	37.431

Tabellen viser fordelingen af anvendte afkastprocenter på hele porteføljen samt den gennemsnitlige pris pr. m².

Kilde: (Jeudan A/S, 2022)

Jeudan oplyser ingen steder i noten, hvorledes de forholder sig til en tomgang og hvorledes denne tomgang har en indvirkning på porteføljens værdiansættelse. Tomgangen bliver udelukkende sporadisk nævnt i den øvrige del af årsrapporten, som et led i beskrivelsen af ejendomsmarkedet i København, og de forskellige segmenters tomgangsprocenter. Der bliver dog i stedet oplyst om udlejningsprocenten i årsrapporten, og hvilken udlejningsprocent som gør sig gældende for selskabets portefølje pr. 31.12.2022. Jeudan havde ultimo 2022 en udlejningsprocent på 97,7 % hvorimod den i 2021 lå på 98,5 %, svarende til et fald på 0,9 %. Jeudan oplyser endvidere om deres ændringer i lejeniveauet, samt en følsomhedsanalyse heraf. Det fremgår af følsomhedsanalysen, hvilke værdier som kan udledes af årsregnskabet pr. 31.12.2022. Herefter er de selvsamme værdier opgjort, blot ved et fald eller en stigning i leje pr. m², samt hvilken påvirkning dette har på værdien. Jf. figur 12.

Jeudan benytter endvidere data fra erhvervsmæglere, herunder Colliers, til at præsentere udviklingen i markedslejen igennem tiden, for at kunne vise en trend for niveauet på markedslejen. Dette er kombineret med redegørelsen om regulering af lejeindtægter fra år til år, som benchmark for det efterfølgende års lejeniveau.

Figur 12 – Følsomhedsanalyse

Ejendomsporteføljen - ændring af leje pr. 31. december 2022							
	Årslejen ændres med (DKK mio.)	Ændring dagsværdi (DKK mio.)	Dagsværdi (DKK mio.)	Dagsværdi pr. m ² (DKK)	Egenkapital (DKK mio.)	Indre værdi pr. aktie (DKK)	Egenkapital- andel
Årsregnskab							
Investeringsejendomme			34.316				
Igangværende projekter			323				
Investeringsejendomme							
I alt			34.639	34.992	13.308	240	35,9 %
Lejen pr. m² stiger:							
Lejen pr. m ² stiger med DKK 20	19	488	35.127	35.484	13.688	247	36,5 %
Lejen pr. m ² stiger med DKK 30	29	732	35.371	35.731	13.878	250	36,7 %
Lejen pr. m ² stiger med DKK 40	38	976	35.615	35.977	14.069	254	37,0 %
Lejen pr. m ² stiger med DKK 50	48	1.220	35.859	36.224	14.259	257	37,2 %
Lejen pr. m² falder:							
Lejen pr. m ² falder med DKK 20	-19	-487	34.152	34.499	12.927	233	35,3 %
Lejen pr. m ² falder med DKK 30	-29	-731	33.908	34.253	12.737	230	35,1 %
Lejen pr. m ² falder med DKK 40	-38	-975	33.664	34.006	12.547	226	34,8 %
Lejen pr. m ² falder med DKK 50	-48	-1.219	33.420	33.760	12.356	223	34,5 %

Kilde: (Jeudan A/S, 2022)

Dernæst bør der oplyses om vedligeholdelsesomkostninger på ejendommene. Der fremgår af note 1, pkt. 4, en beskrivelse af indvendig- og udvendig. Jeudan benytter en gennemsnitspris på 30 kr. pr. m² pr år, for den udvendige vedligeholdelse af erhvervsejendommene. Der bliver ikke hensat til indvendig vedligeholdelse, da de kontraktretlige forhold forpligter lejer til at afholde disse udgifter. Der bliver derimod benyttet en gennemsnitspris på 130 pr. m² for boligudlejningsejendommene, for både den indvendige og udvendige vedligeholdelse af ejendommene. Der bliver således både oplyst om opdelingen af vedligeholdelsesudgifter på henholdsvis erhverv og bolig. Ligesom der bliver oplyst sammenligningstal for vedligeholdelsesudgifterne pr. m² fra året før.

11.2.3 Dades A/S

Dades A/S er et af Danmarks største ejendomsinvesteringsselskaber, med en portefølje på 109 ejendomme fordelt på erhverv, storcentre og boligprojekter med en samlet værdi på over 27 mia. kr. (Dades A/S, 2022).

Dades A/S har aflagt årsrapport for perioden 01.07.2021 - 30.06.2022 efter IFRS, som er revideret af Deloitte, hvortil der i øvrigt er udtrykt en blank revisionspåtegning. Dades investeringsaktiviteter i ejendomme foregår primært i butikcentre som f.eks. WAVES og Ro's Torv i Roskilde. Derudover findes også boligprojekter som befinder sig i hele landet, dog primært centreret om de store danske byer som København, Århus og Odense. Derudover har Dades også investeringer i erhvervsejendomme i Storkøbenhavn, hvor de besidder f.eks. Glaskuben og Krystallen i indre by, samt Winghouse i Ørestad, ligesomt de i øvrigt besidder erhvervsejendomme i de øvrige større danske byer.

Det kan herefter nævnes, at Dades indledningsvist indregner ejendommene til kostpris, hvor der efterfølgende sker måling til dagsværdi. Denne værdiansættelse tager udgangspunkt i en DCF-model med anvendelse af en 10-årig periode.

Af nedenstående, figur 13 fra note 2 i Dades' årsrapport, fremgår der både hvilket interval afkastkrav som porteføljen befinder sig i, i hvert enkelt segment. Der fremgår ligeledes det vægtede afkast pr. 30.06.2022 for de enkelte segmenter. Derudover findes sammenligningstal for det vægtede afkast pr. 30.06.2021.

Figur 13 – Afkastintervaller for segmenterne

Ejendommenes gennemsnitlige vægtede afkastkrav

AFKASTKRAV I %	AFKASTINTERVAL 30.06.22	VÆGTET AFKAST- KRAV 30.06.22	VÆGTET AFKAST- KRAV 30.06.21
Centersegment	5,32 – 6,86	5,69	5,27
Erhvervssegment	3,25 – 7,50	4,25	4,56
Boligsegment	3,01 – 4,50	3,81	4,02
Samtlige ejendomme	3,01 – 7,50	4,58	4,71

Kilde: (Dades A/S, 2022)

Af årsrapporten kan endvidere læses, at Dades oplyser om den påvirkning på værdiansættelsen af den samlede portefølje, i tilfælde af at afkastkravet reguleres med +/- 0,5, jf. figur 14.

Ved en ændring på 1 % fra laveste til højeste interval i afkastkravet, kan det derfor udledes at porteføljens ejendomsværdi vil ændres fra en værdi på 24 mia. til 31 mia., altså en ændring på 7 mia. kr som følge af en ændring på 1 % i afkastkravet.

Figur 14 – Følsomhedsanalyse

Ændring i afkastkrav og ejendomsværdi, egenkapital samt indre værdi pr. aktie

ÆNDRING	AFKASTKRAV %	EJENDOMSVÆRDI	EGENKAPITAL	INDRE VÆRDI PR. AKTIE
-0,50	4,08	31.104	13.159	211
-0,25	4,33	29.206	11.679	187
Basis	4,58	27.773	10.561	170
0,25	4,83	26.053	9.219	148
0,50	5,08	24.726	8.185	131

Kilde: (Dades A/S, 2022)

Slutteligt fremgår det af regnskabet, at Dades oplyser om intervallet af afkastprocent ift. hvor stor en andel af porteføljen som er målt til dette afkast. Ligesom der bliver oplyst om den gennemsnitlige m2 pris for den pågældende del af porteføljen.

Figur 15 – Afkastintervaller for porteføljeandelen

Fordelingen af anvendte afkastprocenter på hele porteføljen samt den gennemsnitlige pris pr. m²

INTERVAL	ANDEL AF PORTEFØLJE	GNS. AFKAST	GNS. PRIS PR. M²
Afkastprocent: 7,50% og 7,99%	0%	7,50%	7.532
Afkastprocent: 7,00% og 7,49%	0%	7,14%	14.148
Afkastprocent: 6,50% og 6,99%	3%	6,76%	10.601
Afkastprocent: 6,00% og 6,49%	4%	6,20%	13.372
Afkastprocent: 5,50% og 5,99%	19%	5,67%	21.567
Afkastprocent 5,00 % og 5,49 %	9%	5,37%	22.794
Afkastprocent 4,50 % og 4,99 %	11%	4,74%	23.770
Afkastprocent 4,00 % og 4,49 %	15%	4,17%	29.277
Afkastprocent 3,50 % og 3,99 %	31%	3,73%	35.549
Afkastprocent 3,00 % og 3,49 %	8%	3,25%	34.544
Samlet for porteføljen	100%		

Kilde: (Dades A/S, 2022)

Dades forsøger endvidere at opfylde krav om oplysning af centrale forudsætninger, ved at oplyse om tomgangen i porteføljen. Som det fremgår af figur 16 nedenfor, er der oplistet de ikke-observerbare forudsætninger som er anvendt ved opgørelsen af dagsværdien. Som det fremgår af nedenstående tabel, er der for de forskellige segmenter opgjort en udlejningsprocent, på 95 % for centersegmentet og op til 97% på boligsegmentet. Det kan heraf udledes at tomgangsprocenten på tværs af de tre segmenter har været i niveauet mellem 5 % og 3 %.

*Figur 16 – Væsentlige ikke-observerbare forudsætninger***Væsentligste ikke-observerbare forudsætninger anvendt ved opgørelse af dagsværdien**

	LEJE PR. M ² PR. ÅR KR.	UDLEJNINGSPROCENT %	AFKASTKRAV %
2021/22			
Centersegment	1.365	95%	5,69
Erhvervssegment	1.141	96%	4,25
Boligsegment	1.529	97%	3,81
2020/21			
Centersegment	1.326	92%	5,27
Erhvervssegment	1.103	93%	4,56
Boligsegment	1.461	98%	4,02

Kilde: (Dades A/S, 2022)

I forbindelse med omtale om forventede ændringer til lejeniveau i fremtiden, bliver der i årsrapporten nævnt hvilke forventninger der findes til den samlede omsætning i selskabet, dog uden yderligere specifikation af de konkrete ændringer til lejeniveauet. Der omtales i stedet hvorledes Dades anser ejendomsmarkedet og udviklingen på markedet fremover, og hvilke forventninger der ligger i de enkelte segmenter.

Dades oplyser endvidere i årsrapporten om vedligeholdelsesomkostninger som en del af de eksterne ejendomsomkostninger, som bliver omtalt i noten jf. nedenstående figur 17.

Figur 17 – Ejendomsomkostninger

Ejendomsomkostninger
 Eksterne ejendomsomkostninger omfatter forsikringer, reparation og vedligeholdelse, herunder for såkaldte bruttolejekontrakter også skatter og afgifter.

Kilde: (Dades A/S, 2022)

Det kan herefter læses af resultatopgørelsen hvor mange omkostninger som er afholdt til den samlede del af ejendomsomkostningerne. Der kan dog ikke udledes hvilket niveau vedligeholdelsesomkostningerne befinder sig i for de enkelte segmenter, ligesom der ej heller kan udledes hvilket niveau den indvendige eller udvendige vedligeholdelse befinder sig i.

11.2.4 Danica Ejendomme P/S

Danica Ejendomme er Danica Pensions ejendomsben, som er samlet under samme aktivitet, Danica Ejendomme P/S. Der er blevet aflagt regnskab for perioden 01. januar til 31. december 2022. Der er blevet aflagt regnskab i overensstemmelse med årsregnskabsloven, hvor Deloitte har afgivet en bank revisionspåtegning. Danica ejendomme investerer primært i ejendomme i Storkøbenhavn men også i øvrige store danske byer. Segmenterne er primært detail, shopping centre samt øvrige erhvervsejendomme, og en del boligudlejning (Danica Ejendomme P/S, 2022).

Investeringsejendommene er første gang indregnet til kostpris og er efterfølgende blevet målt til dagsværdi. Dagsværdien er for den samlede ejendomsportefølje er fastfast på baggrund af DCF-beregninger (Danica Ejendomme P/S, 2022).

Danica ejendomme oplyser om metoden til beregning af dagsværdien, som er DCF metoden. Diskonteringssatsen bliver ikke oplyst, men i stedet bliver der oplyst om afkastkrav, som indhentes fra ekstern vurderingsmand. Udlejningsprocenten bliver oplyst til at være 88,8 % hvorfor tomgangen forudsættes at være 11,2 %. Der bliver endvidere oplyst om den forventede inflationsrate som antages at være 2 % fremadrettet jf. figur 18 nedenfor.

Figur 18 – Inflationsrate

Investeringsejendomme

Investeringsejendomme indregnes ved køb til kostpris inklusive transaktionsomkostninger og værdiansættes efterfølgende til dagsværdi i overensstemmelse med årsregnskabslovens § 38. Regulering af dagsværdi indregnes i resultatopgørelsen under dagsværdiregulering af investeringsejendomme.

Dagsværdien opgøres ved hjælp af en DCF model, hvor forventningen til afkastet modtages halvårligt fra eksterne vurderingsmænd. Dagsværdien fastsættes ud fra en systematisk vurdering af de enkelte ejendomme baseret på ejendommens forventede afkast, og i overensstemmelse med bilag 7 til Finanstilsynets bekendtgørelse om finansielle rapporter for forsikringselskaber og tværgående pensionskasser.

De anvendte afkastkrav afhænger af beliggenhed, ejendomstype og anvendelsesmulighed, indretning og vedligeholdelsesstand samt lejekontrakternes løbetid, lejeregulering og lejerens bonitet. De anvendte afkastkrav varierer individuelt i mellem 3,48% og 8,0%. Derudover indgår der i beregningerne aktuelle budgætter for vedligehold o.l., forventet langsigtet inflation på 2,0 % samt estimeret tomgang lejekontrakterne reguleres årligt efter de individuelle betingelser i kontrakterne, hvilket som oftest er ift. udviklingen i netto-prisindekset.

Kilde: (Danica Ejendomme P/S, 2022)

Der bliver ikke direkte i årsrapporten anført hvilke forventer der er til lejeniveauet. Dog er der beregnet følsomhed på baggrund af fald i huslejeniveauet på 5 %, som det fremgår af figur 19 nedenfor.

Figur 19 – Ændring i porteføljeværdi

Effekt på aktivernes værdi, mio. kr.:

Et fald på fem procent i det gennemsnitlige lejeniveau

-45

Kilde: (Danica Ejendomme P/S, 2022)

I resultatopgørelsen er samlet en post for eksterne omkostninger vedrørende investeringsejendomme. Ad figur 20 fra noteoplysningerne fremgår at reparation- og vedligeholdelsesomkostninger indgår i regnskabsposten som helhed, og derfor ikke er specificeret yderligere, hvorfor der ikke kan læses specifikke omkostninger afholdt til vedligeholdelse.

*Figur 20 – Eksterne omkostninger***Eksterne omkostninger vedrørende investeringsejendomme**

Indeholder omkostninger forbundet med drift og administration af investeringsejendomme, reparation og vedligeholdelse samt ejendomsskatter, afgifter og andre omkostninger, som ikke betales af lejerne.

Kilde: (Danica Ejendomme P/S, 2022)

Det kan heraf konkluderes at Danica Ejendomme ikke overholder samtlige krav til at oplyse om centrale forudsætninger, som ligger til grund for værdiansættelsen. Det kan derfor ligeledes antages at en regnskabsbruger ville finde det problemfyldt at nå til samme værdiansættelse, ud fra de oplyste forudsætninger.

11.2.5 Bach Gruppen Ejendomme A/S

Bach Gruppen Ejendomme A/S som har hovedsæde i Viborg er en af Danmarks største ejendoms- og udviklingsselskaber, som tæller en portefølje af mere end 60 selskaber og en egenkapital på over én milliard kroner. Bach Gruppen har og er involveret i markante projekter som Bryggens Bastion og Bølgen i Vejle. Selskabet besidder både boligudlejningsejendomme, erhvervsejendomme og blandet benyttede ejendomme.

Årsrapporten er aflagt for perioden 01.01.2022 til 31.12.2022, og er aflagt efter årsregnskabsloven for klasse C virksomheder. Årsregnskabet er revideret af Beierholm og der er afgivet en blank revisionspåtegning.

Selskabets investeringsejendomme bliver indregnet til kostpris og efterfølgende måling sker til dagsværdi. Selskabet anvender desuden normalindtjeningsmetoden/den afkastbaserede

værdiansættelsesmetode for at værdiansætte porteføljen, hvor afkastet er fastsat til 4,5 – 10 %.

Se figur 21 nedenfor, for eksempel på ét segments noteoplysning på afkast.

Figur 21 – Noteoplysning om afkast

Boligejendomme:

Selskabets boligejendomme består af boboelsesejendomme og parcelhuse som er beliggende i Viborg og omegn.

Opgørelsen af dagsværdien på boligejendommene er baseret på et normaliseret driftsresultat på t.DKK 31.063 og afkastkrav i intervallet 4,50%-8,00%. Der er på balancedagen budgetteret med lejeindtægter for det kommende år på t.DKK 36.213. Dagsværdien af selskabets boligejendomme udgør på balancedagen t.DKK 654.783.

Kilde: (Bach Gruppen Ejendomme A/S, 2022)

Selskabet oplyser ikke om konkrete udlejningsprocenter, ligesom der ikke bliver oplyst om tomgangsprocenter for enkelte eller den samlede portefølje. Der bliver i årsrapporten heller ikke oplyst om forventede ændringer i lejeniveauet, ligesom der heller ikke er oplyst om vedligeholdelsesomkostninger på ejendommene.

Det kan heraf konkluderes at Bach Ejendomme A/S ikke overholder samtlige krav til at oplyse om centrale forudsætninger, ifm. Med værdiansættelsen til dagsværdi. Selskabet benytter dog den afkastbaserede metode som kræver færre forudsætninger end DCF-metoden. Dog vurderes oplysningerne om centrale forudsætninger for genberegning for mangelfyldte.

11.3 Delkonklusion

Ud fra ovenstående gennemgang kan det udledes, at nogle af de største danske ejendomsselskaber, indregner ejendommene til kostpris, og efterfølgende måling sker til dagsværdi. Værdiansættelsen af ejendommene i selskaberne sker ved enten den afkastbaserede metode eller ved DCF-modellen. Det er endvidere blevet påsat i de fem selskabers regnskab, hvorvidt det vurderes at de opfylder kravet om at oplyse om centrale forudsætninger jf. ÅRL § 58 a, stk. 2, for ejendomme målt til dagsværdi, hvor der ikke findes et aktivt marked, som der kan ske værdiansættelse efter.

I vurderingen af oplysninger om centrale forudsætninger, er der blevet lagt PwC og EY' opfattelse til grund for gennemgangen, og hvilke krav disse revisionshuse anser for centrale.

Det kan, for de første tre selskaber nævnes, at graden af oplysninger var omfangsrige og gav regnskabsbrugere mulighed for selv at foretage en vurdering af værdien. Dog manglede der enkelte forudsætninger ved oplysning af dagsværdiberegningerne, som gik igen i alle selskaber, for at opfylde krav om rapportering om centrale forudsætninger. Dog uden at der var sammenfald de oplysninger som manglede.

Det kan ligeledes nævnes at gennemgangen af de to sidste selskaber, har givet anledning til at det vurderes, at oplysningerne om centrale forudsætninger ikke har været tilstrækkelige, i en sådan grad at der kunne ske genberegning af værdierne af regnskabsbrugerne.

11.4 Komparativ case analyse af kostpris og dagsværdi

I det følgende vil afsnit vil der blive foretaget en komparativ analyse af kostpris og dagsværdi, med det formål at påse værdier af identiske ejendomme. Selskabet og ejendommen som bliver taget udgangspunkt i, bliver tilvejebragt ved fiktive forudsætninger.

11.4.1 Kostpris

Ejendomsselskab DK erhverver en ejendom i 2022, som erhverves til en samlet værdi af 10.000.000, - Der er i forbindelse med erhvervelsen blevet benyttet 10.000, - på omkostninger ved handlen og 100.000, - på forbedringer. Fordelingen ser derfor ud som nedenstående:

Tabel 1 – Kostpris

Tilgang 2022	
Grund	3.000.000,00
Ejendom	7.000.000,00
Vedligehold	1.000.000,00
omk. Ved anskaffelse	10.000,00
kostpris i alt	11.010.000,00

Kilde: Egen tilvirkning

Der skal herefter fastsættes scrapværdi, levetid og afskrivningsmetode.

Der bliver anlagt en scrapværdi for boligudlejningsejendommen på 50 % af kostprisen, samt en levetid på 50 år. Der bliver desuden afskrevet ved den lineære metode.

Afskrivningsgrundlaget samt de årlige afskrivninger ser derfor ud som nedenfor.

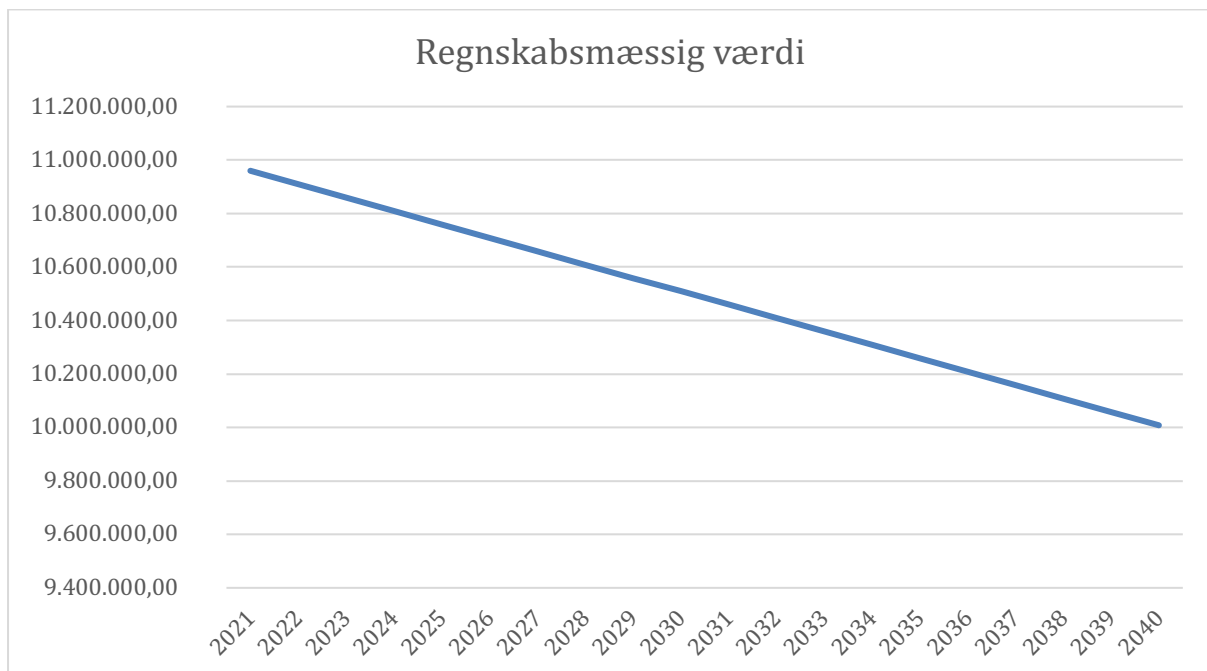
Tabel 2 - Afskrivning

Afskrivningsgrundlag	2.505.000,00
Årlige afskrivninger	50.100,00

Kilde: Egen tilvirkning

Afskrivningsgrundlaget bliver fastsat på baggrund af kostprisen, hvor der afskrives på 50 %, da scrapværdien er 50 %. Derefter fratrækkes grundværdien på 3.000.000. Der er i afskrivningsgrundlaget medtaget vedligeholdelsesomkostninger samt omkostninger ved anskaffelse. Afskrivningsgrundlaget divideres derefter med 50, da af ejendommen er fastsat til 50 års levetid. Den regnskabsmæssige værdi af ejendommen primo 2021 er derfor 10.959.900,- Som det ses nedenfor, er der foretaget fremtidige lineære afskrivninger for en 20 årig periode, hvor det kan læses, at den regnskabsmæssige værdi af ejendommen i 2040 er 10.008.000, - Nedenstående eksempel er dog under forudsætning af, at der ikke forekommer tilgange på ejendommen, og den derfor bliver kontinuerligt afskrevet i værdi.

Figur 22 – Regnskabsmæssig værdi over tid (kostpris)



Kilde: Egen tilvirkning

Det er i forbindelse med ovenstående figur værd at nævne, at alle forudsætninger om kostpris som scrapværdi, afskrivning og brugstid også baseret på et ledelsesmæssigt skøn. Det der dog er kendetegnet ved kostpris og de lineære afskrivninger, er at de er systematiske og planlagte.

Der er derfor ikke uforudsete udsving eller værdiændringer i ved den regnskabsmæssige værdi løbende.

11.4.2 Dagsværdi

For at kunne fastforetage en fuldstændig og retvisende beregning af dagsværdien af en tilsvarende ejendom, bliver der taget udgangspunkt i EDC Erhvervs markedsrapport for gennemsnitlige værdier. Der bliver benyttet normalindtjeningsmetode/den afkastbaserede metode, hvor værdiansættelsen sker på baggrund af driftsresultatet og afkastkravet. Der vil desuden ikke blive taget højde for særlige forhold ved værdiansættelsen.

For indtægter og udgifter er der antaget nedenstående værdier:

Tabel 3 – Indtægter og udgifter

Indtægter	
Bruttoleje	400.000,00
Udlejningsprocent	95%
Nettoleje	380.000,00

Udgifter	
Skatter og afgifter	9.000,00
Administration	10.000,00
Forsikring	15.000,00
Vedligehold	15.000,00
I alt	49.000,00
Driftsresultat	331.000,00

Kilde: Egen tilvirkning

Ved ovenstående værdier som antages, følger der herefter nedenstående beregnede værdi for den gennemsnitlige leje for 350 kvm.

Tabel 4 – Leje pr. kvm

Kvm	350
Leje pr. Kvm	1.142,86

Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses af tabel 4 og beregningen heraf, giver ejendommen en gennemsnitlig leje på 1.142,- pr. kvm. Dette er i overensstemmelse med EDC Erhvervs markedsrapport, hvor niveauet

befinder sig mellem 1.000 - 1.300, - pr. kvm i Aalborg. Dette er naturligvis afhængigt af hvilken ejendomstype som udlejes, som f.eks. ældre, nyere eller fuldt udviklede ejendomme (EDC Erhverv, 2023).

Der skal herefter fastsættes et passende afkastkrav for ejendommen, som ligeledes stemmer overens med gældende afkastkrav for markedsaktører. For tilsvarende ejendomme med en gennemsnitlig leje pr. kvm på 1.100 – 1.300, - findes der ligeledes afkastkrav i intervallet 4,5 % til 6 % (EDC Erhverv, 2023).

Ud fra nedenstående værdier for afkastkrav er der herefter beregnet en regnskabsmæssige værdi af ejendommen på baggrund af begge afkastniveauer som

Tabel 5 – Afkastkrav

Afkastkrav primær	4,5%
Afkastkrav tertiær	6%

Kilde: (EDC Erhverv, 2023)

Tabel 6 – Dagsværdi

Regnskabsmæssig værdi, primær	7.355.555,56
Regnskabsmæssig værdi, tertiær	5.516.666,67

Kilde: Egen tilvirkning

Som det bemærkes af den regnskabsmæssige værdi ovenfor, er der en betydelig forskel i denne værdi, kontra den regnskabsmæssige værdi ved måling til kostpris, hvor der for det primære afkastkrav er en forskel på 3.604.344, -

Ovenstående beregning af den regnskabsmæssige værdi ved afkastberegning kan som bekendt være meget volatil i sit output ved små ændringer i input. For at illustrere dette, og samtidig demonstrere dagsværdien som tilsvarende kostpris, er der foretaget nedenstående følsomhedsberegning.

Tabel 7 – Følsomhed for afkast

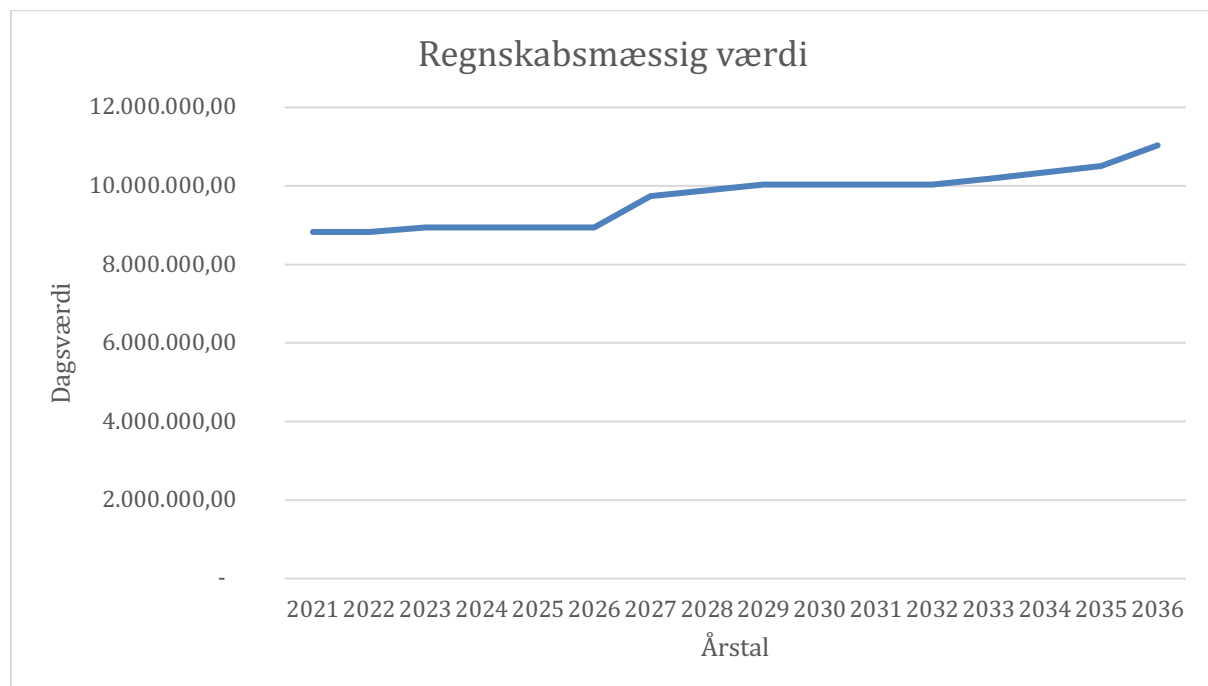
Følsomhed				
	3%	4%	5%	6%
	11.033.333,33	8.275.000,00	6.620.000,00	5.516.666,67

Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses ovenfor er den regnskabsmæssige følsom på 5.516.666, - overfor en afkastændring på 3 %. Denne ændring i afkastkravet er naturligvis først og fremmest påvirket af ejendommens beliggenhed, som ligger i intervallet fra 3 % til 8 % alt efter hvilken landsdel den pågældende boligudlejningsejendom er placeret (EDC Erhverv, 2023). Dertil kommer mindre ændringer i afkastkravet, som kan skyldes ejendomsspecifikke forhold, som i sidste ende påvirker værdiansættelsen mere eller mindre væsentligt.

Den regnskabsmæssige værdi af dagsværdien er således påvirket af generelle makroøkonomiske faktorer som påvirker værdien. I en analyse tilbage i tid, foretaget af Realkredit Danmark, bemærkes det hvordan det gennemsnitlige afkastkrav over en 10 årig periode har ændret sig. Dette gennemsnitlige afkastkrav har over perioden været i faldende samlet 0,75 % (Realkredit Danmark, 2019). Denne ændring over tid i afkastkravet er i nedenstående figur blevet benyttet som antagelse om fremtidige værdier, med ovenstående afkastberegning som grundlag.

Figur 23 – Regnskabsmæssig værdi over tid (dagsværdi)



Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses af figur 23, er der på baggrund af den historiske udvikling i afkastniveauet sket en tilsvarende forøgelse af den beregnede regnskabsmæssige værdi af dagsværdien. Der ses også hvordan værdien fra år til år ændres på en mindre systematisk måde og er mere præget af volatilitet i værdien.

11.5 Delkonklusion

Det kan ud fra ovenstående to regneeksempler for både kostpris og dagsværdi ses, at der er betydelig diskrepans mellem den regnskabsmæssige værdi af kostpris og af dagsværdi af den selvsamme ejendom. Det vil derfor have en stor betydning over tid, hvilken værdi der måles til for en identisk investeringsejendom. Det er dog væsentlige at bemærke, at der for begge metoder er ledelsesmæssige skøn i opgørelsen af de konkrete værdier, som gør det til en subjektiv vurdering af den konkrete ejendoms case, som gør problemfyldt at sammenligne de to målemetoder på et fuldstændigt og objektivt grundlag.

12. Dagsværdi eller kostpris?

12.1 Generelle usikkerheder

Som nævnt tidligere, er de centrale forudsætninger ikke underlagt objektive kriterier jf. ÅRL § 58, stk. 2, som gør det nemt for regnskabsaflægger at forstå krav samt rapportere om forudsætninger for beregningen af dagsværdien.

Dette afføder derfor en diskussion om, hvilke oplysninger som efter lovens ordlyd er centrale. Men ligeledes, hvorvidt det for regnskabsbruger udgør et væsentligt behov for at udtrykke et retvisende billede af selskabets aktiver, herunder investeringsejendomme.

De centrale forudsætninger hænger tæt sammen med et retvisende billede, som netop er dette som der rapporteres ud fra. Dette lægger derfor op til en diskussion af, hvem der er primær regnskabsbruger af selskabets regnskab, og hvilken rolle det spiller. For selskaber i branchen for ejendomsinvestering kan der være alt fra banker og kreditgivere, samt investorer og aktionærer, til at det er beboere i ejendommene og samarbejdspartnere og offentlige myndigheder. Der er derfor stor forskel i regnskabsbrugernes forventning til regnskabet.

Det kan herefter diskuteres hvorledes et retvisende billede bedst muligt gives, når der ikke bliver givet fuldstændige oplysninger for værdiansættelsen, jf. revisionshusenes forståelse af centrale forudsætninger. Ligesom det kan skabe en undren at der i visse tilfælde kun bliver oplyst delvist om informationer, som ingenlunde skaber et fuldstændigt billede af værdiansættelsen og ej heller giver regnskabslæser mulighed for at efterregne eventuelle værdier. Det kan imidlertid diskuteres hvorvidt manglende oplysninger om værdiansættelsen

er i overensstemmelse med ÅRL § 13, punkt 1 & 3 om klarhed og om at alle relevante forhold skal indgå i årsrapporten, når essentielle værdier for selskabets største aktiver ikke kan efterregnes. Det følger endvidere at ÅRL § 12, stk. 3, at årsrapporten skal udarbejdes så den omfatter forhold som for regnskabsbruger normalt anses for relevante, hvorfor forudsætninger for en værdiansættelse må anses som dette. Det kan modsætningsvis også være en afvejning fra regnskabsaflægger om, hvornår der sker en over- eller en underrapportering i regnskabet, og derved en tvivl om hvornår der bliver givet tilstrækkelig eller utilstrækkelig mængde oplysninger. Der kan samtidig også rejses tvivl om, hvorfor man som regnskabsaflægger ikke skulle være interesseret i at give regnskabsbruger et fuldstændigt billede af værdiansættelsen, da der hverken indgår forretningshemmeligheder eller andre oplysninger som ikke burde blive delt med offentligheden. Regnskabsaflæggelsen skal naturligvis ikke være til skade for selskabet selv, men samtidig opfylde grundlæggende krav i ÅRL § 13. Så hvordan rammer selskabet en mellemvej som både har selskabets interesser for øje, men samtidig har regnskabsbruger forventninger og årsregnskabslovens krav in mente.

12.2 En investors synspunkt

Det har i takt med at regnskabsreguleringen har udviklet sig, og at den regnskabsmæssige begrebsramme har tilpasset sig, givet anledning til at virksomheder kan vælge at måle til dagsværdi fremfor til historisk kostpris. Der ligger naturligvis en stor forskel i de respektive målemetoder hvorfor der må sættes spørgsmålstejn ved beslutning- samt regnskabsnyttens af de forskellige metoder.

Regnskabsteoretisk kan den historiske kostpris og dagsværdi kan bedst beskrives på baggrund af den præsentationsorienterede og den formueorienterede regnskabsteori. Når der bliver målt til kostpris, vil dette være sig for den præstationsorienterede teori hvor aktiviteter i året er medgået i resultatopgørelsen, balancen i stedet har en sekundær rolle, til at kunne videreføre og præsentere ressourcer som ikke er brugt i året og som i stedet bliver præsenteret ved slutningen af året, som også er et forsøg på at følge matchingprincippet, hvor aktiverne i balancen også bliver målt til kostpris. Det kan modsætningsvis argumenteres for at dagsværdi har en værdimæssig betydning for regnskabet da den i året pågældende aktivitet har haft effekt på dagsværdien af aktivet. Dagsværdi målingen bliver en bestanddel af regnskabet i balancen som det kommer sig til udtryk ved den formueorienterede regnskabsteori, hvor et resultat af en værditilvækst eller afgang er et udtryk for den ændring i nettoaktiver (Banghøj, m.fl., 2009).

Den historiske kostpris menes at være udtryk for historiske og systematiske data, som ligeledes er forventelige i hvordan aktiver fremover bliver præsenteret i regnskabet, udelukkende på baggrund af systematikken i de historiske data.

Dagsværdi bliver derimod anset som en metode som egner sig bedst til at fremsætte prognoser om fremtiden for aktivet. Dette gøres på baggrund af værdiansættelsesmetoderne, som antager værdi om fremtiden til at udtrykke det mest retvisende billede af aktivets dagsværdi pr. 31.12. Ved dagsværdi bliver der gjort antagelser om indtægter og udgifter forbundet med aktivet, og derfor også hvorledes de fremtidige pengestrømme for virksomhedens aktiv genereres. Der bliver endvidere givet værdifulde informationer om aktivet og hvilke forudsætninger som lægges til grund for værdiansættelsen, som ikke på samme måde bliver præsenteret ved den historiske kostpris (Banghøj, m.fl., 2009).

I et 'metastudie' foretaget for at belyse historisk kostpris versus dagsværdi, er der blevet taget udgangspunkt i beslutningsværdien af regnskabet på baggrund af om der er blevet benyttet historisk kostpris eller om der er blevet benyttet dagsværdi. Studiet har dog haft det udgangspunkt, at det har været ud fra et investorsynspunkt. Der er i forskellige studier blevet lagt forskellige kriterier til grund, som et succeskriterium for, om der foretrækkes historisk kostpris eller dagsværdi. Nogle studier har anlagt aktiekurs som succeskriterium som målestok for, hvad der er mest foretrukket af metoderne kostpris eller dagsværdi, også kaldet værdirelevansstudier. Denne type af studier, er der i omtalte metastudie blevet belyst 23 af (Banghøj, m.fl., 2009).

Summen af de forskellige studier går på, at der er en overvejende grad er en tilslutning til at dagsværdi skaber den største beslutningsnytte for regnskabet ud fra investorsynspunkt.

I samme metastudie fremgår der udpluk af øvrige studier hvor der er måles til historisk kostpris frem for øvrige metoder. Disse studiers resultater viser endvidere også at der fra et investorssynspunkt, er bredere tilslutning til regnskaber som ikke anvender historisk kostpris (Banghøj, m.fl., 2009).

Fælles for alle studierne er dog, at der tages udgangspunkt i specifikke typer af aktiver, hvorfor der ikke kan siges at være en direkte sammenhæng til ejendomme indregnet til kostpris eller

dagsværdi. Studierne har taget udgangspunkt i finansielle poster, hvor der er bred enighed om målegrundlag, som værende dagsværdi for finansielle poster.

I forlængelse af nærværende gennemgang af disse studier, er der endvidere foretaget spørgeskemaundersøgelse i metastudiet, hvor der er undersøgt hvilke målegrundlag som er at foretrække. Denne undersøgelse dækker dog over en bredere del af poster, da der også er undersøgt hvorledes man forholder sig til materielle aktiver (Banghøj, m.fl., 2009).

Konklusionen herpå er, at der for investorer og analytikere er en bred enighed om at dagsværdi er at foretrække, overfor kostpris. Dog med den undtagelse, at der spottes tendenser om, at aktiver som immaterielle og anlægsaktiver, hvor der ikke findes et aktivt marked som der kan ske værdiansættelse på baggrund af, foretrækkes den historiske kostpris. Der må derfor kunne udledes at det i høj grad bygger på, hvorledes der findes et aktivt marked, hvor værdiansættelsen kan fastsættes validt på, som det f.eks. gør sig gældende med finansielle aktiver som noterede aktier, der kan måles pålideligt på en børs. Det er derfor afhængigt af hvilket aktiv som gør sig gældende, ift. hvilken måleattributter som skaber den højest mulige regnskabsnytte for regnskabsbrugeren, samt endvidere hvorvidt der foreligger et marked, hvorpå aktivet kan måles pålideligt (Banghøj, m.fl., 2009).

13. Konklusion

Som afslutning på projektet kan det konkluderes, at der findes specifikke bestemmelser, som tilsiger krav for indregning og måling af investeringsejendomme i et regnskab, hvor disse betingelser er udtrykt i ÅRL § 37. Investeringsejendomme, som er blevet indregnet til dagsværdi efter ÅRL § 37, er tillige omfattet af de i ÅRL § 58a anførte bestemmelser om oplysningskrav for måling til dagsværdi. Af ÅRL § 58 a, stk. 2, fremgår det netop, at regnskabsaflæggere skal oplyse om centrale forudsætninger, der ligger til grund for dagsværdien, herunder værdiansættelsesberegningen, hvis dagsværdien ikke fastsættes på baggrund af observationer fra et aktivt marked. Det kan konkluderes, at de mest hyppige beregningsmetoder er den afkastbaserede metode samt DCF-metoden, når der er tale om måling til dagsværdi for investeringsejendomme. Det er netop disse centrale forudsætninger for værdiansættelsen, som regnskabsaflæggere skal oplyse om.

Regnskabsaflæggere er selv i stand til at vælge, hvilken beregningsmetode, der skal ligge til grund for værdiansættelsen. Det gør sig gældende ved begge beregningsmetoder, at de ikke udelukkende er baseret på observerbare inputs som regnskabsbrugere kan læse sig til i regnskabet. Metoderne indeholder derfor høj grad af ledelsesmæssigt skøn for de inputs som bruges til beregningerne, og som netop også er dem som regnskabsaflæggere positivt skal oplyse om. I relation til valget af beregningsmetode, overvejes omfanget af inputs som regnskabsaflægger er i besiddelse af ift. hvilken metode, der bør anvendes. Den afkastbaserede metode er derfor at foretrække for mindre komplekse regnskabsaflæggere og investeringsejendomme, hvorimod DCF-metoden indeholder flere inputs som bør være passende til kompleksitetsgraden af den pågældende investeringsejendom og regnskabsaflæggeren i øvrigt. Inputs til begge metoder bygger derfor på to dele. Den ene del er regnskabsaflæggerens egne data, hvor den anden del af inputs bygger på data, der er præget af ledelsesmæssigt skøn og markedsmæssige forhold, som f.eks. forventede lejestigninger, inflationsniveauer, tomgangsprocenter mv. Selvom oplysningerne gerne skal være så objektive som muligt og afspejle markedsmæssige tendenser og forventninger, vil analyserne, som ligger til grund for disse inputs alligevel være præget af en grad af subjektivitet og heraf skøn.

Det kan endvidere konkluderes, at når der bliver aflagt årsrapport, som sker efter årsregnskabsloven, skal regnskabsaflægger aflægge regnskab under hensyntagen til bl.a. ÅRL § 12 om et retvisende billede og ÅRL § 13 stk. 1 & 3 om klarhed og relevans for oplysninger som indgår. Det ligger heri, at regnskabsaflægger skal forsøge at oplyse om centrale forudsætninger på en måde, som giver et retvisende billede og indeholder en vis klarhed samt at alle oplysninger, som er relevante for regnskabsbruger til at kunne efterregne værdiansættelsen, er oplyst.

Det kan ligeledes udledes, at brugen af kostpris kontra dagsværdi bygger på den præsentationsorienterede eller formueorienterede regnskabsteori, og måden hvorpå regnskabsaflægger vælger at præsentere indtjening og aktiver. Dagsværdi kan derfor siges at være et udtryk for den formueorienterede, hvorimod kostpris er for den præsentationsorienterede regnskabsteori.

Afslutningsvis kan det konkluderes, at der findes udfordringer ved værdiansættelsen af investeringsejendomme i form af de forudsætninger, der anvendes til beregningerne, således der kan udtrykkes et retvisende billede om dagsværdien af investeringsejendommen. De

formelle krav til oplysninger som årsregnskabsloven indeholder, findes at være uklare samt bygge på et skøn om, hvad definitionen af centrale forudsætninger indeholder. Ligesom der ikke findes at være klar overensstemmelse mellem revisionshusenes opfattelse og regnskabsaflæggers opfattelse af omfang og præcision af centrale forudsætninger.

14. Kildeliste

- Andersen, m.fl. (2021) Eksternt regnskab som samfundsaktivitet og fagdisciplin, *Finansiel rapportering*. 6. udgave (s. 21 ff).
- Andersen, m.fl. (2021) Begrebsrammens opbygning og indhold, *Finansiel rapportering* (s. 204)
- Andersen, m.fl. (2021) Begrebsrammens opbygning og indhold, *Finansiel rapportering* (s. 204 ff)
- EDC Erhverv (2023) *Market Update Q1 2023* (s. 5)
- EY (2022/2023). Lovens opbygning - byggeklodsmodellen, *Indsigt i årsregnskabsloven 2021/2022* (s. 30)
- EY (2022/2023). Lovens opbygning - byggeklodsmodellen, *Indsigt i årsregnskabsloven 2021/2022* (s. 33)
- EY (2022/2023). Grundlæggende krav til årsrapporten, *Indsigt i årsregnskabsloven* (s. 58)
- EY (2022/2023). Grundlæggende krav til årsrapporten, *Indsigt i årsregnskabsloven* (s. 59)
- EY (2022/2023). Grundlæggende krav til årsrapporten, *Indsigt i årsregnskabsloven* (s. 60)
- EY (2022/2023). Grundlæggende krav til årsrapporten, *Indsigt i årsregnskabsloven* (s. 63)
- Karnov (2022). Karnovs note til årsregnskabsloven § 11. (Note 37)
- Realkredit Danmark (2019) *Afkastkravet på boligudlejningsejendomme synes at have stabiliseret sig på et lavt niveau* (Tabel 5)
- PwC (2023). Materielle anlægsaktiver, *Regnskabshåndbogen 2023* (s. 199 ff.)
- PwC (2023). Investeringssejendomme, *Regnskabshåndbogen 2023* (s. 224 ff.)
- PwC (2023). Oplysninger og præsentation, *Regnskabshåndbogen 2023* (s. 247 ff.)
- PwC (2023). Definition og klassifikation, *Regnskabshåndbogen 2023* (s. 252 ff.)
- Deloitte (2022). *IFRS-introduktion til de internationale regnskabsstandarder*. (Senest opdateret 2022)
- Peregrine & Yanow (2012) *Interpretive research design: Concepts and processes*. 2. Udgave. Taylor & Francis Ltd. Forlag (s. 34 ff.)
- FSR (2022). Investeringssejendomme, *Regnskabsvejledning 2022* (s. 78) Fundet på:

- <https://www.fsr.dk/Files/Files/Dokumenter/Faglig/Regnskab/Dokumenter/Danske%20regnskabsvejledninger/RV%20for%20BogC%20okt%2022/Regnskabsvejledningens%20tekstdel.pdf>
- BDO (2020) *Depechen-artikel: Værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi*. 27. maj 2020. Fundet på:
 - <https://www.bdo.dk/da-dk/faglig-info/depechen/depechen-artikler-2020/vaerdiansaettelse-af-investeringsejendomme-til-dagsvaerdi>
- Erhvervsstyrelsen (2009). *Vejledning om: Måling (værdiansættelse) af ejendomme*. (Senest opdateret 2009). Fundet på:
 - <https://erhvervsstyrelsen.dk/vejledning-maaling-vaerdiansaettelse-af-ejendomme>
- Skattestyrelsen (2019). *DCF-modellen, version 1.4* (Senest opdateret 21.04.2019). Fundet på:
 - <https://skat.dk/data.aspx?oid=1813207>
- Ejendom Danmark (2021): *Værdiansættelse af investeringsejendomme* (senest opdateret marts 2021). Fundet på:
 - https://ejd.dk/app/uploads/2021/03/Slides_mar21.pdf
- ATP Ejendomme (2022): *Årsrapport 2022*. Fundet på:
 - <https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/17261649?fritekst=ATP%2520ejendomme&sideIndex=0&size=10>
- Jeudan A/S (2022) *Årsrapport 2022*. Fundet på:
 - <jeudan-aarsrapport-2022-1.pdf>
- Banghøj, J., Holm, J. W., Plenborg, T., & Østrup, J. (2009). *Historisk kostpris versus dagsværdi: Belyst ved investorer og analytikeres holdninger*. Department of Accounting and Auditing, Copenhagen Business School. Fundet på:
 - https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/58953154/WP_2009_02_1_.pdf
- Dades A/S (2022) *Årsrapport 2022*. Fundet på:
 - <https://dades.dk/finans/>
- Dansk Industri (2022) *Usikkerhed er den helt store vækstbarriere i 2023*.

- Fundet på: <https://www.danskindustri.dk/arkiv/analyser/2022/12/usikkerheder-den-helt-store-vakstbarriere-i-2023/>
- Tv2 (2022) *Danske aktier i stort fald*
 - Fundet på: <https://nyheder.tv2.dk/business/2022-05-09-danske-aktier-i-stort-fald>
- Colliers (2023) *Colliers Markedsrapport 2023*
 - Fundet på:
<https://colliers.cld.bz/Colliers-Markedsrapport-2023/50/>

15. Figurfortegnelse

Figur 1 - Danmarks Nationalbank (Marts 2023) *Stigende indlånsrenter i kølvandet på høj inflation*

- Fundet på:
https://www.nationalbanken.dk/da/statistik/find_statistik/Documents/Rentestatistik%20for%20penge-%20og%20realkreditinstitutter/Bank%20og%20realkredit_20230502.pdf

Figur 2 - Danmarks Statistik (3. kv. 2022) *Prisfald på boligmarkedet*

- Fundet på:
<https://www.dst.dk/da/Statistik/nyheder-analyser-publ/nyt/NytHtml?cid=39912>

Figur 3 - Flowchart for projektets opbygning

- Kilde: Egen tilvirkning

Figur 4 - Beslutningstræ for ejendomsklassifikation

- Kilde: (PwC, 2023)

Figur 5 - Dekomponering af ejendom

- Kilde: (EY, 2023)

Figur 6 – Noteoplysninger, ATP Ejendomme

- Kilde: (ATP Ejendomme, 2022)

Figur 7 – Afkastsats

- Kilde: (ATP Ejendomme, 2022)

Figur 8 – Dagsværdi

- Kilde: (ATP Ejendomme, 2022)

Figur 9 – Afkastberegning

- Kilde: (Jeudan A/S, 2022)

Figur 10 – Afkastforudsætninger

- Kilde: (Jeudan A/S, 2022)

Figur 11 – Afkastintervaller

- Kilde: (Jeudan A/S, 2022)

Figur 12 – Følsomhedsanalyse

- Kilde: (Jeudan A/S, 2022)

Figur 13 – Afkastintervaller for segmenterne

- Kilde: (Dades A/S, 2022)

Figur 14 – Følsomhedsanalyse

- Kilde: (Dades A/S, 2022)

Figur 15 – Afkastintervaller for porteføljeandelen

- Kilde: (Dades A/S, 2022)

Figur 16 – Væsentlige ikke-observerbare forudsætninger

- Kilde: (Dades A/S, 2022)

Figur 17 – Ejendomsomkostninger

- Kilde: (Dades A/S, 2022)

Figur 18 – Inflationsrate

- Kilde: (Danica Ejendomme P/S, 2022)

Figur 19 – Ændring i porteføljeværdi

- Kilde: (Danica Ejendomme P/S, 2022)

Figur 20 – Eksterne omkostninger

- Kilde: (Danica Ejendomme P/S, 2022)

Figur 21 – Noteoplysning om afkast

- Kilde: (Bach Gruppen Ejendomme A/S, 2022)

Figur 22 – Regnskabsmæssig værdi over tid (kostpris)

- Kilde: Egen tilvirkning

Figur 23 – Regnskabsmæssig værdi over tid (dagsværdi)

- Kilde: Egen tilvirkning

16. Tabelfortegnelse

Tabel 1 – Kostpris

- Kilde: Egen tilvirkning

Tabel 2 – Afskrivning

- Kilde: Egen tilvirkning

Tabel 3 – Indtægter og udgifter

- Kilde: Egen tilvirkning

Tabel 4 – Leje pr. kvm

- Kilde: Egen tilvirkning

Tabel 5 – Afkastkrav

- Kilde: (EDC Erhverv, 2023)

Tabel 6 – Dagsværdi

- Kilde: Egen tilvirkning

Tabel 7 – Følsomhed for afkast

- Kilde: Egen tilvirkning