

Cand.merc.aud.-studiet

Aalborg Universitet

Kandidatafhandling 2012



Revision af investeringsejendomme til dagsværdi - fokus på værdiansættelsen

Udarbejdet af: Torben Sand

Vejleder: Hans B. Vistisen

Forord

Dette speciale er udarbejdet i forbindelse med afslutning af Cand.merc.aud-uddannelsen på Aalborg Universitet 2012.

Specialet er en selvstændig opgave, hvorigennem der foretages en demonstration af selvstændig analyse, anvendelse og behandling af teori samt refleksioner i den forbindelse, herunder forklaring og anvendelse af relevante definitioner, begreber, metoder, regler og standarder.

Denne opgave vil omhandle revision og regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme. Emnet er meget relevant og aktuelt i forhold til en statsautoriseret revisors arbejdsområde, da det volatile ejendomsmarked medfører større udfordringer end tidligere for revisor i forbindelsen med virksomhedernes aflæggelse af regnskaberne.

Informationsindsamling er stoppet d. 31. januar 2012.

Løgstør, den 27. april 2012

Torben Sand

Indholdsfortegnelse

INDHOLDSFORTEGNELSE.....	1
1. PROBLEMFORMULERING.....	5
1.1 INDLEDNING.....	5
1.2 PROBLEMSTILLING	5
1.3 PROJEKTSTRUKTUR.....	8
1.4 METODE.....	9
1.5 AFGRÆNSNINGER.....	11
2. REGNSKABSMÆSSIG BEHANDLING EFTER DE DANSKE REGNSKABSREGLER.....	12
2.1 BEGREBSRAMME EFTER DANSKE REGLER.....	12
2.2 EJENDOMSKATEGORIER	12
2.3 REGNSKABSMÆSSIG BEHANDLING AF KATEGORIERNE	12
2.4 ÅRSREGNSKABSLOVEN – RELEVANTE PARAGRAFFER	13
2.5 REGNSKABSVEJLEDNING 16.....	14
2.5.1 DEFINITIONER OG FORMÅL MED EJENDOMMENE	15
2.5.2 INDREGNING I ÅRSREGNSKABET.....	16
2.5.3 MÅLING I ÅRSREGNSKABET	16
2.5.4 PRÆSENTATION OG OPLYSNING I ÅRSRAPPORTEN	18
2.6 GÆLDSFORPLIGTELSE EFTER DANSKE STANDARDER.....	20
2.6.1 INDREGNING OG MÅLING AF GÆLDSFORPLIGTELSE	20
2.6.1.1 EKSEMPEL PÅ INDREGNING OG MÅLING	20
2.6.3 OPLYSNINGER OG PRÆSENTATION	21
2.7 PRAKSIS - REGNSKABSMÆSSIG BEHANDLING INDENFOR KONCERN.....	21
2.8 OPSAMLING OMKRING ÅRSREGNSKABSLOVEN SAMT REGNSKABSVEJLEDNINGERNE	22
2.9 KOMMENTARER	23
3. REGNSKABSMÆSSIG BEHANDLING EFTER DE INTERNATIONALE STANDARDER.....	24
3.1 OMFATTEDE VIRKSOMHEDER.....	24
3.2 REGNSKABSMÆSSIG BEHANDLING AF INVESTERINGSEJENDOMME	24
3.3 REGNSKABSMÆSSIG BEHANDLING AF GÆLDSFORPLIGTELSE	26
3.4 OPLYSNINGER OM DAGSVÆRDI- OG KOSTPRISMODELLEN	28
3.5 OPSAMLING.....	28
3.6 IFRS-BEKENDTGØRELSEN.....	28
4. SAMMENLIGNING AF DE DANSKE REGLER OG DE INTERNATIONALE STANDARDER	29
5. OPGØRELSE AF DAGSVÆRDI.....	30
5.1 NORMALINDTJENINGSMODELLEN	31
5.1.1 FASE 1.....	31
5.1.2 FASE 2.....	31
5.1.3 FASE 3.....	34

5.1.4 ILLUSTRATION AF FAKTORERNES PÅVIRKNING I NORMALINDTJENINGSMODELLEN.....	35
5.1.5 VÆRDIANSÆTTELSE EFTER NORMALINDTJENINGSMODELLEN I PRAKSIS.....	36
5.1.5.1 JEUDAN A/S	36
5.1.5.2 NORDICOM A/S.....	37
5.2 DISCOUNTED-CASH-FLOW-MODEL	38
5.2.1 BESTEMMELSE AF DISKONTERINGSFAKTOREN	38
5.2.2 PERIODEN.....	39
5.2.3 ILLUSTRATION AF FAKTORERNES PÅVIRKNING I DISCOUNTED-CASH-FLOW-MODELLEN	42
5.2.4 VÆRDIANSÆTTELSE EFTER DISCOUNTED-CASH-FLOW-MODELLEN I PRAKSIS	43
5.3 KOMMENTARER OMKRING VÆRDIANSÆTTELSE	44
6. GENNEMSIGTIGHED I REGNSKABET	46
6.1 NØGLETAL	46
6.2 REGNSKABSBRUGER I FORHOLD TIL REGNSKABET	47
7. UDVIKLINGEN PÅ EJENDOMSMARKEDET I DANMARK.....	49
7.1 MARKEDSRAPPORTER	49
7.2 DET REELLE AFKAST EFTER AFKASTTYPE OG ERHVERVSTYPE.....	49
7.3 UDVIKLINGEN I EJENDOMSINVESTERINGSELSKABER.....	51
7.3.1 GENNEMGANG AF ESSEX INVEST HOLDING APS.....	51
7.3.1.1 INDREGNING OG MÅLING AF INVESTERINGSEJENDOMME.....	51
7.3.1.2 UDVALGTE TAL TIL ANALYSEFORMÅL FOR KONCERNEN ESSEX INVEST HOLDING APS	53
7.3.2 GENNEMGANG AF JEUDAN A/S	54
7.3.2.1 INDREGNING OG MÅLING AF INVESTERINGSEJENDOMME.....	54
7.3.2.2 UDVALGTE TAL TIL ANALYSEFORMÅL FOR KONCERNEN JEUDAN A/S.....	56
7.3.3 GENNEMGANG AF NORDICOM A/S.....	58
7.3.3.1 INDREGNING OG MÅLING AF INVESTERINGSEJENDOMME.....	58
7.3.3.2 UDVALGTE TAL TIL ANALYSEFORMÅL FOR KONCERNEN NORDICOM A/S	60
7.3.4 UDVIKLINGEN I SELSKABERNE	62
8. REVISIONSSTANDARDE I FORHOLD TIL EJENDOMSBRANCHEN	62
8.1 ISA 200 – DEN UAFHÆNGIGE REVISORS OVERORDNEDE MÅL OG REVISIONENS Gennemførelse i OVERENSSTEMMELSE MED ISA’ERNE.	62
8.2 ISA 230 – REVISIONSDOKUMENTATION.....	64
8.3 ISA 300 – PLANLÆGNING AF REVISION AF REGNSKABET	65
8.4 ISA 315 - IDENTIFIKATION OG VURDERING AF RISICI FOR VÆSENTLIG FEJLINFORMATION IGENNEM FORSTÅELSE AF VIRKSOMHEDEN OG DENS OMGIVELSER.....	66
8.4.1 VIRKSOMHEDEN OG DENS OMGIVELSER	67
8.4.2 BRANCHEN.....	67
8.4.3 REGULERINGSMÆSSIGE FAKTORER	68
8.4.4 ANDRE EKSTERNE FAKTORER.....	69
8.4.5 VIRKSOMHEDENS ART.....	70
8.4.6 VIRKSOMHEDENS VALG OG ANVENDELSE AF REGNSKABSPRAKSIS.....	72

8.4.7 VIRKSOMHEDENS MÅL, STRATEGIER OG TILKNYTTED E FORRETNINGSRISICI	72
8.4.8 MÅLING OG GENNEMGANG AF VIRKSOMHEDENS REGNSKABSMÆSSIGE PRÆSTATION	77
8.4.9 FORSTÅELSE AF INTERN KONTROL	77
8.4.9.1 KONTROLMILJØ.....	78
8.4.9.2 VIRKSOMHEDENS RISIKOVURDERINGSPROCES	80
8.4.9.3 INFORMATIONSSYSTEMET OG KOMMUNIKATION	80
8.4.9.4 KONTROLAKTIVITETER	81
8.4.9.5 OVERVÅGNING AF KONTROLLER.....	82
8.5 ISA 320 – VÆSENTLIGHED VED PLANLÆGNING OG UDFØRELSE AF EN REVISION	83
8.5.1 VÆSENTLIGHEDSNIVEAU	83
8.5.2 FASTLÆGGELSE AF VÆSENTLIGHEDSNIVEAUET I PRAKSIS	85
8.6 ISA 330 – REVISORS REAKTION PÅ VURDEREDE RISICI - CLARIFICERET	88
8.7 ISA 500 – REVISIONSBEVIS.....	90
8.8 ISA 540 – REVISION AF REGNSKABSMÆSSIGE SKØN, HERUNDER REGNSKABSMÆSSIGE SKØN OVER DAGSVÆRDI, OG TILKNYTTED E OPLYSNINGER	92
9. REVISION AF INTERNE KONTROLLER I EJENDOMSBRANCHEN	97
9.1 RESULTATOPGØRELSEN	98
9.1.1 INTERN BENCHMARK – DADES AS	100
9.1.2 DRIFT CONTRA BUDGET – DADES AS	100
9.2 BALANCEN	100
9.2.1 DEBITORER	100
9.2.2 INVESTERINGSEJENDOMME	101
9.2.3 TILKNYTTET GÆLD	103
9.2.4 AFSLUTNING	103
10. REVISION AF INVESTERINGSEJENDOMME.....	103
10.1 LØBENDE REVISION.....	104
10.2 REVISION AF INVESTERINGSEJENDOMME MÅLT TIL DAGSVÆRDI PÅ BALANCEN	105
10.3 REVISION AF INVESTERINGSEJENDOMME MÅLT TIL DAGSVÆRDI I RESULTATOPGØRELSEN	113
10.4 REVISION AF INVESTERINGSEJENDOMMENES TILKNYTTED E GÆLD.....	116
10.5 REVISION AF OMRÅDET I ØVRIGT	119
10.5.1 UDBYTT E OG EGENKAPITAL	119
10.5.2 INDREGNING/OVERTAGELSESTIDSPUNKT	119
10.5.3 VÆRDIANSÆTT E LSE VED BYTTEHANDLER	120
10.5.4 FORSIKRINGER	120
11. AFSLUTNING AF REVISIONEN	121
11.1 GOING CONCERN.....	121
11.2 EFTERFØLGENDE BEGIVENHEDER	121
11.3 FEJLINFORMATION	121
11.4 SKRIFTLIG BEKRÆFT E LSE.....	122
11.5 REGNSKABSMÆSSIG BEHANDLING	123

11.6 ØVRIGE OPLYSNINGER	123
11.7 KONKLUSION	123
11.8 RAPPORTERING	123
12. KONKLUSION	124
13. PERSPEKTIVERING	130
13.1 FORTSAT DRIFT (GOING CONCERN).....	130
14. SUMMARY – INVESTMENT PROPERTY	136
15. LITTERATURLISTE.....	140
15.1 BØGER OG PUBLIKATIONER.....	140
15.2 ARTIKLER - INTERNET	141
15.3 REGNSKABER	144
15.4 ANDET	144

1. Problemformulering

1.1 Indledning

Finanskrisen gør værdiansættelsen af ejendomme særdeles svær, da ejendomsmarkedet er blevet mere uforudsigeligt end tidligere.

Finanskrisen har både ramt den enkelte boligejer og selskaber med mange ejendomme. Bank- og real-kreditsektoren er vigtig i forhold til finansiering af ejendomsmarkedet, da der ved køb af ejendomme opstår et stort finansieringsbehov. På baggrund af banksektorens oplevelser med ejendomsspekulanter, er de blevet meget opmærksomme på, om kredittager er kreditværdig. Dette har medført, at det er blevet sværere for ejendomsselskaber at låne penge. Denne udvikling har mindsket efterspørgslen på ejendomme, hvilket kan medføre store værdifald på ejendommene. Den mindre efterspørgsel medfører både prisfald og få handler. Værdiansættelsen bliver herigennem en større udfordring, da der ikke er den tidligere sete stabilitet.

De store ændringer i værdien på ejendommene samt regnskabslæsers opmærksomhed på regnskaberne, herunder banksektorens fokus på konsolideringen i de virksomheder, som ønsker at låne eller allerede har lånt likvider, har øget opmærksomheden på værdiansættelsen af ejendommene i regnskabet.

Regnskaberne kan være afgørende for, om virksomheden har mulighed for at fortsætte sin drift. Gælden kan i vidt omfang observeres, mens værdiansættelsen af ejendommene ofte vil være afgjort ud fra skøn. Revisor har derved en meget vigtig opgave med at give en sikkerhed for, at det er ejendommenes reelle værdi samt de korrekte tilhørende gældsforpligtelser, som præsenteres i regnskabet, således der gives et retvisende billede af virksomhedens økonomiske stilling.

På baggrund af ovennævnte, er revisionen af investeringsejendomme, herunder den regnskabsmæssige behandling og værdiansættelsen heraf særdeles interessant.

1.2 Problemstilling

Formålet med specialet er at afklare, hvordan revisor kan foretage revision af investeringsejendomme i årsrapporten med særlig fokus på måling til dagsværdi. Heri ønskes et indblik i den regnskabsmæssige behandling samt værdiansættelse af ejendomme.

For at belyse denne problemstilling ønskes følgende spørgsmål besvaret:

- *Hvordan defineres investeringsejendomme?*

Det er væsentligt at få defineret investeringsejendomme indledningsvist, således det er afklaret, hvilke ejendomme, der behandles. Ligeledes har definitionen/formålet med ejendommene betydning for den regnskabsmæssige behandling.

- *Hvordan er de regnskabsmæssige regler for indregning og måling af investeringsejendomme i årsrapporten efter henholdsvis de danske regnskabsregler og IFRS/IAS'erne?*

De regnskabsmæssige regler for indregning og måling er væsentlige i forhold til revisionen, da revisor skal kontrollere, at der indregnes og måles korrekt i forhold til den anvendte begrebsramme. Behandlingen vil tage udgangspunkt i Årsregnskabsloven, Regnskabsvejledning 16 og IAS 40 samt IFRS-bekendtgørelsen.

- *Hvilke teoretiske værdiansættelsesmodeller kan anvendes til at værdiansætte investerings ejendommene, og hvordan anvendes de i praksis?*

Da der ikke altid kan observeres handler med lignende investeringsejendomme, kan det være nødvendigt at værdiansætte ejendommene til dagsværdi på anden vis. Det er derfor særdeles relevant at påse, hvilke værdiansættelsesmodeller, der kan anvendes i praksis. Dette skyldes, at revisor skal kunne vurdere, om værdiansættelsen af ejendommene er foretaget i overensstemmelse med den regnskabsmæssige begrebsramme og samtidig vide, hvilke faktorer, der påvirker værdiansættelsen, og i hvilken grad de påvirker. For at belyse dette, vil der blive gennemgået teoretiske modeller og eksempler fra praksis.

- *Hvilke branchespecifikke nøgletal findes der?*

Da der i 2010 udkom en ny udgave af Anbefalinger & Nøgletal fra Den Danske Finansanalytikerforening med et særskilt afsnit rettet mod investeringsejendomme, er det interessant at se, hvilke nøgletal det drejer sig om og om de kan anvendes ved revisionen.

- *Hvilke regnskabsbrugere skal der tages hensyn til?*

Da årsrapporten skal udarbejdes, således den støtter regnskabsbrugerens økonomiske beslutninger samtidig med, at revisor gennem sin erklæring giver en sikkerhed om regnskabet, er det vigtigt at få klarlagt, hvilke regnskabsbrugere virksomheden henvender sig til.

- *Hvordan har udviklingen været på det danske ejendomsmarked?*

For revisor er det væsentligt at have kendskab til markedets udvikling, da investeringsejendommenes værdi i regnskaberne forventes at følge det generelle markedes udvikling i en vis grad. Markedets udvikling vil blive belyst efter afkasttype og erhvervstype (butikker, kontor, industri, bolig og øvrige erhverv).

- *Analyse af udvalgte årsrapporter med henblik på indregning, måling, præsentation samt udviklingen med hensyn til soliditet, herunder ejendommenes belåning i de seneste år.*

I forlængelse af markedets udvikling er det interessant at belyse udviklingen i udvalgte selskaber, for at se om virksomhedernes værdiansættelse af investeringsejendommene følger markedet, samt om de lever op til den anvendte regnskabsmæssige begrebsramme med hensyn til indregning og måling samt præsentation, herunder oplysninger om usikkerheder samt de branchespecifikke nøgletal. Herudover er

det interessant at belyse målingens betydning for virksomhedernes friværdi i ejendommene og soliditet i virksomheden. Der vil blive taget udgangspunkt i større selskaber, herunder et selskab fra regnskabsklasse C-stor og to selskaber fra regnskabsklasse D.

- *Hvilke revisionsstandards er aktuelle i forbindelse med investeringsejendomme?*

For revisor kan udføre revisionen, skal det klarlægges, hvilke revisionsstandards, der har betydning i forbindelse med revision af investeringsejendomme.

For at relatere de aktuelle standards til investeringsejendommene, vil de væsentligste blive gennemgået sammenholdt med branchen for investeringsejendomme. Dette medvirker til en sammenhæng mellem de teoretiske standards og forholdene i branchen. Gennemgangen vil belyse revisors overordnede mål, herunder belyses revisionsrisikoen og revisionsdokumentationen. Der vil blive set på planlægningen af revisionen. Ligeledes vil der blive set på risici for væsentlig fejlinformation gennem forståelse af virksomheden og dens omgivelser med udgangspunkt i branchen som helhed, herunder forretningsrisici. Væsentlighedsniveauets fastlæggelse, revisors reaktioner på vurderede risici og revisionsbeviser vil blive belyst.

- *Hvilke interne kontroller er relevante i forbindelse med investeringsejendomme?*

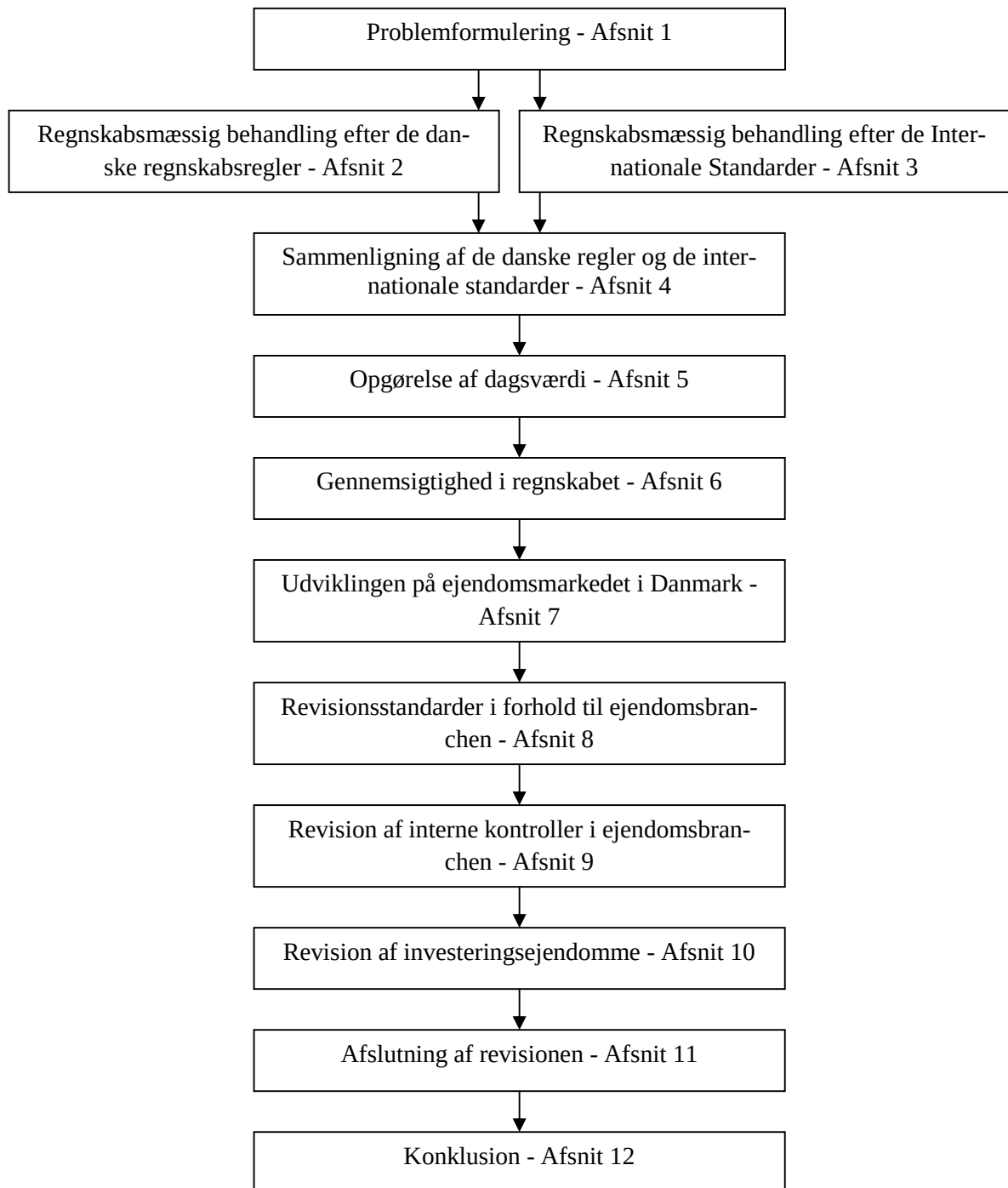
For at revisionen kan udføres effektivt, er det relevant at klarlægge, hvilke interne kontroller, der kan være effektive i forbindelse med revision af investeringsejendomme.

Der vil blive foretaget en teoretisk gennemgang af, hvad en effektiv intern kontrol er. Dette vil blive belyst ud fra eksempler.

- *Hvordan kan investeringsejendomme revideres, herunder resultatopgørelse, balance og noter?*

For at give et indblik i den praktiske revision, vil der blive udarbejdet en revisionsplan i forhold til investeringsejendommene til dagsværdi på aktiv siden. Desuden vil der blive foretaget gennemgang af de væsentligste områder i resultatopgørelsen, den tilknyttede gæld og noterne. Revisionen skal ses i forlængelse af gennemgangen af de aktuelle ISA'er.

1.3 Projektstruktur



1.4 Metode

Problemstillingen vil blive belyst ud fra teori og praksis. Redegørelsen for den regnskabsmæssige behandling vil tage udgangspunkt i relevante regnskabslove og standarder. Den teoretiske del vil danne udgangspunkt for en praktisk del, hvor der laves et fiktivt eksempel på anvendelsen, for at illustrere påvirkningen fra dagsværdireguleringen. Endvidere vil væsentlige forskelle mellem de danske og internationale regler blive analyseret og kommenteret.

Værdiansættelsen vil blive belyst ud fra 2 teoretiske afkastbaserede modeller, her Normalindtjeningsmodellen og Discounted Cash Flow modellen, da disse anbefales i "Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber". Udover den teoretiske gennemgang, vil der blive inddraget eksempler fra anvendelsen i praksis. Dette vil omfatte selskaberne Jeudan A/S, Nordicom A/S og DADES AS. Endvidere vil der blive udarbejdet fiktive eksempler til illustration af faktorernes påvirkning i modellen.

I forbindelse med gennemsigthed i årsrapporten er de branchespecifikke nøgletal relevante. De branchespecifikke nøgletal vil kort blive gennemgået, således der kan henvises hertil i regnskabsanalysen. Gennemsigtheden ved bl.a. nøgletallene skal ses i forhold til regnskabsbrugerne. Derfor vil der med udgangspunkt i teorien blive set på, hvilke regnskabsbrugere, der er i praksis ved investeringsejendomsselskaber.

Udviklingen på markedet vil blive belyst ud fra offentliggjorte tal fra IPD Dansk Ejendomsindeks, hvilke anbefales i "Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber" til anvendelse som benchmark. Udviklingen vil danne udgangspunkt for sammenligningen med analysen af udviklingen i praksis. Praksis vil blive belyst ud fra udviklingen i Essex Invest Holding ApS, Jeudan A/S og Nordicom A/S. Selskaberne er udvalgt således, at de er påvirket i forskelligt omfang af krisen. I forbindelse med gennemgangen af regnskaberne vil der indledningsvis blive set på, om den regnskabsmæssige behandling er i overensstemmelse med teorien. Dette er en del af revisionen, da revisor skal kontrollere, at den anvendte begrebsramme er anvendt korrekt. Ligeledes vil dette vise, hvor der eventuelt er mangler i praksis.

Efter den første del omkring den regnskabsmæssige behandling er gennemgået ud fra teori og analyse af praksis, vil der blive set på relevante teoretiske revisionsstandarder. Revisionsstandarderne vil løbende blive relateret til investeringsejendomsbranchen, således der i den teoretiske gennemgang indrages forhold fra branchen. Samtidig vil der blive inddraget specifikke forhold fra større ejendomsselskaber, således der også gives et indblik i praksis, når dette anses for at kunne supplere teorien. Ligeledes vil de interne kontroller blive relateret til ejendomsbranchen.

Revisionsstandarderne vil danne udgangspunkt for den efterfølgende del, hvor der udarbejdes en revisionsplan, der kan anvendes i praksis. Revisionsplanen vil være til revision af investeringsejendomme som aktiv og hovedsageligt blive relateret til målingen i forhold til dagsværdi. Ligeledes vil der i afsnittet ske behandling af revisionen i forhold til resultatopgørelsen, balancen og noterne.

Revisionsdelen vil blive afsluttet med en kort gennemgang af afsluttende revisionshandling i forhold til revisionen belyst ud fra revisionsstandarderne.

Behandlingen af områderne vil bestå af teori og praksis samt illustrationer. Den teoretiske del er omfangsrig, men skal ses i forhold til, at teorien er altafgørende for praksis. Ligeledes suppleres den teoretiske gennemgang med forhold i ejendomsbranchen og revisionen heri.

Gennem specialet skal det afklares, hvordan revisor kan foretage revision af investeringsejendomme i årsrapporten med fokus på ejendomme målt til dagsværdi og værdiansættelsen heraf. Endvidere vil der blive givet et indblik i den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme samt værdiansættelsen. Relevante teoretiske definitioner, begreber, metoder, regler og standarder forklares, da de er afgørende for behandlingen i praksis både i forhold til den regnskabsmæssige behandling og den revisionsmæssige del. Der foretages analyse og refleksioner i forhold til den regnskabsmæssige behandling, værdiansættelsen, gennemsigtighed og udviklingen på markedet i forhold til realiserede regnskaber. De teoretiske standarder danner grundlag for udarbejdelse af praktiske revisionshandling i form af en revisionsplan.

Den primære litteratur angående den regnskabsmæssige behandling er Årsregnskabsloven, Regnskabsvejledning 16 "Investeringsejendomme" samt IFRS og IAS 40 "Investment Property."

Den primære litteratur vedr. revisionsdelen er de internationale standarder om revision, som er gældende for regnskabsår der begynder 15. december 2010. Dermed er det de fremadrettet gældende standarder. Der ses intet problem i, at de analyserede regnskaber vedrører 2010 og revisionsstandarderne først vedrører regnskabsåret 2011, da områderne holdes adskilt.

Revisionsstandarderne omfatter:

- ISA 200 Den uafhængige revisors overordnede mål og revisionens gennemførelse i overensstemmelse med de Internationale Standarder om Revision.
- ISA 230 Revisionsdokumentation.
- ISA 300 Planlægning af revision af regnskaber.
- ISA 315 Identifikation af risici for væsentlig fejlinformation igennem forståelse af virksomheden og dens omgivelser.
- ISA 320 Væsentlighed ved planlægning og udførelse af en revision.
- ISA 330 Revisors reaktion på vurderede risici.

- ISA 500 Revisionsbevis.
- ISA 540 Revision af regnskabsmæssige skøn over dagsværdi og tilknyttede oplysninger.

Som sekundær litteratur vil der blive anvendt diverse udgivelser fra anerkendte revisionsfirmaer og årsrapporter for at belyse praksis.

Idet den ovennævnte litteratur hovedsagelig vil bestå af regnskabsmæssige og revisionsmæssige standarder anses troværdigheden heraf for høj. Ved inddragelse af øvrig litteratur vil troværdigheden og aktualiteten blive vurderet, uden dog at komme nærmere ind på dette i denne opgave.

1.5 Afgrænsninger

På baggrund af specialets omfang og kompleksiteten på visse områder samt ønske om fokus på revision og regnskabsmæssig behandling for det almindelige investeringsejendomsselskab med ejendomme målt til dagsværdi, vil der i specialet blive set bort fra behandling af følgende:

- Investeringsejendomme målt til kostpris.
- Øvrige ejendoms kategorier, herunder domicil- og handelsejendomme.
- Leasede ejendomme.
- Virksomheder, for hvem der gælder speciallovgivning, herunder banker, forsikringsselskaber samt realkreditinstitutter.
- Skatte- og momsmæssige perspektiver.
- Pengestrømsopgørelser.
- Det udenlandske ejendomsmarked.
- Generelle IT-kontroller og IT-revision vil kun i begrænset omfang blive omtalt, da der ikke er specielle forhold med hensyn til revision af investeringsejendomme.
- Sikringsinstrumenter.
- Lovgivning om leje vil kun blive inddraget i begrænset omfang.

Som nævnt indledningsvis er informationsindsamling stoppet d. 31. januar 2012.

2. Regnskabsmæssig behandling efter de danske regnskabsregler

Den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme er relevant, da revisor skal revidere de udarbejdede regnskaber, herunder indregning, måling, præsentation og oplysninger, efter den begrebsramme regnskabet aflægges efter, jf. ISA 200 afsnit 6. Dette gøres for, at revisor kan udtrykke en konklusion, om hvorvidt regnskabet giver et retvisende billede, herunder at det i alle væsentlige henseender udarbejdes i overensstemmelse med den relevante begrebsramme, jf. ISA 200 afsnit 12 og 13.

En generel forståelse af den begrebsramme, som virksomheden aflægger regnskab efter, er en del af revisors planlægning ved revision af regnskaber, jf. ISA 300 afsnit 2.

2.1 Begrebsramme efter danske regler

Som nævnt indledningsvis er Årsregnskabsloven og Regnskabsvejledning 16 de væsentlige elementer for optagelse og præsentation af investeringsejendomme til dagsværdi i årsrapporten efter danske regler.

I de følgende afsnit vil der blive foretaget definering af de enkelte kategorier af ejendomme samt henvist til den overordnede regnskabsmæssige behandling. Herefter vil de relevante paragraffer i Årsregnskabsloven blive gennemgået. Regnskabsvejledning 16, der behandler investeringsejendomme til dagsværdi, vil blive gennemgået.

2.2 Ejendomskategorier

Ejendomme som optages i årsrapporten inddeles i forskellige kategorier. Kategorien afhænger af formålet med ejendommen. Nedenfor defineres de enkelte klasser:

- *Investeringsejendomme* omfatter ejendomme, som er opkøbt med henblik på udlejning og/eller ønske om fortjeneste ved salg (kapitalgevinst). Ejendommens ejerperiode er af længere varighed (minimum 2-3 år).
- *Handelsejendomme* består af ejendomme, som købes med videresalg for øje, men på kortere sigt end ovennævnte (2-3 år). Herunder anses endvidere ejendomme, der renoveres/bygges om og herefter sælges videre.
- *Domicilejendomme* er kendetegnet ved, at de hovedsageligt anvendes til virksomhedens egen aktivitet. Herunder virksomheden administration og produktion m.v.
- *Ejendomme under opførelse* er ejendomme under opførelse, som endnu ikke er taget i brug.¹

2.3 Regnskabsmæssig behandling af kategorierne

I afsnittet ovenfor blev der introduceret kategorier af ejendomme, herunder en definition for de enkelte kategorier. Begreberne er væsentlige pga., at de har en afgørende betydning for indregning og måling i årsrapporten. Værdiansættelsen sker enten til den historiske kostpris eller til dagsværdi.

¹ DN erhverv – Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme afsnit 2

Handelsejendomme skal behandles efter reglerne for varebeholdninger i Regnskabsvejledning 8, hvorefter handelsejendomme indregnes til kostpris. Der skal efter denne vejledning nedskrives til nettorealiseringsværdi² over resultatopgørelsen.

Domicilejendomme, ejendomme under opførelse samt investeringsejendomme, hvor investering ikke er hovedaktiviteten behandles efter Regnskabsvejledning 10, hvor måling i balancen sker til kostpris med fradrag af foretagne af- og nedskrivninger. Alternativt til opskrevet værdi. Afskrivningerne foretages i resultatopgørelsen.

Investeringsejendomme, hvor investering er hovedaktiviteten i virksomheden, kan anvende Regnskabsvejledning 16, jf. afsnit 2.5 Regnskabsvejledning 16.

2.4 Årsregnskabsloven – relevante paragraffer

Af Årsregnskabsloven af 2001 fremgår det, at virksomheder, der besidder investeringsejendomme som hovedaktivitet, kan måle ejendommene til dagsværdi. Når der vælges at indregne ejendommene til dagsværdi, skal de tilhørende forpligtelser ligeledes indregnes til dagsværdi. Endvidere henvises der i Årsregnskabsloven til IAS 40 "Investment Property" samt Regnskabsvejledning 16 for uddybning af bestemmelserne og som inspiration. Bestemmelserne gælder regnskabsklasserne B, C, D, hvorunder alle aktie-, anparts- og kommanditselskaber hører til. Interessentskaber og kommanditselskaber, hvor alle ejere er kapitalselskaber, kan også anvende disse bestemmelser.³

I Årsregnskabsloven er de relevante paragraffer følgende §§ 33, 36, 38, 40, 49, 53, 64, 88 og 99.

Af Årsregnskabslovens kapitel 7 fremgår de generelle bestemmelser for indregning og måling. § 33 fortæller, at et aktiv skal indregnes, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilfalde virksomheden, og at målingen kan foretages pålideligt.

§ 36 fortæller, at aktiver og forpligtelser skal måles til kostpris ved tidspunktet for første indregning. Herefter skal måling af aktiver ske til kostpris og forpligtelser til nettorealiseringsværdi, medmindre andet følger af Årsregnskabsloven.

§ 38 beskriver, at virksomheder, som har hovedaktivitet i investering, herunder investeringsejendomme, efter første indregning kan regulere aktivet samt den tilhørende forpligtelse til dagsværdi. En eventuel opskrivning har der tidligere været krav om at binde på egenkapitalen. Dette er ikke længere tilfældet, idet § 38 stk. 5 er ophævet. Ophævelsen blev indført og gjort gældende for regnskabsår som

² Forventet salgspris med fradrag for færdiggørelsesomkostninger og omkostninger, der afholdes for at effektuere salget.

³ Ejendom & Entreprise, Investeringsejendomme af KPMG, afsnit 3.2

startede 1. september 2008 eller senere. Dette betyder, at tidligere bundne reserver nu er en del af den frie egenkapital, hvorved urealiserede værdireguleringer på ejendomme kan udloddes.

§ 40 behandler kostprisen på anlægsaktiver, hvilke efter denne paragraf skal indeholde alle omkostninger, der kan henføres til anskaffelsen af aktivet indtil tidspunkt for ibrugtagning. Samtidig kan renter af kapital anvendt til fremstilling af aktivet indgå.

§ 49 omhandler indregning i resultatopgørelsen. Indtægterne skal indregnes i takt med de indtjenes. Der henvises til at indtægter som anført i § 38 altid anses for indtjent. Der skal ske indregning af omkostninger, herunder afskrivninger, nedskrivninger, nedreguleringer, hensættelser til forpligtelser samt tilbageførsel som tidligere har været indregnet i resultatopgørelsen som følge af ændring af regnskabsmæssigt skøn.

I Årsregnskabslovens kapitel 8 og 11 findes kravene til noteoplysninger.

I kapitel 8 § 53 fremgår det, at der i anvendt regnskabspraksis skal redegøres for indregningsmetoder og målegrundlag (værdiansættelsen) ved investeringsaktiver, der løbende reguleres til dagsværdi, herunder forudsætninger.

Ifølge § 64 skal det oplyses om eventualforpligtelser, herunder leje- og leasingkontrakter samt pant eller anden sikkerhed i aktiver med angivelse af omfang og regnskabsmæssig værdi.

Endvidere fremgår det af § 88, at der ved anlægsaktiver skal oplyses om kostpris, opskrivninger, ned- og afskrivninger. Dette skal tilpasses aktiver som følger § 38.⁴

I ledelsesberetningen skal der efter § 99 oplyses om usikkerheder ved måling og så vidt muligt angivelse af beløb samt anvendte forudsætninger. I forlængelse af, at kravet til det retvisende billede blev indskrænket til kun at omfatte selve års- og koncernregnskabet, har FSR udsendt et notat om, at det foretrækkes, at der sker en beskrivelse i noterne og en dækkende beskrivelse i ledelsesberetningen med henvisning til noterne. I forhold til investeringsejendomme og i særdeleshed måling til dagsværdi, vil det være relevant med følsomhedsanalyser. Følsomhedsanalyser vil give et indblik i usikkerheden omkring målingen og vil samtidig kunne anvendes i forhold til at støtte regnskabsbruger i at tage økonomiske beslutninger, jf. ÅRL § 12.

2.5 Regnskabsvejledning 16

Regnskabsvejledning 16 anvendes i forbindelse med den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, hvor investering er virksomhedens hovedaktivitet, jf. ÅRL § 38.

⁴ Revisorhåndbogen 2011 – Regnskab - Årsregnskabsloven

I følgende afsnit vil der blive foretaget en teoretisk gennemgang af, hvilke ejendomme som anses for investeringsejendomme, indregning og måling samt krav til præsentation og oplysning i årsregnskabet.

2.5.1 Definitioner og formål med ejendommene

Efter Regnskabsvejledning 16 følger følgende definitioner:

- ”*Investerings ejendomme* er investering i grunde, bygninger, en del af en bygning eller i både grunde og bygninger med det formål at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende driftsafkast og/eller kapitalgevinst ved videresalg.
- *Kostpris* er det beløb, der er afholdt for en investeringsejendom, uanset om den er anskaffet fra en ekstern part eller er helt eller delvist egenopført.
- *Dagsværdi* er det beløb, som en investeringsejendom forventes at kunne omsættes til i en konstant handel mellem kvalificerede, villige, indbyrdes uafhængige parter.
- *Regnskabsmæssig værdi* er den værdi, hvortil en investeringsejendom er indregnet i balancen.
- *Værdiregulering* er forskellen mellem dagsværdi og kostpris.

Investerings ejendomme besiddes med henblik på at opnå afkast af den investerede kapital. Afkastet består af lejeindtægter fra udlejning af ejendommene med fradrag af omkostninger forbundet med udlejning af ejendomme og/eller kapitalgevinst ved videresalg. I modsætning til domicilejendomme genererer investeringsejendomme pengestrømme, der stort set er uafhængige af virksomhedens øvrige aktiver”.⁵

Af bilag 1 fremgår eksempler på investeringsejendomme og ejendomme, der ikke er investeringsejendomme ifølge Regnskabsvejledning 16.

Det fremgår endvidere at i tilfælde, hvor den enkelte ejendom har forskellige formål, eksempelvis anvendelse til udlejning eller opnåelse af kapitalgevinst samtidig med anvendelse til produktion, administration eller salg af varer og tjenesteydelser, skal de enkelte arealer behandles separat, hvis det er muligt at sælge arealerne enkeltvis. I tilfælde af en sådan adskillelse ikke er mulig, anvendes kun reglerne om investeringsejendomme, hvis en uvæsentlig del anvendes til produktion, administration eller salg af varer og tjenesteydelser.⁶

Et eksempel på at formålet med ejendommen er afgørende ses også af vejledningen, hvoraf det fremgår at en dattervirksomhed, som udlejer en ejendom til et andet selskab i koncernen, skal indregne

⁵ Revisorhåndbogen 2011 – Regnskab – Regnskabsvejledning 16, afsnit 6-11

⁶ Revisorhåndbogen 2011 – Regnskab - Regnskabsvejledning 16, afsnit 14

ejendommen som en investeringsejendom, hvorimod den i koncernregnskabet får status af en domicilejendom.⁷

I henhold til Regnskabsvejledning 16 skal der foretages løbende regulering af ejendommens værdi til dagsværdi, idet denne bedst afspejler gevinst/tab på ejendommen i perioden, hvor værdiændringen sker (virksomhedens finansielle stilling). Reguleringen foretages i resultatopgørelsen, som en del af virksomhedens ordinære drift.⁸

Ændringen i dagsværdien afspejler ejendommens værdiforringelse/-forøgelse, hvilket gør, at der ikke foretages systematiske afskrivninger som ved andre materielle aktiver for at vise den begrænsede levetid.⁹

2.5.2 Indregning i årsregnskabet

Indregningen i årsregnskabet skal ske på tidspunktet, hvor fordele og risici ved besiddelse af ejendommen overgår til virksomheden. Dette er normalt på overtagelsesdagen. Fordelene omfatter eksempelvis retten til at modtage lejeindtægter. Dette medfører, at indregning af investeringsejendomme ofte sker, når det er sandsynligt at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden, hvilket anses som overtagelsestidspunktet.

En ejendom, som virksomheden selv har opført, overføres fra ejendomme under opførelse til investeringsejendomme, når denne kan tages i brug.¹⁰

Investeringsejendommene og de tilhørende forpligtelser kan efter første indregning indregnes til dagsværdi. Reguleringerne føres i resultatopgørelsen. Herved afspejles ændringen i ejendommens værdi i virksomhedens resultat.

Dagsværdien anses for at være salgsværdien for ejendommen på et velfungerende marked. Hvis der ikke findes nyligt handlede ejendomme med samme karakteristika, kan der findes en tilnærmet salgspris ved at finde kapitalværdien. En forudsætning for tilnærmet salgspris er, at værdiansættelsen sker efter en accepteret model. Dette vil sige afkastbaserede modeller.

2.5.3 Måling i årsregnskabet

Når en investeringsejendom for første gang indregnes efter køb fra ekstern part, skal dette foregå til kostpris. Kostprisen omfatter omkostninger til grund og bygninger samt omkostninger tilknyttet an-

⁷ Revisorhåndbogen 2011 – Regnskab - Regnskabsvejledning 16, afsnit 15

⁸ Revisorhåndbogen 2011 – Regnskab - Regnskabsvejledning 16, afsnit 16

⁹ Revisorhåndbogen 2011 – Regnskab - Regnskabsvejledning 16, afsnit 17

¹⁰ Revisorhåndbogen 2011 – Regnskab - Regnskabsvejledning 16, afsnit 18-20

skaffelsen/omkostninger, der kan henføres til erhvervelsen, herunder tilhører eksempelvis udgifter til advokat, mægler og tinglysning samt ingeniører m.v., som foretager vurderinger af ejendommens beskaffenhed.

Når der senere afholdes omkostninger til forbedring tillægges disse kostprisen. Hvis ejendommens dagsværdi ikke er øget ultimo, vil forbedringsomkostningerne blive ført som omkostning via den negative værdiregulering. Hvis dagsværdien er øget, vil værdireguleringen blot være den afholdte forbedringsomkostning mindre.

Er der tale om en egenopført ejendom, skal første indregning foregå til dagsværdi på overførselsdagen med et tillæg på senere forbedringer.¹¹

Efter første måling i regnskabet skal der ske måling til dagsværdi på baggrund af markedsforholdene på balancedagen.

Dagsværdien afspejler nuværende og fremtidige lejeindtægter, og værdien reduceres ikke for omkostninger i forbindelse med afståelse af ejendommen. Definitionen på dagsværdi baseres på, at både køber og sælger har kendskab til ejendommens helhed (kvalificerede parter), herunder ejendommens karakteristika, nuværende og mulige anvendelse samt markedsforholdene på balancedagen. Endvidere skal der være tale om villige parter.

For at vurdere dagsværdien er det bedste grundlag at se på handelsværdien på de seneste handler med sammenlignelige ejendomme. Grundlaget for sammenlignelige ejendomme er standen, beliggenhed samt anvendelsesmuligheder m.v. Hvis de seneste handler er sket for længere tid siden, må man udøve et skøn. Dette skøn udledes normalt ud fra modeller, hvori ejendommens forventede afkast indgår. Den fremtidige pengestrøm kapitaliseres til nutidsværdi ved hjælp af en diskonteringsfaktor. Pengestrømmen opgøres, som alle indtægter fratrasket de afholdte udgifter på det givne tidspunkt.

Hvis der ikke internt i virksomheden, er viden til at fastsætte værdien pålideligt, vil det være nødvendigt med en ekstern vurderingsmand. Den offentlige vurdering anses ikke for at give et aktuelt billede af ejendommens dagsværdi.

Ved ændringer i metoden for værdiansættelse anses dette for ændring af regnskabspraksis med de heraf følgende korrektioner af sammenligningstal m.v.¹²

¹¹ Revisorhåndbogen 2011 – Regnskab - Regnskabsvejledning 16, afsnit 21-23

¹² Revisorhåndbogen 2011 – Regnskab - Regnskabsvejledning 16, afsnit 24-37

Forbedringsomkostninger skal aktiveres/tillægges den faktiske kostpris. Som forbedringsomkostninger anses omkostninger, som giver grundlag for et større fremtidigt afkast i form af løbende afkast eller forøgelse af dagsværdi, samtidig med omkostningerne skal kunne opgøres pålideligt.¹³

Omkring overførsel til/fra kategorien investeringsejendomme efter Regnskabsvejledning 16 henvises til bilag 2.

Når investeringsejendommene måles til dagsværdi, skal de afledte værdireguleringer indregnes i resultatopgørelsen som en del af den ordinære drift. Dette foretages for at vise reguleringen i året, hvor påvirkningen af værdien er sket.¹⁴

En investeringsejendom betragtes som afhændet, når fordele og risici ved besiddelse af ejendommen er overdraget til køber. Herefter føres investeringsejendommen ud af balancen ved at opgøre gevinsten eller tabet som forskellen mellem den regnskabsmæssige værdi og salgsprisen. Salgsprisen fratrækkes endvidere omkostninger med direkte tilknytning til salget.¹⁵

2.5.4 Præsentation og oplysning i årsrapporten

Som det fremgår af ovennævnte er indregning forbundet med skøn, hvilket gør det vigtigt for regnskabslæseren at få oplysninger om den metode og de vurderinger, som lægger bag værdiansættelsen. Ifølge Årsregnskabsloven findes der ikke et krav til, hvordan investeringsvirksomheder skal præsenteres i resultatopgørelsen udover de generelle skemakrav. Der fremgår dog af ÅRL § 38, at revurderinger efter denne paragraf til dagsværdi skal indregnes i den ordinære drift. Herudover skal gevinst eller tab ved afhændelse af investeringsejendommene indgå i den ordinære drift.

Gældsforpligtelserne præsenteres efter de generelle bestemmelser i Årsregnskabsloven, hvor der skal opdeles på kort- og langfristet gæld, jf. afsnit 2.6 Gældsforpligtelser efter danske standarder.¹⁶

Det er dermed begrænset, i hvilket omfang Årsregnskabsloven stiller krav. Dette kan Regnskabsvejledning 16 imidlertid supplere med, idet her findes krav til oplysning og præsentation i årsrapporten, hvilke medfører et bedre indblik i baggrunden for værdierne for regnskabslæser.

¹³ Revisorhåndbogen 2011 – Regnskab - Regnskabsvejledning 16, afsnit 38

¹⁴ Revisorhåndbogen 2011 – Regnskab - Regnskabsvejledning 16, afsnit 45-46

¹⁵ Revisorhåndbogen 2011 – Regnskab - Regnskabsvejledning 16, afsnit 47-49

¹⁶ Ejendom & Entreprise, Investeringsejendomme af KPMG, afsnit 4.4

Af Regnskabsvejledning 16 fremgår følgende bestemmelser:

Der skal i anvendt regnskabspraksis oplyses, om at investeringsejendommene er målt til dagsværdi. Herudover, hvorledes dagsværdien er bestemt, samt om dagsværdien er understøttet af nylige ejendomshandler med samme karakteristika.

Som nævnt kan dagsværdien også opgøres ved hjælp af afkastmodeller, jf. afsnit 5. Opgørelse af dagsværdi. I tilfælde af anvendelse af en beregningsmodel skal det oplyses, hvordan diskonteringsgrundlaget er opgjort samt oplysninger, om hvorledes diskonteringsfaktoren er bestemt. Oplysninger om grundlaget kan bestå af, hvilke indtægter og udgifter som indgår.

Der skal oplyses om indregningen af refusioner fra lejerne (eksempelvis el, varme og vand). Indregningen kan eventuelt indgå i lejeindtægter, reducere omkostningerne eller som et mellemværende på balancen. Der skal endvidere oplyses om virksomhedens driftsomkostninger til ejendommen. Disse kan være udgifter til administration og almindelig drift, reparation, vedligeholdelse, skatter og afgifter m.v.

I resultatopgørelsen skal følgende punkter fremgå særskilt:

- Årets lejeindtægter fra investeringsejendomme
- Årets værdireguleringer samt gevinster og tab i forbindelse med afhændelse
- Driftsomkostninger for investeringsejendommene

Yderligere noteoplysningskrav efter Regnskabsvejledning 16 findes i bilag 3.

Når investering i ejendomme er hovedaktivitet eller investeringsejendommene udgør en væsentlig del, er der krav om enten i ledelsesberetningen eller i noterne at give uddybende oplysninger om den enkelte ejendom eller om kategorien af ejendomme. Disse oplysninger kan omhandle dagsværdi, beliggenhed, karakteristika (opførelsesår, formål, vedligeholdelsesstand), lejeindtægter, driftsomkostninger, diskonteringsfaktor, udlejningsgrad, løbetid og opsigelsesvarsel for lejemål, modtagne sikkerheder for lejeindtægter som garantier, deposita, faste forudbetalinger osv.¹⁷ Disse krav fremgår ligeledes af kommentarerne til ÅRL § 38, hvor der også henvises til de internationale standarder.

I forhold til ledelsesberetningen skal der som nævnt efter ÅRL § 99 oplyses om usikkerheder ved måling og så vidt muligt angivelse af beløb samt anvendte forudsætninger.

¹⁷ Revisorhåndbogen 2011 – Regnskab - Regnskabsvejledning 16, afsnit 50-58, 69-72

2.6 Gældsforpligtelser efter danske standarder

Efter Årsregnskabsloven § 38 fremgår det, at virksomheder der måler investeringsejendomme til dagsværdi ligeledes skal indregne den tilknyttede gældsforpligtelse til dagsværdi. Herved står aktivets indregning i forhold til forpligtelsens.

2.6.1 Indregning og måling af gældsforpligtelser

Tidspunkt for indregning er ved effektuering og afregning af provenuet. Ved første indregning måles gældsforpligtelsen til kostprisen af gælden, hvilket omfatter det modtagne provenu efter forbundne omkostninger, herunder tinglysning, låneprovision samt et eventuelt kurstab. Kostprisen er dermed vederlaget, som er modtaget for at modtage forpligtelsen. Herved indgår transaktionsomkostninger og kurstab i kostprisen.

Efter første indregning kan der enten måles til dagsværdi (ÅRL § 38) eller amortiseret kostpris (ÅRL § 37). Som nævnt gælder matching princippet, og den tilknyttede gæld skal derfor måles til dagsværdi, når investeringsejendommene måles til dagsværdi.

Dagsværdien er salgsværdien, som eksisterer på et velfungerende marked. Hvis ikke dette eksisterer for forpligtelsen, skal der findes en tilnærmet værdi svarende til kapitalværdien (ved hjælp af accepterede værdiansættelsesmetoder).¹⁸

2.6.1.1 Eksempel på indregning og måling

Når dagsværdimetoden anvendes til måling af aktivet (ÅRL § 38), skal der som nævnt, også anvendes dagsværdi til at måle gældsforpligtelsen efter første indregning. Værdireguleringer hertil skal føres i resultatopgørelsens ordinære drift.

Et optaget lån på 300 mio. DKK med låneomkostninger på 3 mio. DKK skal således måles til 297 mio. DKK ved første indregning. Herefter foretages værdiregulering efterfølgende til dagsværdi. Det vil dermed føre til en omkostningsførelse på 3 mio. DKK i tilfælde af dagsværdien fortsat er 300 mio. DKK på statusdagen. Omkostningsføringen af 3 mio. DKK ville blive bogført som en værdiregulering i den ordinære drift.

I forbindelse med fastsættelse af dagsværdien skal indfrielsesvilkårene indgå, idet lån der kan indfries til kurs 100 ikke bør indregnes til højere værdi end kurs 100.

Ved finansielle forpligtelser, såsom pantebrevsrestgæld og anden bankgæld i forbindelse med investeringsejendomme, skal dagsværdien opgøres på grundlag af rentesats, løbetid samt vilkår i låneaftalen.

¹⁸ Regnskabshåndbogen 2011 – overblik, inspiration, viden, afsnit 5.5.1.2

2.6.3 Oplysninger og præsentation

Af anvendt regnskabspraksis skal indregningsmetoder og målegrundlaget for finansielle forpligtelser fremgå. Når posterne måles til kapitalværdi eller amortiseret kostpris, skal beregningens forudsætninger angives.

Indtægterne og omkostningerne fra finansielle forpligtelser skal fremgå særskilt i årsrapporten.

Idet der ikke findes et krav til en specifik placering i resultatopgørelsen, kan det diskuteres, hvorvidt virksomheden skal placere værdireguleringen i bruttoresultatet, som følge af, at gældsforpligtelsen hører til hovedaktiviteten eller under de finansielle poster, idet reguleringen er tilknyttet gælden. Efter ÅRL § 38 fremstår investeringsejendomme samt den tilhørende forpligtelse som tilknyttet, hvilket kan medvirke til at virksomheden foretrækker indregning af begge reguleringer i bruttoresultatet. Derimod genererer værdireguleringerne ingen pengestrømme, hvilket kan medføre, at det er at foretrække indregning særskilt, således bruttoresultatet ikke påvirkes af urealiseret tab eller gevinst.

Da dagsværdireguleringerne både fra investeringsejendommene og den tilknyttede gæld har væsentlig indflydelse på regnskabet bør værdireguleringerne vises særskilt under værdireguleringer - efter bruttoresultatet og før de finansielle poster. Herudover vil præsentation i bruttoresultatet på det nuværende marked medføre store udsving i bruttoresultatet. Bruttoresultatet bør afspejle den primære aktivitet i virksomheden. Dagsværdireguleringerne vil være meget påvirkelige fra udefrakommende faktorer, hvilket medfører, at virksomheden kan have svært ved at påvirke bruttoresultatet og kontinuiteten i bruttoresultatet vil blive påvirket voldsomt.

Herudover skal der i balancen ske opdeling i kort- og langfristet gæld. Den kortfristede gæld forfalder indenfor 1 år. Opdelingen kan foretages i noterne. Herudover skal det angives den andel af gæld, som forfalder mere end 5 år senere.¹⁹

Af bilag 4 fremgår et eksempel på regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme efter Årsregnskabsloven og Regnskabsvejledning 16.

2.7 Praksis - Regnskabsmæssig behandling indenfor koncern

Som bemærket ved gennemgangen af Regnskabsvejledning 16, kan der i praksis være forskel på den regnskabsmæssige behandling i koncernen.

I praksis kan der opstå problemer i forbindelse med koncernregnskabet, idet investering ikke behøver at være hovedaktiviteten i koncernen som helhed, mens det sagtens kan være det i en dattervirksom-

¹⁹ Regnskabshåndbogen 2011 – overblik, inspiration, viden, afsnit 5.5.1.4

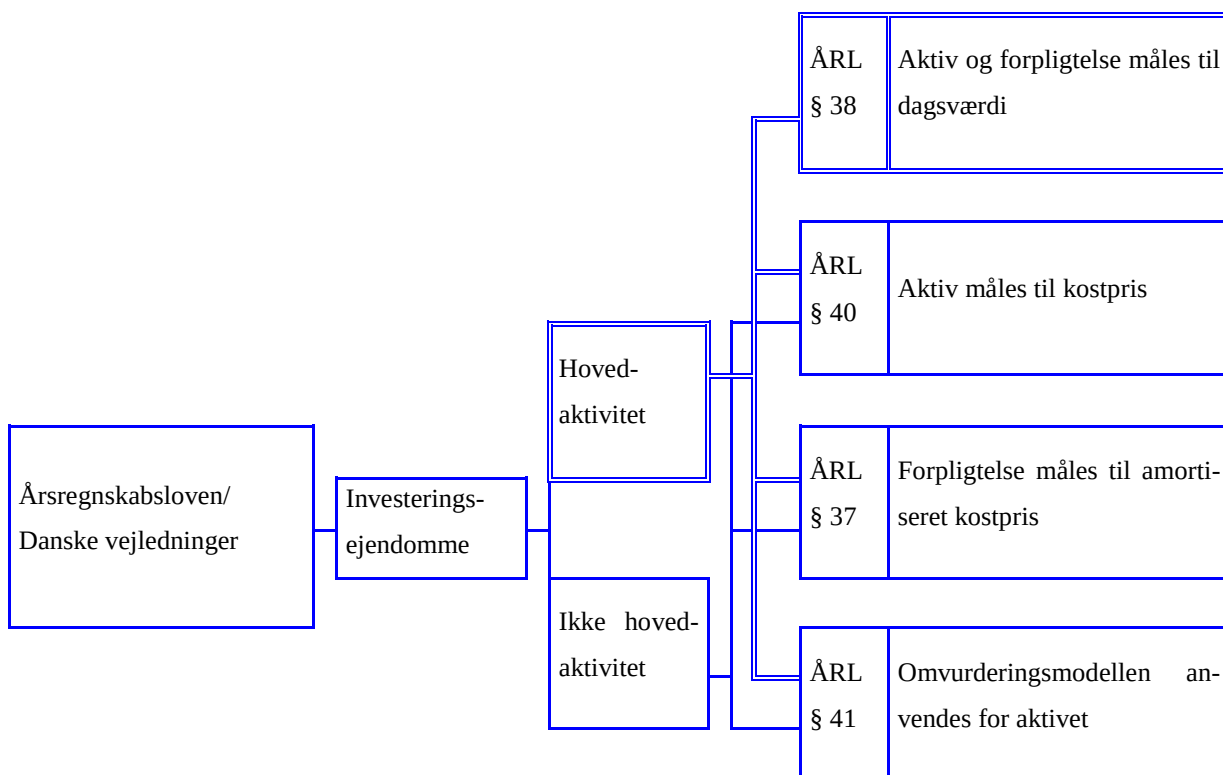
hed. En dattervirksomhed kan eksempelvis eje alle virksomhedens ejendomme og leje dem ud til de øvrige virksomheder i koncernen.

Ejendommene vil i koncernregnskabet blive klassificeret som domicilejendomme, mens de i det datterselskab, hvorfra ejendommene udlejes, vil blive klassificeret som investeringsejendomme. Dette medfører, at dattervirksomheden kan optage ejendommene i balancen til dagsværdi efter RV 16, mens det er nødvendigt at omregne til kostpris med fradrag af afskrivninger i koncernregnskabet, da ejendommen set på dette niveau er defineret som en domicilejendom efter RV 10. Ligeledes gælder det forpligtelserne, som hører til de aktuelle ejendomme. Disse skal omregnes fra dagsværdi til amortiseret kostpris.

I tilfælde, hvor det er moderselskabet, som ejer ejendommene, skal der foretages en vurdering af formålet. Moderselskabet styrer ofte hele aktiviteten i en koncern, hvorfor det ofte vil være domicilejendomme. Moderselskabet vil kun være i besiddelse af investeringsejendomme, hvis der i koncernen som helhed er tale om investeringsejendomme.²⁰

2.8 Opsamling omkring Årsregnskabsloven samt regnskabsvejledningerne

Årsregnskabsloven samt de Danske Regnskabsvejledninger kan sammenfattes i nedenfor viste oversigt inspireret af ”Ejendom & Enterprise, Investeringsejendomme” udarbejdet af KPMG 2008:



²⁰ Årsrapporten, Kommentarer til Årsregnskabsloven, 6. udgave 2011 ÅRL §38 bem. 318

Oversigten giver et overblik over den regnskabsmæssige behandling. Det ses, at hovedaktiviteten er afgørende for behandlingen.

Virksomheder, der driver investeringsvirksomhed som hovedaktivitet, kan vælge at værdiansætte til dagsværdi efter første indregning. Det er en forudsætning, at virksomhedens hovedaktivitet er investering, idet reglerne ellers ikke kan anvendes.

”Hovedaktivitet” er ikke defineret i Årsregnskabsloven, selvom dette er afgørende for at anvende ÅRL § 38. I praksis kan en virksomhed have flere markedsområder, men Fondsrådet har i en afgørelse slået fast, at en virksomhed kun kan have en hovedaktivitet.²¹

Det er kun muligt at indregne til dagsværdi, hvis virksomheden har investering som hovedaktivitet. Samtidig hermed skal indregning af den tilhørende forpligtelse også indregnes til dagsværdi, jf. ÅRL § 38.

Efter Årsregnskabsloven er det blot en mulighed at indregne til dagsværdi, hvorfor det efter ÅRL § 40 fortsat er muligt at indregne ejendommen til kostpris med fradrag af foretagne afskrivninger. I dette tilfælde skal den tilhørende forpligtelse indregnes til amortiseret kostpris, jf. ÅRL § 37.

Omvurderingsmodellen kan anvendes, jf. ÅRL § 41. Denne giver mulighed for opskrivning til dagsværdi, hvilket medfører, at der skal ske systematisk og konsekvent opskrivning for materielle anlægsaktiver i samme aktiv gruppe. Opskrivningen medfører dog, at scrapværdien skal vurderes igen. Opskrivningen foregår udelukkende i balancen. Ved første anvendelse indregnes den akkumulerede primo virkning direkte på egenkapitalen, og sammenligningstallene forbliver uændrede. Forskellen mellem den nye dagsværdi og værdi uden opskrivninger skal bindes på egenkapitalen under ”Reserve for opskrivning”.

Når investering ikke er hovedaktivitet i virksomheden, skal aktivet dermed måles til kostpris eller efter omvurderingsmodellen. Forpligtelsen skal samtidig måles til amortiseret kostpris.

2.9 Kommentarer

Det kan diskuteres, hvilken måling der er mest retvisende i forhold til den enkelte ejendom og regnskabet som helhed. Ved indregning til kostpris vil der ikke foreligge tvivl om, at ejendommen er indregnet og målt korrekt. Det er imidlertid spørgsmålet, om regnskabet vil være retvisende, da ejendommene over tid har udviklet sig prismæssigt.

²¹ Årsrapporten, Kommentarer til Årsregnskabsloven, 6. udgave 2011 ÅRL §38 bem. 318

Derimod vil indregning til dagsværdi løbende blive målt med de usikkerheder, der er ved værdiansættelsesmodellerne (mange skøn og estimer) samt i markedet (større volatilitet). Der er imidlertid krav til oplysninger omkring usikkerhederne, hvorved dagsværdien fortsat bør være den mest retvisende. Med andre ord kan måling til kostpris være korrekt i forhold til anvendt regnskabspraksis, men i forhold til virksomheden og ejendommens reelle værdi, vil kostprisen næppe være mere retvisende. Alt andet lige vil det give et mere retvisende billede på statustidspunktet at måle til dagsværdi frem for kostpris. Endvidere et mere retvisende billede løbende pga. reguleringerne til dagsværdien.

Regulering til dagsværdi medfører at en virksomhed, der i årene har haft en løbende opregulering af ejendommens værdi, kan have belånt ejendommen yderligere. I forbindelse med finanskrisen, hvor aktiverne falder samtidig med, at den optagne gæld forbliver på et nogenlunde uændret niveau, kan der ske en overbelåning. En overbelåning kan også finde sted ved måling til kostpris, da kreditforeningen vurderer ejendommen særskilt, men dette vil fremgå tydeligt i regnskabet over hele perioden, da gælden over hele perioden ville overstige kostprisen. En overbelånt ejendom kan være kritisk for selskabet.

Idet der er sket ophævelse af Årsregnskabslovens § 38 stk. 5, der omhandlede binding på egenkapitalen af værdireguleringer på investeringsejendomme, er der nu mulighed for at udlodde udbytte baseret på urealiserede værdistigninger. Der er tale om urealiserede gevinster på ejendommene, hvilke eventuelt ikke kan realiseres ved et eventuelt senere salg, såfremt værdien efterfølgende falder. Herved er der udloddet udbytte af en egenkapital, som i værste tilfælde slutter negativt.

3. Regnskabsmæssig behandling efter de Internationale standarder

3.1 Omfattede virksomheder

Den regnskabsmæssige behandling afhænger af, om virksomheden skal følge Årsregnskabsloven samt de danske regnskabsvejledninger eller de internationale regler – IFRS/IAS.

Fra 2005 skulle børsnoterede virksomheder aflægge koncernregnskab efter IFRS og fra 1. januar 2009 skulle børsnoterede virksomheder ligeledes aflægge moderselskabets regnskab efter IFRS. I 2004 blev en dansk IFRS-bekendtgørelse udstedt, hvilken omfattede specielle danske krav, jf. afsnit 3.6. IFRS-bekendtgørelsen.²²

3.2 Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme

De internationale standarder, som anvendes til investeringsejendomme, findes i IAS 40. Formålet med denne standard er at foreskrive den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme og de hertil knyttede oplysningskrav.

²² Ejendom & Entreprise, Investeringsejendomme af KPMG, afsnit 3.1

Efter denne standard kan der som efter Regnskabsvejledning 16 indregnes til dagsværdi. Efter de internationale standarder kan der måles til dagsværdi på trods af, at investering ikke er hovedaktiviteten i selskabet.

At det ikke er krævet, at selskabets hovedaktivitet er investering, for at selskabet kan anvende dagsværdien medfører, at selskabet kan have investering som én aktivitet og herved indregne til dagsværdi uden hensyntagen til de andre aktiviteter i selskabet. Efter disse regler gælder matching princippet ligeledes.

De tilhørende forpligtelser kan indregnes efter IAS 39, som giver mulighed for indregning til amortiseret kostpris eller dagsværdi afhængig af måling af investeringsejendommen. Når investeringsejendommen måles til dagsværdi, skal gælden også måles til dagsværdi.

Der skal anvendes ens praksis for alle investeringsejendommene i virksomheden. Efter valg af metode kan der kun ændres praksis ved, at den nye praksis vil give et bedre retvisende billede.

Efter IFRS er kriterierne for indregning af investeringsejendomme enslydende med kriterierne for indregning efter Årsregnskabsloven.

Det er efter IAS 40 valgfrit, om der ønskes indregning til dagsværdi eller kostpris korrigeret for systematiske afskrivninger. Renovering m.v. udgiftsføres, medmindre denne medfører øget værdi på ejendommen (højere fremtidig afkast).²³

En ændring af værdiansættelsesmetode vil medføre, at bestemmelserne for ændringer i regnskabsmæssige skøn og mangler skal anvendes. Herved skal ændringen kun foretages, hvis dette vil give en mere hensigtsmæssig præsentation i årsregnskabet. Dermed anses det for usandsynligt, at der vil ske et skifte fra dagsværdimodellen til kostprismodellen.²⁴

IAS 40 kræver opgørelse af dagsværdi enten til brug for måling (dagsværdimodellen) eller til oplysning (kostprismodellen). Det tilskyndes endvidere, at en uafhængig vurderingsmand foretager en uvil dig værdiansættelse. Dette er dog ikke et krav.²⁵ I anbefalinger til ”Best practice” anbefales det, at ejendommene vurderes mindst hvert 3. år af en ekstern vurderingsmand.

Retningslinjerne i IAS 40 Investeringsejendomme svarer til Regnskabsvejledning 16.

²³ International Regnskabsstandard 40, afsnit 30

²⁴ International Regnskabsstandard 40, afsnit 31

²⁵ International Regnskabsstandard 40, afsnit 32

Definitionerne ifølge IAS 40 ligner i høj grad definitionerne fra de danske bestemmelser. Kostprisen defineres dog således: ”Det beløb, der er betalt i likvider, eller dagsværdien af en anden form for vederlag, som erlægges for anskaffelsen af et aktiv på anskaffelses- eller opførelsestidspunktet eller, hvor dette er relevant, det beløb, der henføres til det pågældende aktiv ved første indregning i overensstemmelse med de konkrete krav i andre IFRS’er”.²⁶

Ved anskaffelsen og indregningen skal der tages højde for, hvorledes det er muligt at foretage en løbende regulering til dagsværdi. Der kan være tale om specielle bygninger, hvor der ikke foretages handler på lignende ejendomme, og et pålideligt alternativt skøn af dagsværdien ikke kan foretages. Hvis det ikke antages at kunne være tilfældet med en pålidelig opgørelse af dagsværdien løbende, skal der måles til kostpris med fradrag af regnskabsmæssige afskrivninger. Dermed skal IAS 16 anvendes indtil ejendommen afhændes. Selvom denne ejendom skal måles efter IAS 16, skal øvrige investeringsejendomme fortsat måles til dagsværdi.

Ved vurdering om en ejendom opfylder kriterierne for at være en investeringsejendom, vil der i mange tilfælde være tale om skøn. IAS 40.75c kræver, at en virksomhed oplyser, hvilke kriterier der anvendes for at skelne mellem domicilejendomme og investeringsejendomme, når klassifikationen af ejendommen er vanskelig.

Domicilejendomme behandles efter IAS 16 ”Materielle anlægsaktiver” og handelsejendomme efter IAS 2 ”Varebeholdninger”.

I tilfælde af en ejendom både udlejes til ekstern part samt anvendes af virksomheden selv, skal der måles til kostpris med fradrag af afskrivninger, medmindre det er muligt at frasælge andele separat, således det er muligt med en opdeling.

Investeringsejendommene skal optages specificeret som langfristet aktiv. Der er endvidere flere krav til præsentation i noterne ifølge IAS 40, hvilke i stort omfang svarer til kravene i regnskabsvejledning 16.

3.3 Regnskabsmæssig behandling af gældsforpligtelser

Som det er tilfældet med den regnskabsmæssige behandling af gældsforpligtelser efter de danske bestemmelser, er der ikke indeholdt specifikke regler om indregning og måling af de tilhørende gældsforpligtelser efter IFRS.

I stedet sker der en uddybning i IAS 39, hvor indregnings- og målingsbestemmelserne fremgår. IAS 39 opdeler finansielle forpligtelser i 1) Finansielle forpligtelser, der måles til dagsværdi over resultat-

²⁶ International Regnskabsstandard 40, afsnit 5

opgørelsen (handelsbeholdninger samt forpligtelser der ved første indregning hører til den kategori),
2) Øvrige finansielle forpligtelser.

Indregning af en finansiell forpligtelse skal ske, når virksomheden bliver underlagt aftalens kontraktlige forpligtelser og indtil virksomheden er fri for forpligtelsen.²⁷ Gevinst eller tab føres i resultatopgørelsen.

Efter IAS 39.9 kan indregning til dagsværdi ske, hvis dette giver mere relevant information. Der tages endvidere hensyn til, at indregning til dagsværdi af forpligtelsen fjerner den uoverensstemmelse mellem indregning af aktiver og forpligtelser, der ellers ville opstå, idet indregning af investeringsejendommen og den tilhørende forpligtelse bør måles på samme grundlag.

Finansielle forpligtelser skal dog ved første indregning måles til dagsværdi, hvilket normalt svarer til det modtagne provenu i forbindelse med indgåelse i forpligtelsen.²⁸

Efterfølgende måling skal ske til amortiseret kostpris ved anvendelse af den effektive rentemetode, dog med undtagelse af finansielle forpligtelser ”til dagsværdi gennem resultatet”, hvilke skal måles til dagsværdi.²⁹ Denne kategori tilhører forpligtelserne direkte tilknyttet til investeringsejendomme, som indregnes til dagsværdi.

Ved fortsat måling til dagsværdi skal denne fastsættes. Dokumentation for dagsværdien kan være officielle kurser på et aktivt marked. I tilfælde af, at dette ikke eksisterer, skal der anvendes en værdiansættelsesmetode, hvilken anvendes for at finde værdien ved transaktion mellem kvalificerede, villige og uafhængige parter på almindelige forretningsmæssige overvejelser. Baggrunden for værdiansættelsesmetoderne skal være markedsmæssig og ikke på baggrund af virksomhedsspecifikke detaljer.³⁰

Gevinster og tab i forbindelse med reguleringer af dagsværdien på finansielle forpligtelser indregnes i resultatet, når den finansielle forpligtelse er klassificeret til dagsværdi gennem resultatet.³¹

Når der måles til kostpris, skal gevinster og tab først indregnes i resultatopgørelsen på tidspunktet, hvor forpligtelsen ophører.³²

²⁷ International Regnskabsstandard 39, afsnit 14

²⁸ International Regnskabsstandard 39, afsnit 43

²⁹ International Regnskabsstandard 39, afsnit 47

³⁰ International Regnskabsstandard 39, afsnit 48

³¹ International Regnskabsstandard 39, afsnit 55

³² International Regnskabsstandard 39, afsnit 56

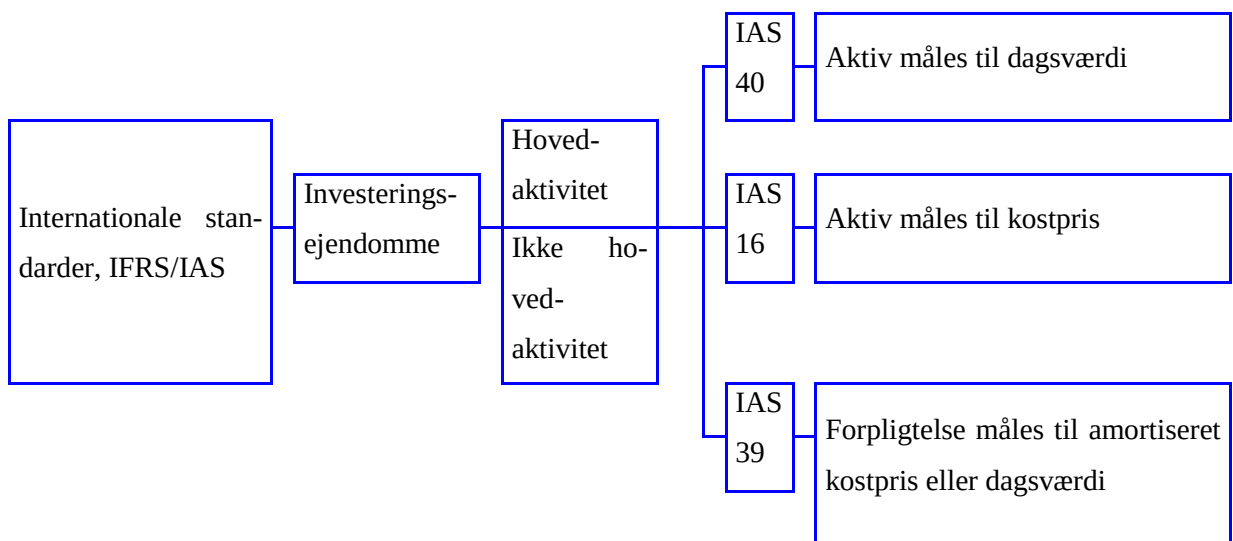
3.4 Oplysninger om dagsværdi- og kostprismodellen

Der skal indgå oplysninger, om der anvendes dagsværdi eller kostpris. Hertil kommer yderligere oplysningskrav. Disse er vist i bilag 5.

3.5 Opsamling

Fra 2005 skulle børsnoterede virksomheder aflægge koncernregnskab efter IFRS og fra 1. januar 2009 skulle børsnoterede moderselskaber ligeledes aflægge regnskaber efter IFRS.

De internationale standarder (IFRS og IAS) kan sammenfattes i nedenfor viste skema oversigt inspireret af "Ejendom & Enterprise, Investeringsejendomme" udarbejdet af KPMG 2008:



Af ovennævnte skema fremgår det, at hovedaktiviteten i virksomheden ikke har betydning for målingen af aktivet eller forpligtelsen. Der kan vælges mellem at måle til dagsværdi, IAS 40 eller kostpris, IAS 16. Når der er taget beslutning herom, kan ændret regnskabspraksis kun foretages, i tilfælde, hvor ændringen vil give et mere retvisende billede.

Gældsforpligtelser kan indregnes til enten kostpris eller dagsværdi. Første måling skal ske til dagsværdi. Herefter kan finansielle forpligtelser kategoriseret "til dagsværdi gennem resultatet" fortsat måles til dagsværdi. Denne kategori tilhører forpligtelser direkte tilknyttet til investeringsejendomme, som behandles til dagsværdi. Reguleringerne foretages i resultatopgørelsen.

3.6 IFRS-bekendtgørelsen

De danske regler har krav, som ikke indgår i IFRS, derfor er der udarbejdet en IFRS-bekendtgørelse. Denne vil i overordnet omfang blive gennemgået nedenfor med uddrag af de væsentlige punkter set i forhold til investeringsejendomme.

IFRS-bekendtgørelsen gælder for virksomheder, der aflægger årsrapport efter de internationale standarder.

I tilfælde af, at der er bestemmelser både i Årsregnskabsloven og de internationale standarder omhandlende samme forhold, skal standarderne anvendes frem for Årsregnskabsloven.

IFRS-bekendtgørelsens §§ 4 og 5 omhandler indregning, måling og oplysningskrav. Der findes i bekendtgørelsen minimumsopstillingskrav, hvor der henvises til Årsregnskabsloven. Omkring investeringsvirksomheder (Binding af reserver § 7) har der, som tidligere omtalt, været krav til binding af opskrivinger på egenkapitalen efter ÅRL § 38 stk. 5, § 41 stk. 3 og § 46 stk.1. Der er ikke i IAS 40 indeholdt krav om binding på egenkapitalen. Efter ÅRL § 38 stk. 5 er udgået er henvisningen hertil irrelevant. Der bliver derfor ikke stillet krav om binding af opskrivinger fradraget med den hermed forbundne udskudte skat efter ÅRL § 38 mere. Reglerne blev ændret for regnskabsår som begynder 1. september 2008 eller senere.

I IFRS-bekendtgørelsens § 6 henvises til, det grundlæggende krav om det retvisende billede i ÅRL §§ 11-13.

Bekendtgørelsen trådte i kraft den 1. januar 2005.

4. Sammenligning af de danske regler og de internationale standarder

Omkring måling af investeringsejendomme skal der efter IAS 40 "Investment Property" enten måles til dagsværdi eller i overensstemmelse med IAS 16 "Property, Plant and Equipment" til kostpris med fradrag af akkumulerede af- og nedskrivninger. I tilfælde, hvor dagsværdien ikke kan opgøres pålideligt, skal der indregnes efter IAS 16, hvorved kostprisen anvendes. Sådanne tilfælde vil opstå, når lignende markedstransaktioner ikke eksisterer eller kun sjældent forekommer, samt at der ikke kan foretages pålideligt skøn via en model baseret på pengestrømme. Indregning til kostpris medfører oplysningskrav i noterne, herunder en beskrivelse af investeringsejendommen, oplysning om årsag til, at dagsværdien ikke kan opgøres pålideligt. Endvidere skal der om muligt oplyses et interval, indenfor hvilket dagsværdien højst sandsynligt befinder sig. Dette vil være på baggrund af skøn.³³ Regnskabsvejledning 16 behandler ikke tilfælde, hvor dagsværdien ikke i fremtiden kan måles pålideligt.

I relation til Regnskabsvejledning 16 skal investeringsejendomme måles til dagsværdi, når hovedaktiviteten består i investering. Regnskabsvejledning 16 giver ikke mulighed for valgfrihed.³⁴

³³ International Regnskabsstandard 40, afsnit 53, 79 e

³⁴ Revisorhåndbogen 2011 – Regnskab - Regnskabsvejledning 16, afsnit 24

Med hensyn til præsentation i årsrapporten skal lejeindtægter, værdireguleringer og driftsomkostninger på investeringsejendomme fremgå af resultatopgørelsen ifølge Regnskabsvejledning 16, hvorimod dette krav ikke findes i IAS 40.³⁵

Driftsomkostninger på investeringsejendomme skal specificeres på ejendomme, hvor der i regnskabsåret er opnået indtægter og på ejendomme, hvor der ikke er opnået indtægter i regnskabsåret.³⁶ Dette krav ses ikke af Regnskabsvejledning 16.

Der er ifølge Regnskabsvejledning 16 ikke krav om sammenligningstal i anlægsnoten, hvilket der skal efter IAS 40.

Det ses af gennemgangen ovenfor, at den regnskabsmæssige behandling i vid udstrækning er ens efter danske bestemmelser og internationale standarder. De internationale standarder behandler dog yderligere bestemmelser og giver mulighed for valgfrihed med hensyn til indregning.

Generelt er de internationale standarder mere uddybende. Der foretages gennemgang af dagsværdimodellen og kostprismodellen, hvilken eksempelvis definerer villige købere og sælgere samt uddyber, om hvornår en pålidelig dagsværdi kan opgøres.

5. Opgørelse af dagsværdi

Som nævnt tidligere er et godt grundlag for vurdering af dagsværdien at se på nyligt gennemførte handler, hvor ejendommen er sammenlignelig med ensartede karakteristika, herunder geografisk placering, ejendommens generelle stand samt ejendomstype.

I tilfælde af, at der ikke er gennemført handler med sammenlignelige ejendomme, foretages der et skøn af den forventede dagsværdi. Dette gøres ud fra afkastbaserede modeller på baggrund af et normalt år eller flere år. Den afkastbaserede model findes der forskellige varianter af, men som navnet siger, udledes værdien ud fra det forventede afkast fra ejendommen.

Normalindtjeningsmodellen, som tager udgangspunkt i det kommende års driftsoverskud, er en meget enkelt og overskuelig model, hvilket også gør den meget statisk. Den ikke er så fleksibel ved ændringer i indtægter og omkostninger over en nærmere defineret periode. Her er en model med længere tidshorisont bedre, idet der kan indarbejdes budgettal for perioden. Discounted-cash-flow-modellen er et eksempel på en sådan model.

³⁵ Revisorhåndbogen 2011 – Regnskab - Regnskabsvejledning 16, afsnit 57

³⁶ International Regnskabsstandard 40, afsnit 75 f (ii, iii)

Begge metoder kan anvendes set i forhold til de opstillede krav i RVL 16 og IAS 40.³⁷ Ligeledes er det disse modeller, der anbefales i ”Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendoms-selskaber.”³⁸

5.1 Normalindtjeningsmodellen

Værdiansættelsen via Normalindtjeningsmetoden sker via 3 faser, hvor 1. fase er opgørelse af det årlige afkast fra ejendommens drift. 2. fase er fastsættelse af forrentningskravet, hvilket anvendes til at kapitalisere driftsafkastet med, hvorved dagsværdien før reguleringer opgøres. Herefter foretages i 3. fase reguleringerne i form af tillæg og fradrag for særlige forhold. Samlet giver dette en skønnet dagsværdi.

5.1.1 Fase 1

I fase 1 anvendes det forventede driftsafkast efter viden på opgørelsestidspunktet. Nedenfor ses posterne i en opgørelse af driftsafkastet:

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

Hvis den årlige forventede lejeindtægt ifølge lejekontrakterne afviger fra markedslejen samtidig med en regulering af lejen forventes på sigt, skal denne foretages som tillæg eller fradrag.

I 3. og sidste fase sker der en korrektion for den tid, der forløber inden regulering til markedslejen sker samt korrektion for tomgang.

Som vedligeholdelsesomkostning indregnes de budgetterede omkostninger, dog udjævnet til et gennemsnit.

For at fastsætte administrationsomkostningerne kan dette gøres ud fra budgetterede omkostninger, eller hvis fastsættelsen hertil er vanskelig kan markedsprisen herfor anvendes som benchmark.

5.1.2 Fase 2

Afkastkravet er ejernes afkastkrav. I praksis er der en accept af anvendelse af CAPM (Capital Asset Pricing-model) til fastsættelse af ejernes afkastkrav, hvilket bestemmes af den risikofrie rente samt en

³⁷ Ejendom & Entreprise, Investeringsejendomme af KPMG, afsnit 8

³⁸ Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber s. 8

risikopræmie, der bestemmes af risikoen på markedet i forhold til den aktuelle investering.³⁹ Ejernes afkastkrav afhænger af, hvilke alternative investeringer ejerne har. Den risikofrie rente anses i praksis for at være fastsat ud fra en 10-årig statsobligation. Dette skyldes, at denne rente ikke blot har indflydelse som alternativ investering, men den har også indflydelse på, den rente investor skal betale i forbindelse med finansieringen af ejendommen. Dermed anses afkastkravet som minimum at svare til dette. Herudover vil investorerne kræve en risikopræmie, da investering i ejendomme ofte udgør en større risiko end en 10-årig statsobligation. Den 10-årige statsobligation udgør ultimo 2011 ca. 1,7%. Ifølge en undersøgelse foretaget af PwC i 2010, hvor investorer er forespurgt til markedets risikopræmie på aktier, er risikopræmien gennemsnitlig på 4,9%. Denne risikopræmie anses for på daværende tidspunkt at kunne anvendes, da alternative investeringer i teorien kan udgøres af alle aktiver. De 4,9% skal dog korrigeres for ejendomsmarkedet og ejendommens specielle karakteristika m.v. Fordelen er, at der opnås et estimat baseret på gennemsnitlig betragtning, mens ulempen er, at spredningen er stor. I praksis kan risikopræmien også findes ved kontakt til ejendomsmæglere eller realkreditinstitutter, som har kendskab til det lokale marked og de seneste handler. Denne metode er på baggrund af historiske data og bygger på den antagelse, at risikopræmien fremadrettet vil være lig den historiske præmie samtidig med, at den svarer til investorernes forventede præmie. Hvis der er tale om nye handler, kan dette være en god metode, men hvis de historiske handler er baseret på ældre handler, vil der formentlig være sket ændringer. Risikopræmien svarer til det merafkast, der er realiseret i forhold til den risikofrie rente. Den tredje metode er ud fra forventningerne til det fremtidige marked, hvilket er meget vanskeligt at forudsige.⁴⁰

Risikoen på ejendomme har gennemsnitlig/historisk set været lavere end risikoen på aktier gennem en større stabilitet.

Betarisikoen udtrykker den systematiske risiko ved at investere i ejendomme frem for i en risikofri investering. Ved en risikofri investering fastsættes betarisikoen til 0. Ved en investering, hvor risikoen er mindre end markedet, anses betarisikoen for at lægge mellem 0 og 1. Når risikoen svarer til markedsrisikoen er beta lig 1 og hermed er betarisikoen større end 1, når der er tale om investeringer med større risiko end markedsporteføljen. Eksempelvis vil en betaværdi på 0,8 svare til, at risikoen ved investering i den pågældende ejendom er 20% lavere end det generelle marked. Risikoen består både af drifts- og finansielle risici, men ikke virksomhedsafhængige risici. Dette betyder, at afkastkravet vil udgøre 1,7% + 3,92%, hvis ovennævnte undersøgelse foretaget af PwC vedr. aktier er repræsentativ for det generelle marked, herunder at betaværdien ved investering i ejendommen kan fastsættes til at være 20% under aktiemarkedet samtidig med, at de 1,7% er den korrekt fastsatte rente for en risikofri investering.

³⁹ Prisfastsættelsen på aktiemarkedet – PriceWaterhouseCoopers 2010 s. 1

⁴⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang s. 52

Risikotillægget skal ses i forhold til at afvige negativt fra det budgetterede cash flow.

Nedenfor illustreres formelen for fastsættelse af ejernes afkastkrav:

$$k_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f], \text{ hvor}$$

k_e = ejernes afkastkrav

r_f = risikofri rente

β = beta (systematisk risiko)

$E(r_m)$ = forventet afkast ved investering i markedsportefølje

$E(r_m) - r_f$ = markedets risikopræmie

Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang s. 50-51

Baggrunden for fastsættelse af forrentningskravet/afkastkravet er bl.a. samfundsmæssige og konjunkturbetingede forhold, herunder renteniveauet, inflationen og høj- eller lavkonjunktur.

Som et stigende renteniveau vil en stigende inflation normalt påvirke forrentningskravet stigende, da ens kapital ellers vil blive forholdsvis mindre værd/”udvandet.” Ved højkonjunkturer vil investorer acceptere lavere forrentningskrav som følge af en forventning om stigende huslejer og udlejningsprocent (mindre risiko).

Endvidere er ejendommens egne forhold af betydning. Dette er eksempelvis beliggenheden, hvor en god beliggenhed typisk er nemmere at udleje, hvilket giver større sikkerhed og mulighed for stigning i lejen, hvilket påvirker kravene til forrentningen, således disse mindskes. En god beliggenhed er et vidt begreb, men der kan eksempelvis være tale om infrastrukturen, adgang til arbejdskraft, placering i forhold til kunder og samarbejdspartnere eller ”herlighedsværdi”.

Ejendommens type er afgørende i forhold til risikoen, hvor denne i et omfang vil afhænge af, om det er en boligejendom, butik, kontor eller andet erhverv.

Lejerne har stor betydning for prisfastsættelsen. Omdømmet af disse set i forhold til, om de ønsker at blive boende i ejendommen samt deres betalingsevne. Lejere med lav finansiell styrke vil udgøre en større driftsrisiko. Her er vilkårene i lejekontrakten også en faktor som påvirker, idet der her kan være en forpligtelse for begge sider om en langt løbende kontrakt uden opsigelsesmulighed.

Genudlejning af ejendommen er væsentlig, hvilket omfatter alternative anvendelsesmuligheder. Ejendommen kan være indrettet specielt eller der kan være begrænsninger i anvendelsen som følge af lokalplaner. Herudover har beliggenheden væsentlig betydning for genudlejning, idet en god beliggenhed vil mindske risikoen for tomgangsleje.

Det generelle marked skal tages i betragtning omkring udbud og efterspørgsel. I en periode med et relativt lavt udbud af ejendomme indenfor samme type, vil diskonteringsfaktoren alt andet lige være lavere, idet ejendommen bør være nemmere at sælge eller udleje, forudsat en relativ højere efterspørgsel.

Under samfundsmæssige faktorer påvirker BNP og beskæftigelse m.v. I situationer, hvor der eksisterer lavkonjunktur, kan lejer eventuelt ikke holde sine økonomiske forpligtelser overfor udlejer. Lavkonjunktur situationen vil alt andet lige øge risikoen for dette.

Ved højkonjunktur vil risikoen være mindre samtidig med, at muligheden for genudlejning vil øges. Herudover vil der på baggrund af den formentlig større efterspørgsel i samfundet være bedre grundlag for eventuelle huslejestigninger. Når fastsættelsen af diskonteringsfaktoren foretages, bør de generelle økonomiske forhold tages til efterretning.

Der indarbejdes i denne model ikke inflation, idet der er tale om et statisk billede.

Herefter er driftsafkast og forrentningskravet fastsat, hvilket giver værdien før reguleringer.

5.1.3 Fase 3

I 3. fase af værdiansættelsen sker som nævnt reguleringerne i form af tillæg og fradrag. Følgende forhold kan give anledning til korrektion af værdien:

- ”- Fradrag for tab på lejeindtægt på ikke udlejede arealer
- Tillæg/fradrag for periode indtil regulering af markedsleje
- Fradrag for udgifter til udskudte vedligeholdelsesarbejder
- Fradrag for udgifter til klargøring af uulejede lokaler
- Tillæg for kapitaliseret værdi af renteindtægt af modtagne lejerdeposita og faste forudbetalinger
- Tillæg for byggeretter”⁴¹

Der reguleres for den lejeindtægt, som tidligere er indregnet i tilfælde af mangel af lejer. Her indregnes endvidere de omkostninger, som lejer ville have betalt (f.eks. udgifter til el, vand og varme).

Et tillæg eller fradrag i forhold til regulering af markedslejen foretages ved at kapitalisere differencen mellem den aktuelle leje i lejekontrakten og markedslejen i perioden, hvor afvigelsen finder sted.

Hvis der findes udskudte vedligeholdelsesarbejder af større omfang indenfor en snarlig periode, foretages der fradrag i værdien.

⁴¹ Ejendom & Entreprise, Investeringsejendomme af KPMG, afsnit 8.1

Omkostninger til eventuel klargøring af uudlejede lokaler for, at det er muligt at udleje lokalerne igen fratrækkes. Ved udlejning af lokaler i dårlig stand kan lejeindtægten eventuelt blive påvirket.

Tillæg for renteindtægter af deposita og faste forudbetalinger. Et sådan indestående giver en renteindtægt, hvilken tilbagediskonteres for at få nutidsværdien. I tilfælde af rentesatsen er lig diskonteringsrenten kan beløbet tillægges direkte til værdien.

Herefter er dagsværdien efter denne metode opgjort. Denne er imidlertid ikke ensbetydende med, at dette er beløbet en eventuel investor vil betale. Et godt eksempel på, hvad der kan indvirke på prisen er, at ejendommen kan være afskrivningsberettiget.⁴² Dette kan investoren have skattemæssig fordel ud af.

5.1.4 Illustration af faktorernes påvirkning i Normalindtjeningsmodellen

Af bilag 10 fremgår et eksempel på en værdiansættelse via Normalindtjeningsmodellen. De realiserede tal for seneste år fremgår af den første kolonne. Herefter er indtægter og omkostninger fastsat og korrigeret for enkeltstående påvirkninger. Afkastkravet er fastsat til 6% og med en normalindtjening på t.DKK 290 giver dette en markedsværdi før reguleringer på t.DKK 4.833 (DKK 290.000/6%). Dette svarer til fase 1 og 2 ovenfor. I fase 3 korrigeres for udskudt vedligeholdelse, klargøring af lokaler, depositum og forudbetalt husleje. Disse påvirker 1:1, da reguleringerne er kapitaliseret. Herefter udgør dagsværdien t.DKK 4.733.

Af bilag 11 fremgår et eksempel med et afkastkrav på 6,5%, og øvrige forudsætninger er uændrede. Herved udgør dagsværdien t.DKK 4.362. En ændring af afkastkravet med 0,5 procentpoint (en stigning i afkastkravet på 8,3%) medfører, at ejendommens værdi falder med t.DKK 372. Herved fremgår det, at en ændring i afkastkravet på 0,5 procentpoint kan påvirke ejendommens værdi væsentligt.

En ændring af normalindtjeningen til t.DKK 310 ved et afkastkrav på 6,5% vil før reguleringer medføre en markedsværdi på t.DKK 4.769 (t.DKK 310/6,5%) og efter reguleringer t.DKK 4.669. I forhold til eksemplet i bilag 11 ændres markedsværdien med t.DKK 308 (t.DKK 20/6,5%) ved en ændring i driftsafkastet på t.DKK 20.

Driftsafkastet og afkastkravet er afgørende faktorer i modellen. Reguleringerne påvirker 1:1.

⁴² Ejendom & Entreprise, Investeringsejendomme af KPMG, afsnit 8.1

5.1.5 Værdiansættelse efter Normalindtjeningsmodellen i praksis

5.1.5.1 Jeudan A/S

Jeudan A/S anvender Normalindtjeningsmodellen til værdiansættelse af ejendomme. I bilag 6 gengives note 2 vedrørende væsentlige regnskabsmæssige skøn fra deres Årsrapport for 2010. De væsentlige skøn vedrører ejendommenes værdiansættelse.

Som det fremgår måler de hver enkelt ejendom med udgangspunkt i detaljeret budget for det kommende driftsår, som korrigeres for enkeltstående hændelser. Der tages udgangspunkt i den forventede markedsleje, hvortil der lægges beløb vedrørende arealer, som ikke er udlejet. Driftsomkostningerne er budgetteret ud fra de faktiske udgifter. Den ind- og udvendige vedligeholdelse fastsættes efter kontraktvilkårene. Der hensættes gennemsnitligt DKK 30 pr. m² på erhvervsejendomme til udvendig vedligehold, men der afsættes intet til indvendig vedligehold, da lejer afholder disse omkostninger. Der hensættes DKK 130 pr. m² på ejendomme, hvor boligreguleringsloven og lejeloven fastsætter lovpligtige hensættelser. Administrationsomkostningerne budgetteres med 2% ud fra tidligere erfaringer. Gennem punkterne 1 til 5 opgøres driftsafkastet for den enkelte ejendom, hvilket svarer til fase 1 i den beskrevne model ovenfor.

Ved fastsættelse af afkastkravet tager Jeudan A/S udgangspunkt i udviklingen på markedet for den pågældende ejendomstype samt erfaringer med køb, salg og finansiering. Deres erfaringer kommer fra ejendomsmæglere, penge- og realkreditinstitutter samt ejendomsinvestorer. Gennem den løbende finansiering, der foretages i realkredit- og pengeinstitutter, opnår Jeudan A/S kendskab til finansieringssamarbejdspartnerens vurdering af den enkelte ejendom. Der følges op på markedets udvikling hvert kvartal med de finansielle samarbejdspartnere, mens der løbende afholdes møder med ejendomsmæglere i København, hvor Jeudan A/S har til huse. Dette danner grundlag for fastsættelsen af afkastkravet. Dette svarer til fase 2 i ovenstående model. Beregning fremgår ikke direkte, men indsamling af baggrundsmateriale til at verificere det anvendte afkast, omfatter en vurdering af markedet og de enkelte ejendomme, herunder typen af ejendom.

Det fremgår, at selskabet kapitaliserer nettoresultatet med det fastsatte afkastkrav, hvorefter punkt 7 og 8 tillægges/fradrages. Under punkt 7 tillægges eksempelvis den forudbetalte husleje, deposita og indestående på vedligeholdelseskonti i henhold til boligreguleringsloven, ligesom der under punkt 8 fratrækkes omkostninger til forestående renoverings- og ombygningsopgaver. Punkt 7 og 8 svarer til fase 3 i den gennemgåede model.

Overordnet svarer modellen til den beskrevne Normalindtjeningsmodel, men det fremgår ikke, at Jeudan A/S korrigerer i 3. fase vedrørende den tid, der går før de udlejede ejendomme igen bliver udlejet. Disse bliver lagt til i fase 1 og derfor bør der ske korrektion. Enten sker dette eller også vurderes korrektionerne uvæsentlige. De bør dog indgå i modellen.

5.1.5.2 Nordicom A/S

Nordicom A/S anvender ligeledes Normalindtjeningsmodellen. I bilag 7 gengives note 2 vedrørende regnskabsmæssige skøn i deres regnskab for 2010. De væsentlige skøn vedrører ejendommenes værdiansættelse. Nordicom A/S har suppleret beregningerne med eksterne vurderinger for at underbygge værdiansættelsen.

Som det fremgår måler de hver enkelt ejendom med udgangspunkt i de historiske tal, som korrigeres for forventede ændringer og enkeltstående hændelser. Punkt 1 ligner Jeudans opgørelse, men Nordicom anvender den nuværende leje, hvis den er lavere end markedslejen. Hvis den er højere anvendes den lavere leje, som forventes ved genudlejning. Driftsomkostningerne fastsættes som Jeudan ud fra de faktiske udgifter. Den ind- og udvendige vedligeholdelse fastsættes efter kontraktvilkårene. Der hensættes gennemsnitligt DKK 45 pr. m² og ellers ligner det Jeudan. Administrationsomkostningerne budgetteres med 3% ud fra tidligere erfaringer. I punkt 6 indregner Nordicom en forrentning af deposita, hvorved den indgår i driftsafkastet og kapitaliseres, hvorimod Jeudan først tog den med i fase 3. Gennem punkt 1 til 6 opgøres driftsafkastet for den enkelte ejendom, hvilket svarer til fase 1 i den beskrevne model ovenfor. I punkt 7 opgøres afkastkrav ud fra udviklingen i markedsforhold for de pågældende ejendomme og erfaringer fra salg i årets løb.

Det fremgår, at selskabet kapitaliserer nettoresultatet med det fastsatte afkastkrav, hvorefter punkt 8 og 9 fratrækkes. Under punkt 8 fratrækkes eksempelvis tomgangsleje og under punkt 9 fratrækkes omkostninger til renoverings- og ombygningsopgaver, der skal foretages før genudlejning. Punkt 8 og 9 svarer til fase 3 i den gennemgåede model.

Overordnet svarer modellen til den beskrevne Normalindtjeningsmodel. Nordicom indregner tomgangsleje, hvilket ikke fremgik af Jeudans beskrivelse. Ligeledes er Nordicom mere opmærksom på regulering af lejeindtægt til den laveste værdi.

Ved en ændring i afkastkravet på 0,25 procentpoint til 7,59% falder dagsværdien af ejendommene med $((7,34\%/7,59\%) - 1) \times 3.254,1 \text{ mio. DKK} = 107,2 \text{ mio. DKK}$, hvorefter ejendommenes dagsværdi udgør 3.146,9 mio. DKK.

I tilfælde af ejendommenes dagsværdi skulle falde 107,2 mio. DKK ved en ændring i driftsresultatet og et uændret afkastkrav, ville dette kræve et fald i driftsresultatet $(107,2 \text{ mio. DKK} \times 7,34\%) 7,87 \text{ mio. DKK}$. På dette afkastniveau vil en ændring på 0,25 procentpoint skulle ses i forhold til en ændring i driftsresultatet på 7,87 mio. DKK. Begge faktorer har en væsentlig betydning for værdiansættelsen. Driftsresultatet vil formentlig være nemmere at verificere end afkastkravet.

Reguleringerne i fase 3 vil ofte påvirke i forholdet 1:1, medmindre reguleringerne først påvirker resultatet længere ud i fremtiden.

5.2 Discounted-cash-flow-model

Ved hjælp af DCF-metoden er det, som nævnt, muligt at arbejde med en længere budgetperiode. Her ser man på det fremtidige cash flow fra hver enkelt ejendoms drift. Denne tilbagediskonteres med investorens nominelle diskonteringsrente, for at finde dagsværdien på nuværende tidspunkt.

5.2.1 Bestemmelse af diskonteringsfaktoren

Diskonteringsfaktoren bestemmes bl.a. ud fra risici ved investering i ejendommen. Risikoen består i en negativ afvigelse fra det budgetterede resultat. Hvis der kunne laves et 100% retvisende budget, ville det ikke være nødvendigt at indregne risiko i diskonteringsfaktoren, idet værdiansættelsen herved ville være korrekt. Denne sammenhæng betyder også, at diskonteringsfaktoren set i forhold til risiko, alt andet lige vil være mindre end ved DCF-modellen, da Normalindtjeningsmodellens værdiansættelse sker på baggrund af et gennemsnit.

Diskonteringsfaktoren bestemmes af den risikofrie rente samt en risikopræmie. Den risikofrie rente anses ofte for at være på niveau med en 10-årig statsobligation. Risikopræmien skal vurderes i hvert enkelt tilfælde, idet den skal afspejle risikoen ved ejendomsinvesteringen, jf. afsnittet ovenfor vedrørende Normalindtjeningsmodellen.

I DCF-modellen indekseres beløbene typisk, hvilket medfører, at der indeholdes inflation. Dermed skal diskonteringsfaktoren også indeholde en inflationsrate.

Ved Normalindtjeningsmodellen indregnes inflationens påvirkning i forrentningskravet, mens inflationen indregnes i cash-flow ved DCF-modellen.

I bilag 9 er gengivet forskellige risikofaktorer, og hvordan de påvirker enten diskonteringsrenten eller cash flow i DCF-modellen.

Da et positivt cash flow som modtages på et givet tidspunkt i fremtiden er mindre værd end, hvis det modtages nu, skal der ske en tilbagediskontering af den fremtidige værdi. En teoretisk mulighed for denne tilbagediskontering er ved anvendelse af WACC'en, hvilken er de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger. Dette betyder, at afkastkrav på egenkapitalen og forrentning af fremmedkapitalen vægtes i forhold til den andel af ejendommen de udgør til markedsværdi. Afkastkrav på egenkapitalen beregnes som vist ovenfor, mens forrentningen af fremmedkapitalen afhænger af lånerenten.⁴³ Da

⁴³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang s. 54-56

andelen af egenkapital og fremmedkapital vil være forskellig i afhængig af, hvilket selskab, der køber ejendommen, skal fordelingen fastsættes ud fra den ”gennemsnitlige” fordeling. Altså en fordeling der er repræsentativ for netop denne ejendom. Dette betyder også, at det selvfølgelig ikke er tilladt, at manipulere med kapitalstrukturen, således der opnås en højere værdiansættelse gennem en lavere diskonteringsrente opnået ved fastsættelse af en høj gældsandel. I praksis vil en øget gældsandel endvidere medføre et øget forrentningskrav til gælden på grund af den større usikkerhed långiver tager.

Renten på gælden skal fastsættes i forhold til risikoen på netop denne ejendom.

5.2.2 Perioden

Perioden, der anvendes i modellen er typisk 5-10 år, hvor der tages udgangspunkt i de enkelte års cash-flow. Herefter ansættes for den resterende periode for ejendommens levetid en terminalværdi, hvilken enten er konstant eller der indarbejdes en vækst fra år til år.

For de enkelte år opgøres det frie cash-flow efter følgende model:

$$\begin{aligned} &+ \quad \text{Lejeindtægter} \\ &- \quad \text{Driftsomkostninger} \\ &= \quad \text{Driftsresultat før renter og skat} \\ &+/- \quad \text{Nettoinvesteringer} \\ &= \quad \textbf{Frit cash-flow} \end{aligned}$$

Deposita optages i praksis ved at tillægge beløbet til den beregnede værdi af ejendommen eller indregne forrentningen i det frie cash-flow for årene.

Nettoinvesteringer består eksempelvis af større renoveringsopgaver. Disse kan eventuelt medføre en højere leje.

I IAS 40 omtales overordnet, hvilke forbedringer, som kan indgå i værdiansættelsesberegningen. Endvidere gør Erhvervsstyrelsen opmærksom på, at det er de faktiske forhold på balancedagen, der er udgangspunkt for værdiansættelsen. Effekter fra fremtidig udbygning eller modernisering af ejendommen og heraf afledte indtægter kan ikke medtages, men kan tillægges via værdien for byggeretter, som i Normalindtjeningsmodellen.⁴⁴

I budgetteringsperioden skal der være sammenhæng mellem indregnede omkostninger og indtægter, således at indtægterne afspejler de afholdte omkostninger. Når lejen forventes at blive reguleret op, skal de afholdte omkostninger for at give mulighed for denne opregulering af lejen også indeholdes. Herudover reguleres lejeindtægten i det omfang, vilkårene i kontrakten giver mulighed for det. I tilfælde af tomgangsleje indregnes dette også.

⁴⁴ Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen d. 3. april 2009

Driftsudgifterne budgetteres ud fra det kendskab, der historisk foreligger på ejendommen samt de forhold virksomheden har kendskab omkring den fremtidige udvikling. Driftsudgifterne omfatter bl.a. vedligeholdelse, vicevært, administration, ejendomsskatter samt forsikring m.v.

Udgifter til vedligeholdelse skønnes ud fra ejendommens tilstand samt eventuelle forpligtelser ifølge boligreguleringsloven.

DCF-modellen giver mulighed for at beregne et ustabilt cash flow. Det er vigtigt, at perioden, hvor der eksisterer ustabilitet, indgår i de år, som er specificeret. Dette kan forklares ved et eksempel. Det kan være en renoveringsomkostning på t.DKK 200 som er budgetteret i år 5. Dette vil ved en diskonteringsrente på 7% påvirke ejendommens værdi negativt med t.DKK 143 ($t.DKK\ 200/1+0,07^5$). Hvis omkostningen i stedet indgår i år 10, vil værdien blive påvirket negativt med t.DKK 102. Hvis omkostningen ved en fejl indgår i terminalperioden, vil omkostningen først blive kapitaliseret med det reale forrentningskrav (ekskl. inflation) eksempelvis 5%, hvorved omkostningen på t.DKK 200 vil udgøre 4 mio. DKK før tilbagediskontering. Efter tilbagediskonteringen vil ejendommens værdi blive påvirket med t.DKK 2.033 ($((t.DK\ 200/0,05)/(1+0,07)$). Dette eksempel viser, at det for en ejendom til 8 mio. DKK ikke har større betydning om omkostningen indregnes i år 5 eller år 10, mens det får stor indflydelse, hvis der sker indregning i terminalværdien. Ved en ejendom til en lavere værdi, vil det have større betydning om omkostningen på t.DKK 200 indregnes i år 5 eller år 10. Indregning i terminalværdien af en større omkostning vil imidlertid have større betydning. Dette skyldes, at terminalperioden behandler den efterfølgende stabile periode og kan defineres som et udtryk for evigtvarende cash flow. Som det fremgik af eksemplet opgøres terminalværdien til at være konstant eventuelt med en vækst.

Som ovenfor vist må terminalperioden ikke indeholde enkeltstående tilfælde, idet disse vil påvirke opgørelsen i en meget misvisende retning. Det er kun de "almindelige" omkostninger og indtægter, som kan indgå i det frie cash flow. Terminalperioden kan sammenholdes med Normalindtjeningsmodellen, hvor terminalperioden dog tilbagediskonteres i DCF-modellen.

Et eksempel på opgørelse af en omkostningsfaktor på ejendommen, kan være at se på ejendommens "livscyklus". Der kan eksempelvis være forventning om, at taget på ejendommen skal udskiftes hvert 30. år, hvorved der i terminalåret "omkostningsføres" $1/30$ af omkostningerne ved en udskiftning.

Den almindelige vedligeholdelse kan være nemmere at budgettere, mens periodiske omkostninger er sværere. Niveauet af omkostninger er det sværeste at forudse, mens tidspunktet ikke er afgørende, idet udskiftningen vil ske i løbet af årene, samtidig med der er tale om et evigtvarende cash flow. Problemet består i at forudse, hvor ofte de større vedligeholdelsesarbejder skal udføres samt prisniveauet herpå.

Ved eventuel tomgang skal alle omkostninger inkluderes. Dette omfatter tabt lejeindtægt, genudlejningsomkostninger, istandsættelse samt forbrug i perioden.

Den tilbagediskonterede terminalværdi udgør ofte mellem 40% og 60% af ejendommens samlede værdi, hvorved den er meget afgørende for ejendommens værdi. Der vil i de fleste tilfælde blive anvendt samme diskonteringsfaktor som i budgetårene. Det kan overvejes at ændre på diskonteringsfaktoren, hvis der forventes en stor ændring i risikoen i det fremtidige cash flow i den fremtidige terminalperiode. En ændring bør kun ske, hvis der sker markante ændringer, som vil være fundamentale for værdiansættelsen.⁴⁵

Ved en eventuel korrigerende vækstfaktor skal der ses på, om man forventer en vækst i ejendommens driftsresultat i terminalperioden. Faktoren kan ved erhvervsejendomme forventes at følge prisudviklingen. Dette skyldes, at der i erhvervslejemål ofte er indeholdt en prisindeksreguleringsfaktor. Lejelovgivningen vil dog i visse tilfælde kunne gøre, at en prisstigning ikke kan opnås i samme takt som prisudviklingen. Vækstfaktoren anvendes kun, når væksten forventes at afvige fra inflationen. Vækstrenten korrigeres i kapitaliseringsfaktoren. Ved ens vækst og inflation vil der blot ske udgligning af faktorerne.

Diskonteringsrenten fastsættes efter samme metode som for Normalindtjeningsmodellen, men de kan ikke sammenlignes direkte, idet DCF-modellen er i løbende priser, hvorved inflationen påvirker. Diskonteringsrenten fastsættes dermed inkl. inflation. Ved den tidligere omtalte Normalindtjeningsmodellen korrigeres der for prisudviklingen ved at reducere diskonteringsrenten med inflationen. Ved Normalindtjeningsmodellen er det dermed en real diskonteringsrente, mens man ved DCF-modellen indekserer cash-flowene for årene.

Efter opgørelse af de frie cash flow i de enkelte år samt i terminalperioden og fastlæggelse af diskonteringsrenten, kan dagsværdien beregnes. Det frie cash flow er opgjort pr. periode, hvorefter nutidsværdien findes ved, at 1. år tilbagediskonteres med 1 år, 2. år tilbagediskonteres 2 osv. Terminalperioden kapitaliseres ved at dividere det frie cash flow med diskonteringsrenten korrigeret med væksten (eksempel 7,5% inkl. inflation - 2%), hvorefter dette tilbagediskonteres med diskonteringsfaktoren (7,5%) over 10 år, hvilket giver en nutidsværdi. Eksempelvis vil et cash flow på t.DKK 350 i terminalperioden med en vækst på 2% og en diskonteringsfaktor på 7,5% medføre en nutidsværdi på $(t.DKK 350 / 5,5\%) / 1,075^{10}$ DKK 3.087.597. Hertil skal de 10 års cash flow til nutidsværdi tillægges.

Fordelen ved DCF-modellen er, at den giver mulighed for indregning af større vedligeholdelsesarbejder m.v. inden terminalperioden. Dermed er denne model mere dynamisk end Normalindtjeningsmo-

⁴⁵ Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen

dellen. Modellen kan samtidig anvendes til virksomhedens likviditetsstyring og planlægning på længere sigt.⁴⁶ Ligeledes kan der være tale om en fordelagtig lejekontrakt, som udløber i budgetperioden, hvorefter genudlejning vil være til en væsentligt ændret leje.

5.2.3 Illustration af faktorerens påvirkning i Discounted-cash-flow-modellen

Af bilag 12 fremgår et eksempel på en værdiansættelse via DCF-modellen. De realiserede tal for seneste år fremgår af den første kolonne. Herefter er indtægter og omkostninger budgetteret på en 10-årig periode samt for en terminalperiode som er fastsat og korrigeret for enkeltstående påvirkninger lignende Normalindtjeningsmodellen. Diskonteringsrenten er fastsat til 8% inkl. inflation på 2%. Lejeindtægterne pristalsreguleres ifølge lejekontrakter med 2%. Deposita forrentes med 2%. Inflationen er fastsat til 2%, hvilket medfører, at omkostningerne forøges med 2% pr. år. Modellen giver mulighed for, at de enkelte faktorer kan fastsættes forskelligt, men i dette eksempel er der valgt samme procent. Dette medfører, at årets resultat før renter og skat, hvert år øges med 2%. I forhold til Normalindtjeningsmodellen er der i diskonteringsrenten inkluderet inflation. Hvis der havde været tomgang eller udsving i de ordinære omkostninger, kunne dette være indarbejdet. I dette eksempel er de større investeringer indarbejdet i år 3, 6 og 10. Terminalværdien er fastsat som 10. budgetår, da dette anses for at være et normalår. Investeringerne er indregnet med t.DKK 10, da dette anses for at være den gennemsnitlige omkostning hertil.

Efter investeringerne er det frie cash flow opgjort. Dette tilbagediskonteres til nutidsværdi, hvorefter nutidsværdien af det frie cash flow i budgetperioden samlet udgør t.DKK 1.875. Der er ved opgørelse af terminalværdien indarbejdet vækst på 2%. Denne korrigeres i diskonteringsrenten, således terminalværdien kapitaliseres med 6% ($341.357/6\%$), hvorefter værdien udgør t.DKK 5.689. Denne værdi skal ligeledes tilbagediskonteres med diskonteringsrenten på 8%, hvorefter terminalværdiens nutidsværdi udgør t.DKK 2.635. Dagsværdien på ejendommen udgør herefter den samlede værdi af nutidsværdien af budgetperioden og terminalværdien i alt t.DKK 4.511. Det er skal her bemærkes, at terminalværdien udgør 58%.

Af bilag 13 fremgår et eksempel med en diskonteringsrente på 8,5%, og øvrige forudsætninger er uændrede. En ændring af diskonteringsrenten på 0,5 procentpoint medfører, at dagsværdien udgør t.DKK 4.154, hvilket svarer til, at ejendommens værdi falder med t.DKK 357.

Hvis investeringen på t.DKK 150 i år 6 undlades øges ejendommens værdi med t.DKK 92. Dette skyldes, at omkostningen tilbagediskonteres til nutidsværdi med 8,5% og 6 år. Hvis investeringen i år 10 på t.DKK 10 undlades øges ejendommens værdi med t.DKK 4 pga. tilbagediskontering med 8,5% i 10 år. Hvis de t.DKK 10 i stedet undlades i terminalperioden påvirkes ejendommens værdi i stedet med t.DKK 68, da denne kapitaliseres med 6,5%, hvorefter den tilbagediskonteres med 8,5%.

⁴⁶ Ejendom & Entreprise, Investeringsejendomme af KPMG, afsnit 8.2 – 8.3

Ved DCF-modellen er der mange faktorer, som kan ændres. Disse påvirker driftsafkastet og/eller afkastkravet. Som ved Normalindtjeningsmodellen påvirker, det frie cash flow og diskonteringsrenten/afkastkravet. Terminalværdien udgør en væsentlig del af ejendommens værdi. Ligeledes fremgår det, at en ændring i terminalværdien har større indflydelse end samme størrelse ændring i budgetperioden.

5.2.4 Værdiansættelse efter Discounted-cash-flow-modellen i praksis

DADES AS er et af de større selskaber i Danmark, som anvender DCF-modellen med en 10-årig budgetperiode, jf. uddrag af note 2 om væsentlige regnskabsmæssige skøn i bilag 8.

De foretager løbende analyser af markedet og afkastkravene i markedet. Det fremgår af deres beskrivelse, at der anvendes forskellige krav indenfor segmenterne. Det gennemsnitlige afkastkrav udgør 5,68% i Årsrapporten for 2010/11.

DADES AS viser følsomheden ved dagsværdien på ejendommene ved ændring i afkastkravet.

Udover den 10-årige budgetperiode beregnes terminalværdien med udgangspunkt i 10 år, men med gennemsnitsbetragtninger for tomgang, indretnings-, større vedligeholdelsesomkostninger og investeringer.

Lejen fastsættes ud fra budgetterede fra det 1. års budget, hvorefter der reguleres henover den 10-årige periode for kendte reguleringer. Fremtidige reguleringer til markedsleje og potentielle ændringer af ejendommen indregnes ikke. Der er afsat tomgangsleje over budgetperioden og i terminalperioden.

Forrentningen af deposita indregnes over perioden.

Ejendommenes driftsomkostninger fastsættes ud fra foreliggende budgetter og erfaringer. Omkostningerne pristalsreguleres over perioden. Omkostninger selskabet må afholde ved tomgang indregnes. Omkostningerne til almindelig vedligeholdelse indregnes ligeledes efter budgetter og erfaringer, mens større vedligeholdelsesopgaver og investeringer medtages i forhold til udarbejdede 10-årige vedligeholdelsesbudgetter. I terminalperioden afsættes omkostningerne ud fra erfaringerne samtidig med de indeholdte omkostninger i 10 års perioden tages i betragtning.

Udlejningsomkostninger og indretningsomkostninger vedrørende lejemål, som forventes at blive ledige over perioden, indregnes ud fra det der måtte forventes at være krav fra lejer.

Det årlige cash flow tillægges et rentetillæg som udtryk for forrentningen af den positive eller negative likviditet, som driften genererer. Cash-flow for perioden og terminalåret tilbagediskonteres med af-

kastprocenten, hvorefter dagsværdien sammenholdes med ejendomme indenfor koncernen og på markedet.

DADES AS fremhæver selv flere risikofaktorer, herunder bl.a. pristalsreguleringen, hvor lejeindtægterne reguleres med 2,5% pr. år, mens omkostningerne reguleres med 3,0%.

DADES AS anvendelse af modellen i praksis er i høj grad i overensstemmelse med den teoretiske model gennemgået ovenfor.

DCF-modellen medfører, at der er flere faktorer som medfører usikkerhed, men til gengæld kan den samlede risiko for afvigelsen i driftsresultatet mindskes, da der er en budgetperiode. Terminalværdien udgør en stor andel af ejendommenes værdi, hvilket medfører, at driftsresultatet i denne periode er meget væsentlig. Som i Normalindtjeningsmodellen er afkastkravet fortsat en væsentlig faktor. Ved anvendelse af ens forudsætninger vil dagsværdien blive ens uanset, hvilken model, der er anvendt til værdiansættelsen, idet værdierne i de enkelte perioder i DCF-modellen tilbagediskonteres til tidspunkt 0, hvor Normalindtjeningsmodellen kapitaliseres på tidspunkt 0.

5.3 Kommentarer omkring værdiansættelse

Der er mange skøn forbundet med værdiansættelsen, hvilket kan få kreative sjæle til at foretage uhenigtsmæssige reguleringer. Det er set flere gange, at personer har opskrevet ejendomme til større værdi end den reelle, hvilket har medført, at gælden har været større end den reelle værdi af ejendommen. Der er set, at personer har handlet med hinanden og værdien er steget for hver handel, samtidig har bankerne fået pant i ejendommen fra den nye erhverver. Dette medfører naturligvis, at banken i værste tilfælde kan tabe mange penge, da de har lånt på forkert grundlag/værdi.

En fejl i værdiansættelsen kan føre til et ukorrekt billede af virksomhedens finansielle stilling. Det eventuelt ukorrekte billede medfører to afgørende forhold. For det første er der skrappe krav i Årsregnskabsloven i forbindelse med det retvisende billede, som skal overholdes. Herudover kan der være forhold i forbindelse med låneoptagelse. Ved låneoptagelse vil der ofte blive stillet sikkerhed i ejendomme, hvorved værdien heraf er afgørende. Både under- og overvurdering kan være et problem.

En vurdering fra en ekstern part vil give en form for anskueliggørelse af friværdien i ejendommen. Erhvervsstyrelsen har i de seneste år haft fokus på den regnskabsmæssige behandling af investerings-ejendomme og har ved de eksterne vurderinger opdaget fejl, hvor virksomhederne enten har bevæget sig på kanten af loven eller endda overtrådt den. Problemet ved vurdering fra en ekstern part har været, at der i forudsætningerne for værdiansættelsen, har været inddraget fremtidige investeringer, hvilket

ikke er i overensstemmelse med de gældende bestemmelser. Det er som nævnt de faktiske forhold på balancedagen, som er udgangspunkt for værdiansættelsen.⁴⁷

FSR har udsendt et notat omkring udfordringer i forbindelse med aflæggelsen af årsrapporten for 2008. Baggrunden for notatet er den finansielle krise samt et ønske om at sikre regnskabsbrugere det bedst mulige grundlag til at træffe beslutninger efter. Dette omfatter de væsentlige fald i markedsværdier samt usikkerheden om skøn ved fastsættelse af forudsætningerne for vurdering af den fremtidige økonomiske udvikling.

Dermed er det bl.a. oplysningskravene og præsentation af investeringsejendomme der henvises til. Oplysningerne er vigtige, idet der på markedet sker voldsomme udsving, hvilket kan medvirke til ændringer i forudsætningerne. Oplysningerne, som afgives i forbindelse med årsrapporten for 2008 og fremadrettet, vil som tidligere basere sig på skøn og forudsætninger, men på baggrund af den hurtige udvikling på markedet, er det meget relevant at kunne se, hvilke forudsætninger, der er anvendt i forbindelse med værdiansættelsen. Dette har altid gjort sig gældende, men på et marked, hvor der ikke sker store ændringer, vil forudsætninger alt andet lige være mere ensartede, da forudsætningerne i højere grad kan observeres.

Målet gennem oplysningerne og præsentationen omkring forudsætninger og risici er dermed at øge tilliden til regnskabet. Dette skyldes, at regnskabslæser kan se, hvilke forhold, der er lagt til grund for værdiansættelsen. Herefter kan regnskabslæser vurdere forholdene, og om disse lever op til egne forventninger samt om forholdene fortsat gør sig gældende. Oplysningerne og præsentationen er omfattet af revisionen.

Idet forudsætningerne for værdiansættelsen af investeringsejendomme er af subjektiv karakter, vil der typisk opstå en større risiko for fejl under de nuværende økonomiske forhold. Dette medfører nødvendigvis et øget fokus fra revisor på denne post samt på going concern problematikken.

I henhold til dagsværdier er der fremhævet risikofaktorer for væsentlig fejlinformation i forbindelse med de nuværende økonomiske forhold, jf. bilag 14.

Ved de afkastbaserede modeller har Erhvervsstyrelsen endvidere haft øje på forrentningskravet, idet dette har afgørende betydning for ejendommens værdi.

På baggrund af opmærksomheden herpå, samt den indflydelse faktoren tidligere har påvist at have, er det interessant at se, hvorledes udviklingen i det reelle afkast har været. Dette vil blive belyst i afsnit 7.

⁴⁷ Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen d. 3. april 2009

6. Gennemsigtighed i regnskabet

6.1 Nøgletal

Udover de regnskabsmæssige standarder, er der udviklet Anbefalinger & Nøgletal af den Danske Finansanalytikerforening, hvoraf der fremgår standarder for udarbejdelse af nøgletal, således disse bliver ensartet beregnet og regnskabslæser kan sammenligne nøgletallene fra det ene selskab til det andet. I den seneste udgave fra 2010 er der et afsnit vedrørende ejendomme. Ejendomsforeningen Danmark udarbejdede i 2009 anbefalinger til ”Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber.” Heri anbefales det at anvende nøgletallene, således investor får en god information og selskaberne motiveres til at sikre investorernes interesser samt en synliggørelse af ledelsens arbejde herfor.⁴⁸

Vejledningen kan anvendes som supplement til regnskabsaflæggelsen. Der er ingen sanktioner ved, at de ikke anvendes, men i tilfælde af, at det kommunikeres ud, at de anvendes fuldt ud, skal dette ske. Hvis de overholdes i overvejende grad, skal undtagelserne nævnes samt forklaring på, hvorfor de ikke anvendes. Børsnoterede selskaber bør i videst mulig omfang følge anbefalingerne.⁴⁹

Vejledningen lægger vægt på resultatet før værdireguleringer og skat, da værdireguleringerne ikke genererer pengestrømme. Gennem positive værdireguleringer kan der opnås et positivt resultat på trods af, at cash-flowet er negativt på grund af de store renteomkostninger. Herudover anbefales en specificering af værdireguleringer på reguleringer drevet af ændret afkastprocent og ændringer drevet af driftsindtjening. Der gives en vejledning til følgende branchespecifikke nøgletal:

$$\text{Afkast på ejendomsporteføljen} = \frac{(\text{Lejeindtægter} - \text{ejendomsrelaterede omkostninger})}{\text{Gennemsnitlig værdi af ejendomsporteføljen}} = x \%$$

$$\text{Forrentning af gennemsnitlig egenkapital før skat og værdireguleringer} = \frac{\text{EBVAT}}{\text{Gennemsnitlig egenkapital}} = x \%$$

$$\text{Forrentning af gennemsnitlig egenkapital før skat efter værdireguleringer} = \frac{\text{Resultat før skat}}{\text{Gennemsnitlig egenkapital}} = x \%$$

$$\text{Lånerente} = \frac{\text{Nettofinansieringsomkostninger}}{\text{Gennemsnitlig nettobærende rentebærende gæld}} = x \%$$

⁴⁸ Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber s. 2 + 7

⁴⁹ Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber s. 3

$$\text{Afkastmargin} = \frac{\text{Afkast på ejendomsporteføljen} - \text{lånerente}}{\text{Afkastmargin}} = x \%$$

Herudover anbefales følgende oplysninger: Antal kvadratmeter, tomgangsprocent målt i udlejningsværdi, gennemsnitlig husleje pr. kvadratmeter, gennemsnitlig bogført værdi pr. kvadratmeter. Disse skal give regnskabsbrugeren en bedre forståelse af lejeindtægten.

Der anbefales en risikobeskrivelse i regnskabet, som kan bestå af tabeller med følsomheden overfor renteændringer, tomgangsprocent, lejeniveau samt niveau for nulpunkts tomgang og kommentarer på varighed af finansieringen.

Vejledningen øger gennemsynligheden i regnskabet for bl.a. analytikere og investorer.⁵⁰

6.2 Regnskabsbruger i forhold til regnskabet

Efter Årsregnskabsloven § 12 skal årsrapporten udarbejdes, således den støtter regnskabsbrugeren i dens økonomiske beslutninger. Regnskabsbrugerne består af personer, virksomheder, organisationer og offentlige myndigheder m.v., som anvender årsrapporten, som grundlag for deres økonomiske beslutninger, herunder nuværende og eventuelle investorer, kreditorer, medarbejdere, kunder, alliancepartnere, lokalsamfundet og tilskudsgivende og fiskale myndigheder.

De økonomiske beslutninger vedrører: Placering af regnskabsbrugerens egne ressourcer, ledelsens forvaltning af virksomhedens ressourcer og fordeling af virksomhedens ressourcer. Årsrapporten skal oplyse om forhold, der normalt anses for at være relevante for regnskabsbrugerne.

Investorerne vil være interesseret i at se udviklingen i virksomheden, herunder vil den generelle lejeindtægt og overskud samt særligt værdireguleringerne til dagsværdi være interessante, for at vurdere placering af deres egen investering. Endvidere vil ledelsens anvendelse af virksomhedens ressourcer være i fokus, for at se, om den lever op til investors forventninger. Følsomhedsanalyser vil især være interessante og meget relevante, således investor kan danne egne vurderinger om den fremtidige værdi af ejendommene og selskabet, herunder egne aktier/investering. Eventuelle investorer har ligeledes mulighed for selv at foretage en vurdering af virksomheden. De vil også kunne få et historisk indblik i virksomheden, herunder om ledelsen opretholder det rette kapitalberedskab og skaber værdi for investorerne.

⁵⁰ Revisorhåndbogen, Regnskab – Anbefalinger og Nøgletal

Anvendelse af IFRS medfører at udenlandske investorer i højere grad vil interessere sig for det danske marked, da de er sammenlignelige med egne regnskabsstandarder. Gennemsigtighed for investorerne er vigtig, da det er et parameter, som giver grundlag for værdiansættelsen.

Udover investorerne, der skal overveje om, de vil købe, sælge eller beholde, skal aktieanalytikere ligeledes kunne anbefale deres vurdering af prisen i forhold til rådgivning af nuværende og eventuelle investorer.

Ledelsen eller bestyrelsen kan bruge regnskabet til overvejelse omkring incitamentsprogrammer.

Medarbejderne vil også have fokus på virksomhedens indtjening alt efter deres involvering i virksomheden og virksomhedens generelle situation. Præstationsaflønnen medarbejdere vil alt andet lige være mere interesseret i virksomhedens præstation end en, der ikke er. Virksomheden kan være i krise, hvilket medvirker til større fokus, hvis der skabes en usikkerhed om jobbet.

Kreditorerne vil fokusere på egenkapitalen og likviditeten i virksomheden, men også udviklingen i virksomheden. Ved ejendomsvirksomheder vil kreditor ofte være realkreditinstitutter og pengeinstitutter. De vil have deres opmærksomhed på værdiansættelsen af ejendommene, da de ofte vil have pant heri. De mindre kreditorer vil, afhængig af deres tilgodehavende, alt andet lige være mindre fokuserede på regnskabet. Virksomhedens vilje og evne til at leve op til betingelserne i låneaftalen er ligeledes vigtigt for virksomheden selv, når der skal forhandles lån, da kreditgiver sætter renten efter risikoen.

Kunder i form af lejere, vil formentlig hovedsageligt have fokus på, om ejendommene lever op til deres krav, herunder de lovgivningsmæssige krav.

Alt efter, hvor involveret virksomheden er i lokalsamfundet vil der også være interesse herfra. Jeudan har en stor andel af deres ejendomme i København og der fokuseres på hovedstaden. Derfor involveres de i andre projekter såsom renovering af havnefronten og opførelse af Torvehallerne tæt ved Nørreport station. Igennem denne involvering skabes en pæn bydel og området bliver mere attraktivt. Ligeledes vil opførelsen af Torvehallerne gavne detailhandlen. Således vil selskabets støtte komme til gavn for både egne kunder og borgerne i området. Dette medfører en positiv holdning til virksomheden.

Der kan i lokalsamfundet også være konkurrenter, som ønsker at sammenholde regnskaberne, eksempelvis forrentningskrav.

Ved større virksomheder af offentlige interesse, vil journalister eventuelt anvende regnskabet til at understøtte deres historier. Myndighederne vil være opmærksomme på, om lovgivningen er overholdt. Det kan være Erhvervsstyrelsen og SKAT.

Revisor skal vurdere om de relevante begrebsrammer bliver overholdt, herunder afgive en erklæring på, at årsregnskabet er retvisende. Herigennem får regnskabsbrugerne sikkerhed for regnskabet er retvisende og kan anvendes som grundlag for deres økonomiske beslutninger.

7. Udviklingen på ejendomsmarkedet i Danmark

7.1 Markedsrapporter

Erhvervsstyrelsen henviser i deres omtale af fastlæggelse af forrentningsniveauet til Markedsrapport Retail af Colliers Hans Vestergård, november 2008. Tallene fra Colliers Hans Vestergård anses derfor for at kunne anvendes som benchmark i forbindelse med værdiansættelsen af ejendomme i praksis. Colliers Hans Vestergård er det danske medlem af den internationale erhvervsejendomsmæglerkæde Colliers International.

Markedsrapporten viser blandt andet, hvor stor betydning beliggenheden har for markedslejen og afkastkravet. I tabellen i bilag 15 er der udvalgt områder fordelt på beliggenhed i kategorierne: Bedste beliggenhed, Standard beliggenhed, Under middel beliggenhed. Opdelingen er knyttet til ejendomstypen - i dette tilfælde - Retailejendomme. Der gøres opmærksom på, at markedsrapporten er den sidst offentliggjorte rapport fra Colliers MarkedsPULS 3. kvartal 2011. Tabellen viser markedslejen pr. kvadratmeter pr. år ekskl. driftsomkostninger samt benchmark for afkastkrav.

Af bilag 15 fremgår det tydeligt, hvor afgørende beliggenheden er for værdiansættelsen af ejendomme. Der er stor forskel på de velbeliggende butikker i de forskellige byer. En forskel på markedslejen pr. kvadratmeter pr. år på mellem DKK 3.000 i Esbjerg og DKK 18.000 i København. De mere standardbeliggende ejendomme bliver mere ensartede i markedslejen, dog skiller København sig fortsat ud.

I bilag 15 nederst illustreres ligeledes afkastkrav for de bedste beliggenheder indenfor ejendomstyperne opgjort for 3. kvartal 2011.

Afkastkravene er meget relevante i forhold til revision af dagsværdierne, da Erhvervsstyrelsen henleder opmærksomheden på disse. Der skal dog lægges mærke til, at afkastkravet er for de bedste beliggenheder i området for den relevante ejendomstype.

7.2 Det reelle afkast efter afkasttype og erhvervstype

For at illustrere udviklingen på ejendomsmarkedet i Danmark, er der i bilag 16 taget udgangspunkt i det reelle afkast efter afkasttype og erhvervstype i perioden fra 2000 til 2010. Oplysningerne er hentet fra IPD Dansk Ejendomsindeks, hvilken anbefales i "Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber" til anvendelse som benchmark.

Ud fra det samlede totalafkast fremgår det, at ejendomsmarkedet har haft et stort afkast i perioden op til finanskrisen, i 2005 (18%) og 2006 (17,8%), hvorefter markedet aftager i 2007 (10,2%), men dog fortsat med et forholdsvis flot afkast. I 2008 (3,1%) har finanskrisen ramt Danmark, hvor afkastet bliver tydeligt ramt. 2009 (3,8%) og 2010 (5,3%) er fortsat på et lavt niveau, men dog med stigende tendens for 2010.

Når der analyseres på grundlaget for det samlede afkast fremgår det, at boligejendommene har en eksplosiv udvikling fra 2004 (11,1%) til 2005 (38,1%) samt et fortsat højt afkast i 2006 (24,2%). Markedet for boligejendommene bliver herefter hårdt ramt, da man i 2007 er nede på et lavt afkast, udgørende 2,5% set i forhold til en inflation på 1,7%. I 2008 (-6,5%) og 2009 (-1,8%) er der negativt afkast. I 2010 er markedet vendt med et afkast på 2,5%, men set i forhold til inflationen på 2,3% er afkastet lavt.

Indenfor butik- og kontorejendomme er der også stor stigning fra 2004 (7,0%/4,7%) til 2005 (10,2%/12,4%). Niveauet er ligeledes højt i 2006 (15,4%/16%), hvorefter den faldende tendens i afkastet indtræffer i 2007 (13,1%/11,4%), dog på et fortsat forholdsvis højt niveau. I 2008 hvor finanskrisen kommer, er afkastet faldet til henholdsvis 7,6% og 3,6%. Butiksejendomme falder i afkast i 2009 (7,0%), men afkastet er godt i forhold til øvrige erhvervstyper. I 2010 er afkastet faldet til 4,4%, hvilket er lavest set over hele perioden fra 2000 til 2010. Vedrørende kontorejendomme i 2009 (4%) er der begyndt en opadgående tendens til i 2010 (6,2%). Kontorejendommene har givet det største afkast i forhold til de øvrige erhvervstyper, hvilket ikke er sket siden 2000.

Industrirejendomme har som boligejendommene en eksplosiv udvikling fra et afkast på 5% i 2005 til 16,5% i 2006. Herefter begynder markedet at blive negativt påvirket i 2007 (10,5%), i 2008 (4,1%) og i 2009 (2,2%). Der ses imidlertid igen positiv påvirkning i 2010 med et totalafkast på 4,9%.

Overordnet viser tabellen, at markedet på investeringsejendomme bliver ramt i 2007 dog fortsat med positivt totalafkast indenfor alle erhvervstyper. I 2008 slår finanskrisen først helt igennem og det samlede markeds afkast er lavest i dette år, hvilket skyldes den negative udvikling i værditilvæksten. I 2010 ses stigende afkast med undtagelse af butiksejendomme, hvor den negative påvirkning ser ud til at have ramt senere.

Totalafkastet er i tabellen specificeret på direkte afkast og værditilvæksten. Når der overordnet ses på denne fremgår det, at det direkte afkast har været nogenlunde stabil over perioden før og efter finanskrisen, dog med lavere afkast i 2007. Påvirkningerne i totalafkastet fremkommer overordnet fra værdireguleringerne på ejendommene.

Ud fra denne udvikling ses det, at finanskrisen i Danmark indtræffer i 2007/08. Endvidere ses det, at afkastet af ejendommene generelt påvirkes hårdere af værdireguleringerne end det direkte afkast i perioden efter finanskrisen indtraf. Dette betyder, at værdiansættelserne i regnskaberne er meget væsentlige. En revision af regnskabet skal styrke de tiltænkte brugeres tillid til regnskabet.

7.3 Udviklingen i ejendomsinvesteringsselskaber

Ud fra ovenstående udvikling på ejendomsmarkedet er det interessant at belyse udviklingen i enkelte ejendomsselskaber i forhold til deres værdiansættelse. De udvalgte regnskaber består af de seneste aflagte regnskaber svarende til 2010/11. Endvidere er det koncernregnskaberne, der anvendes, da investeringsejendommene udgør en væsentlig del af hele koncernen og investeringsaktiviteten fortsat er hovedaktivitet.

7.3.1 Gennemgang af Essex Invest Holding ApS

Essex Invest Holding ApS aflægger årsrapporten for 2009/10 efter Årsregnskabslovens bestemmelser for store virksomheder i regnskabsklasse C.

7.3.1.1 Indregning og måling af investeringsejendomme

Essex Invest Holding ApS nævner ikke i anvendt regnskabspraksis, hvordan indregning er foretaget, hvilket er et krav i ÅRL § 53, men til gengæld oplyses kostprisen på investeringsejendommene i noten for materielle anlægsaktiver, hvorfor det må formodes, at selskabet gør dette korrekt til kostpris (købspris og direkte tilknyttede omkostninger). Selskabet beskriver ejendommene måles til dagsværdi (ÅRL § 38) efter en afkastbaseret værdiansættelsesmodel (RV 16). Der anvendes uafhængige vurderingsmænd i form af mæglervurderinger, hvilken ligeledes efter RV 16 kan anvendes, når der ikke kan opgøres pålidelig vurdering internt i virksomheden. Vurderingen kan endvidere underbygge ledelsens skøn. Selskabet har anvendt den laveste af 2 foretagne vurderinger for største delen af erhvervsejendommene.

Endvidere anvendes konkrete salgsforhandlinger samt enkelte, subjektive skøn foretaget af ledelsen. Det må formodes, at enkelte betyder, at der kun er ganske få subjektive skøn, men revisor bør undersøge dette nærmere, da der skal indregnes til kostpris, hvis der ikke er sammenlignelige ejendomme, der er solgt eller kan findes en tilnærmet værdi ved en accepteret model, jf. RV 16. Umiddelbart omhandler de subjektive skøn 3 grundstykker udgørende 134 mio. DKK, hvoraf det ene er solgt i næste regnskabsår til 99 mio. DKK.

Værdiændringerne reguleres i "Lejeindtægter og øvrige indtægter, nettofortjeneste ved salg af ejendomme samt dagsværdiregulering" i resultatopgørelsen (ÅRL § 49). Værdireguleringen foretages i den ordinære drift, men dagsværdireguleringen præsenteres ikke særskilt i resultatopgørelsen, hvilket

RV 16 kræver. Oplysningerne kan kun præsenteres i noterne, når der ikke er tale om virksomhedens hovedaktivitet. Dermed følges RV 16 ikke.

Der nævnes ikke navn/kvalifikationer på den eksterne vurderingsmand, hvilket bør være oplyst efter RV 16.

Essex Invest Holding ApS oplyser som krævet efter ÅRL § 12 og § 99 omkring følsomheden overfor ændringer i forrentningsprocenten.

Når selskabet anvender den laveste værdi af de eksterne vurderinger, kan dette medføre en undervurdering af ejendommenes værdi, men der er foretaget meget omtale af den skønsmæssige usikkerhed ved værdiansættelsen samtidig med, at revisor har afgivet supplerende oplysning herom. Dette gør imidlertid ikke regnskabet mere retvisende.

Med hensyn til den til investeringsejendommene tilknyttede gæld står der ikke noget om indregningen, men det fremgår, at der måles til dagsværdi, hvilket er i overensstemmelse med ÅRL § 38. Dermed opstår der ikke mismatch mellem målingen af aktiverne i forhold til gælden. Med henvisning til den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme og de tilknyttede gældsforpligtelser i afsnit 2.6 omkring gældsforpligtelser efter danske standarder anses Essex Invest Holding ApS for at gøre dette korrekt. Der er ligeledes nævnt, at der er pant i ejendommene, men den regnskabsmæssige værdi heraf fremgår ikke, hvilket er et krav efter ÅRL § 64 stk. 4. Note 18 Pantsætninger og sikkerhedsstillelser fremgår af bilag 17.

Aflæggelsen af regnskabet sker derfor ikke i overensstemmelse med Årsregnskabsloven, hvorved revisors konklusion er forkert. Der burde være taget forbehold for overholdelse af ÅRL § 64 stk. 4. I forbeholdet skal omfang og den regnskabsmæssige værdi af de pantsatte aktiver fremgå. Den regnskabsmæssige værdi af pantsatte aktiver er væsentlig for regnskabsbrugerne, især långiver, herunder investorer. Ligeledes overholdes ÅRL § 53 ikke. Det fremgår af erklæringsbekendtgørelsens § 6 stk. 2 nr. 2, at revisor skal tage forbehold, hvis regnskabet ikke indeholder de krævede oplysninger og ikke er uvæsentlige.

Med hensyn til måling til dagsværdi foretager Essex Invest Holding ApS en sådan for hver enkelt ejendom for sig med udgangspunkt i ejendommens budget for det kommende driftsår efter Normalindtjeningsmodellen.

Selskabet har anvendt afkastkrav mellem 3,8% og 9,0% for de danske ejendomme. Det gennemsnitlige afkastkrav er på 6,1%. De 3,8% virker lavt sat indenfor erhvervsejendomme, hvilket kan omfatte butikker, kontor og industri m.v. Det laveste afkast ud fra Colliers markedsrapporter for 3. kvartal 2010

vedrørende erhvervsejendomme, var butiksejendomme beliggende i strøggaderne i Århus. Her udgjorde afkastet 4,75%. Selskabet har ejendomme placeret i Århus, men i forhold til, at afkastprocenten er 20% under det gennemsnitlige afkast for de bedste ejendomme, vil det være nødvendigt med yderligere information for at afklare, om det lave afkastkrav er rimelig. Afvigelsen medfører, at ejendommen reelt kan være 20% mindre værd.

Erhvervsejendommene er for størstedelens vedkommende værdiansat ud fra mæglervurderinger, mens boligejendomme er værdiansat ud fra den afkastbaserede model.

Afkastkravet er fastsat ud fra markedsstatistikker, gennemførte handler samt ledelsens kendskab til ejendomsmarkedet i øvrigt. Ved fastsættelsen indgår parametre som ejendomstype (bolig, kontor, butik m.v.), beliggenhed, alder og vedligeholdelsesstand, lejeaftalernes løbetid og lejernes bonitet m.v.

7.3.1.2 Udvalgte tal til analyseformål for koncernen Essex Invest Holding ApS

Der gøres i Essex Invest Holding ApS' (koncernregnskab) opmærksom på, at der i regnskabsårene 2005/06 og 2006/07 indgår nettofortjeneste ved afhændelse af ejendomme, hvorved de ikke er direkte sammenlignelige med efterfølgende år. Gennem de sidste 3 år ses, at der er en nogenlunde stabil indtjening, jf. bilag 18. Det fremgår, at lejeindtægterne stiger med 10% fra 2007/08 til 2008/09. Dette skal bl.a. ses på baggrund af flere investeringsejendomme. Lejeindtægterne stiger med 4% fra 2008/09 til 2009/10. Det ses over den 3-årige periode, at lejeindtægterne ændres med 92 mio. DKK, når der ses på den højeste og laveste indtægt. Dette har haft en forholdsvis uvæsentlig indvirkning på årets resultat før skat, som mellem årene 2007/08 og 2009/10 ændres med 1.690 mio. DKK. Som det fremgår af bilag 18 skyldes dette i altovervejende grad de urealiserede værdireguleringer, hvoraf 1.245 mio. DKK kan henføres til.

Det fremgår, at værdireguleringerne påvirker årets resultat før skat positivt fra 2005/06 til 2006/07, hvorefter der i regnskabsåret 2007/08 sker en mindre værdiregulering. I 2008/09 og 2009/10 rammes ejendomsselskabet hårdt af udviklingen på markedet. Selskabets udvikling stemmer overens med markedets udvikling.

Udover påvirkningen i resultatopgørelsen betyder denne udvikling ligeledes meget på balancen. Analysen af balancen tager udgangspunkt i investeringsejendommene til henholdsvis kostpris og dagsværdi samt den tilknyttede gæld. Gælden måles til dagsværdi i begge tilfælde og anses ikke for at give en væsentlig afvigelse i forhold til belysning af friværdi på ejendommene. I selskabet er der finansieret vindmøller og øvrige anlægsaktiver, hvorfor der i viste opgørelse over friværdierne er korrigeret for disse, således at disse anses for 100% finansieret på gæld. Dette vil ikke være helt korrekt, men giver efter min mening det bedste billede. Der kunne være taget udgangspunkt i datterselskabet med hoved-

parten af investeringsejendommene, men da der sker finansiering mellem selskaberne vil dette påvirke billedet. Det er udviklingen i belåningen over tid, der ønskes belyst.

Det fremgår af bilag 18, at selskabet har belånt ejendommen med mellem 87% og 96% i forhold til kostprisen over hele perioden. I 2007/08 er ejendommene belånt med 96%. Hvis der ses bort fra 2007/08 er belåningen mellem 87% og 92%. Det er en ret stabil belåning af ejendommenes værdi set i forhold til den beregnede friværdi ved måling til dagsværdi. Ved måling til dagsværdi er der i den første del af perioden belånt 79%. I regnskabsåret 2007/08 stiger belåningsgraden til 88%. Denne større stigning i belåningsgraden kan eventuelt have sammenhæng med, at de bundne reserver for dagsværdi på investeringsaktiver i denne periode overføres til den frie egenkapital samtidig med fremgangen på markedet fortsat er der i 2007. Derfor vil realkreditinstitutterne have været mere åbne overfor kredit i forbindelse med investering i nye ejendomme. I perioden herefter falder ejendommenes værdi, hvorved belåningsgraden stiger og i 2009/10, som er det sidste foreliggende regnskab, er der en overbelåning af ejendommene i forhold til dagsværdien.

Af analysen fremgår det tydeligt, at målingen til kostpris er mest stabil, når der ses på et marked med større volatilitet. Imidlertid medfører målingen til dagsværdi, at regnskabet er mere retvisende, forudsat at målingen foretages med rimelige forudsætninger. En fortsat binding af reserver for dagsværdi på investeringsaktiver vil eventuelt kunne reducere risikoen for overbelåning. Denne virksomhed er hårdt ramt af krisen, jf. i øvrigt afsnit 13.1 om Fortsat drift (Going concern) samt tabellen nedenfor.

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Soliditetsgrad	17,9%	15,6%	15,8%	-1,0%	-17,5%

7.3.2 Gennemgang af Jeudan A/S

Jeudan A/S aflægger årsrapporten for 2010 efter IFRS, da selskabet er noteret på Københavns Fondsbørs. Udover de regnskabsmæssige regler fra IFRS, er selskabet underlagt den danske IFRS-bekendtgørelse og flere oplysningskrav stillet af Fondsbørsen.

7.3.2.1 Indregning og måling af investeringsejendomme

Jeudan indregner investeringsejendommene til kostpris og måler dem herefter til dagsværdi efter den afkastbaserede værdiansættelsesmodel. Der anvendes ikke uafhængige vurderingsmænd på trods af dette tilskyndes. Det er som nævnt dog ikke et krav, jf. afsnit 3.2 Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme/IAS 40.32.

Værdiændringerne reguleres i ”Urealiseret gevinst og tab” i resultatopgørelsen, IAS 40.35.

Under investeringsejendommene indregnes endvidere særindretninger og installationer, der tilbagebetales ved et tidsbegrænset tillæg til lejen. Dette måles til kostpris og afskrives lineært over den tidsbegrænsede periode.

Med hensyn til den til investeringsejendommene tilknyttede gæld indregnes denne til dagsværdi og måles efterfølgende til dagsværdi, jf. IAS 39.9.

Med henvisning til den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme og de tilknyttede gældsforpligtelser i afsnit 3. Regnskabsmæssig behandling efter IFRS og de Internationale standarder omkring indregning og måling anses Jeudan for at gøre dette korrekt.

Det kan diskuteres, hvorvidt der skulle være yderligere oplysninger om særindretninger og installationer, da disse måles til kostpris. Der mangler umiddelbart oplysninger omkring længden af brugstiden/perioden, hvor der er tillæg til lejen, men i forhold til det samlede område vedrørende investeringsejendomme (t.DKK 13.894.609), er særindretninger og installationer (t.DKK 20.303) ikke væsentligt for området i regnskabet eller for regnskabsbruger.

Med hensyn til måling til dagsværdi foretager Jeudan en sådan for hver enkelt ejendom med udgangspunkt i ejendommens detaljerede budget for det kommende driftsår, korrigeret for udsving der har karakter af enkeltstående hændelser. Jeudan har anvendt den afkastbaserede model konsistent gennem flere år, jf. i øvrigt afsnit 5.1.5.1 Værdiansættelse efter Normalindtjeningsmodellen i praksis samt bilag 6.

I forhold til vejledningen omkring nøgletal viser Jeudan Resultat før kurs- og værdireguleringer og før skat (EBVAT). Målet for Jeudan er et afkast på 8% i forhold til en egenkapitalandel på 25%.

Jeudan har specificeret værdireguleringer på investeringsejendommene (+293 mio. DKK) på reguleringer drevet af ændret afkastprocent (+427 mio. DKK) og ændringer drevet af driftsindtjening (+279 mio. DKK) Endvidere har Jeudan hensat -413 mio. DKK til ombygninger m.v.

Jeudan har i årsrapporten for 2010 udarbejdet de i bilag 19 viste hoved- og nøgletal i forhold til resultatopgørelsen, balancen og de regnskabsrelaterede nøgletal.

I forhold til anbefalinger til de branchespecifikke nøgletal viser Jeudan følgende:

Forrentning af gennemsnitlig egenkapital før skat og værdireguleringer (EBVAT/Gennemsnitlig egenkapital), 6,3%. Det ses, at målet om 8% afkast før skat og værdireguleringer fortsat ligger ude i fremtiden. Der skal dog tages hensyn til, at egenkapitalandelen i 2010 er på 30,9%, hvilket gør det sværere

at opnå et sådan afkast. Resultatet før kurs- og værdireguleringer i forhold til den gennemsnitlige egenkapital er dog stigende. Afkast på ejendomsporteføljen udgør 5,2%.

Herudover følger Jeudan anbefalingen om oplysninger vedrørende antal kvadratmeter, tomgangsprocent målt i udlejningsværdi, gennemsnitlig husleje pr. kvadratmeter, gennemsnitlig bogført værdi pr. kvadratmeter. Jeudan foretager en risikobeskrivelse i regnskabet, som bl.a. består af tabeller med følsomhedsanalyser om renteændringer, tomgang og afkastkrav.

Jeudan oplyser om dagsværdimodellen "Normalindtjeningsmodellen" anvendes. Endvidere anses oplysningerne i forhold til dagsværdimodellen for at være oplyst tilstrækkeligt, herunder at der ikke anvendes vurderingsmand og specifikation af driftsomkostninger på ejendomme i forhold til om der er udlejet eller ej, jf. i øvrigt bilag 5 vedrørende oplysningskrav efter IAS 40.

7.3.2.2 Udvalgte tal til analyseformål for koncernen Jeudan A/S

For at belyse udviklingen i driften af investeringsejendommene, er der udvalgt relevante regnskabstal, jf. bilag 20.

Af denne tabel fremgår det, at virksomheden har haft en stigende lejeindtægt, hvilket skal ses på baggrund af løbende opkøb af ejendomme. Midt i 2007 erhverves 73 retailejendomme og –centre, hvilket først slår fuldt igennem i 2008. Hertil kommer, at der i opkøbet, var tilknyttet et ombygningsprojekt, hvilket medfører yderligere lejeindtægt i 2009. I oktober og november 2009 investeres i yderligere ejendomme via køb af aktierne i Landic Property Denmark A/S udgørende ca. 2 mia. DKK, hvilket først giver udslag i 2010 samtidig med yderligere investeringer i 2010 samt generelle lejeindtægtsreguleringer over årene.

De tilhørende driftsomkostninger følger nogenlunde udviklingen i lejeindtægterne, hvilket giver sig udslag i en stabil "bruttofortjeneste" fra investeringsejendommenes drift.

Bruttofortjenesten fra investeringsejendommene stiger dog kraftigt med baggrund i det øgede aktivitetsniveau. Lavest til 2009 med 15% og højest i 2010 med hele 30%.

Som nævnt ovenfor er resultatet for år 2010 påvirket positivt med 293 mio. DKK fra værdiregulering af investeringsejendomme. Af udviklingen over den 5 årige periode fremgår det tydeligt, hvor stor en indflydelse dagsværdireguleringerne har på koncernens resultat. Værdireguleringerne på investeringsejendommene svarer til udviklingen på markedet, hvor påvirkningen rammer delvis i 2007, mens det hårdeste år er 2008, hvorefter der igen kommer positive reguleringer fra ejendommene. Endvidere fremgår det, at værdireguleringerne fra de finansielle forpligtelser ligeledes påvirker resultatet meget negativt i 2008, hvilket skyldes den megen ustabilitet på markedet.

Opgørelse af avancer og tab ved salg af investeringsejendommene fortæller om, hvor gode de i selskabet er til at foretage værdiansættelser af ejendommene. Dog skal det i den sammenhæng også betragtes, hvor mange ejendomme, der er realiseret solgt.

I 2010 realiseres et stort kurstab ved indfrielse af gæld, hvilket skyldes låneomlægningerne, hvorefter selskabet har opnået en billigere rente.

Ligeledes af bilag 20 ses årets resultat før skat for perioden 2006 frem til 2010. Koncernen viser en indkomst mellem positivt i 2006 505 mio. DKK og negativt i 2008 529 mio. DKK, hvorved forskellen i årets resultat før skat for disse år udgør 1.034 mio. DKK. Hvis årets resultat før skat korrigeres for urealiserede værdireguleringer (korrigeret resultat 1) fremkommer der et mere stabilt afkast af koncernens drift. Det lave resultat i 2008 skyldes driftsomkostninger ved service. Det fremgår dog, at det korrigerede resultat 1 i 2010 fortsat er meget negativ set i forhold til de øvrige år. Dette skyldes, at virksomheden vælger at lægge lån om i 2010 for at opnå mere attraktive renter, hvorved der realiseres et betydeligt kurstab på indfrielse af de gamle lån.

Gennem denne korrektion af resultatet fremgår det tydeligt, hvor stor indflydelse de urealiserede værdireguleringer har. Dette skal ses i sammenhæng med, at indflydelsen fra disse urealiserede værdireguleringer ikke genererer cash-flow/likviditet. Endvidere fremgår det, at finansieringssiden har stor indflydelse på selskabets resultat.

I forbindelse med værdiansættelsen af ejendommene er der gennemsnitligt anvendt et afkastkrav, der er stort set uændret over den 5 årige periode.

	2006	2007	2008	2009	2010
Gennemsnitlig afkast-% til værdiansættelse	5,0%	5,0%	5,3%	5,4%	5,2%

Fordelingen af ejendommene i intervallerne er imidlertid ændret, dog er størstedelen placeret i gruppen med en gennemsnitlig værdi på 5,0% til 5,3%. År 2010 er imidlertid første år, hvor der anvendes afkastsatser på over 8% - imidlertid på en uvæsentlig andel af den samlede ejendomsportefølje. 83% af Jeudans ejendomsportefølje består af kontorejendomme.

Den anvendte afkastprocent er i overensstemmelse med Colliers afkastprocenter som for de bedste beliggenheder vedrørende kontorejendomme i København er på 5%, jf. bilag 15 nederste tabel.

Udover påvirkningen i resultatopgørelsen betyder værdireguleringerne ligeledes meget på balancen. Analysen af balancen tager udgangspunkt i investeringsejendommene samt den tilknyttede gæld både til kostpris og dagsværdi.

Det fremgår af tabellen i bilag 20, at selskabet har belånt ejendommen med mellem 57% og 68% i forhold til kostprisen set over hele perioden. I 2008 skal stigningen i belåningsprocenten ses i forhold til yderligere investeringer i ejendomme samt låneomlægning. Selskabet foretager låneomlægning i både 2009 og 2010 samtidig med, at der foretages yderligere investeringer i ejendomme.

Ved måling til dagsværdi er der i 2006 og 2007 belånt med 46%. I regnskabsåret 2008 stiger belåningsgraden til 63%. Denne større stigning i belåningsgraden har sammenhæng med volatiliteten på markedet, herunder en negativ påvirkning både fra realiserede og urealiserede værdireguleringer på ejendommene og gælden. Jeudan har efter 2008 ikke været voldsomt mærket af værdireguleringerne på trods af, at de har været store. Eksempelvis er der realiseret et stort tab på låneomlægning i 2010, men der er ultimo indhentet en del som urealiseret gevinst. Den urealiserede gevinst opstår pga., at der har været en stigende rente efter låneomlægningen. Ejendommene blev ligeledes positivt reguleret i 2010. Hverken den urealiserede dagsværdiregulering på gælden eller ejendommene påvirker cash-flow eller likviditeten.

Ud fra den fokus koncernen har på lønsomhed i driften, investering i ejendomme i København med en god beliggenhed og stand samt fokus på finansieringssiden har Jeudan en friværdi i ejendommene, som gør det muligt at imødegå eventuelle negative værdireguleringer på ejendommene eller øge belåningen til investering. Ud fra Colliers markedsrapport for 3. kvartal 2011, kan det se ud til, at ejendommenes værdi kan forblive på samme niveau. Men som det ses i afsnit 5, skal der ikke ændres meget på afkastkravet før der sker store værdireguleringer. Herudover har der været større finansiell uro igen i 4. kvartal 2011 og første del af 2012. Endvidere må der forventes et kurstab på finansieringssiden på baggrund af de fortsat faldende renter. Det er ikke utænkeligt, at Jeudan i forhold til deres historiske fokus og anvendelse af låneomlægninger, vil lægge lån om igen i 2011.

7.3.3 Gennemgang af Nordicom A/S

Nordicom A/S aflægger årsrapporten for 2010 efter IFRS, da selskabet er noteret på Københavns Fondsbørs. Udover de regnskabsmæssige regler fra IFRS, er selskabet underlagt den danske IFRS-bekendtgørelse og flere oplysningskrav stillet af Fondsbørsen.

7.3.3.1 Indregning og måling af investeringsejendomme

Nordicom indregner investeringsejendommene til kostpris og måler dem herefter til dagsværdi efter en normalindtjeningsmodel, IAS 40.20/40.33. Nordicom har anvendt uafhængige vurderingsmænd på ejendomme til en værdi på over 100 mio. DKK, hvilket har resulteret i negative dagsværdireguleringer i 2010 på ca. 130 mio. DKK på baggrund af større afkastkrav samt lavere markedsleje, IAS 40.32.

Værdiændringerne reguleres i ”Regulering til dagsværdi, netto” i resultatopgørelsen, IAS 40.35.

Med hensyn til den til investeringsejendommene tilknyttede gæld indregnes den til dagsværdi og måles efterfølgende til dagsværdi, jf. IAS 39.9. Ifølge Regnskabsmæssig behandling efter IFRS og de Internationale standarder omkring indregning og måling anses Nordicom for at indregne gælden korrekt.

Med hensyn til måling til dagsværdi foretager Nordicom værdiansættelsen via Normalindtjeningsmodellen, jf. afsnit 5.1.5.2 Værdiansættelse efter Normalindtjeningsmodellen i praksis og bilag 7.

Nordicom har specificeret værdireguleringer på investeringsejendommene (-295 mio. DKK) på reguleringer drevet af ændret afkastprocent (-244 mio. DKK) og ændringer drevet af driftsindtjening (-51 mio. DKK) Det skal bemærkes, at driftsindtjeningen er påvirket -62 mio. DKK pga. øgede hensættelse til vedligehold i forbindelse med vedligeholdelsesefterslæbet.

I forhold til vejledningen omkring de branchespecifikke nøgletal viser Nordicom stort set alle i nøgletalsoversigten.

Afkast på ejendomsporteføljen	=	$\frac{\text{Lejeindtægter - ejendomsrelaterede omkostninger}}{\text{Gennemsnitlig værdi af ejendomsporteføljen}}$	=	6,1%
-------------------------------	---	--	---	------

Forrentning af gennemsnitlig egenkapital før skat og værdireguleringer oplyses ikke, men kan beregnes ud fra oplyste tal.

Forrentning af gennemsnitlig egenkapital før skat efter værdireguleringer	=	$\frac{\text{Resultat før skat}}{\text{Gennemsnitlig egenkapital}}$	=	-178,3%
---	---	---	---	---------

Lånerente	=	$\frac{\text{Nettofinansieringsomkostninger}}{\text{Gennemsnitlig nettobærende rentebærende gæld}}$	=	3,2%
-----------	---	---	---	------

Afkastmarginal	=	Afkast på ejendomsporteføljen - lånerente	=	2,9%
----------------	---	---	---	------

Herudover anbefales følgende oplysninger oplyst: Antal kvadratmeter, tomgangsprocent målt i udlejningsværdi – Nordicom viser udlejningsværdi, gennemsnitlig husleje pr. kvadratmeter, gennemsnitlig bogført værdi pr. kvadratmeter er ikke oplyst, men kan beregnes. Disse skal give regnskabsbrugeren en bedre forståelse af lejeindtægten. Nordicom foretager en risikobeskrivelse i regnskabet, som bl.a. består af tabeller med følsomhedsanalyser. Alt i alt kan det konstateres, at Nordicom følger anbefalingerne omkring nøgletallene bedre end Jeudan.

Nordicom oplyser, om at Normalindtjeningsmodellen anvendes. Endvidere anses oplysningerne i forhold til denne model at være oplyst tilstrækkeligt, herunder at der anvendes vurderingsmænd i form af erhvervsejendomsmæglere fra anerkendte firmaer bl.a. Sadolin & Albæk m.v. Ligeledes foretages specifikation af driftsomkostninger på ejendomme i forhold til om der er udlejet eller ej. Koncernen oplyser i note 18 om årets nettoindtægter fra ejendomsporteføljen, jf. bilag 22 og i øvrigt bilag 5 vedrørende oplysningskrav efter IAS 40.

7.3.3.2 Udvalgte tal til analyseformål for koncernen Nordicom A/S

For at belyse udviklingen i driften af investeringsejendommene, er der udvalgt relevante regnskabstal, jf. bilag 21.

Af denne tabel fremgår det, at virksomheden har haft en stigende lejeindtægt, hvilket skal ses på baggrund af færdiggjorte ejendomme.

De tilhørende driftsomkostninger følger nogenlunde udviklingen for lejeindtægterne, hvilket giver sig udslag i en stabil "bruttofortjeneste" fra investeringsejendommenes drift.

Som nævnt ovenfor er resultatet for år 2010 påvirket negativt med 295 mio. DKK fra værdiregulering af investeringsejendomme. Af udviklingen over den 5 årige periode fremgår det, hvor stor en indflydelse dagsværdireguleringerne har på koncernens resultat. Værdireguleringer på investeringsejendommene stemmer overens med udviklingen i markedet, hvor påvirkningen rammer delvis i 2007, hvor de positive værdireguleringer reduceres og i 2008 og herefter, hvor der er en negativ påvirkning fra dagsværdireguleringer på ejendommene. De eksterne mæglere har endvidere været medvirkende til, at ledelsen har foretaget yderligere negative reguleringer samtidig med, at vedligeholdelseefterslæbet har medført en større hensættelse, hvilket gør, at ejendommene fortsætter den negative tendens i 2010. Regulering af de finansielle forpligtelser påvirker forholdsvis lavt, hvilket skal ses i forhold til, at de har haft en finansieringsstrategi med kort horisont, således de ikke har været så påvirkelige overfor kursreguleringer, men har i stedet været det på rentesiden.

I forbindelse med avancer og tab er der udsving i 2007, hvilket skyldes, at der bliver solgt en investeringsejendom, som på koncernniveau udgør en domicilejendom. Dermed har denne været opført til kostpris og hele avancen indregnes i 2007.

Af bilag 21 ses årets resultat før skat for perioden 2006 frem til 2010. Koncernen viser en indkomst mellem positivt i 2006 452 mio. DKK og negativt i 2009 675 mio. DKK, hvorved forskellen i årets resultat før skat for disse år udgør 1.127 mio. DKK. Hvis årets resultat før skat korrigeres for urealiserede værdireguleringer på færdige investeringsejendomme bliver resultatet mindre afvigende, men der er fortsat store udsving. En stor del kan henhøres til reguleringer af ejendomme under udvikling m.v.,

hvor der sker store reguleringer. Endvidere påvirkes koncernen af stigende renteudgifter i 2008 og 2009.

I forbindelse med værdiansættelsen af ejendommene er det gennemsnitlige anvendte afkastkrav stigende over perioden. Dog i begrænset omfang fra 2006 til 2008. I 2009 sker der en mindre stigning i afkastkravet og i 2010 fastsættes et væsentligt større afkastkrav. Det drejer sig om 0,61 procentpoint, hvilket umiddelbart kan virke uvæsentligt, men som tidligere påvist, giver mindre udslag i afkastkravet en stor påvirkning på værdiansættelsen.

	2006	2007	2008	2009	2010
Gennemsnitlig afkast % til værdiansættelse	6,62%	6,69%	6,69%	6,73%	7,34%

Af bilag 23 fremgår markedsværdien i forhold til det gennemsnitlige afkastkrav. Hvis afkastkravet i 2010 forudsættes at være fastholdt på 6,73%, ville markedsværdien af ejendomsporteføljen have udgjort 3.549 mio. DKK, hvilket betyder et bedre resultat på 295 mio. DKK, som vist indledningsvist.

Afkastkrav ændres på baggrund af udviklingen i markedsforholdene for den pågældende ejendomstype, erfaringer fra årets salg (opgørelser fra ejendomsmæglere og realkreditinstitutter) og ændringer i den enkelte ejendoms forhold. Der kan være inkluderet risikotillæg for eksempelvis tomgang.

Udover påvirkningen i resultatopgørelsen betyder værdireguleringerne ligeledes meget på balancen. Analysen af balancen tager udgangspunkt i investeringsejendommene samt den tilknyttede gæld til dagsværdi. Idet kostprisen på investeringsejendommene ikke fremgår af regnskabet, kan dette ikke belyses. Der er ingen krav i de internationale standarder om oplysning af kostpris, når der måles til dagsværdi.

Det fremgår af tabellen i bilag 21, at selskabet har belånt ejendommene med mellem 68% og 116%. Det ses, at virksomheden med baggrund i de store negative dagsværdireguleringer i 2009 og 2010 får overbelånt ejendommene. Dette medvirker til, at virksomheden vil nedbringe balancen ved at sælge nuværende udviklingsprojekter, når dette er muligt. Endvidere er der indgået aftaler med bank og realkreditinstitutter om fastlåsning af renter og bidragssatser, således renterisikoen elimineres frem til ultimo 2012.

Revisor har foretaget supplerende oplysning om oplysninger i årsregnskabet, hvor de henviser til note 2 samt ledelsesberetningen, hvor ledelsen beskriver de væsentlige usikkerheder der er i forbindelse med værdiansættelsen af ejendommene.

Som det fremgår nedenfor har egenkapitalens andel været faldende over perioden, som en naturlig afledt effekt af de negative resultater.

	2006	2007	2008	2009	2010
Soliditetsgrad	24,0%	24,2%	18,5%	10,0%	4,5%

7.3.4 Udviklingen i selskaberne

Som det ses er flere selskaber hårdt ramt af udviklingen på ejendomsmarkedet. Det bliver interessant at se udviklingen i 2011 både med hensyn til offentliggørelsen af markedsrapporten fra Colliers Hans Vestergård for 4. kvartal, men bestemt også for selskabernes værdiansættelse af ejendommene. Der er stor uro på markederne i slutningen af 2011 og i første del af 2012. Med hensyn til bankerne har de tidligere været hurtigt ude med at indsende konkursbegæringer vedrørende ejendomsselskaberne, men på baggrund af det fastfrosne ejendomsmarked, hvor der er meget lav omsætning af ejendomme samt en lav pris i forhold til den tidligere periode, medfører konkursbegæringer ofte, at bankerne må realisere store tab. Samtidig med at bankerne er presset, forsøger de at holde live i selskaberne, når de drives fornuftigt. Det er umiddelbart også det, der ses ske i eksempelvis ejendomsselskabet Essex Invest Holding ApS og Nordicom A/S, hvor der er indgået finansieringsaftale med banken, herunder bl.a. fastfrosset rente- og bidragssatser.

8. Revisionsstandarder i forhold til ejendomsbranchen

FSR har som nævnt tidligere udsendt et notat omkring udfordringer i forbindelse med aflæggelsen af årsrapporten for 2008. Baggrunden for notatet var den finansielle krise samt et ønske om at sikre regnskabsbrugere det bedst mulige grundlag til at træffe beslutninger efter. Notatet henviser til de væsentlige fald i markedsværdier samt usikkerheden om skøn ved fastsættelse af forudsætningerne for vurdering af den fremtidige økonomiske udvikling. Der er fortsat et ønske om en transparent værdiansættelse m.v. samtidig med aflæggelse af regnskabet fortsat præges af den økonomiske krise.

For at opnå en standardiseret kvalitet af revisionen, anvendes de internationale standarder. De væsentlige i forhold til investeringsejendomme gennemgås i de følgende afsnit.

8.1 ISA 200 – Den uafhængige revisors overordnede mål og revisionens gennemførelse i overensstemmelse med ISA'erne.

Revisor skal styrke regnskabsbrugernes tillid via konklusionen i revisors erklæring på regnskabet, hvor det udtrykkes om regnskabet er retvisende. Det er et krav, at revisor opnår høj grad af sikkerhed for regnskabet, hvorfor der skal opnås tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis til at kunne reducere risikoen til et passende niveau for, at revisor udtrykker en forkert konklusion (revisionsrisikoen).

En forkert konklusion kan være en overset fejlinformation, der kunne ændre en fornuftig regnskabsbrugers beslutning, hvilket er en beta-risiko. Eksempelvis ville et realkreditinstitut eventuelt ikke have ydet lånet, hvis de havde kendt til den korrekte lavere værdiansættelse af ejendommen eller der havde

været oplyst korrekt sikkerhedsstilling. Det kan også være alfa-risikoen, når revisor konstaterer fejlinformation og tager forbehold herfor, hvor dette er ubegrundet.

Der kan ikke gives en absolut sikkerhed for, at revisionens konklusion er korrekt som følge af revisionens iboende begrænsninger. Revisor kan gennem revisionsbeviserne kun opnå en overbevisning og ikke et definitivt bevis. Eksempelvis giver beregninger af værdiansættelsen af investeringsejendomme kun en overbevisning.

Revisionsrisikoen er en funktion af risikoen for væsentlig fejlinformation og opdagelsesrisikoen. Risikoen for væsentlig fejlinformation består af to komponenter, den iboende risiko og kontrolrisikoen. Den iboende risiko defineres som den eksponering, som et revisionsmål vedrørende en gruppe transaktioner, en balancepost eller en oplysning har for fejlinformation, der enten enkeltvis eller med anden fejlinformation kan være væsentlig, inden eventuelle tilknyttede kontroller overvejes. Kontrolrisikoen defineres som risikoen for mulig fejlinformation, som enten enkeltvis eller sammen med anden fejlinformation kan være væsentlig vedrørende en gruppe af transaktioner, en balancepost eller en oplysning, ikke forebygges eller opdages og rettes i tide af virksomhedens interne kontrol.

Opdagelsesrisikoen er risikoen for revisors handlinger for at reducere revisionsrisikoen til et acceptabelt niveau, eventuelt 5%, ikke fører til opdagelse af fejlinformation, der enten alene eller med anden fejlinformation fører til væsentlig fejlinformation i regnskabet. Opdagelsesrisikoen består således under substansrevision af detailrevision og regnskabsanalytisk revision.

Modellen er således relevant i forhold til alle revisioner:

$$\boxed{\text{Revisionsrisikoen (ca. 5\%)} = \text{Iboende risiko} \times \text{Kontrol risiko} \times \text{Opdagelsesrisiko}}$$

Modellen illustrerer den tankegang revisor skal have. Det fremgår, at eksempelvis ved 5% (RR) = IR x KR x OR vil en høj risiko for væsentlig fejlinformation efter den interne kontrol medføre, at OR skal være lav, hvorved omfanget af revisionen skal være større end, hvis der havde været en lav risiko for væsentlig fejlinformation.

Det er sammenhængen mellem risikoen og væsentligheden som er altafgørende for revisionen. Revisionsrisikoen kan være stor ved ejendomsselskaber på baggrund af de skøn, der foretages af virksomheden, hvilket er den iboende risiko. De interne kontroller er eventuelt ikke gode nok til at opdage fejlene, hvorved der i modellen skal være en lav opdagelsesrisiko, for at fastholde en tilstrækkelig lav revisionsrisiko.

Investerings ejendommene i ejendomsselskaber er ofte det væsentligste område samtidig med, at den iboende risiko er stor pga. de subjektive skøn, hvilket vil medføre et krav om øget fokus her fra revisors side.

Udover revisionsrisikoen skal den professionelle risiko ligeledes overvejes. Det er specielt i forhold til store ejendomsselskaber, som eksempelvis er børsnoteret. Her vil der være fokus fra offentligheden. I flere tilfælde har revisor ikke taget forbehold eller afgivet supplerende oplysninger om eksempelvis going concern, hvilket eventuelt ikke har været relevant på det givne tidspunkt, men det kan alligevel medføre dårlig omtale i medierne.

8.2 ISA 230 – Revisionsdokumentation

Efter ISA 230 skal der udarbejdes dokumentation, som er tilstrækkelig og egnet som grundlag for revisors konklusion. Herudover skal det dokumenteres, at der er revideret efter ISA'erne. Endvidere vil dokumentationen kunne give øvrige medlemmer af revisionsteamet indblik i området. Ligeledes vil den ansvarlige revisor kunne udføre den krævede kvalitetssikringsgennemgang og se om revisionsbeviserne kan understøtte konklusionen og hermed den underskrivende partners ansvar. Dette skal ses i forhold til Revisorlovens § 16 omkring omhu og nøjagtighed.

Dokumentationen vil bestå af arbejds papirer, hvor der skal indgå en beskrivelse af de udførte handlinger og anvendte revisionsbeviser - eventuelt markedsrapporter indhentet til at understøtte de anvendte forrentningskrav i værdiansættelsesmodellerne.

Dokumentationen skal udarbejdes, så en erfaren revisor uden tidligere tilknytning til revisionen kan forstå arten, den tidsmæssige placering og omfang af revisionshandling. Ligeledes skal der gennem dokumentationen kunne opnås forståelse af de udførte handlinger og det opnåede revisionsbevis samt en forståelse for betydelige forhold, opstået under revisionen, konklusionerne herpå samt betydelige faglige vurderinger i forbindelse med konklusionen.

Omfanget af revisionshandling vil ofte være betydelige ved værdiansættelsen af ejendomme, da der skal indhentes en baggrund for mange af forudsætningerne for at verificere og afgøre om de foretagne skøn er rimelige. Da forudsætningerne medfører en betydelig risiko for fejlinformation, kræves der en objektiv analyse af fakta og omstændigheder, hvilken kan opnås gennem revisors eget udarbejdede intervalestimat i forhold til værdiansættelsen.

Revisionen bør afsluttes med et samlet notat med henvisninger til de reviderede områder med hensyn til identificerede betydelige forhold og behandlingen heraf.

Efter Revisorlovens § 23, stk. 1 skal revisionsdokumentationen opbevares i 5 år efter tidspunktet for underskrivelse af den erklæring materialet vedrører.

8.3 ISA 300 – Planlægning af revision af regnskabet

Inddragelse af den opgaveansvarlige partner og nøglepersoner i opgaveteamet i planlægningen af opgaven er et krav, da dette medfører en mere effektiv revision. Dette skal ses på baggrund af disse personers erfaring og indsigt i virksomheden, regnskabspraksis og revisionen. Der skal ske overvejelser omkring bemandingsplan, herunder kravene til specialviden omkring værdiansættelsen af ejendommene. Revision af investeringsejendomme er et kompleks område, således bør revisionsteamet bestå af erfarne medarbejdere med tilstrækkelig og relevant kendskab til dette område. Det kan overvejes, om der skal inddrages eksperter (interne eller eksterne) til vurdering af værdiansættelsen af ejendommene. Endvidere skal der være kapacitet til at udføre revisionen til rette tid samt fordeling af revisionsopgaverne på rette niveau i organisationen, således omkostninger til honorar reduceres. Samtidig skal der ske overvejelse omkring konkrete habilitetsproblemer.

For at effektivisere revisionen, skal der udarbejdes en revisionsstrategi omhandlende revisionens omfang, tidsmæssig placering og retning som et grundlag for udarbejdelse af revisionsplanen. Dette skal bl.a. ses i forhold til Revisorlovens § 16 om hurtighed.

Revisor skal overveje, hvilke analytiske handlinger der skal udføres som risikovurderingshandling. Der skal opnås en generel forståelse af den lovgivnings- og reguleringsmæssige begrebsramme, der gælder for virksomheden, således det kan kontrolleres om denne overholdes.

Væsentlighed i forhold til eventuel fejlinformation skal fastlægges. Nærmere omtale heraf findes i afsnit 8.5.2, hvor væsentlighedsniveauet fastlægges i praksis.

Revisionsopgaven skal accepteres i henhold til ISA 220, herunder fortsættelse af klientforhold og revisionsopgaven samt overholdelse af relevante etiske krav, herunder krav om uafhængighed. Endvidere skal ledelsens integritet vurderes. Der skal opnås en forståelse af opgavens vilkår i henhold til ISA 210, således der ikke er misforståelser med klienten, hvilket kan omfatte udarbejdelse af aftalebrev, således der ikke opstår forventningskløft mellem klientens forventninger og revisors udførelse. Aftalebrevet kan ligeledes omhandle revision og andre ydelser (ekstraarbejder i forhold til det aftalte faktureringsgrundlag).

Planlægning af revision af regnskabet medvirker til, at revisor får fokus på de vigtige revisionsområder. Investeringsejendommene er et væsentligt område ved investeringsejendomsselskaber, da ejendommene ofte udgør en meget stor del af balancen. Eksempelvis fremgår det af nøgletallene i bilag 19, at investeringsejendomme inkl. igangværende projekter udgør 99% af aktiverne i alt for selskabet Jeldan. Herudover er den tilknyttede gæld væsentlig, da der ofte er brug for en stor fremmedfinansiering

på baggrund af, den krævede likviditet. Værdireguleringerne er en afledt effekt, da der ofte er tale om en formueorienteret regnskabspraksis. I resultatopgørelsen er det ofte lejeindtægterne og finansieringen, der er væsentlige – udover værdireguleringerne på aktiverne og gælden. Da ejendommene måles til dagsværdi, er det ikke så væsentlig at skelne mellem vedligeholdelse og forbedringer. Forbedringerne skal ses i forhold til, om de ændrer på det fremtidige cash-flow eller risikotillægget.

Når dette er indset kan revisor udføre revisionen effektivt mod disse områder, hvorved der opnås grundlag for en effektiv tilrettelagt revision. De væsentlig og risikofyldte områder skal varetages af den erfarne revisor, mens revisionen af de øvrige områder kan foretages af revisorer med mindre erfaring. Arbejdsområderne bør dog i nødvendigt omfang gennemgås af erfaren revisor, jf. ISA 220.

Endvidere vil der skulle indsættes flere ressourcer på de væsentlige områder. For at gøre dette effektivt udarbejdes der en revisionsplan. Det skal dog i denne sammenhæng nævnes, at revisionsplanen vil blive påvirket af de indledende risikovurderingshandlinger, således alle handlinger ikke er obligatoriske, men skal udføres efter en faglig vurdering, jf. bilag 26 vedrørende den udarbejdede revisionsplan for investeringsejendomme.

8.4 ISA 315 - Identifikation og vurdering af risici for væsentlig fejlinformation igennem forståelse af virksomheden og dens omgivelser

ISA 315 handler om revisors ansvar i forhold til at identificere og vurdere risici for væsentlig fejlinformation igennem forståelse af virksomheden og dens omgivelser, herunder de interne kontroller i virksomheden.

Risici for væsentlig fejlinformation skal vurderes på regnskabsniveau, revisionsområdeniveau og revisionsmålsniveau, uanset om risici for fejlinformation skyldes besvigelser eller fejl. Besvigelserne (regnskabsmanipulation eller misbrug af aktiver) vil ofte være sværere at opdage, da de vil blive forsøgt skjult. Risiciene vurderes for at kunne udforme og udføre yderligere revisionshandlinger, for at kunne afgive en korrekt erklæring på regnskabsniveau.

I risikovurderingshandlinger indgår forespørgsler til den daglige ledelse samt andre i virksomheden. Endvidere indgår der analytiske handlinger, observation og inspektion. Ledelsen erklærer, at regnskabet er i overensstemmelse med den gældende regnskabsmæssige begrebsramme, hvorved ledelsens påstande danner udgangspunkt for revisionsopgaven.

For at få en forståelse af kunden skal revisor opnå et kendskab til virksomheden og dens omgivelser, virksomhedens art, virksomhedens valg og anvendelse af regnskabspraksis, virksomhedens mål, strategier og tilknyttede forretningsrisici samt målingen og kontrollen af virksomhedens regnskabsmæssi-

ge præsentation. Forståelsen skal gøre revisor i stand til at forstå transaktionerne, balanceposterne og oplysningerne i bogføring og regnskabet.

8.4.1 Virksomheden og dens omgivelser

Belyst gennem ISA 315 vil der i de følgende afsnit blive foretaget en overordnet gennemgang af virksomheder i ejendomsbranchen. Der gøres dog opmærksom på, at alle ejendomsselskaber skal vurderes individuelt.

8.4.2 Branchen

Ejendomsbranchen er generelt hårdt ramt af finanskrisen, hvilket ses af afsnit 7.2, hvoraf det fremgik, at det totale afkast er faldet siden finanskrisen startede. Endvidere fremgik det, at det specielt var indenfor værdireguleringerne på ejendommen, hvor afkastet er faldet. Udover det lavere afkast på ejendommene, er der generelt opstået en større risiko på markedet. Samlet medfører det et stigende forrentningskrav, hvilket medfører en faldende dagsværdi. Den faldende dagsværdi gør, at selskabet kan være påvirket negativt med hensyn til soliditeten. Usikkerheden i branchen medfører risici for væsentlig fejlinformation med hensyn til værdiansættelsen af ejendommene, når disse måles til dagsværdi.

Den faldende efterspørgsel skal bl.a. ses på baggrund af den realøkonomiske udvikling, hvor mange virksomheder er ramt af nedgang i omsætning og hermed produktionen. Endvidere har udviklingen gjort det nødvendigt, at virksomhederne er fokuseret på omkostningsminimering, hvorved kunderne er opmærksomme på lejen i forhold til det antal kvadratmeter der lejes.

Ud fra afsnit 7.1 og bilag 15 er der givet et indblik i det generelle prisniveau på lejen på markedet for retalejendomme i København, Århus, Odense, Aalborg, Vejle og Esbjerg. Colliers Hans Vestergård udgiver markedsrapporter, hvortil der kan sammenlignes til byer over hele landet og på forskellige erhvervstyper. I samme bilag blev afkastkravene for de bedste beliggenheder opgjort for 3. kvartal 2011 illustreret. Det er vigtigt med kendskab til prisniveauet og afkastkravene på de forskellige ejendomstyper ud fra beliggenheden, da revisor overordnet bør kende nogle benchmark for branchen for at kunne vurdere forudsætningerne, der anvendes i værdiansættelsesmodellerne.

Herudover giver publikationerne en generel beskrivelse af markedet. I det nuværende marked er der eksempelvis en mindre stigning i tomgang for butikslokaler. Tomgangen er primært på sekundære beliggenheder og i mindre byer.

De bedste beliggenheder er ofte mest efterspurgt og nemmere at genudleje, hvorved risikoen ved sådanne ejendomme er mindre, hvilket betyder, at forrentningskravet er lavere.

8.4.3 Reguleringsmæssige faktorer

Som nævnt kan den anvendte begrebsramme være Årsregnskabslovens bestemmelser samt de danske regnskabsvejledninger suppleret med forhold fra de internationale standarder eller IFRS og de internationale standarder suppleret med IFRS-bekendtgørelsen. Begge begrebsrammer åbner op for indregning til kostpris eller dagsværdi.

Regnskabspraksis og branchespecifik praksis omhandler specifikt indregning af ejendomme til dagsværdi på baggrund af skøn. På baggrund af de væsentlige skøn, som foretages ved værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi, er der en generel branchespecifik risiko her. Herudover skal der være opmærksomhed på om regnskabspraksis er korrekt samt oplysninger og præsentation heraf foregår i overensstemmelse med de givne retningslinjer.

Ændring i IFRS eller ÅRL eller fortolkninger hertil kan ændre virksomhedernes resultat. Det kan eksempelvis være skærpede krav, hvor ejendomme måles til dagsværdi. Erhvervsstyrelsen har f.eks. lavet et notat i 2009 omkring ejendommens værdiansættelse, hvor det indskræpes, at det er de faktiske forhold på statusdagen, der er gældende.

Udover de regnskabsmæssige love skal revisor have et vist kendskab til øvrige lovgivning, da eksempelvis regulering af huslejen har en direkte indvirkning på værdiansættelsen. Manglende overholdelse af love kan have en væsentlig indvirkning på regnskabet gennem retssager og heraf afledte forpligtelser.

Der er i Lejelovent fastsat regler omkring bl.a. prisændringer på udlejning i forhold til eventuelle forbedringer på ejendommen. Herudover er der andre specifikke love i forbindelse med udlejning bl.a. Boligreguleringsloven. Boligejendomsmarkedet kan opdeles i to typer. Boligejendomme der er underlagt Boligreguleringsloven og boligejendomme, hvor lejen er markedsbestemt. Boligreguleringsloven medfører, at lejen er lavere for ejendomme underlagt denne lov end den leje, der kan opnås på det frie marked, da det ikke er muligt at regulere lejen i samme omfang. Bortset fra denne negative påvirkning på værdiansættelsen er risikoen herved lavere, da en ejendom med lavere leje end en tilsvarende ejendom, alt andet lige vil have en større efterspørgsel og herigennem vil risikoen for tomgang være meget lav. Udover de overordnede love skal der tages hensyn til lejernes konkrete kontrakter.

Efter et regeringsskifte kan der eventuelt fremkomme ønske om forbedrede vilkår for lejerne, hvilket kan medføre lavere indtægter i form af huslejebegrænsning og/eller større omkostninger i forbindelse med krav om forbedringer.

Efter Erhvervslejelovent kan lejen reguleres, hvis den overstiger eller er mindre end markedslejen for det pågældende lejemål, jf. Erhvervslejelovent § 13 stk. 1.

Der kan være specifikke miljøkrav i forhold til den enkelte ejendom, herunder eventuel forurening, der har indflydelse på værdien. Om en ejendom er forurenede kan fremgå af tingbogsoplysninger og BBR-meddelelser. Det er Regionerne der har ansvaret for at identificere forurenede grunde. Risikoen består primært i, at der konstateres forurening på en ejendom og myndighederne udsteder et påbud, som medfører udgifter eller ulemper for virksomheden, herunder at værdien af ejendommen påvirkes. Mindre forurening påvirker ikke værdiansættelsen af ejendommen, medmindre der er risiko for forurening af grundvandet. Dette betyder, at der ikke tages højde for den generelle forurening i København, hvor der er forurening fra bilerne.⁵¹ Hvis en kunde forurener og ikke selv betaler, kan udlejer risikere at skulle betale dette. Ejendomsselskaberne har ofte foretaget en vurdering af denne risiko. F.eks. har DADES A/S vurderet, at det ikke er nødvendigt at iværksætte undersøgelser vedrørende miljøforurening, da de ikke har forventning eller kendskab til forurening udover den generelle områdeklassificering. Ligeledes vurderer selskabet ikke, at der blandt lejerne er risiko for forurening.⁵²

Udover miljøforurening kan der være ejendomme, som er fredede og skal bevares. Dette kan ses online via Kulturarvsstyrelsen.⁵³ Begge dele kan have indflydelse på værdiansættelsen af ejendommene, da det skal renoveres indenfor gældende rammer. Herudover kan der være specielle skattemæssige forhold indenfor sådanne renovationer.

Generelt kan fremtidige juridiske, skattemæssige eller lovmæssige ændringer, som gør køb, salg og drift af ejendomme sværere eller mere omkostningstunge, medføre en negativ virkning på virksomhedernes drift af nuværende ejendomme, køb af nye ejendomme eller salg af nuværende.

8.4.4 Andre eksterne faktorer

Der er opstået en afledt risiko i forhold til banksektoren. Bankerne og realkreditinstitutterne er opmærksom på soliditeten i virksomhederne på baggrund af den negative udvikling i ejendomssektoren. Herudover har Finanstilsynet opmærksomheden rettet mod bankernes risikoeksponering. Dette har medført, at der er indført en tilsynsdiamant med angivelse af bl.a. grænseværdi indenfor ejendomseksponering, da der i kriseramte pengeinstitutter har været en stor eksponering mod denne sektor. Ifølge tilsynsdiamanten bør ejendomseksponeringen være under 25% af de samlede udlån ultimo 2012. Hvis ejendomseksponeringen er større, vil der være øget opmærksomhed på disse pengeinstitutter. Med grænseværdien på 25%, vil det alt andet lige blive sværere at optage lån til ejendomme. Dermed er det vigtigt, at aftaler vedr. lån overholdes, således der ikke opstår risiko for, at banken opsiger engagementet på baggrund af misligholdelse.

⁵¹ Årsrapport for 2010 Jeudan s. 92

⁵² Årsrapport for 2010/11 Dades s. 19

⁵³ Bolius - Tjek om ejendommen er forurenede

Den generelle illikviditet der eksisterer i Europa, særligt i Sydeuropa samt ejendomsmarkedets seneste udvikling med hensyn til usikkerhed, kan gøre det svært at tiltrække investorer. Dermed vil en opsigelse af det nuværende engagement samt en situation, hvor nye finansieringskilder ikke kan fremskaffes i værste tilfælde medføre konkurs. Herudover hæver realkreditinstitutter bidragssatsen for at konsolidere sig, således de kan beholde en god rating.

Man skal være opmærksom på, om virksomheden er finansieret med fastforrentede lån med længere løbetid, hvorigennem virksomheden kan være uafhængig af udsving i det generelle renteniveau. Hvis virksomheden derimod har korte lån, vil den være afhængig af renteutviklingen samt af eventuelle refinansieringsmuligheder. Renterisikoen er ofte stor i ejendomsselskaber, dog afhængig af gearingen. Den stigende rente påvirker direkte via driften samt indirekte via dagsværdien på ejendommene på baggrund af stigning i afkastkrav. Ved fald i værdien af ejendommene kan det tænkes, at realkreditinstitutterne ikke har nok sikkerhed i form af pant og derfor vil bede om indfrielse af lån eller ikke tilbyde tilfredsstillende lånevilkår ved fornyelse. Krav om indfrielse kan gøre det nødvendigt at sælge ejendomme på tidspunkter, hvor det ikke er attraktivt.

Der er en generel afmatning i økonomien som følge af finanskrisen, hvilket presser ejendomsmarkedet, herunder værdien af ejendommen. Finanskrisen medfører en lav inflation, hvorved virksomheden ikke på samme måde er afhængig af pristalsregulerende kontrakter. Det vil dog oftest være en fordel at have indarbejdet en pristalsreguleringsmulighed i kontrakten.

8.4.5 Virksomhedens art

Ejendomsvirksomhederne har forskellig størrelse og struktur med mange geografiske lokaliteter, herunder ejendomme i udlandet. Risici for væsentlig fejlinformation øges ved ejendomme i udlandet. Det vil også her være afgørende med et kendskab til markedet.

Ejerforholdene og relationerne vurderes i forhold til transaktioner med nærtstående. Eksempelvis vurderes det, om ejerne betaler den markedsmæssige husleje samt om øvrige transaktioner er foregået på markedsvilkår. De nærtstående vil ofte være medlemmer af ledelsen, herunder bestyrelse og direktion samt disses nærtstående familiemedlemmer. Andre transaktioner end husleje kan f.eks. være advokatbistand fra et bestyrelsesmedlem. Ligeledes kan der være mellemværender, som skal forrentes.

Indtægterne i ejendomsselskaber kan blive påvirket væsentligt via dagsværdireguleringen på ejendommene over resultatopgørelsen, når der måles til dagsværdi. Herudover vil indtægterne fra udlejning udgøre en væsentlig del af resultatet. Det kan være interessant at segmentere indtægterne fra ejendommene på erhvervstype (butik, kontor, industri eller bolig), da det har indflydelse på afkastet overordnet set, jf. afsnit 7.2 Det reelle afkast efter afkasttype og erhvervstype. Ved at befinde sig på flere markeder vil risikoen blive spredt ud.

Indenfor kundekredsen, kan der være lejere, som er nøglekunder. Samlet kan de udgøre en væsentlig del af indtægten fra udlejningen. Generelt bør opmærksomheden rettes mod længden af kontrakterne samt muligheden for indeksreguleringer. Desuden er betalingsevnen afgørende. Offentlige institutioner, ambassader og større velkonsoliderede virksomheder vil have en forventet god betalingsevne, hvorved at risikoen kan være mindre og afkastkravet lavere jo større del af omsætningen, der udgøres af sådanne virksomheder.

Udover lejerne skal revisor være opmærksom på de ansatte, herunder bl.a. deres kompetencer. Det gælder både de ansatte, der vedligeholder ejendommene og dem, der arbejder med værdiansættelsen af ejendommene. Det vil ofte være mest relevant at vurdere kompetencerne ved dem, der værdiansætter ejendommene. Ved ansatte, som eventuelt er resultatlønnede eller på anden måde præstationsaflønnede - det vil ofte være den øverste ledelse, som ligeledes kan have stor indflydelse på virksomhedens resultat m.v. - bør der være meget fokus på. Dette skyldes risikoen for besvigelser i form af regnskabsmanipulation. Hvis der ikke er præstationsaflønnelse eller på anden måde medarbejdere, der er afhængig af resultatet i virksomheden, vil der alt andet lige være en mindre risiko for manipulation.

Selskaberne skal overveje, om det er bedre at få solgt nogle ejendomme og herigennem få en større soliditet og stå stærkere overfor långiver. Hvis soliditeten ikke er tilfredsstillende kan det eventuelt være nødvendig med tilførelse af kapital via en ny investor. Det kan også være virksomheden ønsker at ekspandere gennem opkøb af ejendomme, der vurderes at have en større værdi end en eventuel købspris, eksempelvis fra andre ejendomsselskaber som er i økonomisk uføre. Revisor bør overveje, hvorledes dette stemmer overens med selskabets overordnede investeringsstrategi.

Revisor skal desuden vurdere om selskabet løbende får vedligeholdt ejendommene, herunder påse at en eventuel vedligeholdelsesplan overholdes. I tilfælde af, at man på baggrund af krisen i branchen ikke overholder vedligeholdelsesplaner, kan der opstå større omkostninger senere hen. Herudover vil de udskudte omkostninger give sig udslag i værdiansættelsen samt den fremtidige indtjening.

Finansieringen kan udover ekstern långiver foretages via selskaber i samme koncern. Gældsstrukturen bør fastlægges for at give et overblik. Der kan være tale om, at kreditfaciliteterne konstant udnyttes maksimalt og at man derfor er afhængig af den løbende indtægt, for at kunne betale de løbende ydelser.

Udover de almindelige finansielle forpligtelser kan virksomheden have optaget andre finansielle instrumenter.

Fokus omkring regnskabsaflæggelsen skal rettes mod indregning til dagsværdi, herunder værdiansættelsen på investeringsejendomme og den tilknyttede gæld.

8.4.6 Virksomhedens valg og anvendelse af regnskabspraksis

I forbindelse med investeringsejendomme er det væsentligt, om virksomheden optager ejendommene og den tilknyttede gæld til dagsværdi eller til kostpris/amortiseret kostpris, da dette har betydning for indtægtsregistreringen. Ved dagsværdi bliver virksomheden løbende påvirket af værdireguleringerne, mens man ved måling til kostpris først påvirker resultatet ved realisering ved salg af ejendom. I den forbindelse skal man ligeledes være opmærksom på generalklausulen om det retvisende billede i ÅRL §§ 11-13, som gør sig gældende uanset indregning og måling efter ÅRL eller IFRS, da bekendtgørelsen til IFRS henviser til området i ÅRL.

Som fremhævet indledende er der mange krav til præsentation og oplysninger om investeringsejendommene, når de indregnes til dagsværdi. Oplysningerne giver regnskabsbruger mulighed for at vurdere forudsætningerne og anvende dem eller lave andre forudsætninger i forhold til egen vurdering af virksomheden. På baggrund af usikkerheden ved værdiansættelsen, herunder i særdeleshed ændring af forrentningskravet, bør virksomheden eller anden ekspert på området lave en følsomhedsanalyse. Denne skal gengives i ledelsesberetningen eller noterne i årsrapporten. Dette skyldes, at forrentningskravets fastsættelse er en væsentlig usikkerhedsfaktor. Ved at gengive en følsomhedsanalyse i regnskabet, får regnskabsbruger mulighed for at vurdere, om det anvendte forrentningskrav er rimeligt samt vurdere, hvor væsentlig en indflydelse forrentningskravet har på ejendommenes værdi og selskabet som helhed.

Tidligere er der ændret på regnskabspraksis omkring binding af reguleringer til dagsværdi på egenkapitalen. Derfor bør der generelt være opmærksomhed på eventuelle ændringer i gældende regnskabspraksis samt virksomhedens implementering af disse.

8.4.7 Virksomhedens mål, strategier og tilknyttede forretningsrisici

For at styre virksomheden og kunne reagere på interne og eksterne risici skal virksomhedens ledelse have opstillet mål. Revisor bør undersøge, om virksomheden har en kort- og langsigtet strategi til at opnå de opstillede mål, og om virksomheden er opmærksom på de generelle forretningsrisici.

Jeudan fokuserer på investering i og drift af velbeliggende ejendomme i Københavnsområdet, hvilket er på baggrund af deres forventninger om en generel positiv udvikling i hovedstaden. Den primære ejendomstype er kontorejendomme. Fokus på København skyldes bl.a. et stigende indbyggertal, hvilket forventes at fortsætte. Dette vil få mange virksomheder til at søge mod København, hvor arbejds-

kraften er koncentreret.⁵⁴ Samlet medvirker den fortsat stigende efterspørgsel samt en forholdsvis sikker lejeindtægt fra lejerne til en vis stabilitet i lejeniveauet og herigennem også værdien af ejendommen, da den lavere risiko medfører et lavere afkastkrav. Der kan opstå en stigende efterspørgsel efter ejendomme i de primære placeringer, da de har et stabilt cash-flow og der forventes et større afkast end på statsobligationer.⁵⁵

Gennem investering i forskellige ejendomstyper, brancher og enkeltkunder, kan der opnås en hensigtsmæssig risikospredning i forbindelse med ejendomsudlejning. Jeudan har et krav om risikospredning, hvorfor deres investeringer primært er rettet mod ejendomme med flere lejere med mellemstore lejemål.⁵⁶

Der bør være lønsomhed i driften ved nye investeringer, da der ikke kan forventes gevinst gennem værdireguleringer på det usikre marked.

Jeudans overordnede mål er at skabe værdi for aktionærerne. Dette mål opnås gennem et konstant fokus på virksomhedens lønsomhed i driften, en kontrolleret vækst, effektiv kapitaludnyttelse, begrænset finansiell risiko, ordentlighed i alle aktiviteter, engagerede medarbejdere samt åben og redelig information.⁵⁷ Jeudans langsigtede strategi har givet et afkast på over 15% om året i gennemsnit over de seneste 10 år. Jeudan forsøger at øge ejendommenes værdi gennem bygningsforbedringer og effektivisering af driften.

DADES AS' har ligeledes fokus på optimering og konsolidering af deres eksisterende portefølje, herunder fastholdelse af lejere og driftsoptimering til at sikre likviditet. Denne driftsoptimering kan medføre positive værdireguleringer.

Et mål om en langsigtet og billig finansiering af ejendommene vil ofte være et mål. Strategien kan være at have fokus på låneomlægning og rentesikring. Ved en kort investeringshorisont kan der opstå risiko for, at virksomheden ikke har den nødvendige friværdi i ejendommene, eller at renten bliver for høj. Imidlertid ses der også ejendomsselskaber, der har en kortsigtet strategi på baggrund af, at der opnås lavest rente på korte lån. Et ejendomsselskab bør have en finansieringsstrategi, da virksomheden herigennem viser, at den har taget stilling til risikoen på gældssiden, herunder eksempelvis, hvilken uafdækket risiko, virksomheden ønsker at løbe i tilfælde af, at renten stiger. Jeudan har en finansieringsstrategi, hvor der ønskes størst mulig realkreditbelåning med 30-årige realkreditlån med fast rente og annuitetsvilkår, hvorved virksomheden løbende får afdraget mere og mere på gælden. I nogle til-

⁵⁴ Årsrapport for 2010 Jeudan s. 18

⁵⁵ Årsrapport for 2010 Jeudan s. 20

⁵⁶ Årsrapport for 2010 Jeudan s. 30

⁵⁷ Årsrapport for 2010 Jeudan s. 9

fælde, har selskabet optaget variable realkreditlån, men her afdækkes renterisikoen helt eller delvist gennem renteswaps. På baggrund af rentefald i løbet af 2010, valgte Jeudan at omlægge lån. Primo 2010 var der realkreditlån med en gennemsnitlig løbetid på 10 år og gennemsnitlig effektiv rente på 4,1% og ultimo 2010 var der realkreditlån med en gennemsnitlig løbetid på 10-12 år og en gennemsnitlig rente på 3,3%. Denne låneomlægning kostede imidlertid et realiseret kurstab på 369 mio. DKK. Da der ved udgangen af 2010 var sket rentestigning fra de nye aftalers indgåelse, var der allerede opnået en urealiseret kursgevinst på 227 mio. DKK. Dette viser blot, at det ved ejendomsselskaber af denne størrelse er væsentligt at have en finansieringsstrategi. En finansieringsstrategi med faste renter og sikring via renteswaps gør den samlede finansieringsudgift forholdsvis forudsigelig.⁵⁸

DADES' finansieringspolitik er at søge maksimal realkreditbelåning, hvilket forventes at være i niveauet 60%, da de anser det for den billigste form for ejendomsfinansiering. Afhængig af DADES' likviditets situation tilsigtes bankfinansiering mellem 0% og 40%. Vedrørende realkreditlånene er disse variabelt forrentede lån (CIBOR-lån – 1 uge op til 12 måneder – og korte rentetilpasningslån), med langt finansieringstilsagn og maksimal afdragsfrihed. De baserer lånene på korte lån, da renten ofte er lavere her. DADES arbejder imidlertid mod at få renteafdækning på 2/3 af gælden i 5-10 år.⁵⁹

Nordicom søger at finansiere 60-70% via realkreditlån og 10-20% via banklån. Realkreditlånene har løbetider mellem 20-30 år med renteperioder på mellem 1 og 5 år. Endvidere har banklån tidligere været med renteperioder på under 1 år.

Et ejendomsselskab kan være presset på likviditeten som følge af svigtende betaling fra lejere, stor tomgang eller uforudsete omkostninger. Stigning i tomgang og lejetab er sket for mange ejendomsselskaber i disse år, herunder DADES AS, hvor stigningen i tomgang fra 2009/10 til 2010/11 har været fra 5,0% til 7,1%. Øget tomgang kan medføre misligholdelse af lån og herved kan selskabet blive påtvunget at finde en ny finansieringskilde eller at realisere ejendommen. Det kan i den forbindelse være en fordel at have en plan i forhold til et worst case scenarie. Når der forhandles med nye finansieringskilder, vil det være en fordel med en solid egenkapital. Herved har kreditor større sikkerhed, hvorved rentefastlæggelsen sker efter en vurdering af lavere risiko. Jeudan har eksempelvis fokus på at fastholde en egenkapitalandel på 25-30%. Ejendomsselskaberne kan have haft en stor interesse i en større gearing, da de lave renter har medført, at det har været muligt at tjene på gælden. Når ejendommens afkast er højere end den rente, der betales for fremmedfinansieringen, vil det alt andet lige medføre, at virksomheden bør udnytte dette, for at opnå et større afkast til ejerne. Størrelsen af egenkapitalen i forhold til fremmedkapitalen er imidlertid afgørende for lånevilkårene for fremmedfinansieringen. Endvidere medvirker egenkapitalen til, at virksomheden kan foretage investeringer hurtigt samt en mulighed for at klare sig gennem vanskelige tider som den nuværende finansielle krise.

⁵⁸ Årsrapport for 2010 Jeudan s. 13

⁵⁹ Årsrapport for 2010 DADES s. 64

Det er vigtigt, at virksomheden har fokus på forretningsrisici og revisor har en forståelse herfor, da alle forretningsrisici på sigt vil få finansielle konsekvenser. Revisor har ikke pligt til at identificere eller vurdere alle forretningsrisici, men skal identificere dem, der giver anledning til væsentlig fejlinformation i regnskabet. Udviklingen i ejendomsbranchen medfører en risiko for faldende indtægter. Dette kan medføre udfordringer i forbindelse med afregning af de løbende ydelser på finansieringssiden. Herudover er der generelt finansielle udfordringer på markedet. Værdiansættelsen er blevet mere usikker via den generelle usikkerhed på markedet, hvilket forøger risikoen for fejlinformation på netop dette revisionsmål i regnskabet. På baggrund af de skønsmæssige forudsætninger og størrelsen af investeringsejendomme på balancen vil fejlinformationen på værdiansættelsen være meget risikofyldt for regnskabet som helhed. Der vil således både på revisionsmålsniveau, revisionsområdeniveau og regnskabsniveau være risici for væsentlig fejlinformation.

Der er som nævnt flere usikkerhedsfaktorer såsom manglende lejeindtægter, forøgede omkostninger til drift og vedligeholdelse samt renteutviklingen. I 2010 havde Jeudans ejendomsportefølje ultimo en udlejningsprocent på 95,9, hvilket betyder en tomgang på 4,1%. På kontorejendomme var tomgangen på 9,5%. En stigende tendens i tomgangen vil alt andet lige betyde lavere lejeindtægter både i form af færre lejere og en lavere leje (efter udbud og efterspørgsel). Ligeledes vil risikoen formentlig være større og øge afkastkravet. Vedrørende detailejendomme har niveauet for tomgang været på 3% (privatforbrugets effekt på virksomhedernes omsætning påvirker detailejendommene og hermed tomgang). Boligejendomme, hvor lejen er reguleret via boligreguleringsloven, vil som følge af den lavere lejeindtægt have en tomgang omkring 0%. Ved boligejendomme med markedsleje efter det frie marked er der større konkurrence, da der er bygget mange nye ejendomme. Den store efterspørgsel efter de bedst beliggende ejendomme medfører imidlertid, at tomgangen fortsat vil være lav på disse boliger. Sekundære beliggenheder kan komme under pres med hensyn til prisen.

Udlejningsprocenten kan påvirkes af afmatningen af økonomien. Efterspørgslen efter lejemål kan aftage, hvorved det vil være en konsekvens med faldende udlejningsprocent eller lavere lejeindtægt ved genudlejning. Ligeledes kan kundernes betalingsevne påvirkes. De afledte konsekvenser for værdiansættelsen vil være fra faldende indtjening, stigende afkastprocenter og dermed en faldende markedsværdi. Stigning i omkostninger til drift og vedligeholdelse kan også påvirke driftsresultaterne.

Markedet medfører, at det er blevet vigtigere at foretage en vurdering af nye lejerers kreditværdighed, når der indgås aftaler. Endvidere bør der kræves depositum og eventuelt forudbetalt leje.

Der bør i lejekontrakter aftales en regulering af lejen i forhold til udviklingen i nettoprisindekset, evt. med bestemmelse om en mindste/højeste reguleringsprocent. Der kan indgås aftale om regulering af lejen ved ændring af driftsomkostninger som skatter og afgifter samt på baggrund af udlejers omkost-

ninger til forbedringer. Alt andet lige vil indarbejdelse af disse reguleringsmuligheder mindske den forretningsmæssige risiko.

Der kan også være tale om butikker, hvor lejen reguleres efter omsætningen, således at årets leje ændres efter, hvordan omsætningen er ændret i forhold til året før. Sådanne aftaler kan udgøre en risiko i disse tider, da lejeindtægten reguleres ned i takt med omsætningen. Her bør være indarbejdet en minimumsleje.

Når der købes ejendomme, er der en risiko for ejendommene har uforudsete fejl eller mangler, eller at der er andre forhold, som kan medføre tab eller omkostninger. Sådanne uforudsete forhold bør reduceres ved en undersøgelse inden køb. Det kan omfatte juridiske, økonomiske eller byggetekniske forhold. Da der er risiko for tomgang ved køb af ejendomme, bør der opnås garanti fra sælger om dækning af denne tomgang ved overtagelsen.

Ved salg af ejendomme er der ligeledes en risiko. Salgsprisen vil afhænge af lejeindtægter, sammensætning af kunder, ejendommens beliggenhed og tilstand, det generelle renteniveau og markedsforshold i øvrigt samt købers afkastkrav. Der kan realiseres et tab såfremt den opnåelige salgspris med fradrag af salgsomkostninger er lavere end den bogførte værdi.

Det er vigtigt at aftalegrundlaget vedrørende handler og lejeindtægter er i orden, således der ikke opstår unødigt risiko. Der vil i selskaberne ofte være tale om standardlejekontrakter, der eventuelt tilpasses den enkelte kunde.⁶⁰

Ifølge Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber bør selskabet oplyse om, hvordan investeringsstrategien opfyldes. Herunder bør oplyses: Selskabsform, koncernstruktur, nøglepersoner til at udføre strategien (min. bestyrelse og direktion), ejendomssegmenter, herunder ejendomstype og geografisk område. Endvidere lånepolitik, målsætning for gearing, fast eller variable forrentede lån, spekulation eller sikring med derivater, renter og valuta.⁶¹

Ligeledes anbefales det, at direktionen mindst én gang om året drøfter risikofaktorer, der kan påvirke regnskabet, herunder ændring i markedsværdi ved ændring af afkastkrav, ændringer som følge af driftsresultat, lejeindtægt, driftsudgift, udlejningsprocent og kundernes betalingsevne. Endvidere bør den finansielle-, politiske og operationelle risiko, herunder køb og salg af ejendom samt løbende drift drøftes.⁶²

⁶⁰ Årsrapport for 2010 Jeudan s. 86

⁶¹ Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber s. 4

⁶² Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber s. 6

8.4.8 Måling og gennemgang af virksomhedens regnskabsmæssige præstation

Selskabets præstation vil blive målt og gennemgået både internt og eksternt. Præstationsmålingerne kan hjælpe virksomheden til rettidig at fokusere på afvigelser i forhold til budgetter eller trends i markedet.

Virksomhedens ledelse kan være præstationsaflønnet via eksempelvis resultatet i virksomheden, hvorved der er risiko for ledelsen ikke vil forholde sig neutralt i forbindelse med de skønsmæssige forudsætninger, som ligger til grund for værdiansættelsen af ejendommene. Det er vigtigt, at revisor har kendskab til de nøgletal, hvorpå ledelsen aflønnes efter, da der er større risici for manipulation her. Eventuelle rapporter fra kreditvurderingsinstitutter kan også være givtig information for revisor, da der heri kan fremgå forhold, som ikke fremgår andre steder.

Ved mindre virksomheder vil der ofte ikke foreligge beskrivelse af procedurer for præstationsmåling, men revisor bør her forespørge ledelsen og herigennem få en forståelse for ledelsens fokus på præstationerne. Hvis der ikke måles eller foretages løbende gennemgang af præstationerne, vil der være større risiko for fejlinformation, der ikke er opdaget/korrigeret.

8.4.9 Forståelse af intern kontrol

I forlængelse af forståelsen af virksomheden skal revisor ligeledes få en forståelse af den interne kontrol i virksomheden, således de anvendes optimalt i revisionen.

Jeudan har i 2011 indført præstationsaflønning af direktionen, mens bestyrelsen fortsat aflønnes med et fast honorar. Indførelse af præstationsaflønning kan have sammenhæng med anbefalingerne fra Ejendomsforeningen Danmark, hvor det anbefales, at direktionens aflønning fastsættes, således direktionen tilskyndes at varetage investorernes interesser.⁶³ Bestyrelsen bør være uafhængig, da de har ansvaret for aflæggelsen af regnskabet. Fra praksis afholder Jeudan mindst seks ordinære bestyrelsesmøder om året, hvor de bl.a. foretager analyse og gennemgang af væsentlige risikoområder, herunder værdiansættelsen af investeringsejendommene, finansieringen og kapitalstrukturen. Endvidere gennemgås udlejnings- og handlingsprogrammer samt forsikringsforhold. Samtidig ses der på regnskabsrapportering, ansættelse og aflønning af ledelsen.⁶⁴

Bestyrelsen har til opgave at sikre, at der sker en effektiv risikostyring, herunder at identificere væsentlige risici. Jeudan behandler væsentlige risici i bestyrelsen samtidig med, at risikovurdering er integreret i strategiprocessen og er et væsentlig element i beslutningsgrundlaget for alle større dispositioner. De væsentlige risikoområder vedrører: Væsentlige regnskabsprincipper, regnskabsskøn, renterisiko, finansiering, likviditetsudvikling, måling/værdiansættelse af ejendommene, gennemgang af

⁶³ Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber s. 5

⁶⁴ Årsrapport for 2010 Jeudan s. 51

større ejendomme og kunder, ledige lejemål og lejeniveauer, interne kontroller, forsikringsforhold, personale og IT.

Direktionen sikrer gennem politikker, forretningsgange, kommunikation og den daglige adfærd, at der i organisationen er bevidsthed og respekt for de nævnte overordnede hensyn.

Bestyrelsens forretningsorden indeholder regler for direktionens beføjelser. Ligeledes indeholder stillingsbeskrivelser for ledende og centrale medarbejdere angivelse af den pågældendes ansvar, beføjelser og referencelinjer.

8.4.9.1 Kontrolmiljø

Kontrolmiljøet i virksomheden er vigtigt i forhold til regnskabsaflæggelsen. Den øverste ledelse bør bidrage til et effektivt kontrolmiljø. Den øverste ledelses holdninger og ledelsesstil vil smitte af på de ansatte. Et væsentligt element er kommunikation og håndhævelse af integritet og etiske værdier. Et kontrolmiljø kan effektiviseres ved uafhængighed mellem den øverste ledelse (eks. en bestyrelse) og den daglige ledelse (direktion). Herved vil virksomheden have en overordnet ledelse, som kan kontrollere på et mere objektive grundlag end eksempelvis en præstationsaflytning. Det vil imidlertid være afgørende, at den øverste ledelse er kompetent, således overvågningen bliver effektiv. Bestyrelsen bør mindst en gang om året vurdere, om den er kompetent til at inspirere og kontrollere direktionen.⁶⁵ I børsnoterede selskaber skal der etableres et revisionsudvalg. Et revisionsudvalg skal overvåge regnskabsaflæggelsesprocessen og om det interne kontrolsystem, den interne revision og risikostyringssystemerne fungerer effektivt. Endvidere skal det overvåge den lovpligtige revision af årsregnskabet m.v. samt overvåge og kontrollere revisors uafhængighed. Revisionsudvalgets opgaver kan dog varetages af den øverste ledelse. Dette kræver, at ingen bestyrelsesmedlemmer er medlem af direktionen, og at et medlem af den øverste ledelse er uafhængig af virksomheden samt har kvalifikationer indenfor regnskabsvæsen eller revision. Revisionsudvalgets funktioner kan også udøves af det øverste ledelsesorgan, hvis formanden ikke er medlem af direktionen og hvis virksomhedens størrelse samtidig er under en nærmere fastsat grænse. Idet der er fastsat overvågningsopgaver, vil der via et revisionsudvalg være en klar funktionsadskillelse.

I tilfælde af, at der ikke er en optimal funktionsadskillelse eller slet ingen pga. for få ansatte, kan direktionen eventuelt være den eneste til at gennemgå regnskabet, hvilket fører til en større risiko for besvigelser. Ledelsen kan sikre, at der er en afdeling, som forestår regnskabsudarbejdelsen med den fornødne kapacitet, samt at de ansatte er kompetente til opgaven. DADES AS nævner under øvrige risici, at de ansatte udvikles gennem interne og eksterne kurser, hvorved medarbejderne forbliver velkvalificerede.

⁶⁵ Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber

På baggrund af virksomhedernes investering i ejendomme samt drift heraf kan følgende områder være i fokus i forbindelse med den interne kontrol og risikostyring:

- Der bør være en formaliseret procedure for forhandling og genforhandling, forhandlingernes forløb samt for dokumentation og beslutninger ved indgåelse og fornyelse af lejeaftaler med kunderne.
- Driftsomkostninger skal overvåges af de ansvarlige. Ved større ejendomsselskaber, kan selskabet være inddelt i profitcentre, hvor der er en ansvarlig for hver ejendom. Driftsomkostningerne bør gennemgås kvartalsvis eller månedsvis, således at der ved budgetafvigelser kan iværksættes korrigerende handlingsplaner.
- Budgetopfølgning bør udføres på hver enkelt ejendom. Selskabet bør have en formaliseret procedure for månedsrapportering, hvorudfra der laves afvigelsesrapporter med forklaring på eventuelle afvigelser. Der kan eventuelt anvendes benchmark fra markedsrapporterne fra Colliers Hans Vestergård. De eksterne rapporter gør endvidere revisor opmærksom på eventuel fejlinformation, da udviklingen i virksomheden alt andet lige bør ligne markedets udvikling.
- Der bør være etableret en formaliseret procedure til indretnings- og vedligeholdelsesprojekter, herunder igangsætning og dokumentation for udført arbejde.
- Der bør være bevillingsfuldmagter/attestationsregler, som angiver på hvilket niveau personen skal være for at træffe beslutninger om afholdelse af omkostninger, investeringer og indgåelse af aftaler m.v. Eksempelvis i forbindelse med igangsætning af større vedligeholdelsesarbejder, således de igangsættes i overensstemmelse med budget- og vedligeholdelsesplanerne.
- Der bør være en politik og instruks for fastsættelse af værdien på ejendommene, herunder beskrivelse af den krævede interne overvågning og rapportering. Værdiansættelsen af ejendomme vil ved børsnoterede virksomheder blive opgjort kvartalsvis. I mange tilfælde bliver der blot lavet en fremskrivning, hvorudfra de vurderes.
- Vedrørende finansiering bør der være fastlagt nogle grænser for egenkapitalens gearing. Der bør foreligge beskrivelse af finansieringens risikoprofil, herunder fast eller variabel rente på en andel af gælden, eventuelle renteswaps og om der ønskes påtaget en valutakursrisiko. Det kan ligeledes omhandle ønsket længde af fast rente.
- Der kan foretages en kundesegmentering, som kan anvendes til overvågning af sammensætningen af kunderne samt eksponering mod enkelte brancher. Herved kan selskabet analysere ændringer i sammensætningen samt vurdere den samlede risiko i kundeporteføljen. Der kan være maksimum grænser mod nogle brancher. Det vil særligt være i tilfælde, hvor branchen er i krise og når ejendommen eventuelt kun er anvendelig til denne branche.

Jeudan har fordelt 83% af ejendommene på kontorejendomme, 10% detailejendomme, 1% boligejendomme og 6% på øvrige ejendomme. Fordelingen af ejendommene er efter kvadratmeter. Herudover er hele 93% beliggende i Storkøbenhavn. Jeudan er dermed mest risikoeksponeret mod kontorejen-

domme. Det fremgår af bilag 16, at der fortsat var nedgang på kontorejendomme i 2010, hvorfor det er spændende at se, om denne udvikling er vendt i 2011.

I Jeudans meddelelse til delårsrapporten for 1. – 3. kvartal 2011 fremgår det, at udlejningsprocenten er faldet, hvilket har medført en stigning i driftsomkostningerne.

8.4.9.2 Virksomhedens risikovurderingsproces

Virksomheden bør have en proces, der giver ledelsen et grundlag for at håndtere risici. I mindre virksomheder vil det ofte være tilfældet, at der ikke eksisterer en sådan proces, og at der ikke foretages en formel risikovurdering. Da det ofte vil være ejerledede virksomheder, vil direktionen ofte selv være involveret i de områder, hvor risiciene foreligger, da det har væsentlig indflydelse på virksomhedens regnskab.

Revisor skal vurdere om virksomheden har en proces til at identificere forretningsrisici i forhold til de risikofyldte mål for regnskabsaflæggelsen.

Virksomheden skal i deres risikovurderingsproces have fokus på nedenfor viste væsentlige og risikofyldte forhold i regnskabet:

Regnskabspost	Revisionsmål
Nettoomsætning	Fuldstændighed og nøjagtighed
Investeringsjendomme	Værdiansættelse og rettigheder/tilstedeværelse
Kreditinstitutter	Fuldstændighed, præsentation og oplysning
Tilgodehavender	Værdiansættelse
Eventualforpligtelser	Præsentation og oplysning

Fokus på revisionsmålene er afgørende for retvisende aflæggelse af regnskabet samtidig med, at det er betydelige regnskabsposter. Sandsynligheden for fejl på værdiansættelsen af ejendommene vil være stor på baggrund af de subjektive skøn.

Der bør være kontrolaktiviteter for at imødegå disse risici, jf. afsnit 8.4.9.4 samt afsnit 9.

8.4.9.3 Informationssystemet og kommunikation

Der skal vurderes på virksomhedens anvendelse af IT. Herunder skal infrastrukturen påses, hvilket omfatter de fysiske rammer og maskinel såsom software og personale. IT-risici kan opstå ved nedbrud af servere, herunder brand, indbrud, strømnedbrud eller fejl i hardware/software. IT-sikkerheden bør løbende kontrolleres og mindst en gang om året. Der bør udarbejdes IT-retningslinjer, som understøtter en sikker og stabil drift.

Regnskabssystemet med processer og registreringer skal understøtte korrekt klassifikation af transaktionerne. Det kan omfatte beskrivelse af regnskabsprocedurer, regnskabssystemer eller nedskrevne

politikker. En aktiv ledelsesinvolvering kan reducere behovet for beskrivelserne, men der kan ikke undlades beskrivelser. Det er vigtigt, at værdien af transaktionerne måles nøjagtigt og transaktioner samt relaterede omkostninger præsenteres korrekt.

Væsentlige risici og bestyrelsens holdning til interne kontroller skal være kendte. Alle skal kende deres ansvar for risikostyringen og interne kontroller. Ligeledes skal de ansatte have den fornødne viden og information til rådighed for at udføre deres opgave effektivt. Det kan være gennem intranet, hvor der gives adgang til selskabets politik, instruktioner, vejledninger og håndbøger m.v.

8.4.9.4 Kontrolaktiviteter

Manuelle kontroller kan bestå af afstemning af poster, eksempelvis pr. måned. Dette kan vedrøre de gældsposter, der er tilknyttet investeringsejendommene eller lejeindtægterne. Der kan også være kontroller i forbindelse med indgåelse af lejekontrakter. Det kan ligeledes være en ansat som gennemgår bogføringen dagligt og kontrollerer, at bogføringen er ført på de konti, som der er sket godkendelse til, således eventuelle korrektioner vil ske hurtigt. For hver enkelt ejendom, kan der være en med det overordnede ansvar, som kan godkende fakturaer og lejeindtægter. Dette vil afhænge af størrelsen på ejendommen samt selskabet.

Antallet af ansatte vil have indflydelse på den funktionsadskillelse, der kan være i virksomheden. Ved mindre virksomheder vil der ikke være mulighed for funktionsadskillelse i alle situationer. Risikoen kan eventuelt reduceres gennem den daglige ledelse, hvis denne fører tilsyn med aktiviteterne i virksomheden samt godkender samtlige transaktioner.

Der bør være udarbejdet regnskabsmanualer og konteringsinstrukser for at sikre en pålidelig regnskabsrapportering.

Der kan være indført en præstationskontrol. Dette kan eksempelvis være en budgetopfølgning, hvor de realiserede lejeindtægter/avancer holdes op mod de budgetterede. Der kan være indført en økonomistyring, som fokuserer på den enkelte ejendomsdrift.

Der kan ligeledes være informationsbehandlingskontroller, så det sikres, at alle oplysninger, der er relevant for regnskabet medtages. Der kan foretages fysiske kontroller af ejendomme for at se, om de er tilstrækkelig vedligeholdt. Funktionsadskillelse er især relevant ved præstationsafkløining. Der kan være indført applikationskontroller, der identificerer og bogfører alle gyldige transaktioner. Eksempelvis lejeindtægter, hvor der er mange posteringer ved store virksomheder. Her kan der være opsat et system, således der sker validering af inddata. Eksempelvis at lejeindtægterne automatisk kommer ind på en korrekt konto, og hvis der er beløbsmæssige afvigelser fanger systemet dette.

Ved udskiftning i medarbejderne er det nødvendigt at se, hvordan informationssystemet fungerer, således praksis vil blive beholdt ensartet. I forhold til værdiansættelsen bør praksis fastholdes, således tallene er udarbejdet på et ensartet grundlag. Dette kan være via forretningsgange og instrukser, herunder vurderes om disse overvåges og om funktionsadskillelsen er effektiv. Endvidere vurderes det om resultaterne herfra bliver kommunikeret videre, så eventuelle fejl korrigeres. Dette vil også omfatte vedligeholdelse og kontrol af balanceposter og råbalancer.

Der skal endvidere udføres generelle it-kontroller. Adgangen til programmer eller data skal være begrænset, således at det kun er de medarbejdere, der har brug for adgangen i forhold til arbejdet, at der har adgang hertil. Dette betyder også, at hvis der flyttes medarbejdere mellem forskellige funktioner, skal deres adgang til systemerne løbende vedligeholdes. I tilfælde af, at der er implementeret nye udgaver af standardprogrammer kontrolleres implementeringen.

Nordicom har et elektronisk dokumentstyringssystem, hvor fakturaer kun kan godkendes af personer, som er bemyndiget hertil og indenfor de beløbsgrænser, der er fastlagt af ledelsen.

Der foretages månedlig opfølgning på de enkelte porteføljers performance i forhold til forventningerne, herunder forklaring på eventuelle afvigelser.

DADES' foretager løbende analyser af tilgodehavenderne med udgangspunkt i forfaldslistes og rykkerprocedurer.

Rykkerproceduren kan omfatte, at kunden rykkes for betaling, når forfaldsdatoen er overskredet med et vist antal dage. Lejeindtægter vil ofte køre via faste betalinger, hvorved de vil forventes indbetalt samme dag hver måned. Der kan eventuelt rykkes og følges op på manglende indbetalinger 5-8 dage efter forfald. Da DADES' forfaldslistes danner udgangspunkt for nedskrivning af tilgodehavender og forfaldsdatoer over 3 måneder nedskrives med 50% og over 6 måneder 100%, bør debitor rykkes tidligt.

8.4.9.5 Overvågning af kontroller

Vurderinger fra eksterne mæglere eller større avancer/tab på ejendommene kan eventuelt vise, at kontrollerne ikke har været effektive. Hvis der over længere tid har været opgjort større avancer/tab bør de interne kontroller have medført kommunikation til de ansvarlige omkring dette, således værdiansættelsen kan korrigeres, hvis avancer/tab har været på baggrund af ens problemer. Eksempelvis for højt eller lavt forrentningskrav. Hvis kontrollerne ikke har været effektive, bør de ændres.

Den interne kontrol skal overvåges via faste procedurer og stikprøver, hvorved fejl, afvigelser og mangler forebygges og minimeres samtidig med, at procedurerne udvikles.

Den løbende overvågning kan konstatere svagheder, kontrolsvigt og overskridelse af rammer, beføjelser og politikker som bør rapporteres i henhold til selskabets politikker. Ligeledes skal utilstrækkelighed i den interne kontrol rapporteres.

Et vigtigt led i overvågningen er en detaljeret budgetopfølgning, hvor udviklingstendenser i forhold til budgetter samt tidligere år analyseres og forklares.

8.5 ISA 320 – Væsentlighed ved planlægning og udførelse af en revision

Efter igennem forståelse af virksomheden og dens omgivelser at have identificeret og vurderet risici for væsentlig fejlinformation, er det relevant at få fastlagt begrebet væsentlighed og væsentlighedsniveauet for revisionen.

8.5.1 Væsentlighedsniveau

Information er væsentlig, hvis regnskabsbruger vil ændre sin beslutning ud fra informationen. Væsentlighedsniveauet fastlægges primært af to årsager. 1) I tilfælde af, at der ikke er indført et væsentlighedsniveau, kan der være for mange oplysninger, som kan medføre, at regnskabsbruger mister overblikket og træffer dårlige beslutninger. 2) Nyttens af regnskabsinformation skal vurderes i forhold til omkostningerne.⁶⁶

Når nytten af regnskabsinformation vurderes i forhold til omkostningerne betyder det bl.a., at et væsentlighedsniveau fastlægges for at reducere omkostningen. Hvis der ikke blev fastlagt et væsentlighedsniveau ville alle fejl være væsentlige og dermed skulle rettes. Revisionen ville blive tidskrævende og derigennem medføre et større honorar til revisor. Derfor fastlægges væsentlighedsniveauet, således at ledelsen kan aflægge et regnskab, der er retvisende efter krav i ÅRL's generalklausul samt IFRS-bekendtgørelsens henvisning hertil.

Ved vurdering af væsentlighedsniveauet tages der højde for de indledende risikovurderinger. Her vurderes ledelsens og de ansattes generelle opmærksomhed på at identificere og forholde sig til risici frem for fokus på præstationen i form af virksomhedens resultat.

Væsentlighedsniveauet skal revisor fastsætte ud fra en faglig vurdering, herunder revisors opfattelse af regnskabsbrugerens behov for finansielle oplysninger. Revisor skal anvende væsentlighed både i planlægningen og udførelsen samt i forhold til den endelige konklusion i erklæringen. Gennem planlægningen vurderes, hvilken størrelse af fejlinformationer, der er væsentlige for regnskabet. Herudfra fastlægges arten, tidsmæssig placering og omfang af risikovurderingshandling.

⁶⁶ Finansiell rapportering – Teori og regulering s. 193

Væsentlighedsniveauet fastlægges ud fra regnskabet som helhed samt efter specifikke forhold på en eller flere grupper af transaktioner, balanceposter eller oplysninger, hvor fejlinformationer under væsentlighedsbeløbet kan påvirke de økonomiske beslutninger, som regnskabsbrugerne foretager på grundlag af regnskabet. Til fastsættelse af væsentlighedsniveauet for regnskabet som helhed vil der i praksis ofte være valgt benchmarks i form af en procentsats ud fra områder i regnskabet. Dette kan eksempelvis være ud fra aktiver, forpligtelser, egenkapital, omsætning, omkostninger, bruttoresultat og overskud før skat. Dette understøtter revisors faglige vurdering.

Endvidere vil der blive set på de områder i regnskabet, hvor virksomhedens brugere forventes at fokusere på. For et ejendomsinvesteringsselskab vil det ofte omfatte værdiansættelsen af ejendommene, herunder reguleringen heraf samt omsætningen fra lejeindtægter, hvorfra den finansielle præstation påvirkes mest. Belåningen i virksomheden vil også have afgørende betydning. Dette skyldes, at en virksomhed hovedsageligt finansieret via fremmedkapital, vil få brugernes opmærksomhed rettet mod en eventuel friværdi (værdiansættelsen af ejendommene og tilknyttet gæld) og på sikkerhederne, der er stillet i ejendommene.

Overskud før skat vil ofte blive anvendt i tilfælde, hvor virksomhederne har overskud som målsætning. Når resultatet er svingende, kan bruttoresultat eller nettoomsætningen eventuelt være mere hensigtsmæssig. Dette kan eksempelvis overvejes, når ejendomsmarkedet er ustabilt i forhold til priser m.v. på ejendommene. Ved valg af benchmark omfattes ofte også de tidligere perioders resultat og finansielle stilling.

Anvendelse af procentsats på det valgte benchmark skal vurderes af revisor, idet procenten skal være lavere ved større tal. Eksempelvis vil procenten være lavere ved omsætningen end på overskud før skat.

For at revisor kan bestemme arten, tidsmæssig placering og omfang af yderligere revisionshandlinger skal revisor ligeledes fastsætte beløb ved udførelse af revisionen. Væsentlighed ved udførelsen er et eller flere beløb, som revisor fastsætter til et beløb, der er mindre end det fastsatte for regnskabet som helhed, hvilket skyldes den akkumulerende effekt. Væsentlighed ved udførelsen fastsættes for, at individuelle uvæsentlige fejlinformationer samlet kan medføre væsentlig fejlinformation samtidig med, at der ved "udnyttelse" af hele væsentlighedsniveauet for regnskabet som helhed ikke er plads til uopdagede fejl. Risikoen for uopdagede fejl og de samlede ikke-korrigerede fejl reduceres hermed i regnskabet. På samme måde, som for regnskabet som helhed, fastlægges et væsentlighedsniveau, der reducerer sandsynligheden for uopdagede fejl og samlet mængde af ikke-korrigeret fejlinformation overstiger væsentlighedsniveauet på området som helhed.

Revisionen er en løbende proces, hvilket medfører, at i tilfælde af, at revisor finder information, der ville have fået revisor til at fastlægge et andet niveau, skal væsentlighedsniveauet ændres. Revisor skal ved ændring genoverveje, om arten, tidsmæssig placering og omfang af de yderligere revisionshandlinger fortsat er hensigtsmæssig.

Revisor skal dokumentere fastsættelsen af væsentlighed for regnskabet som helhed. Endvidere skal revisor dokumentere væsentlighedsniveauet for grupper af transaktioner, balanceposter eller oplysninger, når dette er relevant samt væsentlighed ved udførelsen og eventuelle genovervejelser i den løbende proces. Der kan eventuelt være tale om en væsentlig fejl i værdiansættelsen af en ejendom, hvorefter aktiver og årets resultat er ændret. Hvis revisor har anvendt disse områder som benchmark, vil det skulle overvejes om væsentlighedsniveauet ligeledes skal ændres eller om det kan fastholdes.

Fondsrådet har udstedt et notat, således der er retningslinjer til vurdering af væsentligheden samt for herigennem at opnå et mere ensartet niveau. Notatet skal endvidere gøre regnskabsaflægger og bruger opmærksom på, hvordan Fondsrådet vurderer væsentlighed i praksis. Der lægges vægt på de anvendte regnskabsregelsæt, regnskabets bestanddele, indregning, måling og klassifikation samt oplysninger. Fondsrådets notat tager udgangspunkt i et tidligere notat udstedt af FSR som senere er trukket tilbage, idet det ikke anses for at være tidssvarende. Fondsrådet mener dog fortsat det kan være vejledende.⁶⁷

Aktivmassen	0,5% - 1,0%
Omsætning	0,5% - 1,0%
Resultat før skat	5,0% - 10,0%
Bruttofortjeneste før afskrivninger	2,0% - 4,0%
Egenkapital	1,0% - 2,0%

Kilde: FSR, Notat vedrørende væsentlighed, august 1996, side 8

8.5.2 Fastlæggelse af væsentlighedsniveauet i praksis

I bilag 19 blev nøgletallene fra Jeudans årsrapport for 2010 fra koncernregnskabet gengivet i DKK i mio. Herudfra illustreres beregning af et niveau for væsentlighed for regnskabet som helhed.

	Fondsrådet		Jeudan 2010, mio. DKK		
	Lavt	Højt	Nøgletal	Lavt	Højt
Aktivmassen	0,5%	1,0%	14.204	71	142
Omsætning	0,5%	1,0%	1.015	5	10
Resultat før skat	5,0%	10,0%	306	15	31
Bruttofortjeneste før afskrivninger	2,0%	4,0%	545	11	22
Egenkapital	1,0%	2,0%	4.383	44	88

⁶⁷ Fondsrådets generelle overvejelser og afvejsninger ved vurdering af væsentlighed i forbindelse med regnskabskontrol

Ud fra beregningerne ses, at det er afgørende, hvilke tal revisor anvender. Ved ejendomsselskaber er investeringsejendommene en væsentlig post både af aktivmassen (udgør 98% i Jeudans koncernregnskab for 2010) og dermed også for regnskabet som helhed.

I omsætningen indgår ikke værdireguleringer på ejendommene og den tilhørende gæld, hvilket kan tale i mod anvendelse af dette i forhold til væsentlighedsniveauet. Imidlertid kan der på det ustabile marked være store udslag i reguleringerne og der kan herigennem ske en stor påvirkning på det beregnede væsentlighedsniveau ud fra påvirkningen af reguleringer til dagsværdi.

I resultatet før skat indgår reguleringerne og vil kunne anvendes. Bruttofortjenesten før afskrivninger kan ligeledes anvendes. Egenkapitalen vil være væsentlig for mange regnskabsbrugere.

For at væsentlighedsniveauet beregnes ud fra lige antal nøgletal fra henholdsvis resultatopgørelsen og balancen kan revisor anvende aktivmassen og egenkapitalen fra balancen samt omsætning og resultat før skat fra resultatopgørelsen. Hvis alle posterne vægtes lige, vil et lavt væsentlighedsniveau udgøre 34 mio. DKK og et højt niveau på 68 mio. DKK. Dette vil være kvantitativ opgørelse. Niveauet skal imidlertid fastlægges ud fra revisors faglige vurdering. Dette vil medføre, at revisor skal tage højde for sit kendskab til virksomheden. Overordnet vil niveauet imidlertid kunne understøttes af den kvantitative beregning. Revisor kan vurdere, at det hovedsageligt er ejendommenes værdi, der er væsentlige for regnskabsbruger, hvorved væsentlighedsniveauet vil blive øget. I tilfældet med Jeudan udgør ejendommenes værdi 13.895 mio. DKK. Med baggrund i ovenfor viste satser for aktiverne kan væsentlighedsniveauet bestemmes til at være mellem 69 mio. DKK og 139 mio. DKK. Her ses, at det lavest fastlagte væsentlighedsniveau ud fra ejendommenes værdi udgør 69 mio. DKK, imens det ved vurderingen ovenfor var 68 mio. DKK for det højeste niveau. Det er derfor væsentligt, at revisor på baggrund af sit kendskab til virksomheden, udvælger de områder, hvor regnskabslæsers fokus er.

Under udførelsen af revisionen skal der fastlægges et lavere væsentlighedsniveau. Der er imidlertid ikke i standarden fastsat et niveau for dette væsentlighedsniveau. Som det fremgik, kan der ikke blot anvendes en simpel beregning, men alligevel anvender nogle revisionsfirmaer en overordnet betragtning, for at kunne understøtte revisors faglige vurdering. Eksempelvis kan en tommelfingerregel være, at væsentlighedsniveauet ved udførelsen skal udgøre 50-75% af regnskabet som helhed og som udgangspunkt 50%. Den endelige fastlæggelse vil afhænge af revisors vurdering af regnskabet indhold af korrigerede og ikke-korrigerede fejl, herunder uopdagede fejl. I tilfælde af, at der forventes få fejl samt de vil have en mindre væsentlig størrelse, kan niveauet hæves. Herudover skal det endvidere vurderes i forhold til grupper af transaktioner, balanceposter eller oplysninger, hvor fejlinformation under det fastsatte niveau kan påvirke brugernes økonomiske beslutninger.⁶⁸ Her skal niveauet fastsættes lavere. Ved investeringsejendomsselskaber vil de ustabile markeder og de forbundne skøn med

⁶⁸ Aktuel regnskab og revision 2011, Beierholm

værdiansættelsen medføre lavere procentsats. Herudover vil der for børsnoterede selskaber generelt være offentlig interesse, hvilket kan medføre lavere procentsats. Et godt internt kontrolmiljø, lav omsætning i ledelsen og regnskabsmæssige nøglemedarbejdere kan medføre højere sats.

På trods af dette, forudsættes det her, at væsentlighedsniveauet ved udførelsen af revisionen for Jeudan kan fastsættes højt til 139 mio. DKK x 75% = 104 mio. DKK. Ud fra en faglig vurdering bør niveauet eventuelt fastlægges lavere, da der er tale om en børsnoteret virksomhed. Omvendt kan niveauet være passende i forhold til kontrolmiljøet i virksomheden. Det skal dog bemærkes, at en negativ ændring på værdiansættelsen på 104 mio. DKK på trods af modregning af udskudt skat i resultatopgørelsen vil medføre, at årets resultat vil blive lavere end forrige år, hvilket kan vise en forkert udvikling i selskabet. Men i det selskabet ved måling til dagsværdi har valgt et formueorienteret regnskab, vil fokus være på værdiansættelsen af investeringsejendommene og gælden i balancen, mens resultatopgørelsen bliver sekundær. Det er også værdien i balancen, som afspejler værdien af selskabet. Denne er mere interessant for investor end værdireguleringen i året. Dette skyldes, at værdiansættelsen i balancen udledes af en forventning til de fremtidige pengestrømme.

I forlængelse af fastlæggelsen af væsentlighedsniveauet er det interessant at se på følsomhedsanalysen i forhold til ændringer i afkastprocenten i Jeudans koncernregnskab for 2010, da det tidligere har vist store udslag.

Tabel 19 Ejendomsporteføljen - ændringer af afkastprocent

		Basis								
Ændring i afkastprocent	Pct.	-1,00%	-0,75%	-0,50%	-0,25%	-	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%
Afkastprocent	Pct.	4,2%	4,4%	4,7%	4,9%	5,2%	5,4%	5,7%	5,9%	6,2%
Ændring i dagsværdi	DKK mio.	3.422	2.424	1.533	733	-	-647	-1.246	-1.795	-2.299
Dagsværdi	DKK mio.	17.926	16.928	16.037	15.237	14.504	13.857	13.258	12.709	12.205
Dagsværdi pr. m²	DKK	24.041	22.703	21.508	20.435	19.452	18.584	17.781	17.045	16.369
Egenkapital	DKK mio.	6.951	6.203	5.535	4.935	4.383	3.900	3.450	3.039	2.661
Indre værdi pr. aktie	DKK	657	586	523	466	414	368	326	287	251
Egenkapitalandel	Pct.	39%	37%	35%	33%	31%	29%	27%	25%	22%

Det fremgår heraf, at en ændring af afkastprocenten på +0,25 procentpoint påvirker opgørelsen af dagsværdien med -647 mio. DKK, hvilket ud fra ovenstående fastlæggelse af væsentlighedsniveauet på 104 mio. DKK, vil overstige dette væsentligt. Ud fra en overordnet betragtning vil et fejlskøn i afkastkravet på 0,25 procentpoint medføre en modificeret påtegning.⁶⁹ Det er dog på hele ejendomsporteføljen, der skal være skønnet 0,25 procentpoint forkert. Ligeledes vil skøn i den ene retning modvirke skøn i modsat retning.

⁶⁹ Jeudan Årsrapport for 2010 s. 83

Væsentlighed skal ses i sammenhæng med revisionsrisikoen, jf. afsnit 8.1 ISA 200. Dette medfører også, at der kan fastlægges en bagatelgrænse på 2-5% af væsentlighedsniveauet for regnskabet som helhed. Beløb herunder medtages ikke i oversigten over fejlinformation. Bagatelgrænsen påvirkes af tidligere års revisionsdifferencer, antal af væsentlige regnskabsposter samt kundens forventninger til niveauet.⁷⁰

8.6 ISA 330 – Revisors reaktion på vurderede risici - Clarificeret

Efter at have vurderet risici og set på væsentligheden, skal der ses på revisors reaktion på disse risici. Risikoen for væsentlig fejlinformation på regnskabsniveau skal revisor foretage generelle reaktioner på. Dette vil omfatte opretholdelse af professionel skepsis, anvende erfarne medarbejdere på eksempelvis værdiansættelsesområdet eller indkalde eksperter til det.

Revisor skal fastlægge reaktioner på vurderede risici for væsentlig fejlinformation på revisionsmålsniveau. Dette kan enten være test af kontroller, substanshandlinger eller en kombineret metode.

Revisor skal vurdere, hvilken art af revisionshandling, som er relevant for at afdække risiciene effektivt. Arten omfatter test af kontroller eller substanshandlinger og typen omfatter inspektion, observation, forespørgsel, bekræftelse, efterregning, genudførelse eller analytisk handling. Omfanget vil afhænge af risiko og væsentlighed samt den grad af sikkerhed, der ønskes opnået. Beviser fra tredje- og uafhængige kilder er stærkere revisionsbeviser.

Det interne kontrolmiljø i den reviderede virksomhed, vil have indflydelse på revisionen. Når kontrolmiljøet er effektivt, vil revisor kunne få større tillid til de interne kontroller, hvorved de internt udarbejdede revisionsbeviser vil få en øget troværdighed. Effektive kontroller forebygger eller opdager og korrigerer væsentlig fejlinformation ved et revisionsmål. Gode interne kontroller vil give revisor bedre mulighed for at udføre nogle revisionshandlinger i løbet af året i stedet for ved årsafslutningen. Når der ikke er et effektivt kontrolmiljø, bør revisor udføre flere revisionshandlinger ved årsafslutningen frem for i løbet af året. Da test af kontroller ikke vil give overbevisning, vil det være nødvendigt med yderligere substansrevisionshandlinger. Jo højere risikoen for væsentlig fejlinformation er, jo større sandsynlighed er der for, at revisor kan udføre revisionen mere effektivt ved at udføre substanshandlingerne tæt på eller på statustidspunktet. Dette taler for, at ejendommene revideres mest effektivt i forbindelse med årsafslutningen. Der kan imidlertid overvejes at gennemgå eventuelle interne kontroller i forbindelse med den løbende værdiansættelse af ejendommene. Ellers vil det i den løbende revision være mest effektivt at have fokus på indtægter og omkostninger samt kontrol af forretningsgange og fuldmagter m.v.

⁷⁰ Revision af mindre virksomheder s. 95

Test af kontroller kan anvendes, når revisor gennem sin risikovurdering forventer, at kontrollerne har været effektive i den reviderede periode eller når substanshandlingerne ikke giver et tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis. Herved gives der mulighed for en kombineret revisionsmetode. Herimod vil der ved ineffektive kontroller eller ikke-eksisterende kontroller kun være mulighed for en substansbaseret metode.

Hvis der opdages fejl, skal det vurderes, om det har forbindelse til en fejl i kontrollerne, således de generelt ikke er effektive. Hvis kontrollerne ikke er udført i overensstemmelse med de givne retningslinjer skal revisor opnå en forståelse herfor, herunder vurdere, om revisor fortsat kan basere revisionen på kontrollerne eller om der skal udføres yderligere tests. Eventuelle risici, der ikke afdækkes gennem test af kontrollerne, skal afdækkes via substanshandling.

Substanshandling skal udføres for alle væsentlige grupper af transaktioner, balanceposter og oplysninger. Det betyder, at ejendomsselskaberne, hvor lejeindtægter, værdireguleringer, ejendommene, gæld og oplysninger i denne forbindelse skal revideres via substanshandling og ikke udelukkende test af kontroller. Substanshandlingerne kan imidlertid bestå af både detailtest og substansanalytiske handlinger. De substansanalytiske handlinger anses for at være mere anvendelige på store datamængder, som er forudsigelige over tid. Dermed vil dette omfatte ejendomme, hvor der ikke har været større udskiftning af lejere eller ændring af lejekontrakter. Endvidere vil de faste omkostninger ofte være på samme niveau over tid, eventuel med stigning efter inflation.

De eksterne bekræftelsesprocedurer kan eventuelt udføres som substanshandling. I forbindelse med bankengagementer, herunder fuldmagtsforhold og sikkerhedsstillelser, kan der indhentes engagementsforespørgsler. Der kan forespørges til eventuelle tillægsaftaler ved større lejere. Sikkerheder ved realkreditlån og anden finansiering kan undersøges samtidig med, at der forespørges til tilbagebetalingsbetingelser og eventuelle begrænsninger for finansiering.

Når revisor vurderer, at der er en betydelig risiko for væsentlig fejlinformation på revisionsmålsniveau, skal der udføres substanshandling, som er rettet mod denne risiko. Hvis der udelukkende udføres substanshandling ved betydelig risiko, skal de omfatte detailtest. Det betyder, at der i forbindelse med revision af mindre investeringsejendomsselskaber, hvor der ikke er indført kontroller, skal der udføres detailtest og dermed kan der ikke blot udføres analytiske handlinger (ved revisionsmålet værdisættelse).

Revisor skal gennem revisionen vurdere, om den generelle præsentation af regnskabet og oplysningerne hertil er i overensstemmelse med den relevante regnskabsmæssige begrebsramme. Det omfatter endvidere detaljeringsgraden, klassifikationen og grundlaget for de anførte beløb. Det kan f.eks. være

følsomhedsanalyser på ejendommenes værdiansættelse i forbindelse usikkerheder eller omfang af pantsætning.

8.7 ISA 500 – Revisionsbevis

Som nævnt i ISA 330 skal revisor foretage en reaktion på de vurderede risici, herunder opnå tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis vedrørende de vurderede risici. Derfor er det relevant at se på den meget centrale revisionsstandard ISA 500, idet den klargør, hvad der udgør et revisionsbevis og stiller krav til revisionsbeviset, således revisionsbeviset er egnet og tilstrækkelig til at danne baggrund for en konklusion på områderne og regnskabet som helhed.

Der er opnået høj grad af sikkerhed for regnskabets retvisende billede, når revisor har opnået tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis til, at revisionsrisikoen er reduceret til et acceptabelt lavt niveau.

Tilstrækkeligt består af mængden af revisionsbevis, der skal indhentes. Den vil afhænge af revisors vurdering af risikoen for fejlinformation samt kvalitet af revisionsbevis. Kvaliteten afhænger af, hvor egnet beviset er. Herunder gælder relevans og pålidelighed i forhold til at understøtte konklusionen. Pålidelighed afhænger af kilde og art. Revisionsbeviser med høj kvalitet medfører, at der kan indhentes en mindre mængde revisionsbeviser. Pålideligheden kan være høj ved vurdering af en ejendom fra en kompetent og uafhængig vurderingsmand, men beviset er eventuelt ikke relevant pga. vurderingen er et halvt år gammel samtidig med, at markedet er volatilt.

Revisor skal ved udformning og udførelse af revisionshandlingerne overveje relevans og pålideligheden af informationerne, der anvendes som revisionsbevis. Revisionshandling kan som nævnt bestå af forespørgsel, inspektion, observation, bekræftelse, efterregning, genudførelse, analyse – ofte kombination for at opnå tilstrækkelig sikkerhed.

Inspektion kan omfatte en fysisk kontrol af ejendommene, hvorved der opnås pålideligt bevis for deres tilstedeværelse. Der kan også foretages inspektion vedrørende de interne kontroller, herunder eksempelvis godkendelse af værdiansættelsen på et passende niveau i organisationen før bogføring. Inspektion af dokumenter, herunder købs-, salgs- og lejeaftaler kan foretages, hvorved revisor får et relevant bevis på indregning af ejendommen (ofte overtagelsesdato) og/eller indtægterne/omkostningerne.

Proceduren for værdiansættelse kan observeres for at se, om den er i overensstemmelse med de beskrevne retningslinjer. Efter ”Best practice” bør ledelsen fastlægge de overordnede retningslinjer for vurderingen af selskabets ejendomme.⁷¹

⁷¹ Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber

Der kan indhentes en skriftlig ekstern bekræftelse direkte fra tredjepart for at kontrollere, at der f.eks. ikke er tillægsaftaler til lejeaftaler. Herudover vil eksterne bekræftelser ofte indhentes i forbindelse med balanceposter, hvilket eksempelvis kan omfatte sikring af fuldstændighed af gæld via engagementsforespørgsler.

Der kan foretages efterregning af værdiansættelsen af ejendommene. Analytiske handlinger kan omfatte sammenholdelse med budget eller forrige år. Der kan forespørges i relevant afdeling (evt. økonomiafdeling) om ejendomme, gæld, lejeaftaler, afvigelser i forhold til forventede osv. Regnskabsberklæringen, der indhentes ved afslutning af revisionen, vil være en mere formel forespørgsel.

Uafhængige kilder medfører en større sikkerhed end interne kilder. Det kan være anvendelse af forudsætninger i en værdiansættelsesmodel, som understøttes af objektive forudsætninger (offentliggjorte markedsrapporter). Herigennem vil den uafhængige kilde højne sikkerheden af den interne værdiansættelse.

Ved en ledelsesudpeget ekspert skal revisor vurdere dennes kompetence, færdigheder og objektivitet. Dette er for at vurdere pålideligheden, for selvom eksterne beviser er stærke findes der undtagelser. Eksempelvis er eksperten eventuelt ikke sagkyndig, hvis en ekstern mægler ikke har færdighederne til at vurdere beliggenheden for ejendommene eller for den relevante erhvervstype. Da ekspertens omkostninger afholdes af virksomheden, kan det forestilles, at mægleren gerne vil sætte værdien til det ledelsen ønsker – eventuelt for at fortsætte samarbejdet. For at kunne anvende revisionsbeviset skal revisor opnå en forståelse af ekspertens arbejde samt vurdere dets egnethed i forhold til revisionsmålet. Når der anvendes en mægler til værdiansættelsen skal kompleksiteten i beregningen overvejes. Mægleren er eventuelt medlem af en organisation, der udfører arbejdet efter specielle standarder, herunder kvalitetsstyringspolitikker og procedurer. Endvidere er det vigtigt, at mægleren kender til de regnskabsmæssige krav til værdiansættelsen.

Når der er tale om en mægler engageret af virksomheden frem for en ansat, vil der ofte foreligge en skriftlig aftale, herunder ansvarsfordeling, mål, omfang, kommunikation og form for rapport, der skal udarbejdes, hvilken kan inspiceres.

Arbejdet skal vurderes i forhold til relevans og rimelighed. Det kan være sammenligning med andet revisionsbevis, korrekt indarbejdelse i regnskabet, rimelighed i forudsætninger og metoder samt fuldstændighed og nøjagtighed af kildedata.

Information fra virksomheden vurderes, for om det er tilstrækkelig pålideligt til formålet, herunder om informationen er nøjagtig og fuldstændig. Dette kan omfatte antal af lejemål, lejeindtægt pr. måned m.v. Det er vigtigt, at informationen er tilstrækkelig præcist og detaljeret til formålet, når der anvendes

intern information, hvilket kan være interne rapporter. Det kan være, at virksomheden internt anvender præstationsmålinger ud fra kategorier af lejemål, mens revisor vil have en specificering på ejendommen.

Test af kontroller foretages for at vurdere, om de forebygger eller opdager og korrigerer væsentlig fejlinformation på revisionsmålsniveau. Substanshandlinger (detailtest og substansanalytiske handlinger) er derimod for at opdage væsentlige fejlinformationer på revisionsmålsniveau.

Ved test af kontroller og detailtest skal metoderne fastlægges så de er effektive i forhold til revisionshandlingens formål. Ved test af kontroller vil der være færre handlinger, da revisor gennem testen får en fornemmelse af, om kontrollerne generelt er effektive, hvorefter substanstest overvejes. Ved detailtest kan revisor foretage test af hele balanceposten. Det kan eksempelvis være ved få ejendomme, hvor risikoen er betydelig. Det kan også skønnes nødvendigt ved flere ejendomme, hvor den interne kontrol ikke anses for effektiv. Når der kun udvælges nogle ejendomme, vil der ofte blive lagt vægt på dem med høj værdi. Det kan også være fordi de er særligt risikobetonede. Når der udvælges ejendomme over en vis værdi vil revisor få verificeret en stor del af det samlede beløb.

Ved manglende konsistens eller tvivl om pålidelighed af revisionsbevis, for eksempel revisionsbevis fra to forskellige kilder, skal der eventuelt ændres i de planlagte revisionshandlinger eller tilføjes yderligere for at opnå et tilstrækkeligt grundlag. Samtidig skal det overvejes om den manglende konsistens eller pålideligheden af dette revisionsbevis påvirker den øvrige revision. Det kan være, at forespørgsler til ledelsen ikke understøttes af andre informationer. Revisionsbeviserne er afgørende for afdækning af risikoen på revisionsmålet.

8.8 ISA 540 – Revision af regnskabsmæssige skøn, herunder regnskabsmæssige skøn over dagsværdi, og tilknyttede oplysninger

ISA 540 er særdeles relevant i forhold til revision af investeringsejendomme, da den netop behandler revision af regnskabsmæssige skøn over dagsværdi og de tilknyttede oplysninger.

Målet med standarden er, at revisor skal opnå tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis, for at de regnskabsmæssige skøn over dagsværdien er rimelige uanset, om de er indregnet eller oplyst samtidig med de tilknyttede oplysninger i regnskabet er fyldestgørende ud fra begrebsrammen.

Den skønsmæssige usikkerhed består i mangel på målingspræcision, hvorved der som nævnt er en iboende risiko. Skøn vedrørende den tilknyttede gæld kan i flere tilfælde observeres via kurslister, hvorved risikoen på gældssiden er lavere end på aktivsiden. På aktivsiden er der modeller til fastsættelse af dagsværdien, men usikkerheden ved input heri kan være store, da de ofte ikke er observerbare.

Der vil dog på et aktivt marked kunne sammenholdes med realiserede handler, hvorigennem dagsværdien i større omfang kan observeres.

Revisor skal i sin planlægning tage højde for tidligere års revision, herunder vurdere, hvor god ledelsen har været til at udarbejde skøn. Når der eksempelvis har været større afvigelser mellem værdiansættelsen ultimo forrige år og en handel på markedsvilkår i indeværende periode, bør årsagerne forklares, hvorefter revisor kan tage stilling til, om der har været fejl i værdiansættelsesmetoden, og om det skal ændres fremadrettet i øvrige værdiansættelser. I indeværende år kan der eventuelt også være forskel på, hvordan forrentningskravet er fastsat størrelsesmæssigt. Dette bør forklares.

Revisor skal opnå forståelse for, hvordan den daglige ledelse identificerer de transaktioner, begivenheder og forhold, der eventuelt skal indregnes eller oplyses i regnskabet, således alle relevante oplysninger i forhold til begrebsrammen er indregnet, målt eller oplyst korrekt. Ledelsens identifikation vil afhænge af deres kendskab til virksomhedens aktiviteter, branchen og forretningsstrategi. Når ledelsen har kendskab hertil, vil det alt andet lige være større sandsynlighed for, at de relevante informationer er medtaget. Revisor kan opnå kendskab hertil ved forespørgsler til ledelsen. Forespørgsler kan vedrøre, hvordan ejendomsselskabet har vurderet finanskrisens indvirkning på værdiansættelsen, og hvordan det efterfølgende er indarbejdet i modellerne. I tilfælde af, at virksomheden har en formel struktureret risikostyringsfunktion, kan metoden og praksis hertil gennemgås. Børsnoterede selskaber skal beskrive deres risikostyringssystemer i ledelsesberetningen.⁷²

Det er også vigtigt at påse, hvordan ledelsen udøver skøn i forbindelse med udarbejdelse af regnskabet. Revisor skal opnå forståelse for modellen, der anvendes til at udøve skønnet samt for input i modellen. Det skal vurderes, om modellen kan anvendes, samt om de regnskabsmæssige skøn blev udøvet ud fra data, der var tilgængelige på statusdagen, og hvordan ledelsen har taget hensyn til efterfølgende begivenheder.

Revisor skal opnå en forståelse for de relevante kontroller. Dette kan overordnet omfatte erfaring og kompetencerne ved de personer, der forestår værdiansættelsen. Mere specifikt vil det være, hvordan den daglige ledelse fastlægger fuldstændighed, relevans og nøjagtigheden af inddata. Dette vil endvidere omfatte, hvordan kontrollerne udføres, og om de omfatter gennemgang og godkendelse af de foretagne skøn, herunder om forudsætningerne, der anvendes, er godkendt på et passende ledelsesniveau. Dette skyldes, at det er ledelsen, der aflægger regnskabet, og samtidig har disse skøn en væsentlig indflydelse på regnskabet, jf. i øvrigt afsnit 8.5.2, hvor det ses, at væsentlighedsniveauet overskrides ved ændring af afkastkravet.

⁷² Supplerende krav for børsnoterede selskaber ved aflæggelse af årsrapport efter IFRS

Der kan også være anvendt en ekspert til vurdering af ejendommene. Her vurderes som nævnt uafhængighed og kompetencer m.v. ved denne. Eksperten kan hjælpe med vurdering af forudsætninger til modellerne.

Forudsætningerne, der anvendes i modellerne, er meget væsentlige for værdiansættelsen. Derfor skal revisor opnå en forståelse herfor. I afsnit 5 om opgørelse af dagsværdi fremgik det, at forrentningskravet er af stor betydning, herudover har terminalværdien i DCF-modellen stor betydning for værdiansættelsen. Endvidere skal det vurderes, om den daglige ledelse får taget hensyn til alle variabler.

Forudsætningerne kan understøttes af eksternt eller internt materiale. Eksternt vil ofte være det stærkeste, da der eksisterer en større uafhængighed, jf. afsnit 8.7. De anvendte forudsætninger bør være konsistente med de værdier, som velinformerede og villige parter vil indgå handel på baggrund af.

Der skal opnås kendskab til, hvordan den daglige ledelse har vurderet den skønsmæssige usikkerhed. Dette kan være ved indarbejdelse via følsomhedsanalyser. Det er endvidere vigtigt at fastslå, hvordan ledelsen har foretaget valg af værdier.

Gennem revisionen kan der ses på ejendomme, hvor værdiansættelsen er ændret væsentlig, dog med hensyntagen til specifikke begivenheder, herunder markedets udvikling. Ledelsens historiske resultater i form af at ramme den korrekte værdiansættelse har stor værdi for revisor, da der herudaf kan dannes en overbevisning om, at ejendomsvirksomheden har en effektiv proces omkring værdiansættelse m.v. Afvigelser kan dog skyldes hurtige ændringer i markedsvilkårene, hvilket også må tages i betragtning.

Usikkerheden for investeringsejendomme afhænger af flere ting. Der findes anerkendte målemetoder, hvilket medfører en lavere usikkerhed, men input heri kan bestå af både observerbare og ikke-observerbare data samtidig med, at værdiansættelsesmodellen er følsom ved ændringer heri. Endvidere vil prognoseperioden være uendelig på den måde, at der skal fastsættes et normalt år enten som helhed for modellen eller som terminalværdi, hvor en stor del af værdien påvirkes fra. Endvidere skal det vurderes, om der er adgang til pålidelige data fra eksterne kilder, og om ledelsen er neutral. Dette vil bl.a. kunne vurderes ud fra ledelsens punkttestimat i forhold til revisors forventede værdi.

Hvis der sker en ændring i modeller eller forudsætninger, som ikke er ud fra ændrede markedsvilkår eller andet, vil der være tale om en vilkårlig ændring, hvilket gør, at regnskaberne mister den konsistente behandling og kan indikere, at ledelsen ikke er neutral. Revisor skal foretage en faglig vurdering, når den daglige ledelse begrundet ændringer. Der skal være tilstrækkelig støtte til en ændring.

Når der er risiko for væsentlig fejlinformation skal revisor fastslå, om der har været begivenheder frem til erklæringsdatoen, som kan understøtte skønnet. Det kan eksempelvis omfatte salg af ejendommen

eller salg af lignende ejendomme. Det er vigtigt, at der ikke er ændret i forholdene fra statusdagen. Ved salg af den reelle ejendom, vil der kunne opnås tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis på baggrund af salgsaftalen.

Betydelige risici for høj usikkerhed foreligger, når der er store afvigelser ved værdiansættelsen ultimo forrige år og eventuelt realiserede salg af ejendomme i indeværende år. Også hvis der ikke eksisterer observerbare input, vil der helt sikkert være en stor risiko forbundet hermed.

Når usikkerheden er alt for stor, kan begrebsrammen fastslå, at der ikke kan ske måling til dagsværdi, men at der skal måles til kostpris, jf. IAS 40.

På baggrund af de vurderede risici skal revisor fastslå, om ledelsen har anvendt den relevante regnskabsmæssige begrebsramme, samt om metoderne anvendt til værdiansættelsen er hensigtsmæssig.

Det bør testes, hvordan ledelsen har udøvet de regnskabsmæssige skøn og dataene hertil. Dette kan være ud fra tidligere perioders effektivitet og periodeopfølgning. Test kan omfatte om dataene, der anvendes, er nøjagtige, fuldstændige og relevante. Ved anvendelse af eksterne kilder overvejes kilden i forhold til relevans og pålidelighed. Det kan eksempelvis være ved anvendelse af Colliers Markedsrapport, hvor kilden vil være troværdig, pålidelig og have kompetencerne, men om den er relevant vil afhænge af, hvilke oplysninger der sammenlignes med hvilke typer ejendomme.

Der kan være indført kontroller i virksomheden for, hvordan de regnskabsmæssige skøn udøves, gennemgås og godkendes på et passende niveau i organisationen.

Det overvejes, om den anvendte metode er rimelig og om den understøtter begrebsrammen samt i forhold til branchen generelt. Det kan undersøges, hvorvidt modellen periodisk gennemgås i forhold til realiserede værdier. DCF-modellen og Normalindtjeningsmodellen vil ofte kunne forsvares teoretisk, da de har været anvendt over en længere årrække til brug for værdiansættelse og anses for at have en matematisk integritet. Ligesom de anbefales i ”Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber”, hvorved modellerne anses for at være valide.⁷³ Fastsættelsen af parametrene vil oftere blive genstand for diskussion. Modellen bør imidlertid altid periodisk justeres og valideres. Modellen bør være beskrevet i henhold til anvendelsen og begrænsninger i modellen, herunder nøgleparametrene – eksempelvis forrentningskravet.

Parametrene kan vurderes ved at påse, om de er rimelige, indbyrdes sammenhæng, i forhold til skøn af øvrige ejendomme, og om det observerbare marked understøtter forudsætningerne.

⁷³ Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber s. 8

Rimeligheden ved forudsætningerne/parametrene kan ses i forhold til markedet, og hvorvidt kilderne, der anvendes, er relevante og pålidelige. Der kan ses på forudsætninger ved andre markedsdeltagere og tilpasning for den individuelle virksomhed, samt om der er bedre forudsætninger tilgængelige. Når der ikke foreligger observerbare data, skal dokumentationen for gennemgang og værdiansættelse undersøges.

Revisor kan finde et punktestimat eller interval for at vurdere det af ledelsen fremkomne estimat. Dette kan være en god ide, når det eksempelvis konstateres, at kontrollerne ikke er effektive. Dette kan være, når processen ikke er hensigtsmæssigt dokumenteret eller implementeret. Endvidere kan revisor eventuelt have alternative kilder med relevant data, som kan anvendes til at udlede et estimat. Revisor har formentlig andre kunder, hvor der eventuelt er anvendt andre forudsætninger på trods af ejendommen er med samme karakteristika. Revisor kan ligeledes have oplyst et anderledes afkastkrav fra en anden mægler. Et estimat kan være med til at vurdere risici for fejlinformation, og om der skal udføres yderligere handlinger.

Estimatet kan revisor opstille, som et punktestimat, men på baggrund af usikkerheden og følsomheden for ændringer i forudsætningerne, bør revisor opstille et interval for ejendommen, hvor udfald indenfor vil blive anset for rimelige. Intervallet bør være mindre end eller lig med væsentlighed ved udførelsen. Hvis ikke dette er tilfældet, vil det medføre en betydelig risiko for fejlinformation. Udover at opstille et eget udarbejdet estimat, kan revisor vælge at bygge andre forudsætninger i den daglige ledelses forudsætninger, således der opstår alternativer. Der kan også hentes en mægler ind til at vurdere ejendommen eller sammenholde med nylige markedstransaktioner.

Når revisor udarbejder estimer, vil det ofte være ud fra andre forudsætninger, hvilket kan medføre en væsentlig anden værdiansættelse. Dette kan diskuteres med ledelsen, således fokus kommer herpå. Det kan eventuelt påvirke ledelsen til at fastsætte en anden værdi efter, at de er blevet opmærksomme herpå, men der kan også medføre en god begrundelse bag ledelsens opstillede forudsætninger. Forudsætningerne kan eventuelt være lige valide, men give vidt forskellige værdier, hvilket gør revisor og ledelse opmærksom på følsomheden ved værdiansættelsen. Når modellen, der anvendes af den daglige ledelse, er forskellig fra revisors, men forudsætningerne er ens, kan der opnås kendskab til følsomheden ved ændring af model. Ved fuldstændig ens forudsætninger i Normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen vil disse dog udlede samme resultat.

Når der foreligger betydelige risici i forbindelse med skøn, skal der udføres yderligere substanshandling. Det skal undersøges, hvordan den daglige ledelse har overvejet alternative forudsætninger og udfald, og hvorfor disse er forkastet. Ofte vil der blive anvendt følsomhedsanalyser. Som nævnt er forrentningskravet betydelig for værdien, hvorfor revisor skal have stor fokus på fastsættelsen heraf.

Når der ikke er tilstrækkelig og egnet revisionsbevis for, at ledelsen har håndteret de skønsmæssige usikkerheder fornuftigt, vil et intervalestimat for værdiansættelsen være en god hjælp. Det kan også være på baggrund af manglende neutralitet ved ledelsen, at revisor anser det for en god ide at udarbejde et sådan.

Revisor skal vurdere, om revisionsbeviserne kan begrunde de regnskabsmæssige skøn i regnskabet. Hvis der er forskel i punktestimater vil dette udgøre fejlinformationen. Ligeledes vil der ved et intervalestimat være en fejl på den størrelse, hvormed ledelsens punktestimat er udenfor revisors udarbejdede interval. Ved vilkårlig ændring i forudsætningerne kan revisor konkludere, at det regnskabsmæssige skøn er forkert eller er indikator for manglende neutralitet.

Revisor skal kontrollere, at oplysningerne i regnskabet vedrørende skøn er i overensstemmelse med kravene i den relevante regnskabsmæssige begrebsramme. Dette gælder fyldestgørende oplysninger om væsentlige forhold, herunder usikkerheder, da det er relevant for regnskabsbrugerne for at forstå de indregnede skøn, der er foretaget.

Da der kan være stor usikkerhed omkring værdiansættelsen af ejendommene, bør der indhentes en skriftlig bekræftelse på de regnskabsmæssige skøn, herunder at forudsætningerne er rimelige, modellen understøtter begrebsrammen, de regnskabsmæssige skøn er fuldstændige samt konsistens i anvendelse af forudsætninger.

Revisor skal dokumentere sin konklusion omkring rimeligheden af de anvendte regnskabsmæssige skøn og oplysninger hertil, som medfører betydelige risici. Endvidere indikationer på mulig manglende neutralitet ved ledelsen.

9. Revision af interne kontroller i ejendomsbranchen

Test af interne kontroller kan udføres i forbindelse med den løbende revision eller ved den afsluttende revision.

Revisor skal opnå forståelse for forretningsgange og interne kontroller vedrørende alle betydelige risici. Herudover kan revisionshandlingerne ikke sættes i turnus, når der er tale om betydelige risici.

Formålet med den kontrolbaserede revision er effektivisering. Ved en effektivisering af revisionen forstås, at revisionen målrettes mod at identificere væsentlige risici. Herudover vil der ved effektive interne kontroller kunne reduceres i antallet af substanshandlinger, og der vil kunne anvendes mere effektive substanshandlinger, herunder analytisk revision.

Den gode interne kontrol skal afdække revisionsmålet, afdække risiko for væsentlige fejl, indeholde et element af ledelseskontrol og være dokumenteret.

Den gode kontrolbeskrivelse skal indeholde en beskrivelse af, 1) hvordan kontrollen udføres, 2) hvor ofte den udføres, 3) hvilken risiko den afdækker ift. revisionsmål, 4) hvilken størrelse fejl den afdækker, 5) hvem der udfører kontrollen, og 6) om de relevante personer er kompetente hertil, 7) hvordan kontrollen dokumenteres, og 8) om der indgår IT-komponenter.

Revisor gennemgår forretningsgange og interne kontroller med den ansvarlige for området for at få en forståelse for disse. Herefter foretager revisor en walk-through (fra vugge til grav) af forretningsgange og de interne kontroller for at vurdere, om revisors forståelse af virksomhedens forretningsgange og interne kontroller bliver bekræftet. Herefter skal revisor vurdere, om kontrollerne er designet til effektivt at forebygge, opdage og korrigere væsentlige fejl samtidig med at kontrollerne er effektivt implementeret. Effektiviteten kan revideres i forbindelse med den gennemgås for forståelse.

Der kan være en intern revisionsfunktion, som kan anvendes i forhold til revisors arbejde.⁷⁴ Eventuelle revisionsrapporter udarbejdet af den interne revisor kan inspiceres med hensyn til overvågning af kontroller.

Ud fra vurdering af kontrolmiljøet skal det vurderes, om dette giver mulighed for en revision baseret på substansrevision og inddragelse af kontroller. Et godt kontrolmiljø og effektiv funktionsadskillelse medfører, at revisor kan vælge mellem en kombineret strategi og substansbaseret strategi. Et godt kontrolmiljø med kompenserende kontroller pga. manglende effektiv funktionsadskillelse medfører, at revisor kan vælge mellem en kombineret strategi og substansbaseret strategi.

Dårligt kontrolmiljø og manglende effektiv funktionsadskillelse medfører, at revisor udelukkende kan basere sin revision på en substansbaseret strategi.

9.1 Resultatopgørelsen

Revisor skal gennem risikovurderingshandlingerne have forespurgt til ledelsens brug af budgetter. Ligeledes kan revisor foretage observation af ledelsens sammenholdelse af budgetter med de faktiske omkostninger eller inspektion af rapporter vedrørende afvigelser. Udover at give kendskab til virksomhedens politik omkring budgettering og om politikken er implementeret, vil der herigennem gives et revisionsbevis for effektiviteten i budgetopfølgningsproceduren i forhold til at forebygge eller opdage væsentlig fejlinformation, eksempelvis i klassifikationen af omkostninger. Inspektion af en rapport vil eventuelt være et stærkere revisionsbevis frem for at observere ledelsen, da observationen kan

⁷⁴ ISA 315 – Identifikation og vurdering af risici for væsentlig fejlinformation igennem forståelse af virksomheden og dens omgivelser

være påvirket af revisors tilstedeværelse. Imidlertid er det et krav, at der foreligger dokumentation for ledelsens gennemgang.

Virksomheden bør have en konteringsinstruks, således en ny medarbejder nemmere kan håndtere bogholderiet. Herudover sikres en ensartet behandling i tilfælde, hvor flere forestår bogføringen. Dette kan især være relevant, når der ejes udenlandske ejendomme og disse administreres fra disse lande. Herved kan der sikres overholdelse af den anvendte regnskabspraksis. Eksempelvis bør et ejendomsselskab, der anvender ÅRL, være sikker på, at der foreligger en klar instruks for et tysk datterselskab, således det sikres, at der sker behandling efter ÅRL.

Der bør altid være to i forening til godkendelse af betalinger, således at ingen af de ansatte kan disponere på egen hånd. Herudover skal det påses, at fratrådte medarbejdere er udgået som fuldmagtshaver. Administrator for den enkelte ejendom bør have godkendt fakturaen før de bogføres/lægges til betaling.

Alle omkostninger over et fastsat beløb kan godkendes på et højere niveau i organisationen. Det kan være vedligeholdelsesomkostninger i forhold til vedligeholdelsesplaner. De almindelige driftsomkostninger vil formentlig ikke skulle godkendes på højere niveau. Funktionsadskillelsen er rettet mod besvigelser.

Anvendelsen af test af kontroller i forhold til substansrevision vurderes endvidere ud fra, hvad der er mest omkostningseffektivt. Dual-purpose test kan udføres, således revisor eksempelvis i forbindelse med den stikprøvevise gennemgang af eksempelvis renoveringsomkostninger på en ejendom samtidig foretager kontrol af, at den er attesteret og godkendt af de ansvarlige herfor.

Ved større ejendomsselskaber vil der formentlig være automatisk overførsel af lejeindtægter fra bank-systemet til bogføringsprogrammet. Her kontrolleres, at der er overensstemmelse mellem output fra banken og input i bogføringen. Dette vil kunne afdække revisionsmål som fuldstændighed og nøjagtighed.

I forhold til værdireguleringerne fra ejendommene kan der foreligge konteringsinstrukser, således værdireguleringerne kommer på de korrekte konti m.v.

I forbindelse med konkurser er det set, at ejendomsselskabets ejer har fået ”udført” bygge- og renoveringsopgaver af selskaber tilknyttet andre dele af familien, hvor arbejdet ikke er udført, men blot faktureret.⁷⁵ Der bør foreligge interne kontroller, hvor den ansvarlige for omkostningscentret attesterer og hermed godkender, at arbejdet er udført samtidig med, at der højere i organisationen foretages gen-

⁷⁵ Millioner forsvundet fra konkursbo

nemgang af større bygge- og renoveringsopgaver i forhold til de tidligere fastlagte vedligeholdelsesplaner samt godkendelse af leverandør på opgaven. Herved sikres, at arbejdet er udført og i overensstemmelse med de fastlagte budgetter. Samtidig medfører funktionsadskillelsen, at det bliver sværere at betale for arbejde, der ikke er udført. Der vil dog altid være en besvigelserisiko.

9.1.1 Intern benchmark – DADES AS

Som nævnt vil DADES AS optimere driften af virksomheden. De gør bl.a. dette ved at registrere samtlige ejendommers vand-, el- og varmemeforbrug fra centralt hold med henblik på at analysere forbruget i og forskellene mellem de enkelte ejendomme. Herigennem optimeres energiforbrug samt omkostningerne på de enkelte ejendomme. Oplysningerne kan anvendes i forbindelse med virksomhedens interne kontrol. Hvis oplysningerne hentes fra kontospecifikationer, kan afvigelser mellem kontiene undersøges. Udover det sikrer en korrekt klassifikation af bogføringen, vil der kunne opnås besparelser ved sammenligning med øvrige ejendomme. I tilfælde af registreringer indhentes udenom finanssystemet, vil de samlede oplysninger kunne afstemmes til bogføringen.

9.1.2 Drift contra budget – DADES AS

DADES AS' økonomistyring sker med fokus på de enkelte ejendommers driftsresultat. Driften af hver enkelt ejendom styres ud fra de detaljerede budgetter, herunder et 10-årigt vedligeholdelsesbudget samt budgetterede omkostninger for en 1-årig periode. Budgetterne gennemgås mindst 2 gange årligt vedrørende driftsomkostningsposterne, herunder vedligeholdelsesomkostningerne. I tilfælde af afvigelser til budgettet kan der ske korrektion. Revisor bør kontrollere, om denne interne kontrol overholdes, herunder en kontrol af, om der er en tilstrækkelig opfølgning på disse budgetter, og om der foretages korrektioner i forbindelse med opfølgningen. Opfølgningen er væsentlig for værdiansættelsen af ejendommene, da budgettet kan anvendes i forbindelse med værdiansættelse af ejendommen i årsrapporten. Ligeledes kan der være fejl i bogføringen. I tilfælde af, at der ikke igangsættes korrigerende handlinger, kan den interne kontrol ikke siges at være effektiv. Samtidig vil værdiansættelsen formentlig ikke give et retvisende billede ved årsafslutningen. Revisor kan foretage inspektion af afvigelsesrapporter, således det kontrolleres, at kontrollen er effektiv. Når den interne kontrol ikke er effektiv, kan revisor kun anvende en substansbaseret strategi.

9.2 Balancen

9.2.1 Debitorer

Debitorstyring bør undersøges, herunder hvorvidt virksomheden har interne kontroller til at opdage forfaldne lejer og igangsætte aktiviteter. Dette er vigtigt i forhold til den nuværende finanskrise/likviditetskrise, da flere virksomheder er hårdt presset og jo ældre tilgodehavendet er, jo større er risikoen for tab herpå. Manglende indbetalinger kan være afdækket af det indbetalte depositum eller en eventuelt forudbetalt husleje.

Revisor kan kontrollere, om rykkerprocedurer overholdes, og om forfaldslisterne i øvrigt bliver genereret korrekt. Det kan omfatte kontrol af output fra et program/modul (eks. finans-/bogføringsmodul) stemmer overens med input i et andet (eks. debitormodul) samt kontrol af ens saldo ultimo mod revisionsmålene fuldstændighed, nøjagtighed og værdiansættelse.

Ejendomsvirksomheden bør ved indgåelse af nye kontrakter undersøge lejernes betalingsevne. Revisor bør påse forretningsgangen herfor. Værdiansættelsen er et væsentligt revisionsmål på debitorerne.

9.2.2 Investerings ejendomme

Den interne organisationsstruktur bør illustreres for at kortlægge ansvarsfordeling m.v.

Det vurderes, om afdelingen efter revisors tidligere erfaringer er sikker i anvendelsen af reglerne, herunder de specifikke værdiansættelsesmodeller. Samtidig vurderes på, om der er sket ændringer, eksempelvis nye ansatte, og om de har kompetencerne og er habile. Dette vil specielt være ved udskiftning af centrale medarbejdere i de kritiske funktioner (regnskabsafdeling).

Når der er ansat nye, er det især vigtigt at se, om der foreligger manualer for regnskabspraksis og regnskabsaflæggelse, herunder skøn for værdiansættelse af ejendomme. Kommunikationen af disse oplysninger er vigtige for, at regnskabsaflæggelsen bliver korrekt.

Der bør være procedurer for, hvornår den enkelte værdiansættelsesmodel anvendes – eksempelvis DCF-modellen frem for Normalindtjeningsmodellen. Ligeledes for, hvordan den skal anvendes, herunder fastsættelse af de enkelte elementer i modellen. Endvidere kontrol af, om modellerne opdateres, og om den valgte model fortsat afspejler det retvisende billede mest.

Når der er tale om mange ejendomme, skal der være konsistens ved værdiansættelserne på ensartede ejendomme. Vedligeholdelsesplaner kontrolleres i overensstemmelse med input i modellerne samtidig kontrolleres om vedligeholdelsesplanerne overholdes i praksis.

Revisor kan ved revisionen kontrollere, at der er sket kontrol af værdiansættelserne i løbet af året, samt om øvrige kontroller er anvendt korrekt. Det kan være ved at foretage inspektion af dokumenterne, herunder om godkendelse af beregningerne er foretaget. Den interne kontrol kan bestå i, at en person kontrollerer, at de anvendte afkastkrav er i overensstemmelse med offentliggjorte oplysninger, samt om budgetteret overskud af ejendommene er realistiske i forhold til tidligere realiserede resultater på denne ejendom, samt om budgetterne korrigeres efter realiserede ændringer.

Revisor bør påse, at der er begrænsning i adgang til eksempelvis værdiansættelse af ejendommene, da der nemt kan opstå væsentlige fejl, herunder besvigelser, ved uautoriseret adgang. Der vil være tale

om anvendelse af IT-program til beregning af værdiansættelsen af ejendommene. Dette kan være programmer direkte produceret til dette eller modeller i regneark, eksempelvis Excel. Det bør kontrolleres, at input er korrekt, og om der sker korrekt beregning og overførsel til bogføringen/regnskabet. I programmet/Excel bør formler der er anvendt gennemgås og genberegnes ud fra forudsætningerne. IT anvendelsen er praktisk i forhold til værdiansættelsen, da der er tale om forholdsvis komplekse beregninger, hvor forudsætningerne er afgørende, men beregningen er uændret. Beregningsfelterne skal være låste, og der bør ikke være adgang til at ændre i formler. Der bør ske kontrol af værdiansættelsesprogrammerne, da beregningerne har væsentlig indflydelse på regnskabet.

Test af kontroller i forbindelse med værdiansættelsen af ejendommene vil være mest relevant ved periodeafslutningen, da det er en post, hvor der foretages periodevis regulering på et bestemt tidspunkt. Når der foretages en stikprøvevis gennemgang af årets tilgange på ejendommene og sammenholdelse med underliggende dokumentation, bør det kontrolleres, om investeringen er godkendt i henhold til de interne forretningsgange. Afgange kontrolleres ligeledes til underliggende dokumentation.

I tilfælde af, at ledelsen er præstations aflønnet, vil der være en risiko for besvigelser. Der bør generelt være funktionsadskillelse mellem de personer, der forpligter virksomheden og de, der foretager de regnskabsmæssige skøn. Eksempelvis vil den, der har forestået købet af en ejendom i løbet af året have et incitament for, at værdiansættelsen ikke bliver for lav i forhold til at udstille sine kompetencer.

Det ses i forbindelse med nogle ejendomsselskabers konkurs, at der er forsvundet aktiver, da bilagene ikke har været reelle. Det drejer sig eksempelvis om overdragelse af ejendomme til ægtefæller til en værdi langt under markedets pris samtidig med ægtefællerne har oprettet ægtepagt med særeje på ejendommen.⁷⁶ Der vil være større risiko for sådanne handler, når der er tale om mindre virksomheder, hvor de interne kontroller kan tilsidesættes, men det betyder, at større ejendomsselskaber bør have en godkendelsesprocedure for handelspriser/værdiansættelse ved handel med ejendommene. Det kan eksempelvis være bestyrelsen, som vil bestå af flere uafhængige parter, som bør godkende hver handel. Som nævnt vil bestyrelsens kompetencer have indflydelse på effektiviteten heraf. Således vil de altid være orienteret om handelsværdien i forhold til deres egen vurdering samtidig med, at de ofte vil være opmærksomme på, om der er tale om en nærtstående part, hvilket er svært at gennemskue for revisor, medmindre ledelsen fortæller det ved forespørgsel herom. Når der handles ejendomme mellem interesseforbundne parter skal revisor se, om de interne retningslinjer herfor er overholdt og samtidig bør revisor revidere værdiansættelsen. Efter anbefalingerne til best practice bør bestyrelsens medlemmer ikke handle fast ejendom mellem to selskaber, hvor bestyrelsesmedlemmet eller en nærtstående hertil har økonomisk interesse i begge, herunder bestyrelsespost eller medlem af direktionen i begge

⁷⁶ Millioner forsvundet fra konkursbo

selskaber. I tilfælde af selskabet, at foretager en sådan handel, bør det pågældende bestyrelsesmedlem afstå fra deltagelse i beslutningen herom.⁷⁷

Værdiansættelsen er et væsentligt revisionsmål. Herudover vil rettighederne og tilstedeværelsen ligeledes være væsentlige. Der bør derfor også være forretningsgange mod disse revisionsmål. Rettigheder til indregning kan godkendes i forbindelse med købet, således det straks klarlægges, hvornår der skal ske indregning og samtidig en opfølgning herpå. De enkelte administratorer vil have kendskab til tilstedeværelsen af eksempelvis tilgange, hvorved de kan gennemgå disse konti.

9.2.3 Tilknyttet gæld

Revisor skal kontrollere, om de gældende beskrivelser i forbindelse med låneoptagelse er overholdt. Eksempelvis, at det er den ansvarlige, som har godkendt lånene, og om afdækning af renterisikoen sker i overensstemmelse med strategien og eventuelle instrukser.

Ligeledes bør forretningsgange og interne kontroller i forhold til, at alle forpligtelser blive fyldestgørende oplyst i årsrapporten, revideres. Det kan f.eks. være i forbindelse med pant. Dette vil omfatte revisionsmålene fuldstændighed, præsentation og oplysning.

9.2.4 Afslutning

Revisor gennemgår ved revisionen retningslinjer for rapportering, afvigelser, kompetencer, attesteringer, afstemninger, funktions- og personadskillelser og dokumentation heraf. Revisor kan se, om beskrivelserne svarer til de reelle forhold i virksomheden.

Der vil altid være iboende begrænsninger i forbindelse med de interne kontroller, hvilket bl.a. skyldes forudsætningerne, der anvendes i værdiansættelse af ejendommene i et større omfang er subjektive. Der kan også være tale om, at den der gennemgår afvigelsesrapporterne ikke forstår formålet hermed, og derfor ikke er opmærksom på eventuelle fejl eller reagerer på det. Generelt vil der altid kunne opstå beviste/ubeviste menneskelige fejl. Der kan være tale om tilsidesættelse af kontroller, hvilket oftest vil være muligt i mindre virksomheder. Eksempelvis kan den daglige ledelse eventuelt påvirke den, der værdiansætter ejendommene. Funktionsadskillelse er meget relevant.

10. Revision af investeringsejendomme

På baggrund af de indledende revisionsafsnit bestående af de internationale standarder, vil der i dette afsnit blive udarbejdet en konkret revisionsplan i forhold til investeringsejendomme.

⁷⁷ Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber s. 5

Investerings ejendommene vil have en høj væsentlighed på balancen. Risikoen for fejl i forhold til revisionsmålet fuldstændighed (kontrol af aktiver, der bør bogføres er bogført) vil være middel. Risikoen på revisionsmålet tilstedeværelse (aktiverne er tilstede) vil være lav. I forbindelse med ejendoms handler kan der foreligge risiko ved revisionsmålet rettigheder (virksomheden har rettighederne til aktivet), oftest vil risikoen vurderes som middel. Værdiansættelsen (aktiver er medtaget i regnskabet med passende beløb, og reguleringer er passende bogført) er det mest risikofyldte revisionsmål og vil have en høj risiko. Dette skyldes, at investeringsejendommenes værdiansættelse er kompleks gennem de beregningstunge transaktioner samt indhold af skøn. Det at investeringsejendommene har en høj væsentlighed på balancen og samtidig høj risiko på revisionsmålet værdiansættelse medfører, at der foreligger en betydelig risiko for væsentlig fejlinformation for hele regnskabet.

De interne kontroller skal vurderes, om de er tilstrækkelige til at reducere revisionsrisikoen, samt om der er sket en tilstrækkelig dokumentation af dette. Dette kan ske gennem en gennemgang af de arbejds papirer, som er udarbejdet i virksomheden. Revisor skal bl.a. påse personalets kompetencer, forretningsgangenes klarhed og hensigtsmæssighed, herunder arbejdsdeling, afstemningsprocedurer og lignende egenkontrol.

Planlægningen af revisionen udarbejdes i henhold til afsnit 8.3 om planlægning af revision af regnskabet og afsnit 8.4 om identifikation og vurdering af risici for væsentlig fejlinformation igennem forståelse af virksomheden og dens omgivelser. Ligesom væsentlighedsniveauet fastlægges i henhold til afsnit 8.5 om væsentlighed ved planlægning og udførelse af en revision.

10.1 Løbende revision

Inden revisionen foretages, gennemgås opfølgingsnotat eller det afsluttende notat fra revisionen året før, således det står klart, hvor der eventuelt tidligere har været problemer.

Ved den løbende revision i forhold til lejeindtægter, kan revisor kontrollere antal af lejeindtægter (eksempelvis 11 måneder, hvis den løbende revision udføres en måned før status). Endvidere kan det kontrolleres, at huslejereguleringerne er sket i henhold til tidligere år/lejekontrakten. Alt efter baggrunden for lejeregulering kan revisor vurdere ændringen i lejeniveauet. Hvis den normale lejestigning ligger indenfor 2-4% og der ved analytisk revision konstateres, at der igen i år lægges indenfor denne procentændring, vil dette være tilstrækkeligt revisionsbevis. Det kan også være, at der i lejekontrakterne reguleres efter Danmarks statistiks forbrugerprisindeks, hvorefter den forventede lejestigning kan beregnes, jf. bilag 24, hvor beregningsmetode for procentvis stigning fremgår.

Der kan foretages revision af finansieringsomkostninger ved en gennemgang af konti (antal terminer) samt beregning af forrentningen i forhold til gælden primo/ultimo eller ved direkte afstemning. Der bør samtidig ses, om ydelserne er betalte – specielt i tilfælde, hvor der kan være likviditetsproblemer.

Forsikringer og ejendomsskatter vil ligeledes kunne revideres analytisk. Ved afvigelser kan omkostningerne dokumenteres via bilagskopier, som kan anvendes igen ved statusrevisionen. Det skal inden vurderes om afvigelsen er væsentlig, da detailrevisionen er tidskrævende i forhold til den substansanalytiske.

I de tilfælde, hvor administrationen af ejendommene varetages af et koncernforbundet selskab eller eksternt selskab, kan antallet af rådgivnings- og administrationshonorarer kontrolleres (når der afregnes løbende).

Der bør indhentes dokumentation på eksterne rådgivningshonorarer i form af eksempelvis advokater eller valuarer. Advokatrådgivning kan være i forbindelse med tidligere salg, erstatningssager i forhold til lejere eller overholdelse af miljølovgivning, hvor der er opstået en eventuel forpligtelse. Eventuelle miljøforpligtelser kan også påvirke ejendomsværdien, når denne ansættes.

Revision af ejendommene vil afhænge af selskabets løbende regulering. Ofte vil de løbende vurderinger være ud fra fremskrivning og sammenholdelse med udviklingen på markedet, herunder afkastkrav, lejeniveau og tomgang, hvilket anses for at være i orden efter ”Best practice”.⁷⁸

I forbindelse med gælden kan der indhentes dokumentation ved ny finansiering eller ved eventuelle indfrielse. På baggrund af likviditetssituationen kan der i nogle selskaber være mellemregninger med andre selskaber i koncernen. Det bør påses, at disse er godkendt af den ansvarlige.

Generelt vil de interne kontroller skulle revideres.

10.2 Revision af investeringsejendomme målt til dagsværdi på balancen

Ud fra en væsentligheds- og risikobetragtning vil revisor i de fleste tilfælde skulle anvende betydelige ressourcer på området med investeringsejendommene.

De relevante revisionsmål ved investeringsejendomme på balancen vil være værdiansættelse, rettighe-der, tilstedeværelse og fuldstændighed. Imidlertid vil fokus ofte være værdiansættelsen, da dette anses for at være mest risikofyldt.

Revisionen bør planlægges således, at revisor gennem den regnskabsanalytiske revision og detailrevisionen af ejendommens drift i resultatopgørelsen, kan anvende dette i forhold til revisionen af værdiansættelsen. Herigennem vil de realiserede tal kunne sammenholdes med det budgetterede cash-flow.

⁷⁸ Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber s. 8

Nedenfor uddybes revisionsplanen, som er opstillet i bilag 26. Tallet i parentes henviser til revisionshandlingen i revisionsplanen.

(1) Indledningsvis skal revisor vurdere om regnskabspraksis er uændret, samt om den er hensigtsmæssig (kostpris ctr. dagsværdi), hvilket er i forhold til revisionsmålet værdiansættelse. Dagsværdien vil oftest være mere relevant end kostpris ved investeringsejendomme, men pålideligheden af datagrundlaget kan være afgørende for, at kostprisen er bedre at anvende. Der skal ske en afvejning af relevans og pålidelighed i forhold til regnskabsbrugernes nytte.

(2) Herefter skal revisor indhente anlægskartotek eller anden specifikation af ejendommene med beskrivelse, herunder erhvervstype, beliggenhed, anskaffelsessum, anskaffelsesdato samt bogført værdi på statusdagen. Anlægskartoteket afstemmes med bogføringsbalancen/regnskabet. Herved sikres der overensstemmelse og eventuelt udeladte/glemte ejendomme findes. Dette hjælper til at afdække revisionsmålet fuldstændighed.

(3) Anlægskartoteket efterregnes stikprøvevis for at sikre sammentællingen er korrekt for at afdække værdiansættelsen.

(4) Der foretages endvidere gennemgang af bevægelserne i anlægskartoteket fra primo til ultimo. Primo afstemmes. Til- og afgangene bør dokumenteres via bilagskopi eller kopi af skøder m.v. Skøderne medvirker til at afdække rettighederne til købte ejendomme. Der kan også foreligge skøder på ejendomme, som ikke er medtaget, hvorved dette til dels kan underbygge revisionsmålet fuldstændighed. Modsat vil salgsbilag kunne modvise tilstedeværelse. Revisionsmålet vil dog primært være rettighederne til ejendommene, jf. afsnit 10.5.2 Indregning/overtagelsestidspunkt for denne problemstilling.

(5) I forlængelse af gennemgangen er anlægskartoteket, kan der indhentes et skema over ejendommene specificeret med væsentlige forhold vedrørende lejekontrakterne, som senere skal anvendes i forhold til værdiansættelsen af ejendommene.

(6) Når der udføres egne arbejder, kan der ses på om løn- og materialeomkostninger m.v. giver en indikation af øget værdi af ejendommen. Da der reguleres til dagsværdi over resultatopgørelsen vil punktet være vigtigere ved indregning til kostpris.

(7) Der bør foretages fysisk kontrol af ejendommene for at afdække revisionsmålet tilstedeværelse. Alt efter hvor mange ejendomme, der er tale om, kan der blive udført en stikprøvevis kontrol. De forskellige ejendomme bør dog løbende kontrolleres fysisk. Den fysiske kontrol vil også give mulighed for at vurdere vedligeholdelsesstanden på ejendommen, hvilket er en afgørende parameter for værdiansættelsen. Der kan eventuelt være indikationer på, at ejendommen er forringet. Forholdet kan drøftes med

ledelsen. Hvis ejendommene er placeret tæt, vil den fysiske kontrol være en handling, der hurtigt og effektivt sikrer tilstedeværelsen af en stor del af balancen for ejendomsselskaberne.

Når der er tale om en detailtest vil det være en fordel at lave en stratificering efter beløbsstørrelse, således revisionsindsatsen fokuserer på de store værdienheder, hvor der potentielt kan indeholdes størst fejlinformation. Det kan være 5 ud af 25 ejendomme udgør 90% af værdien på balancen. Her vil de 5 ejendomme formentlig alle være væsentlige for regnskabet, hvorimod de 20 ejendomme enten vurderes som uvæsentlige eller revisor kan ligeledes foretage en stikprøvevis afprøvning heraf.

(8) Revisor bør indhente tingbogsoplysninger. Herigennem sikrer revisor, at ejendomsselskabet ejer ejendommen (adkomst) og revisionsmålet rettigheder afdækkes. I tilfælde af, at selskabet har købt en ejendom og dette endnu ikke er tinglyst, skal revisor i stedet gennemgå aftalegrundlaget, eksempelvis skødet, som beskrevet i punkt 4. I tilfælde af, at ejendommen er solgt, kan revisor ikke opnå samme sikkerhed, hvis ikke salget er registreret, da det vil se ud til ejendomsselskabet fortsat ejer ejendommen. Igen vil aftalegrundlaget skulle revideres.

Ved at indhente tingbogsoplysninger kan der også fremkomme andre oplysninger i forhold til revisionen. Der kan eventuelt være sket tinglysning omkring eventuel forurening. Dette vil have stor betydning for værdiansættelsen og bør søges afklaret via ledelsen. Ligeledes vil der være oplysninger om pant og servitutter.

(9) Vedligeholdelse og forbedringsomkostninger skal vurderes i forhold til, om der skal ske udgiftsførsel eller aktivering. Omkostningerne vil kun kunne blive aktiveret, hvis ejendommens værdi øges gennem et bedre cash flow eller ændret afkastkrav. Revisionsmålet rettes mod fuldstændighed.

(10) Det overvejes, om der i året har været indikationer på værdifald. Dette danner udgangspunkt for revisors forventning til ultimo værdien. Revisionsmålet er værdiansættelsen. Der kan foretages stikprøver efter, hvilke ejendomme, der anses for at være mest risikofyldte. Det kan være ejendomme, hvor det er svært at genudleje eller markedsværdien i det geografiske område har været påvirket kraftigt i det gældende regnskabsår. Ligeledes kan der i årets løb være udarbejdet tilstandsrapporter. Punktet er anvendelig både ved måling til kostpris og dagsværdi.

(11) Når selskabet måler til dagsværdi og der reguleres over resultatopgørelsen, skal der foretages en vurdering af den anvendte regnskabspraksis i forhold til, om den er i overensstemmelse med lovgivningen, og om den er hensigtsmæssig, herunder om der er sket ændringer i praksis. Den anvendte regnskabspraksis vurderes ud fra aktiviteten i virksomheden. Det bør altid ses i forhold til det retvisende billede. I forlængelse af punkt 1, som vedrører pålidelighed og relevans, fokuserer dette punkt på, om betingelserne for indregning til dagsværdi er opfyldt. Dagsværdien skal kunne fastsættes og

reguleringen skal ske for samtlige aktiver indenfor kategorien samt opgørelse heraf skal være konsekvent og systematisk.

(12 og 16) Værdiansættelsen for investeringsejendomme til dagsværdi er det kritiske revisionsmål for området. Derfor skal det undersøges, hvordan virksomheden foretager værdiansættelsen. Om der anvendes en afkastbaseret model eller en ekstern vurderingsmand. Når vurderingen er foretaget af en ekstern vurderingsmand, vil der også være anvendt en værdiansættelsesmodel. Uanset om det er en i virksomheden eller en ekstern vurderingsmand (ejendomsmægler, valuar, statsautoriseret revisor eller en advokat med speciale i fast ejendom), skal revisor vurdere den udførende parts kompetencer, færdigheder og objektivitet. Det kan være en vurdering af erfaring, markedskendskab og om organisationen er kendt, samt om revisor har tidligere erfaring med denne. Ligeledes kan der være anvendt anerkendte internationale standarder i forhold til retningslinjer for udførelsen af en vurdering af fast ejendom. Aflønning af vurderingsmanden bør være uafhængig af værdiansættelsen.

Der bør være en skriftlig rapportering, som revisor kan anvende, som dokumentation. Det er dog vigtigt at være opmærksom på, at revisor fortsat har ansvaret for revisionskonklusionen.

Revisor skal foretage inspektion af arbejdspapirerne fra den, som har foretaget værdiansættelsen. Hvis den vurderede ejendom har en stabil indtjening, er Normalindtjeningsmodellen relevant, mens det skal vurderes, hvorvidt den kan anvendes, hvis der indenfor den nærmeste årrække sker større ændringer i indtægtsgrundlag og vedligeholdelsesomkostninger. Kontinuiteten ved anvendelse af værdiansættelsesprincip er nødvendig, hvorved der ikke blot kan skiftes model hvert år.

(13-14 og 16-17) Revisionen af værdiansættelsen omfatter en revision af cash flow/datagrundlaget, afkastprocent samt den skønnede markedsværdi på statusdagen. Grundlaget for værdiansættelsen er datainput i de tidligere gennemgåede modeller – Normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen. Input i modellen er indtægterne i form af leje og ejendommens omkostninger i form af vedligeholdelsesudgifter, administrationsomkostninger, forsikringer, ejendomsskatter, afgifter m.v. Ligeledes er den meget afgørende faktor afkastkravet. Revisors opgave er at opnå en overbevisning om, at forudsætningerne er realistiske. Dette kan opnås gennem revisionen af de realiserede tal, hvilke skal underbygge de indarbejdede forudsætninger. I tilfælde af, at der er afvigelser, skal der forespørges om afvigelsen og forklaringen skal undersøges. Det er vigtigt, at argumentationen underbygger de forudsatte skøn.

Ved Normalindtjeningsmodellen er det vigtigt, at de forudsatte tal viser et normal-/gennemsnitsår, da denne ene værdi påvirker ejendomsværdien væsentligt.

Virksomheden kan indbygge andre forudsætninger i forhold til, hvordan markedet har udviklet sig, men den historiske udvikling bør samtidig give revisor en tilstrækkelig sikkerhed for skønnet. Dette

kan være gennem regnskabsanalytisk revision, hvor udviklingen i de realiserede tal sammenholdes med de indarbejdede tal i modellerne. Endvidere vil der gennem detailrevisionen kunne ses, om der er nogle af indtægterne eller omkostningerne, som har en fastsat indeksregulering eller andre specifikke forhold på de enkelte år. De årlige vedligeholdelsesomkostninger skal vurderes i forhold til tidligere år og ejendommens nuværende stand. Ligeledes kan der i årets løb være udarbejdet tilstandsrapporter.

I tilfælde af, at der har været udskudt vedligehold kan dette medføre en større omkostning, hvilken fratrækkes i fase 3 i Normalindtjeningsmodellen. I praksis har Nordicom tidligere hensat DKK 25 pr. m² til udvendig vedligeholdelse, men de har opdaget et vedligeholdelseftefterslæb, hvorefter der nu hensættes DKK 45 pr. m². Denne regulering er foretaget i fase 1 ved at regulere den gennemsnitlige årlige vedligeholdelsesudgift.

I tilfælde af, at en ejendom står tom skal det overvejes, om der er klargøringsomkostninger før der kan ske genudlejning. Disse omkostninger fratrækkes ligeledes i fase 3. Omkostninger til administration kan sammenholdes med det historiske tal. I tilfælde af større afvigelser i administrationsomkostningerne vil man anvende et gennemsnit korrigeret for usædvanlige hændelser. Administrationsomkostningerne vil ofte kunne fastsættes ud fra en procentsats af lejeindtægten, da denne er påvirket af aktiviteten. Administrationsomkostningernes størrelse vil afhænge af virksomhedens størrelse, da der formentlig vil være en større effektivitet i større selskaber. Eksempelvis ansætter Jeudan administrationsomkostningerne til 2% af lejeindtægterne. Nordicom anvender en sats på 3%. I begge tilfælde, er det ud fra deres erfaring om faktisk anvendte omkostninger. Revisor må vurdere skønnet.

Ejendomsskatter, afgifter, forsikringer, serviceabonnementer, renholdelse, ejendomsservice, forsyning osv. vil ofte være på et nogenlunde ensartet niveau, når der ikke er ændret i ejendommens anvendelse. Afvigelser bør revideres yderligere.

De forventede lejeindtægter kan sammenholdes med de eksisterende lejekontrakter stikprøvevis. Der skal som vist i fase 1 vurderes på om lejeindtægten i modellen er i overensstemmelse med markedslejen set i forhold til ejendommens stand, beliggenhed og erhvervstype. Endvidere vurderes, om der er mulighed for at foretage indeksreguleringer til markedslejen. Længden af lejekontrakter, herunder uopsigelighehed bør undersøges. Dette står eventuelt i det indhentede ejendomsskema under punkt 5.

Herudover skal de uudlejede arealer betragtes. Her vurderes bl.a. de indarbejdede forudsætninger om genudlejning er i overensstemmelse med prisniveauet i området og i forhold til ejendommens stand. Ligeledes vil det være afgørende, om der generelt er mange tomme ejendomme i området, som kan anvendes til samme erhvervstype. Udbud i forhold til efterspørgslen er afgørende for, hvor længe ejendommen vil stå tom, samt hvor prisniveauet ligger. I fase 3 vil der blive foretaget tillæg/fradrag for perioden indtil regulering til markedsleje samt for tomgangsleje.

Ved DCF-modellen bliver der mulighed for at lave en mere specificeret fordeling, da den første periode består af budgetterede cash flow for de enkelte år, hvorefter der indsættes en terminalperiode, der svarer til et normalår. Da der specificeres på årene, giver det mulighed for at indregne større vedligeholdelsesinvesteringer samt foretage en yderligere opdeling af lejede contra udlejede arealer.

Lejeindtægterne vil fortsat kunne sammenholdes stikprøvevis med de eksisterende lejekontrakter. De nuværende kontrakters længde gennemgås for at få indtryk af, om eksempelvis større lejemål udløber. Frem for at lave en regulering i fase 3, som beskrevet ovenfor, vil udlejede arealer blive indregnet til 0 og ved genudlejning med værdien, virksomheden forventer at udleje til i den periode. Den forventede leje vil kunne undersøges i virksomhedens stamdata, herunder sammenholdelse med lejeindtægter, der er realiseret på ejendommen og samtidig set i forhold til udviklingen i branchen og for den relevante ejendom for at underbygge den fremtidige leje. Genudlejning af ejendommen vil afhænge af bl.a. ejendommens stand, beliggenhed og erhvervstype. Her kan revisor sammenholde med tidligere historik for denne ejendom eller lignende ejendomme samt for det generelle marked.

Omkostningerne vil, som ved Normalindtjeningsmodellen, kunne sammenholdes med historikken via regnskabsanalyse, men vil i DCF-modellen kunne specificeres bedre med hensyn til perioden, hvor de påvirker samtidig med, at der kan indregnes større vedligeholdelsesinvesteringer i en periode. I tilfælde af, at virksomheden har valgt at skubbe større vedligeholdelsesomkostninger indregnes de i den periode, de forventes udført. Revisor skal forholde sig til ledelsens argumentation for denne forventning, og se det i forhold til de udarbejdede vedligeholdelsesplaner.

Både indtægter og omkostninger placeres tidsmæssigt ud fra skøn. Den tidsmæssige forskydning fra eksempelvis år 5 til år 6 vil imidlertid ikke få så stor indvirkning på værdiansættelsen, dog vil påvirkningen afhænge af størrelsen på omkostningen.

Revisor vil både på indtægts- og omkostningssiden kunne sammenholde med udarbejdede budgetter i virksomheden. Der kan foretages analyse på budgetter, som ligger til grund for værdiansættelsen og beregningerne kan genudføres.

Her kan tidligere udarbejdede budgetter ligeledes betragtes, for at få indblik i, hvordan virksomheden tidligere har budgetteret. Hvis virksomheden tidligere har været for optimistiske i deres budgetter, bør revisor vurdere om dette fortsat gør sig gældende - og omvendt.

Benchmark fra branchen kan anvendes til at vurdere om indtægterne og omkostningerne er på niveau med branchen. Der skal være overensstemmelse mellem det realiserede resultat og de fremadrettede driftsresultater anvendt til værdiansættelsen af ejendommen.

Revisor skal være opmærksom på, at det er de gældende forhold, der er anvendt. Der må ikke være taget hensyn til fremtidige udvidelser eller moderniseringer, jf. IAS 40, afsnit 51. Det er de faktiske forhold på balancedagen, der skal danne udgangspunkt for værdiansættelsen.

Udover indtægterne og omkostningerne skal revisor i begge modeller vurdere fastsættelsen af forrentningskravet. Forrentningskravet skal være et udtryk for det, en villig og uafhængig part vil kræve ved køb af ejendommen. Diskonteringsrenten sammenholdes med den risikofrie rente samt risikopræmien på markedet.

Revisor må betragte ledelsens skøn og vurdere, om de er realistiske i forhold til de data, revisor kan indhente fra omverdenen. Til vurdering af data anvendt til fastsættelse af forrentningskravet, kan der indhentes oplysninger fra ejendomsmæglere eller realkreditinstitutter, som har kendskab til området. Ligeledes kan der sammenlignes med markedsrapporter fra Colliers Hans Vestergård. Der vil endvidere være mulighed for at se på realiserede handler og sammenholde med lignende ejendomme. Ved at sammenholde med solgte lignende ejendomme, skal handelstidspunktet vurderes, da dette kan have væsentlig betydning for værdien. Eksempelvis ville en ejendom have været dyrere op til finanskrisen set i forhold til efterfølgende. Revisor skal samtidig forholde sig kritisk til sammenligningen med andre ejendomme.

Generelt skal de samfundsmæssige forhold overvejes. Ejendommens beliggenhed, erhvervstype og alternative anvendelsesmuligheder kan overvejes. Den nuværende finanskrisen har medført et marked med større volatilitet, samtidig med at bankerne er begrænset med hensyn til deres risikoeksponering mod ejendomsmarkedet på baggrund af tilsynsdiamanten, hvilket alt andet lige medfører færre købere. Værdiansættelsen vil være sværere, da der ikke er samme antal observerbare handler. De færre handler og fokus på risikoen på ejendomsmarkedet m.v. medfører en stor usikkerhed. Generelt vil dette medføre stigende afkastprocenter. Samtidig vil sammenligning med salg af andre ejendomme ikke kunne foretages i tilfælde, hvor det realiserede salg er et tvangssalg.

Det er ligeledes væsentligt at påse, hvornår vurderingen er sket, da der på det hurtigt ændrende marked sker forældelse af værdiansættelsen hurtigt.

Værdiansættelsesmodellerne giver et godt fundament for værdiansættelsen. Efter modellen kommer med en værdi, er det imidlertid vigtigt, at revisor forholder sig med professionel skepsis hertil. Modellen kommer med en beregning af værdien ud fra skønsmæssigt fastsatte forudsætninger. Det er derfor af stor betydning, at revisor forholder sig til disse skøn. Revisor skal bedømme, om ejendommen kan realiseres til den fastsatte værdi i det marked, der eksisterer på balancedagen eller om ejendommen er

over- eller undervurderet. Det vil overordnet blive tale om skøn, hvis revisor ikke kan sammenholde med handler på ejendomme med samme karakteristika.

Revisor bør udarbejde et punktestimat eller et beløbsinterval ud fra revisionsbevis til vurdering af ledelsens punktestimat. Ved vurdering skal revisor endvidere gennemgå og teste fremgangsmåde for ledelsens foretagne vurderinger, herunder foretage test af beregninger, vurdering af data og forudsætninger og sammenligning med tidligere perioders skøn. Revisor skal undersøge, om den anvendte model er i overensstemmelse med standarderne og om forudsætningerne er acceptable.

For at kunne opnå et effektivt revisionsbevis kan det være nødvendigt at indkalde en ekstern part til at vurdere ejendommen i form af en lokal erhvervsejendomsmægler med relevante kompetencer, herunder kendskab til ejendommens karakteristika set i forhold til området. Ofte vil en mægler have et dybere kendskab til markedet end revisor. Derfor kan revisor hente hjælp her til vurdering af markedsløjen, afkastkrav og den endelige værdiansættelse.

En revisorudpeget ekspert kan også indkaldes i tilfælde, hvor virksomheden har udarbejdet et punktestimat, som ikke ligger indenfor revisors udarbejdede interval, for at underbygge egne beregninger. Herefter har revisor et godt grundlag for en drøftelse med ledelsen, hvis der fortsat er uenighed.

Når en ekstern vurdering ikke stemmer overens med ledelsens værdiansættelse, skal revisor opretholde en professionel skepsis. I et sådan tilfælde skal revisor vurdere ledelsens anvendte forudsætninger i forhold til den eksterne valuars kompetencer m.v. Der er opstået to modsigende revisionsbeviser og det må være revisors faglige vurdering, der afgør hvilket bevis, der er korrekt, eksempelvis gennem egne udarbejdede intervalestimater for værdiansættelsen. Herefter må revisor afgøre, om der er opnået tilstrækkelig og egnet revisionsbevis til at underbygge værdiansættelsen.

(15) Hvis ejendommen har ændret karakter, skal skiftet i ejendomskategori revideres i forhold til ændret måling i de andre kategorier.

(18) Den overordnede analytiske revision kan ske ved at sammenholde til- og afgang med budgettet. Hvis der eventuelt er uoverensstemmelse mellem tidligere investeringsplaner/budget i forhold til regnskabet, kan der forespørges hertil, for at afdække afvigelsen.

(19) Tilgange kan opdeles i investering i nye ejendomme/udvidelser og moderniseringer/renovering og sammenholdes med vedligeholdelsesplaner og budgetter.

(20) Der skal foretages en kontrol i forhold til klassifikation og præsentation i regnskabet. Det vurderes om ejendommene kan klassificeres og indregnes efter ÅRL § 38, samt om alle oplysninger er med,

herunder følsomhedsanalyser med hensyn til usikkerhed m.v. Noteoplysninger afstemmes til underliggende dokumentation. Ligeledes undersøges det, om virksomheden har bogført alle afgang og opgjort tab eller avance korrekt, og om der er sket tilbageførsel af kostpris og værdireguleringer. Endvidere om tab eller avance er præsenteret korrekt i regnskabet.

(21) Der foretages gennemgang af eventuelle retssager i forhold til husleje eller køb/salg af ejendomme.

(22) Det kontrolleres endvidere, at de tilhørende gældsforpligtelser måles korrekt.⁷⁹

Revisionsplanen er opstillet i bilag 26.

10.3 Revision af investeringsejendomme målt til dagsværdi i resultatopgørelsen

Det vil ofte være hensigtsmæssig at kombinere revisionen på henholdsvis analytisk revision og detailrevision. Endvidere kan det overvejes at foretage en kontrolbaseret revision ved de store virksomheder, hvor der er effektive kontroller.

Detailrevisionen vil bestå af en kontrol af, at lejeindtægterne er i overensstemmelse med de enkelte lejekontrakter. Opmærksomheden skal endvidere være på kontrakter, hvor der foretages indeksreguleringer for at kontrollere, at reguleringerne er i overensstemmelse med den indgåede kontrakt. Ligeledes kan der foretages gennemgang af, om der er et passende antal indtægter.

Revisor bør have kendskab til benchmark i branchen fordelt på ejendoms-/erhvervstypen og efter beliggenheden. Kundens fokus på benchmark vil ofte afhænge af størrelsen af ejendomsselskabet og det interne kontrolmiljø.

Revisor vil gennem kendskab til benchmark være i stand til at vurdere om prisen på eksempelvis forsikring m.v. er på et niveau for branchen eller for højt. En for lav forsikringspris kan tyde på, at ejendommen ikke er dækket tilstrækkelig ind. Benchmark kan anvendes til at give revisor overbevisning om regnskabets retvisende billede og samtidig kan revisor komme i dialog med kunden i forhold til afvigelser. Både for at afklare uoverensstemmelser og samtidig gøre virksomheden opmærksom på, at eventuelle for højt liggende omkostninger i forhold til benchmark for branchen eller lignende virksomheder med samme segment for herigennem at skabe fokus på eventuelle effektiviseringsområder. En for dårlig vedligeholdelse kan medføre, at der fremadrettet skal bruges endnu flere ressourcer til renovering, hvilket ligeledes påvirker værdiansættelsen i balancen.

⁷⁹ Revision af ejendomsselskaber

Når omkostningerne revideres vil det overordnet være på et analytisk niveau ved at sammenholde budgetter og tidligere år med indeværende år samt omtalte benchmark. Afvigelser i forhold til forventede tal skal herefter revideres mere dybdegående – detailrevision.

Om der skal foretages detailtest eller substansanalytiske handlinger af indtægter og omkostninger, vil afhænge af revisors vurdering. Ofte vil en kombination heraf være hensigtsmæssig. I revisors overvejelser skal den forventede effektivitet af handlingerne i forhold til at reducere revisionsrisikoen på revisionsmålniveau til et acceptabelt lavt niveau indgå samtidig med, at der skal tages højde for det tidsmæssige aspekt, herunder effektivitet/honorar for kunden. Indtægterne og omkostningerne i resultatopgørelsen vil ofte kunne revideres ud fra substansanalytiske handlinger, da der anvendes budgetter, hvor de tidligere udarbejdede budgetter kan sammenholdes med de realiserede tal. Disse budgetter må forventes tidligere at have været anvendt til værdiansættelsen af ejendommene i et vist omfang, hvorved dataene heri bør være gennemarbejdet. Der skal tages højde for, om der udføres kontrol af udarbejdelse, gennemgang og vedligeholdelse af budgetter, da der herigennem sikres et mere pålideligt datagrundlag. Denne interne kontrol kan revideres i forbindelse med den løbende revision. De substansanalytiske handlinger kan endvidere anvendes, da lejeindtægterne og omkostningerne ofte vil anses for at være forudsigelige. Der skal eventuelt korrigeres, hvis der er købt eller solgt ejendomme i året, hvilket kan give afvigelser i tidligere skøn. Endvidere skal der korrigeres i det forventede i forhold til ændringer i huslejen og antal af udlejede lejligheder/ejendomme. Herigennem skal der eventuelt ikke foretages yderligere verificering, Jf. ISA 520 Analytiske handlinger.

Udover lejeindtægter og omkostninger tilknyttet ejendommens drift, vil der i resultatopgørelsen være reguleringer af dagsværdi af ejendommen og regulering af den tilknyttede gæld. Reguleringen af dagsværdien vil på det volatile marked ofte påvirke resultatopgørelsen væsentlig. Der vil imidlertid være tale om en residualpost. Reguleringer vil bestå af forskellen mellem primo og ultimo. Der skal dog tages højde for reguleringer vedrørende ejendomme købt i året, hvilke reguleres fra kostpris til værdiansættelsen ultimo.

Herudover vil der fremgå avancer og tab ved salg af ejendommene i løbet af året. Disse beregnes ved at sætte salgsprisen fratrasket afhændelsesomkostninger i forhold til den regulerede dagsværdi på afhændelsestidspunktet. Den regulerede dagsværdi vil være fra primo året.

Avancen/tabet skal indregnes i virksomhedens ordinære drift. Revisionen heraf vil omfatte gennemgang af aftalen. Salgssummen kontrolleres i overensstemmelse med aftalen eller et eventuelt foreliggende skøde. Afhændelsesomkostninger kan kontrolleres stikprøvevis. Dette vil ofte omfatte omkostninger til advokat, ejendomsmægler, tinglysningsafgift samt øvrige gebyrer m.v. Det skal kontrolleres, om omkostningerne fordeles korrekt mellem parterne i henhold til den indgåede aftale, og at alle om-

kostninger medtages i avanceberegningen. I nogle tilfælde kan advokaten have hensat beløb til salgsmkostninger, som eventuelt ikke er endelige. Det kontrolleres her, at de er sandsynlige.

Avancen eller tabet som realiseres kan vise, hvor god virksomheden er til at fastsætte korrekt dagsværdi. Der bør ikke være større afvigelser, dog kan der være opstået hændelser siden reguleringen, som har medført, at ejendommens værdi er ændret væsentligt. I tilfælde af, at der er større afvigelser uden dette kan forklares af nogle uforudsete hændelser, bør revisor overveje virksomhedens måde at værdiansætte på. Det kan eventuelt være en indikation på virksomheden bør ændre praksis i forhold til værdiansættelsen, herunder fuldstændighed i forudsætningerne. Det kan være et udslag af eventuelle forretningsgange ikke følges – eksempelvis vil der i tilfælde af, at vedligeholdelsesplaner ikke overholdes, kunne opstå en udskudt vedligeholdelse, som ikke er opdaget som følge af en manglende fysisk kontrol. Alt andet lige bør større afvigelser undersøges, således de ikke vil påvirke virksomheden fremadrettet i form af værdiansættelsen af de øvrige investeringsejendomme.

Det skal kontrolleres, hvorvidt virksomheden anvender de korrekte indregningskriterier, herunder at fordele og risici vedrørende aktivet tilhører virksomheden. De hertil knyttede revisionsmål er forekomst og fuldstændighed. Endvidere undersøges om regnskabspraksis er korrekt beskrevet og anvendt, herunder dagsværdi contra kostpris.

Kontiene for lejeindtægter, omkostninger, regulering af dagsværdi vedrørende ejendommene og den tilknyttede gæld samt avance/tabskonti gennemses for usædvanlige posteringer eller bevægelser, hvilket både vedrører nøjagtigheden af transaktionen og klassifikationen af transaktionen. En klassifikationsfejl kan være, at en dagsværdiregulering for ejendommen er bogført på regulering af gælden eller på lejeindtægter. Der bør stikprøvevis afstemmes til lejekontrakter, således sikres revisionsmålene forekomst og nøjagtighed.

Periodiseringen skal kontrolleres. Dette kan ske i sammenhæng med gennemlæsning af kontiene. Er der eksempelvis det forventede antal transaktioner - hvis der er månedlig indbetaling af leje, bør der for året være 12 indbetalinger. Det kan være relevant at foretage detailrevision omkring status. Dette vil oftest være tilfældet ved udskiftning af lejere og vil være afhængig af væsentligheden af posteringerne.

Avancer/tab kan sammenholdes med forventede avancer og tab. Dette kan være i forhold til tidligere realiserede. Der bør ikke budgetteres med avance/tab på ejendommene, da de skal stå til dagsværdi.

Dækningsgraden fra ejendommenes drift kan analyseres, og man kan se, om de stemmer overens med budgetter eller tidligere år. Afvigelser hertil bør undersøges, således der findes en forklaring på afvigelsen og revisor herigennem får tillid til indholdet. Stigningen i indtægter bør sammenholdes med

benchmark fra branchen. Det vil formentlig være nødvendigt at foretage en fordeling på erhvervstyper, da der vil være afvigelser mellem disse. Det kan være for at belyse udviklingen i indeksregulerede kontrakter og ej regulerede kontrakter. Endvidere bør man se det i forhold til tidligere år for den aktuelle virksomhed. Eventuelle rabatter i forbindelse med udlejning for den første periode, kan sammenholdes med virksomhedens tidligere niveau for dette. Rabatten kan sammenholdes med lejeindtægten, således der bliver en forholdsmæssig sammenligning. Dette vil afdække revisionsmål som forekomst, fuldstændighed, nøjagtighed og periodisering.

Omkostningerne sammenholdes med tidligere år/budget og eventuelle ændringer vurderes, om de er rimelige. De væsentligste omkostninger kan eventuelt sammenholdes med, hvor stor en procentdel de udgør af de samlede omkostninger og se denne procent i forhold til forrige år, hvorefter afvigelsen vurderes. Herudover ses efter om det forventede antal transaktioner findes på de enkelte konti. Revisionshandlingerne er rettet mod forekomst, fuldstændighed, nøjagtighed og periodisering. Der foretages en konkret vurdering af risikoen efter den overordnede analytiske revision. Væsentlige konti bør skimmes og usædvanlige posterings skal revideres. Revisionshandlingen går mod revisionsmålene forekomst, nøjagtighed samt klassifikation.

Af bilag 25 fremgår benchmark for ejede ejendomme for året 2008. Da der er sammenhæng mellem ejede og udlejede ejendomme, kan disse eventuelt anvendes. Det kan for andre virksomheder være relevant at sammenligne med konkurrenter eller internt i virksomheden mellem ejendommene.

Væsentlige posterings skal kontrolleres korrekt periodiseret. Dette kan eksempelvis være forsikringspræmier.

En gennemgang af advokatombkostningerne kan give oplysninger om eksempelvis miljøsager eller andet, der er væsentlig for ejendommenes værdiansættelse samt eventualforpligtelser.

Ligeledes bør der foretages en gennemgang af vedligeholdelseskonti for at se, om der er udgiftsført omkostninger, som kunne have været aktiveret i form af, at der opnås større indtægter fremadrettet ved overvæltning på lejen.

Generelt ses om konti præsenteres korrekt i regnskabet, således der bliver sammenhæng mellem bogføringen og det eventuelt offentliggjorte regnskab.

10.4 Revision af investeringsejendommenes tilknyttede gæld

Den tilknyttede gæld revideres først ved at konstatere dens tilstedeværelse, hvilket kan være via årsopgørelser, lånedokumenter, amortiseringsoversigt og eksterne bekræftelser som engagementsforespørgsler m.v. Endvidere sammenholdes med tingbogen (tilstedeværelse, forpligtelse). Årsopgørelse

og tingbogsoplysninger m.v. kan endvidere vise, at der eventuelt er yderligere lån optaget end præsenteret i årsrapporten (fuldstændighed). Revisor skal være opmærksom på, at gælden skal opdeles efter forfald. Den kortfristede gæld under 1 år og gælden over 5 år (nøjagtighed og klassifikation).

Når gælden er tilknyttet til ejendomme målt til dagsværdi, skal revisor være opmærksom på revisionsmålet værdiansættelse, idet gælden ligeledes skal måles til dagsværdi, hvilket svarer til den værdi gælden kan indfries til på statusdagen.⁸⁰ Alle gældsforpligtelser tilknyttet investeringsejendommene skal derfor kursfastsættes. Kursen vil afhænge af, hvordan lånene kan indfries og til hvilken pris. Det kan gøres på følgende måde for de enkelte låntyper:

Obligationslån: Obligationsrestgæld x kurs ultimo for den pågældende obligationsserie. Obligationslånet kan indfries ved at købe de bagvedliggende obligationer til markedskurs. Ved opsigelse til termin kan lånet altid indfries til kurs 100.⁸¹ På baggrund af mulighed for at indfri lånet til kurs 100 til termin bør lånet ikke optages til over kurs 100.⁸² Værdiansættelsen kan observeres i kurslisten.

Obligationslån med variabel rente kan indfries til kurs 100 i forbindelse med refinansiering ellers skal indfrielse ske gennem opkøb af de bagvedliggende obligationer.

Kontantlån (kurstab indregnes i renten): Obligationsrestgæld x kurs ultimo for pågældende obligation. Kontantlån kan altid indfries ved opkøb af de bagvedliggende obligationer til markedskurs – denne kan være både over og under kurs 100.⁸³ Ved termin kan der altid indfries til kurs 100. På denne baggrund bør lånet ikke optages til over kurs 100.⁸⁴ Værdiansættelsen kan observeres i kurslisten.

Rentetilpasningslån: Obligationsrestgæld x kurs ultimo. Rentetilpasningslånet kan løbe over forskellige perioder. Eksempelvis refinansiering hvert år, hvert 3., 5. op til hvert 10. Lånet kan indfries ved opkøb af de bagvedliggende obligationer til markedskurs. Ved rentetilpasning kan der indfries til kurs 100.⁸⁵ Længden mellem rentetilpasningerne bør afspejles i kursen. Ved årlige rentetilpasninger vil det umiddelbart også være i orden at optage gælden til maksimalt kurs 100. Ved et rentetilpasningslån med længere løbetid, bør kursen ses i forhold til renteutviklingen i markedet.

⁸⁰ Revision af ejendomsselskaber afsnit 4.1

⁸¹ Realkredit Danmark - Obligationslån

⁸² Revision af ejendomsselskaber afsnit 4.1

⁸³ Realkredit Danmark - Kontantlån

⁸⁴ Revision af ejendomsselskaber afsnit 4.1

⁸⁵ Realkredit Danmark - Flexlån

FlexGaranti lån (loft over renten): Obligationsrestgæld x kurs ultimo. FlexGaranti lånet kan indfries ved at opkøbe de bagvedliggende obligationer til markedskurs, dog maksimalt kurs 105.⁸⁶ Derfor bør kursen maksimalt udgøre 105. Der kan ændres på løbetiden og til fastforrentede lån, hvilket medfører større vanskeligheder i forbindelse med værdiansættelsen. På grund af kompleksiteten heri, vil det være nødvendigt at vurdere på de enkelte forhold i hvert lån.

For banklån og andre lån skal der også ske kursfastsættelse. Det vil også her afhænge af de egentlige forhold i aftalen, hvilket omfatter lånets type (fast eller variabel rente) og indfrielsesvilkårene.

Ved variable lån vil lånet typisk være til kurs 100, da renten følger markedrenten. Derimod vil et fastforrentet lån afhænge af den faste rente for lånet set i forhold til markedrenten. Dermed vil et indgået lån med en fast rente over markedrenten være dyrere at indfri – en højere kurs. Dette skal ses i forhold til, at långiver skal have placeret sine penge et andet sted og derfor vil långiver forlange kompensation for indfrielse af et lån med et løbende større afkast end det, der kan opnås i det nuværende marked.

Ved værdiansættelsen skal revisor have kendskab til de nuværende markedsvilkår, for at kunne vurdere kursen på lånene. Revisionen rettes mod revisionsmålet værdiansættelse, hvor revisor skal fokusere på, at det er den korrekte restgæld og kursværdi, der anvendes.

Når kursværdien fastsættes på banklån, vil det være ud fra en finansiel beregning, hvor der skal sammenholdes med de nuværende markedsvilkår. For at få den korrekte kursværdi, er det vigtigt at lånene, som revisor sammenholder med, er på lignende vilkår. Dette betyder, at revisor via detailrevision skal sammenholde virksomhedens lånedokument for det optagede lån med lignende lån på det nuværende marked, herunder skal afdrag, rente og indfrielsesvilkårene være ens.⁸⁷

I bilag 27 øverst ses uddrag af note 15 i DADES AS' årsrapport for 2010/11. Heraf fremgår dagsværdihierarkiet, hvorved de har inddelt gælden efter hvilken værdiansættelsesmetode, der er anvendt. Det ses, at niveau 1 består af realkreditlån, som måles ud fra kursen på de bagvedliggende børsnoterede obligationer, dog med undtagelse af lån, der kan indfries til en forud aftalt kurs. 2. niveau består af bankgæld og derivater, der måles ved observerbare data, herunder rentekurver. Endvidere anvendes den pålydende værdi på likvider og bankgæld, da denne svarer til dagsværdien. DADES AS' har ikke gæld indregnet på 3. niveau. Det fremgår, at størstedelen består af realkreditlån, hvor kursværdien på de bagvedliggende obligationer, kan aflæses direkte. Af samme bilag nederst fremgår uddrag af note 30 fra Jeudans årsrapport, hvor det ligeledes fremgår, at der kun indregnes på niveau 1 og 2. Niveau 3 består af værdiansættelse af gæld, hvor væsentlige input ikke er observerbare. Da det ses ud af eksem-

⁸⁶ Realkredit Danmark - FlexGaranti

⁸⁷ Revision af ejendomsselskaber afsnit 4.2

plerne, at væsentlige input ved værdiansættelse af gælden ofte kan observeres, er værdiansættelsen af gælden mindre risikofyldt end aktiverne.

10.5 Revision af området i øvrigt

Generelt foretages en gennemgang af den relevante begrebsramme, hvormed der sammenholdes for at kontrollere, at alle relevante oplysninger er præsenteret korrekt. Dette vil være krav til ledelsesberetningen samt noterne, herunder vil især usikkerheden ved måling være relevant.

10.5.1 Udbytte og egenkapital

Det bør påses om der i ejerftalen er fastlagt udbyttepolitik, og hvordan denne er i overensstemmelse med virksomhedens resultater. Dette er blevet mere relevant end tidligere på baggrund af binding på reserver for dagsværdi under egenkapitalen blev ophævet i 2008. Derfor kan urealiserede opskrivninger på ejendommen udloddes via udbytte. Dette kan have medført, at nogle ejendomsselskaber nu mangler likvider.

Revisor skal ligeledes være opmærksom på udlodning af udbytte i forhold til selskabslovens § 115 stk. 5 (bestyrelsen), § 116 stk. 5 (tilsynsrådet) og § 117 stk. 2 (direktionen), som fortæller, at ledelsen skal sikre selskabets kapitalberedskab er forsvarligt og tilstrækkeligt i forhold til nuværende og fremtidige forpligtelser samt efter § 180 stk. 2, at udlodning af udbytte kun sker af de frie reserver.

Risikoen for kapitaltab vil alt andet lige være større ved højt gearede virksomheder. Dette skyldes, at ejendommene udgør en væsentlig del af balancen, og ejendommene vil ofte være højt belånt. Dermed vil negative dagsværdireguleringer kunne medføre en kapitaltabssituation, hvorved selskabets kapital udgør mindre end halvdelen af den tegnede kapital, jf. SEL § 119.

10.5.2 Indregning/overtagelsestidspunkt

Salg af investeringsejendomme omkring statutidspunktet kan give anledning til problemer, da aftalen kan være indgået før statusdagen, mens overtagelsesdatoen først er efter statusdagen. Det væsentlige for præsentationen i regnskabet er hvem, der har ejendomsretten. Virksomheder kan indregne ejendommen, når den har fordele og risici ved besiddelse af ejendommen, men ikke hvis disse er overdraget til køber. Fordele og risici overgår normalt på overtagelsesdagen. Fordelene omfatter overordnet ejendommens drift, herunder retten til at modtage lejeindtægter, jf. afnit 3.6.2 om indregning i årsregnskabet. Risici kan være forbundet med risikoen for selve ejendommen, herunder pludselige skader på ejendommen. Det betyder, at investeringsejendommen skal præsenteres som en investeringsejendom medmindre den virksomhed, der køber ejendommen har opnået fordele og risici ved besiddelse af ejendommen. Herudover er risikoen overdraget til køber efter de almindelige aftaleretlige regler alle-

rede ved aftalens indgåelse. Det vil dog altid være en konkret vurdering. I tilfælde af, at fordelene og risiciene viser hvert sit tidspunkt, vil det være det sidste tidspunkt af de to – som udgangspunkt.⁸⁸

Resultatet for det sælgende ejendomsselskab vil ikke blive påvirket anderledes af ændringen udover ved præsentationen. Når den uigenkaldelige aftale er indgået på balancedagen, vil dagsværdien blive fastsat til den reelle salgsværdi, hvilket vil medføre, at reguleringen føres i resultatopgørelsen under investeringsejendommenes reguleringer til dagsværdi. I tilfælde af fordele og risici er overdraget til køber på balancedagen, vil reguleringen i stedet blive ført under avancer eller tab ved afhændelse af investeringsejendomme.

Præsentationen på balancen vil også være anderledes, da virksomheden vil optage ejendommen under anlægsaktiver og den tilknyttede gæld under kort- og langfristet gæld, i tilfælde af, at den fortsat står som investeringsejendom, mens den vil blive præsenteret, som tilgodehavender og kortfristet gæld, hvis ejendommen er solgt regnskabsmæssigt. Dette vil påvirke virksomhedens nøgletal. Hvis gælden overdrages i forbindelse med salget, kan præsentationen ske netto som et tilgodehavende vedrørende ejendommen. For køber vil det have stor betydning for balancens størrelse samt nøgletal.

10.5.3 Værdiansættelse ved byttehandler

I nogle tilfælde bliver der foretaget byttehandler i forbindelse med ejendommene. Herved købes ejendom og sælges ejendom i samme transaktion. I sådanne situationer skal revisor være meget opmærksom på værdiansættelsen, da det ikke har fokus for køber og sælger om ejendommene handles til den korrekte værdi eller 20 mio. DKK for højt, når blot differencen mellem værdierne er uændrede. Det vil imidlertid give udslag i både resultatopgørelsen og balancen for begge virksomheder. Ved salget vil begge virksomheder realisere en avance samtidig med, at balancen i første omgang kan forventes at udvise et for højt tal, da kostprisen er høj i forhold til den reelle værdiansættelse. Det vil være svært at argumentere mod en ledelse, som lige har gennemført en handel, om at ejendommen skal reguleres ned med 20 mio. DKK. Revisor skal imidlertid forholde sig kritisk i disse situationer.

I forbindelse med disse ejendomsbyttehandler kan der være indgået aftale om handel med flere ejendomme. Hver enkelt ejendom skal vurderes og prissættes for sig.⁸⁹

10.5.4 Forsikringer

Ejendommenes forsikringsdækning skal revideres. Skader på ejendommene bør ikke påvirke virksomhedens driftsresultat i væsentlig grad. Større risici bør forsikres fuldt ud, herunder bygningsbeskadigelses, svampe- og insektskade, husejeransvar, udvidet rørskadeforsikring, restværdiforsikring (ved 50% beskadigelse af nyværdi kan det vælges, at bygningen rives ned og der opføres en ny ejendom),

⁸⁸ Revision af ejendomsselskaber 5.1

⁸⁹ Revision af ejendomsselskaber 5.2

huslejetabsforsikring ved skade samt terrorforsikring. Virksomhedens gennemgang af forsikringsdækninger bør gennemgås årligt.

11. Afslutning af revisionen

Som afslutning af revisionen sammenfattes konklusionerne fra de enkelte revisionsområder til en samlet konklusion. Herudover er der nogle afsluttende revisionshandlinger, hvilket kan omfatte gennemgang af perioderegnskaber/bogføringsbalance. Endvidere udføres en overordnet gennemgang af regnskabet – regnskabsanalytisk revision. I forbindelse med den afsluttende regnskabsanalyse kan nøgletallene anvendes til at opnå revisionsmæssig overbevisning. Afkast på ejendomsporteføljen kan sammenlignes med andre selskabers. Ligesom lånerenten kan sammenholdes med markedet. Afkastmarginalen, værdireguleringer fra ændret afkastprocent og cash-flow kan vurderes i forbindelse med eventuelle going concern problemer.

11.1 Going concern

De afsluttende handlinger skal omfatte overvejelser omkring going concern, hermed om virksomhedens likviditet gør, at virksomheden kan overleve de næste 12 måneder. Going concern er en grundlæggende regnskabsforudsætning, jf. Årsregnskabsloven § 13 nr. 4.

11.2 Efterfølgende begivenheder

Det undersøges, om der er efterfølgende begivenheder, der skal tages højde for. Hvis der er tale om oplysninger om forhold, der var sket før statusdagen, skal oplysningerne indarbejdes. Hvorimod begivenheder, der udelukkende vedrører forhold efter regnskabsårets udløb medfører, at der skal oplyses herom i regnskabet, hvis de er væsentlige. Dog kan der være tale om så betydningsfulde hændelser, som skaber tvivl om going concern, hvorefter regnskabet skulle være aflagt efter et realisations-/likviditationsprincip.

11.3 Fejlinformation

Der skal ligeledes foretages en bevisvurdering og fastlægges korrigeret og ikke-korrigeret væsentlig fejlinformation. Revisor akkumulerer fejlinformationer, der er konstateret under revisionen, bortset fra de fejl, der er vurderet ubetydelige under revisionen. Hvis de akkumulerede fejlinformationer nærmer sig det fastsatte væsentlighedsniveau overvejes om revisionsstrategien og revisionsplanerne skal ændres. Betydelige fejl bør korrigeres, hvilket den daglige ledelse skal informeres om.

Ikke-korrigerede fejlinformationer og deres indflydelse på regnskabet skal underrettes til den øverste ledelse via revisionsprotokollen, herunder en beskrivelse af indvirkning på revisors konklusion. Væsentlige enkeltvise fejl vises særskilt som et tillæg til protokollen. Revisor skal anmode om, der sker korrektion af fejlinformationen.

Risici for væsentlig fejlinformation, foreligger som nævnt bl.a. ved investeringsejendommenes værdiansættelse på baggrund af de skønsmæssige forudsætninger samt størrelsen på balancen. Ledelsen har ud fra deres forudsætninger lavet en værdiansættelse, men de har ofte også alternative overvejelser, hvilke fremgår af følsomhedsanalyserne i regnskabet. Når revisor skal tage stilling til, om der foreligger uenighed om skøn med ledelsen og dermed fejlinformation, vil fejlinformationen ved udarbejdelse af punkttestimat være forskellen mellem ledelsens og revisors skøn. Når revisor udarbejder et interval, vil fejlinformationen som minimum udgøre forskellen fra ledelsens punkttestimat til revisors nærmeste intervalgrænse.

11.4 Skriftlig bekræftelse

Bestyrelsen/ledelsen skriver under i ledelsens påtegning på regnskabet for godkendelse heraf, hvorefter revisor skriver under. Der indhentes skriftlig bekræftelse fra ledelsen via ledelsens regnskabserklæring vedrørende de vigtigste punkter i regnskabet. Da det er ledelsen, der skriver under, og denne ikke er uafhængig er der tale om svag dokumentation.

I forbindelse med revision af investeringsejendomme er det særligt relevant med en skriftlig udtalelse vedrørende de betydelige forudsætninger, der er anvendt ved udarbejdelse af de regnskabsmæssige skøn ved værdiansættelsen, jf. ISA 540, 22. Det kan omhandle måleprocessernes egnethed med de hertil knyttede forudsætninger og værdiansættelsesmodeller i forhold til den regnskabsmæssige begrebsramme samt konsistensen i værdiansættelsesprocessen. Endvidere om forudsætningerne afspejler den daglige ledelses intentioner om og evne til at udføre handlingerne. Det kan være den løbende vedligeholdelse, som opretholder værdien af ejendommen og afleder et løbende afkast. Ligeledes kan det være i forhold til fastsættelsen af afkastgraden. Det kan også være omkring, at oplysningerne er fuldstændige, samt at der ikke er efterfølgende begivenheder, som kan kræve justering af skøn eller oplysninger i regnskabet, jf. ISA 540, a126.

Hvis der ikke sker måling til dagsværdi på baggrund af målingen ikke kan foretages pålideligt, bør der hentes en skriftlig udtalelse fra den daglige ledelse herom, jf. ISA 540, a127.

Der indhentes ligeledes udtalelse om indvirkningen af ikke-korrigerede fejlinformation både enkeltvis og samlet er uvæsentlige for regnskabet som helhed, jf. ISA 450, a14.

Ligeledes indhentes der oplysninger om nærtstående parter, hvilket kan omfatte udlejning af bolig eller køb/salg af ejendom til den daglige ledelse eller bestyrelsen, ISA 550, a26.

11.5 Regnskabsmæssig behandling

Revisor skal tage stilling til, om anvendt regnskabspraksis og regnskabets oplysninger er fyldestgørende, herunder præsentationen af skønsusikkerheden i regnskabet. Ligeledes overvejes ledelsens overordnede integritet, herunder neutralitet ved skøn m.v.

Det kontrolleres, at der er fyldestgørende henvisning til den regnskabsmæssige begrebsramme (Årsregnskabsloven eller IFRS). Det retvisende billede (ÅRL § 11) skal vurderes ud fra regnskabets samlede præsentation, struktur og indhold, samt om regnskabet og de tilhørende noter giver et retvisende billede af periodens transaktioner og begivenheder.

11.6 Øvrige oplysninger

Udover regnskabsdelen skal den øvrige del af årsrapporten ligeledes revideres eller gennemgås for inkonsistens. Der er ikke krav om revision af ledelsesberetningen mere, men der kan i stedet gives en udtalelse herom. Ved væsentlig inkonsistens skal den forkerte del korrigeres. Når ledelsen ikke vil ændre ved væsentlig fejl i regnskabet, vil det medføre en modificeret påtegning. I tilfælde af, at den væsentlige fejl foreligger i de oplysninger, som ikke revideres, skal der laves en supplerende oplysning vedrørende forhold i regnskabet.

11.7 Konklusion

Som konklusion på regnskabet, udarbejdes revisors uafhængige erklæring. ISA 700 anvendes som revisors erklæring, når der er tale om regnskaber med et generelt formål uden modifikationer og regnskabet i alle væsentlige henseender er udarbejdet i overensstemmelse med den relevante begrebsramme, samt at der er opnået tilstrækkelig og egnede revisionsbeviser for, at regnskabet er retvisende.

Konklusionen ved revision medfører, at revisor har opnået høj grad af sikkerhed for, at regnskabet som helhed er uden væsentlig fejlinformation, jf. eksempel i bilag 28. Dette skal vurderes ud fra udførelse af ISA 330, om der er opnået tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis. Samtidig skal der efter ISA 450 tages stilling til, om ikke-korrigerede fejlinformationer både enkeltvis og samlet er uvæsentlige.

Når der er modifikationer til konklusionen eller supplerende oplysninger anvendes ISA 705 eller ISA 706.

Revisionsprocessen er illustreret i bilag 29.

11.8 Rapportering

Der skal kommunikeres med den øverste ledelse omkring betydelige vanskeligheder i revisionen, eksempelvis manglende dokumentation for værdiansættelsen af ejendommene, hvilket har medført en uventet krævende indsats for at opnå tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis for værdiansættelsen. End-

videre skal betydelige forhold vedrørende aflæggelsen af regnskabet såsom væsentlig fejlinformation eller væsentlig korrigeret fejlinformation kommunikeres til den øverste ledelse.

Ved en præstationsaflønnet daglig ledelse, hvor der er tegn på manglende neutralitet, skal den øverste ledelse ligeledes informeres, jf. i øvrigt ISA 260 Kommunikation med den øverste ledelse.

I forlængelse af ISA 260, omhandler ISA 265 Kommunikation om mangler i intern kontrol til den øverste og den daglige ledelse. Der skal kommunikeres til den daglige ledelse, hvis der mangler en intern kontrol, eller at denne ikke er effektiv til at forebygge, opdage eller korrigere fejlinformation i regnskabet. En betydelig mangel skal kommunikeres til den øverste ledelse rettidigt og skriftligt. En betydelig mangel afhænger af sandsynligheden for, at der opstår en fejl i fremtiden samt fejlinformationens påvirkning på regnskabet. Subjektiviteten og kompleksiteten over de regnskabsmæssige dagsværdier for investeringsejendomme udgør en stor risiko, hvis ikke der er en vis kontrol på området. Ligeledes bør der være tilsyn med den daglige ledelse – generel overvågningskontrol – hvilken ligeledes kan virke både forebyggende og opdagende for besvigelser. Manglerne skal beskrives ligesom de potentielle konsekvenser beskrives. Revisor kan ligeledes give forslag til udbedring af manglerne.

12. Konklusion

Der er flere definitioner på investeringsejendomme, men overordnet defineres investeringsejendomme som ejendomme opkøbt med henblik på udlejning og/eller ønske om fortjeneste ved salg (kapitalgevinst). Ejendommens ejerperiode er af længere varighed (minimum 2-3 år).

Definitionen er afgørende i forhold til den regnskabsmæssige behandling. Årsregnskabslovens § 38 og Regnskabsvejledning 16 giver mulighed for at indregne investeringsejendomme til kostpris og herefter måle dem til dagsværdi over resultatopgørelsen. Denne mulighed opnås også efter de IAS 40. Første indregning skal i begge tilfælde ske til kostpris. Indregningen foretages når investeringsejendommens økonomiske fordele og risici overgår til virksomheden og kostprisen kan opgøres pålideligt, hvilket normalt er på overtagelsesdagen.

For at kunne foretage den efterfølgende måling til dagsværdi over resultatopgørelsen skal investeringer være hovedaktiviteten i virksomheden efter de danske regler. Efter de internationale standarder, i form af IAS 40, har hovedaktiviteten ingen betydning for den efterfølgende måling. Derfor kan der måles til dagsværdi over resultatopgørelsen, når ejendom defineres som en investeringsejendom.

Uanset om den danske virksomhed anvender de danske eller udenlandske regler, skal kravet om det retvisende billede i Årsregnskabslovens §§ 11-13 opfyldes, da IFRS-bekendtgørelsen henviser til dette. IFRS-bekendtgørelsen gælder danske virksomheder, som anvender de internationale standarder.

Dagsværdien er det beløb, som en investeringsejendom forventes at kunne omsættes til i en kontant handel mellem kvalificerede, villige og uafhængige parter. Baggrunden for dagsværdien anses som salgsværdien for ejendommen på et velfungerende marked. Dagsværdien kan fastsættes af uafhængige valuarer eller ved anvendelse af de afkastbaserede modeller.

Når der ikke kan observeres handler med lignende investeringsejendomme, kan der ske værdiansættelse via Normalindtjeningsmodellen eller Discounted-Cash-Flow-modellen, hvilke begge anvendes i praksis. Begge modeller har matematisk integritet og anses for at være hensigtsmæssige i forhold til begrebsrammen. Både cash flow og det fastsatte afkastkrav har stor betydning for resultatet. En mindre ændring i afkastkravet kan medføre, at det fastlagte væsentlighedsniveau overskrides, hvorved en lille fejl heri, kan medføre en forkert påtegning. En ændring i driftsafkast/cash flow påvirker ligeledes meget, men kan lettere verificeres. Driftsafkastet udarbejdes og analyseres i forhold til realiserede og budgetterede tal. Der fastlægges et minimums afkastkrav ud fra den risikofrie rente (10-årig statsobligation), hvortil der lægges en risikopræmie for den aktuelle ejendom i forhold til det øvrige marked. Normalindtjeningsmodellen tager udgangspunkt i et normalt år. DCF-modellen anvender en længere tidshorisont, hvor der indarbejdes budgettal for en periode samt en terminalværdi for den resterende periode. Terminalværdien udgør en væsentlig del af den samlede værdi af ejendommen. Modellerne anvendes af selskaber som Jeudan A/S, Nordicom A/S og Dades AS.

Da værdiændringen på en investeringsejendom fra det ene regnskabsår til det næste kan skyldes en ændring i driftsafkastet og/eller afkastkravet, er det en væsentlig information overfor regnskabsbruger at foretage en specificering af værdireguleringer på reguleringer drevet af ændret afkastprocent og ændringer drevet af driftsindtjening. Den Danske Finansanalytikerforening har udarbejdet *Anbefalinger & Nøgletal*, hvor dette anbefales oplyst. I den seneste udgave lægges der vægt på oplysning af resultatet før værdireguleringer og skat, da værdireguleringerne ikke genererer pengestrømme. Dette skal ses i forhold til, at virksomheden gennem positive værdireguleringer kan opnå et positivt resultat på trods af, at cash-flowet er negativt på grund af de store renteomkostninger. Nøgletallene kan anvendes i revisors afsluttende regnskabsanalyse.

Overfor regnskabsbrugerne, er følsomhedsanalyserne meget vigtige, da de giver regnskabsbruger mulighed for at foretage egen vurdering af afkastkravet og ejendommen samtidig med, at det viser, hvordan en mindre ændring i afkastkravet kan ændre ejendommens værdi. Usikkerheden ved fastsættelsen af afkastkravet er så stor, at følsomhedsanalysen er meget vigtig at vise regnskabsbruger, således denne får indblik i usikkerheden. Følsomhedsanalysen er en del af regnskabet og skal derfor revideres.

Regnskabsbrugerne vil ofte være investorerne, som vil være interesseret i at vurdere placeringen af deres egen investering. For at regnskabsbrugerne kan opnå større tillid til regnskabet, skal revisor afgive en erklæring om regnskabets retvisende billede. For at opnå sikkerhed for regnskabet er det væ-

sentligt for revisor at kende markedets udvikling, således revisor har en forventning til udviklingen på den enkelte virksomheds ejendomme.

Ud fra totalafkastet på alle erhvervstyper har ejendomsmarkedet haft et stort afkast i perioden op til finanskrisen. Overordnet er udviklingstendensen, at finanskrisen indtræffer i 2007/08, men de enkelte erhvervstyper rammes forskelligt. I 2010 ses igen stigende afkast med undtagelse af butiksejendomme, hvor den negative påvirkning har ramt senere. Afkastet på ejendomsmarkedet påvirkes generelt hårdere af værdireguleringerne end det direkte afkast.

I forbindelse med analysen af Essex Invest Holding ApS, Jeudan A/S og Nordicom A/S' årsrapporter blev det konstateret, at selskabernes værdireguleringer på ejendommene følger udviklingen på ejendomsmarkedet, dog er der i de enkelte selskaber forskellige forretningsrisici og karakteristika i forhold til deres ejendomme, hvilket medvirker til, at selskaberne påvirkes i forskellig grad. Jeudan har klaret sig bedre igennem årene, hvilket skal ses i forhold til den gode beliggenhed samtidig med, at der er fokus på optimering af driften. Soliditeten og belåningen af ejendommenes værdi påvirkes af dagsværdireguleringerne. Både Essex Invest Holding ApS og Nordicom A/S er væsentligt påvirket af dagsværdireguleringer, hvilket har medført overbelåning og henholdsvis en negativ soliditetsgrad samt en meget lav soliditet. Jeudans soliditet er faldet siden krisens start på trods af, at investorerne har indskudt kapital, men er fortsat god – udgørende 30,9%. Udviklingen medfører bl.a. at revisor skal være meget opmærksom på kapitaltabssituationer i visse selskaber.

Med hensyn til indregning og måling følger selskaberne begrebsrammerne, hvorimod det kniber med præsentationen og oplysningerne. Bl.a. præsenterer Essex Invest Holding ApS ikke dagsværdireguleringen særskilt i resultatopgørelsen, hvilket er et krav efter RV 16. Den pantsatte regnskabsmæssige værdi af investeringsejendommene oplyser selskabet heller ikke, hvilket ikke er i overensstemmelse med ÅRL § 64. Derfor skal revisor gennem revisionen også have fokus herpå.

Ved revision af investeringsejendomme er stort set alle standarder aktuelle i større eller mindre grad. De væsentligste i forhold til gennemgangen i dette speciale har været ISA 200, 230, 315, 320, 330, 500 og især ISA 540. Revisors overordnede mål er at styrke regnskabsbrugerens tillid via den uafhængige revisionserklæring. Revisor skal afgive en konklusion med høj grad af sikkerhed ved at opnå tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis, således revisionsrisikoen minimeres (ISA 200). Den iboende risiko er stor ved værdiansættelsen af investeringsejendomme. Derfor er det væsentligt med tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis som revisionsdokumentation, hvilket kan omfatte offentliggjorte markedsrapporter eller oplysninger fra mæglere m.v. omkring forrentningskrav, således de skønsmæssige forudsætninger kan gøres mere verificerbare (ISA 230). Planlægningen af revisionen foretages for at udføre en effektiv revision med tilstrækkelig erfarne revisorer. Der udføres indledende analytiske handlinger for at vurdere risikoen på regnskabsniveau, således revisor får fokus på de væsentlige revi-

sionsområder, her investeringsejendomme og tilknyttet gæld (ISA 300). Gennem ISA 315 klarlægges risici for væsentlig fejlinformation gennem forståelse af virksomheden og dens omgiver. Afhængig af, hvilken erhvervstype og beliggenhed, der er primær, er virksomhederne påvirket i forskellig grad. Begrebsrammerne er Årsregnskabsloven eller IFRS. Den anvendte regnskabspraksis medfører ofte måling til dagsværdi, når investeringer er selskabets hovedaktivitet. Banksektoren og den generelle illikviditet på markedet har betydning for selskaberne. Flere ejendomsselskaber har fokus på optimering af driften for at få en positiv effekt herfra. En væsentlig forretningsrisiko i forhold til risiko for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet er værdiansættelsen af ejendommene. Det interne kontrolmiljø påvirker risikoen for fejlinformationen.

Efter de indledende risikovurderinger fastlægges væsentlighedsniveauet ud fra ISA 320 både i forbindelse med planlægning og udførelse af revisionen. Fastlæggelsen skal foretages ud fra revisors faglige vurdering, men kan underbygges af udvalgte benchmarks. Det fremgår, at væsentlighedsniveauet let kan overskrides ved mindre ændringer i afkastkravet. Dermed foreligger der en stor risiko på revisionsmålet værdiansættelse, hvorved revisor skal reagere passende på risikoen. Dette kan være anvendelse af erfarne medarbejdere. Herudover skal det vurderes ud fra den konkrete virksomhed om revisionen skal baseres på substanshandling eller test af kontroller. Da der foreligger en betydelig risiko ved værdiansættelsen skal der udføres substanshandling (ISA 330). Efter ISA 500 vurderes revisionsbevisets tilstrækkelighed og egnethed, herunder relevans og pålidelighed. Vurderingerne af ejendommene må derfor ikke være af ældre dato på det volatile marked. Samtidig skal udgiveren af eventuelt anvendte markedsrapporterne vurderes i forhold til pålidelighed. Revisionshandlingerne skal vurderes i forhold til at opnå tilstrækkelig sikkerhed. Inspektion af en ejendom giver sikkerhed for tilstedeværelsen af ejendommen.

ISA 540 er særdeles interessant i forhold til værdiansættelsen, da den omhandler regnskabsmæssige skøn over dagsværdi både med hensyn til investeringsejendomme og den tilknyttede gæld. Revisor skal vurdere, om de foretagne skøn er rimelige, herunder opnå en forståelse for den anvendte model, om alle relevante oplysninger indgår, dataenes pålidelighed, valg mellem alternativer samt om den anvendte model er hensigtsmæssig. Endvidere skal oplysningerne være fyldestgørende. Gælden kan ofte observeres, men vil ellers skulle værdiansættes ud fra de specifikke forhold.

Den nye ISA 540 medfører, at revisor i større grad skal efterprøve tidligere års skøn samt selv lave et estimat over dagsværdien frem for blot at bekræfte ledelsens skøn. Neutraliteten i ledelsens skøn skal vurderes, herunder skal alternative forudsætninger overvejes.

Den interne kontrol bør bestå af formaliserede procedurer, herunder godkendelse af handelsværdier på ejendomme samt godkendelse af, at aftalte arbejdsopgaver er udført. De formaliserede procedurer bør omhandle, hvornår den enkelte værdiansættelsesmodel anvendes samt en beskrivelse af anvendelsen

heraf. Funktionsadskillelse er særdeles relevant for at sikre mod bl.a. besvigelser. Kontrolmiljøet i form af bl.a. deres kompetencer er væsentlige. I forbindelse med værdiansættelsen på ejendommene kan det være kontrol af driftsresultat i forhold til de senest realiserede resultater samt sammenholdelse af anvendt afkastkrav med observerbare data fra objektive kilder. Revisor skal foretage inspektion af de udarbejdede rapporter i denne forbindelse, for at kontrollere, at de beskrevne procedurer er overholdt, således kontrollen er effektiv. Ligeledes kan kontrollerne observeres. Revisor skal vurdere om kontrollerne er effektive og implementeret, således de enten forebygger eller opdager og korrigerer væsentlig fejlinformationen.

En god intern kontrol kan nedsætte omfanget af substansrevision, hvorved revisionen kan udføres mere effektivt. Herimod vil et dårligt kontrolmiljø og manglende funktionsadskillelse medføre, at revisor kun kan basere revisionen på en substansbaseret strategi.

Revisionsstandarderne danner grundlag for revisionen af investeringsejendommene. Ved en vurdering af risici for væsentlig fejlinformation fremgår det, at værdiansættelsen af ejendommene er det mest risikofyldte revisionsmål både på revisionsområdet samt for regnskabet som helhed, da det er det, som er sværest at verificere samtidig med følsomheden ved ændring i input. Revisor skal se på konsistensen i målingerne. Metoden hvorpå værdiansættelsen er foretaget skal vurderes. Ved anvendelse af vurderingsmænd skal dennes kompetencer og objektivitet vurderes. Ved både de eksterne og interne værdiansættelser skal der foretages revision af datagrundlaget, herunder cash flow og afkastkrav. Det skal endvidere vurderes, om den anvendte model er hensigtsmæssig – DCF eller Normalindtjeningsmodellen. Værdien kan revideres ud fra punkt eller interval estimerer udarbejdet af revisor. Herudover vurderes om alle oplysninger omkring følsomhedsanalyser og usikkerheder er oplyst. Ligeledes revideres klassifikationen som investeringsejendom i forhold til eksempelvis domicilejendomme, som skal måles til kostpris. De realiserede salg revideres i forhold til, om den tidligere værdiansættelse stemmer overens med det realiserede salg.

I resultatopgørelsen er de væsentlige poster lejeindtægter, hvorved der skal udføres substansrevision, hvilket kan være analytisk, da posten er forholdsvis forudsigelig. Der kan ligeledes ved de fleste kapacitetsomkostninger foretages analytisk revision. Der kan ved revisionen anvendes benchmark i virksomheden eller fra omverdenen. Ændringen i dagsværdi på investeringsejendomme kan være en væsentlig post for resultatet og kan revideres analytisk, men er en residualpost, hvorved den hovedsageligt revideres gennem balanceposten. Det samme gælder den tilknyttede gæld. Avance og tab bør ikke være en væsentlig post, men det vil afhænge af virksomhedens evne til værdiansættelse samt volatiliteten på markedet.

Den tilknyttede gæld vil ofte kunne verificeres ud fra årsopgørelser, lånedokumenter eller engagementsforespørgsler m.v. Gælden kan inddeles på tre niveauer. Niveau 1) noterede priser på aktive

markeder for identiske forpligtelser, 2) noterede priser på et aktivt marked for lignende forpligtelser eller anvendelse af værdiansættelsesmodeller, hvor alle væsentlige data kan observeres, og 3) værdiansættelsesmodeller, hvor de væsentlige input ikke er baseret på observerbare data.

Når der er mulighed for indfrielse til kurs 100, bør der ikke måles til over kurs 100, dog er længden på perioden indtil muligheden for indfrielse til kurs 100 afgørende.

Noteoplysningerne revideres løbende i revisionen på investeringsejendommene. Usikkerhederne ved indregning og måling er eksempelvis omkring følsomhedsanalyser ved ændring i afkastkrav eller driftsafkast, herunder lejeindtægt. Det kan også omfatte renterisici. Gennem indhentning af tingbogsoplysningerne fremkommer revisionsbevis i forhold til fuldstændighed af oplysningerne i forhold til de pantsatte ejendomme. Engagementsforespørgsler kan informere om øvrige sikkerhedsstillelser. Endvidere kan der ud fra amortiseringsoversigter revideres på gældens forfald.

I forbindelse med revisionen af investeringsejendomme skal revisor være opmærksom på definitionen af investeringsejendommen, da den er afgørende for den regnskabsmæssige behandling. Revisor skal være opmærksom på indregning og målingskriterierne. Ligeledes bør revisor være opmærksom på præsentationen og oplysningerne i årsrapporten, da det gennem praksis ses, at der er mangler på dette område. Dette vil bl.a. være præsentation i resultatopgørelse contra noter samt oplysninger om nøgletal og følsomhedsanalyser, der fortæller om virksomhedens historik, nuværende situation og den fremtidige situation i forhold til usikkerheder og risici, herunder skønselementer. Oplysningerne er væsentlige overfor regnskabsbrugere.

Målingen på det nuværende marked er en udfordring for revisor, da der er stor volatilitet samt få sammenlignelige handler. Det er vigtigt for revisor at få verificeret de anvendte skønsmæssige forudsætninger i modellerne, da input heri er af væsentlig betydning for revisionsområdet og regnskabet som helhed.

ISA 540 er den væsentligste revisionsstandard i forbindelse med revisionen af investeringsejendomme, hvorved revisor skal opnå en forståelse herfor. Der kan udarbejdes et interval estimat for at få verificeret værdiansættelsen.

Revisor skal endvidere være opmærksom på, at uanset om værdiansættelsen er dokumenteret af interne medarbejdere eller af en ekstern valuar, har revisor ansvaret for konklusionen på årsrapporten. Ligeledes skal revisor have opmærksomheden rettet mod besvigelsesrisici.

Gennem specialet er det afklaret, hvordan revisor kan foretage revision af investeringsejendomme i årsrapporten med fokus på ejendomme målt til dagsværdi. Endvidere er der givet et indblik i den regn-

skabsmæssige behandling af investeringsejendomme samt værdiansættelsen. Dette er sket gennem en demonstration af selvstændig analyse, anvendelse og behandling af teori samt refleksioner i den forbindelse, herunder forklaring og anvendelse af relevante definitioner, begreber, metoder, regler og standarder.

13. Perspektivering

I forlængelse af omtalte notat fra FSR omkring udfordringer i forbindelse med aflæggelsen af årsrapporten for 2008 på baggrund af den finansielle krise, er det interessant at foretage en perspektivering i forhold til going concern problematikken for ejendomsselskaber i forhold til de væsentlige fald i markedsværdier samt usikkerheden om skøn ved fastsættelse af forudsætningerne for vurdering af den fremtidige økonomiske udvikling.

Som nævnt fremhæver FSR følgende økonomiske forhold omkring going concern med relation til værdiansættelsen af investeringsejendomme:

- Væsentlig forringelse af værdien af aktiver, der genererer pengestrømme.
- Kreditfaciliteter skal fornyes.
- Kreditter med sikkerhed i ejendomme, hvor værdien er faldet til under kreditrammen.

Senere har tilsynsdiamanten vedrørende bankernes risikoeksponering på maksimalt 25% gjort det endnu sværere at låne penge.

Da ledelsen foretager betydelige skøn på subjektive vurderinger, opstår der en risiko for en forkert værdiansættelse, hvilket kan opstå på baggrund af fejl eller besvigelser. Risikoen for besvigelser kan være øget på baggrund af markedets udvikling med et betydeligt fald i efterspørgslen. Når der er behov for finansiering eller ejendommenes værdi er faldet til under kreditrammen, vil der være en risiko for regnskabsmanipulation. Endvidere vil kreditorerne gerne se et godt regnskab. Hvis ledelsen har økonomiske interesser i virksomheden, vil der også være en risiko for større værdiansættelse af ejendommene. En højere værdiansættelse medfører, som tidligere nævnt en forøgelse af aktiverne, øgede indtægter og en forøgelse af egenkapitalen.

På baggrund af usikkerheden vedrørende skøn og den generelle illikviditet bør revisor have øget fokus omkring going concern problemer. Aflæggelse af regnskaberne er fortsat præget af den økonomiske krise.

13.1 Fortsat drift (Going concern)

Når regnskabet aflægges efter forudsætning om fortsat drift, anses virksomheden for at kunne fortsætte driften i en overskuelig fremtid. Regnskaber med et generelt formål aflægges under denne forudsæt-

ning, medmindre ledelsen ønsker at likvidere selskabet, indstille driften eller virksomheden ikke har mulighed for det.⁹⁰

IAS 1 kræver, at den daglige ledelse tager stilling til om virksomheden kan fortsætte driften. Det betyder, at når der er væsentlig usikkerhed omkring begivenheder eller forhold, der skaber tvivl om virksomhedens evne til at fortsætte driften, skal virksomheden oplyse herom. Efter IAS 1 skal going concern vurderes minimum 12 måneder efter regnskabsåret er afsluttet. Dybden af vurderingen af virksomhedens drift vil afhænge af, hvorvidt virksomheden hidtil har været lønsom samt om der foreligger et tilfredsstillende kapitalberedskab, herunder de nuværende økonomiske ressourcer, men også om den kan opnå ekstra finansiering.⁹¹

Revisors ansvar er at opnå tilstrækkeligt egnet revisionsbevis for, at det er rimeligt, at regnskabet aflægges under forudsætning af fortsat drift. Muligheden for at opdage væsentlig fejlinformation omkring fortsættelse af virksomhedens drift er imidlertid sværere, da det afhænger af fremtidige begivenheder, hvor der er iboende begrænsninger.

På baggrund af det opnåede revisionsbevis for fortsat drift, skal revisor konkludere, om der foreligger en væsentlig usikkerhed omkring begivenheder eller forhold, der medfører en betydelig tvivl om virksomhedens fortsatte drift samt herudfra fastlægge, om det skal være en konklusion uden forbehold, med forbehold og/eller supplerende oplysning.

Der er flere forhold indenfor ejendomsbranchen, som kan medføre betydelig usikkerhed om fortsat drift:

- En negativ egenkapital eller generel manglende overholdelse af kapitalkravene
- Forfald af stående lån, der ikke kan forventes fornyet eller indfriet. Der kan være optaget kortfristet gæld til finansiering af ejendommene.
- Forhøjede faste omkostninger uden mulighed for regulering af lejeindtægten.
- Ejendomsmarkedets generelle udvikling, herunder værdiansættelsen og fremadrettede lejeindtægter.
- Lavere indtægt ved genudlejning eller tomgang kan medføre problemer med at indfri lån m.v. til forfald af ydelser medførende misligholdelse og eventuelt opsigelse af lån.
- Ny finansiering kan være svær at fremskaffe, bl.a. pga. at investorerne ser markedet forbundet med en større risiko end de ønsker eller finanstilsynets begrænsning af risikoeksponering mod ejendomsmarkedet kan medføre, at lån ikke kan fornyes.
- Nøglekunder kan være gået konkurs medførende eventuel tomgang i en eller flere væsentlige ejendomme.

⁹⁰ ISA 570 Fortsat drift (Going concern)

⁹¹ IAS 1 Præsentation af årsregnskaber

- Der kan være væsentlige verserende retssager, eksempelvis miljøsager.
- Generelt kan ejendommenes værdi falde. Dette kan medføre, at de pantsatte ejendomme har en værdi, som er mindre end gælden. Herved kan det være svært at opnå en fornyelse.

I tidligere afsnit fremgik det, hvordan afkastkravet kunne påvirke værdiansættelsen, således der ikke kunne opnås et retvisende billede. Ligeledes vil ændringer heri have en væsentlig indflydelse på ejendomsselskabernes soliditet. En større usikkerhed på markedet vil øge afkastkravet yderligere med baggrund i risikoen, hvorved going concern kan blive aktuelt.

Som det fremgik af regnskabsanalysen af koncernen Essex Invest Holding ApS og koncernen Nordicom A/S kan dagsværdireguleringerne af ejendommene have været medvirkende til, at ejendommene er overbelånt, jf. i øvrigt henholdsvis bilag 18 og bilag 21. Begge virksomheder er i vanskeligheder og har været nødt til at indgå aftaler med deres finansieringskilder. Vedrørende Nordicom A/S er der overbelånt med 16%. For at ejendommene skulle svare til belåningen skulle de udgøre 3.790,5 mio. DKK mod de 3.254,1 mio. DKK (driftsresultat 238,85 mio. DKK⁹²/afkastkrav 7,34%) de står til i regnskabet. Dette ville svare til en ændring i afkastkravet til 6,3% - ca. 1 procentpoint ned. 1 procentpoint virker ikke af meget, men den svarer fortsat til en ændring i afkastprocenten på 16,5%. Dette viser, hvordan en relativ lille ændring kan have stor indflydelse på værdiansættelsen/going concern.

Ved usikkerhed kan revisor gennemgå den ajourførte bogføring, eventuelle perioderegnskaber, referater fra afholdte møder (evt. vedr. finansiering), undersøgelse af regnskabsmateriale, kontoudtog og budgetter. Revisor kan forespørge, om der er optaget nye lån, nye investorer eller om der realiseret salg af ejendomme.⁹³ Virksomheden kan eventuelt have planer om at sælge ejendomme, ændre ydelsesprofil eller få tilført kapital fra nye investorer, hvilket kan modvirke en vis usikkerhed, hvis planerne anses for at være realistiske. I overvejelserne skal det indgå, at fast ejendom er væsentlig mindre likvid end eksempelvis værdipapirer – særligt under hensyntagen til det stigende antal liggedage.

Når der er konstateret forhold eller begivenheder, der kan medføre betydelig tvivl om den fortsatte drift, skal revisor opnå bevis for, at virksomheden kan fortsætte driften eller ikke. Dette kan være ved igennem den daglige ledelse at opnå en forståelse af eventuelle procedurer, de har anvendt til at understøtte deres forudsætning. Herudover vil den daglige ledelse have et forretningsmæssigt kendskab og fremtidsforventninger, herunder nuværende og potentielle lejeaftaler.

Den daglige ledelse skal tage stilling til fortsat drift, herunder eventuelle forudsætninger, hvilke skal vurderes af revisor. Det kan eksempelvis omhandle salg af en ejendom, hvilket eventuelt kan forbedre situationen alt efter friværdien heri. Her skal revisor vurdere, om salget kan forventes at blive gennem-

⁹² Der er set bort fra reguleringer

⁹³ ISA 560 Efterfølgende begivenheder

ført. Finansieringsgrundlaget fra realkreditinstitutter, pengeinstitutter og investorer bør drøftes med ledelsen. Revisor kan gennemgå låneaftaler og se om de er overtrådt. Revisor kan udover egen vurdering indhente en skriftlig udtalelse fra ledelsen omkring salget, herunder hvornår det forventes gennemført og øvrige forudsætninger. Det skal ses i lyset af, at skriftlige udtalelser er et stærkere bevis end mundtligt. Der kan også indhentes en skriftlig bekræftelse fra pengeinstituttet omkring fortsat finansiering efter aftale med ledelsen.

Budgetter undersøges med henblik på at afklare pålideligheden af de underliggende data og om øvrige forudsætninger er underbygget, eksempelvis gennem sammenholdelse med den realiserede forrige periode samt de opnåede resultater frem til revisionen.

Når revisor konkluderer, at regnskabet kan aflægges under forudsætningen om fortsat drift, men med væsentlig usikkerhed skal der i regnskabet foreligge en beskrivelse af de vigtigste forhold, som kan påvirke den fortsatte drift, herunder ledelsens planer for at imødegå forholdene. Virksomheden skal klart oplyse omkring væsentlig usikkerhed vedrørende going concern, når virksomheden eventuelt ikke kan indfri forpligtelserne via den normale drift. Oplysningerne om usikkerhederne og deres betydning for virksomheden skal gives for at opnå et retvisende billede i regnskabet eller for regnskabet ikke er vildledende.

I tilfælde af, at der er en fyldestgørende beskrivelse af væsentlig usikkerhed omkring going concern i årsrapporten, skal revisor afgive en erklæring uden forbehold, men med en supplerende oplysning, for at gøre opmærksom på tilstedeværelsen af denne usikkerhed og henvise til noten med beskrivelsen.

Af bilag 30 ses et uddrag af Årsrapporten for 2009/10 vedr. koncernen Essex Invest Holding ApS (Supplerende oplysninger vedrørende forhold i regnskabet). Koncernens årsrapport er aflagt efter Årsregnskabslovens bestemmelser for store virksomheder i regnskabsklasse C.

Årsagen til, at der i dette tilfælde, ikke afgives en modificeret konklusion skyldes, at revisor har været enig i, at den 3-årige finansieringsaftale samt udskillelse af forvaltning, udlejning og administration af egne ejendomme pr. 1. oktober 2010 (rekonstruktionsforsøg) sikrer koncernens fortsatte drift samt at revisor har fundet omtalen af usikkerheden tilstrækkelig, jf. bilag 30 vedrørende konklusionen i forhold til betydelig usikkerhed om fortsat drift.

Udover usikkerheden omkring finansieringen, har koncernen for Essex Invest Holding ApS også usikkerhed omkring aktiverne, jf. uddrag af supplerende oplysninger i bilag 31.

Ledelsesberetningens afsnit omkring værdiansættelse af ejendomme fremgår af bilag 32.

Det fremgår heraf, at værdiansættelsen i stort omfang er suppleret med eksterne ejendomsmæglervurderinger. Endvidere har flere kreditorer et ønske om en relativ hurtig påbegyndelse af afhændelse af investeringsejendommene, hvilket har medført, at der i vurderingen er sket fastsættelse af en tidshorisont på 3 – 6 måneder. Endvidere er det forudsat kontant handel, da selskabet ikke kan lave et udlån eller har indflydelse på et eventuelt debitorskifte på det nuværende lån.

Illikviditeten på markedet medfører usikkerhed ved værdiansættelsen. Samlet set er koncernens gennemsnitlige forrentningsprocent vedr. ejendommene steget fra 5,5% i 2008/09 til 6,1% i 2009/10, hvilket medfører værdifald.

Usikkerheden omkring værdiansættelsen er omtalt udførligt, hvilket må anses for at være tilstrækkeligt fyldestgørende. Herudover forudsættes det, at revisor har opnået tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis for, at regnskabet ikke er væsentligt forkert (going concern er relevant). Herved kan revisor afgive en erklæring med supplerende oplysning vedrørende forståelse af regnskabet med fremhævelse af den væsentlige usikkerhed omkring finansieringen og værdiansættelsen af ejendommene og henvise til noten i regnskabet, hvor usikkerheden omtales, jf. ISA 570 afsnit 19.

Til vurdering af, om oplysningerne er tilstrækkelige, skal der tages højde for om regnskabsbrugeren gøres opmærksom på, at virksomheden eventuelt ikke kan fortsætte sin aktivitet under normal drift.

Når der ikke gives tilstrækkelige oplysninger omkring usikkerheden omkring værdiansættelsen af ejendommen, skal revisor afgive en erklæring med forbehold eller en afkræftende konklusion.

Når der sker anvendelse af forudsætning om fortsat drift og dette ikke er passende efter revisors vurdering, skal der afgives en afkræftende konklusion.

I tilfældet vedrørende Essex Invest Holding ApS kunne det forudsættes, at der ikke havde været opnået en finansieringsaftale og der ikke havde været iværksat en rekonstruktion i det efterfølgende regnskabsår, herigennem ville selskabet formentlig ikke kunne aflægge regnskabet efter forudsætning om fortsat drift. Hvis ledelsen fortsat ville aflægge regnskabet under forudsætning om fortsat drift, ville revisor derfor have været blevet nødt til at afgive en afkræftende erklæring på baggrund af, at valg af going concern princippet ikke ville have været relevant. Dette ville medføre gennemgribende og væsentlige fejlinformation for regnskabet som helhed. Værdiansættelsen af ejendommene vil alt andet lige have en væsentlig lavere værdi, da virksomheden simpelthen er tvunget til at sælge ejendommene. Da ejendommene udgør den største del af regnskabet, vil regnskabet som helhed heller ikke kunne betragtes som retvisende. I forbindelse med rekonstruktionsforsøget er der imidlertid i et vist omfang taget højde for en lavere værdiansættelse.

Hvis regnskabet ikke aflægges under forudsætning om fortsat drift, aflægges regnskabet på et alternativt grundlag, eksempelvis som likvidation. Når regnskabet indeholder fyldestgørende oplysninger om det anvendte grundlag, kan revisor eventuelt afgive en konklusion uden modifikationer. Det kan dog være nødvendigt med en supplerende oplysning for at give oplysning, om det alternative grundlag samt begrundelsen for dette er anvendt.

Jf. bilag 33 for overblik over revisionspåtegningen i forhold til going concern.

Usikkerheder i forbindelse med going concern placeres i de første noter. Oplysningerne kræves i ÅRL § 99. Ligeledes bør de omtales i ledelsesberetningen, da denne ellers ikke vil give en retvisende redegørelse. I ledelsesberetningen kan der henvises til noterne. Efter IFRS er der ligeledes lignende krav til oplysninger, jf. IAS 1.25 om going concern og IAS 1.125 om skønsmæssige usikkerheder.⁹⁴

⁹⁴ Oplysning om usikkerheder om going concern, usikkerhed ved indregning og måling, usædvanlige forhold og efterfølgende begivenheder

14. Summary – Investment Property

The financial crisis has increased focus on the valuation of investment properties because of the volatile market, which leads to difficulties in the measurement.

This assignment will clarify what the auditor should be aware of, when he or she is performing audits of investment properties.

The first part of this task describes the accounting treatment of investment property including theory and analysis according to the Danish and the International Standards.

The definition of investment property is: Property held to earn rentals or for capital appreciation or both. Property counts for land, a building, a part of a building or all of the above.

The Danish enterprises can choose to make their annual accounts according to the Danish or the International Standards, unless the enterprise group or parent company is quoted on the stock exchange. If this is the case, the enterprise has to use the International Standards. However, the Danish and International Standards are very similar.

Investment property shall be recognized as an asset when it is probable that the future economic benefits, which are associated with the investment property, will flow to the entity and the cost of the investment property can be measured reliably.

Investment property shall be measured initially at its cost. Transaction costs shall be included in the initial measurement. Subsequent to initial recognition investment property is carried either at cost or fair value. This assignment involves measurement at fair value.

According to the International standards it is an option to choose between measuring at fair value or cost price, when it is about investment property. According to the Danish standards measurement at fair value is only an option, when investment is the prior activity in the enterprise.

As mentioned, the standards permit the enterprises to choose between a fair value model and a cost model, when the value of investment property should be estimated. One method must be adopted for all of an entity's investment property. A change is permitted only if this results in a more appropriate presentation. Furthermore, the International standard, IAS 40, notes that it is highly unlikely to change from a fair value model to a cost model.

The gains or losses arising from changes in the fair value of investment property must be included in net profit or loss for the period in which it arises.

The best evidence of fair value is normally given by current prices on an active market for similar property in the same location and condition. In the absence of such information, the entity may consider current prices for properties of a different nature or subject to different conditions, recent prices on less active markets with adjustments to reflect changes in economic conditions, and discounted cash flow projections based on reliable estimates of future cash flows. This task also describes two accepted cash flow methods. One of them is based on a normal year and the other one is based on a budget period.

Within the section on auditing, the market and the financial statement users are analyzed. The financial crisis in Denmark has led to a negative development on the market for investment properties. Some companies develop a negative equity, while others are doing okay. A lot of companies have focus on operational excellence, which can lead to an increase in the value of the investment property and hereby have a positive adjustment in the income statement.

As earlier mentioned the crisis leads to increased focus from the users of the financial statement on the valuation of investment properties. The users are investors, creditors, employees, customers, alliance partners, community and the authorities. Therefore, the annual report must be prepared to support users of financial statements in their economic decisions. The annual report must meet the information needs of a wide range of financial statement users. The investors are very interested in the company's net profit or loss for the year after tax as it is significant for the user's own funds. The credit institutes are very interested in the company's net profit or loss for the year after tax and information about charges and securities as it affect their lending.

The auditor should consider if the company provides sufficient information to the users of the financial statement. In the annual report, there must be a sensitive analysis as it has a significant affect on the net profit or loss for the year after tax. The companies have to make their calculations of financial ratios after The Danish Society of Financial Analyst' Recommendations & Ratios, which make the figures in one company comparable with another company.

The second part of this assignment is about auditing. The auditing is done through the International Standards on Auditing (ISA). Through this assignment some of these standards are described in relation to investment properties. The mainly applied standards are:

- ISA 200 Objective and General Principles Governing an Audit of Financial Statements.
- ISA 230 Audit documentation.
- ISA 315 Identifying and assessing the risk of materiel misstatement through understanding the entity and its environment.
- ISA 320 Audit Materiality.
- ISA 330 The Auditor's Responses to Assessed Risks.

- ISA 500 Audit Evidence.
- ISA 540 Auditing Accounting Estimates, Including Fair Value Estimates, and Related Disclosures.

These standards describe the objective and general principles governing an audit of financial statements of investment property. There is given an insight into the documentation. After this, the risk of material misstatement is identified through understanding the entity and its environment. This gives a description from the industry in general, etc. It provides an insight into the business risks, etc. The auditor must obtain an understanding of the control activities in the company. After that the materiality level can be decided. Often, investment properties represent the most significant item on the assets simultaneous measurement is the hardest part.

After identifying the risk of material misstatement, the auditor responses should be determined. This will deal with investment properties valuation. There must be obtained sufficient appropriate audit evidence. The most relevant standard is ISA 540, which deals with auditing accounting estimates, including fair value accounting methods, and related disclosures.

Based on these standards, there is made an audit plan.

The most risky audit field is the investment properties measured through the fair value mode. The measurement at the current market is a challenge to the auditor, as there is high volatility and few comparable transactions. It is important for the auditor to seek verification of the used estimates and assumptions in the model as inputs are essential for auditing and the financial statement. A small change in the return requirement leads to a large change in the value of the property. The level of materiality can be exceeded. Therefore, it is important that the auditor obtains an understanding of the model.

Determination of the required rate of return is achieved from social and cyclical factors, including interest rates, inflation and the general economic situation. Information on the size of the required rate of return can be found through estate agents. This will be the risk premium on the market. In addition, there shall be added a risk premium for the investment and the risk-free interest. The auditor should evaluate this information. It is important that the users of the financial information are informed of the data basis and methods of calculation.

The cash flow can be checked by comparison with actual and budgeted figures or benchmarks.

Some of the audit procedures are matching the fixed assets register to the financial statement, which ensuring the completeness assertion. The auditor shall control that the firm have the legal title to the investment property. It can cause problems, when the legal title transfers. The auditor shall make an

inspection of the investment property in order to ensure the existence.

The income statement can be audited through substantive analytical procedures as the line items often are at the same level.

The debt can often be observed on quoted market prices or else there must be made an estimated market price. Interest-bearing debt falling due after more than 12 months is classified as long-term debt.

An audit includes assessing the accounting policies used and the significant estimates made by Supervisory Board and the Executive board, as well as evaluating the overall Annual Report presentation. The auditor should also be aware of the risks of fraud - the management must be neutral.

15. Litteraturliste

15.1 Bøger og publikationer

Årsrapporten – Årsregnskabsloven med kommentarer

Af Karnov Group Denmark A/S, København, 6. udgave 2011

Revisorhåndbogen 2011 - Regnskab

Af Karnov Group Denmark A/S, København, 1. udgave, 1. oplag

Revisorhåndbogen 2011 - Revision I

Af Karnov Group Denmark A/S, København, 1. udgave, 1. oplag

Revisorhåndbogen 2011 - Revision II

Af Karnov Group Denmark A/S, København, 1. udgave, 1. oplag

IFRS-bekendtgørelsen nr. 1329 af 14. december 2004

Af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen

Ejendom & Entreprise, Investeringsejendomme, Infrastructure, Government & Healthcare

Af KPMG Statsautoriseret Revisionspartnerskab, 2008.

Indsigt i Årsregnskabsloven – KPMG's praktiske guide til forståelse af loven

Af KPMG, 5. udgave 2010/11 – kpmg.dk

Overblik Inspiration Viden – Regnskabshåndbogen 2011

Af PwC, udgave 2011

Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen

Af Ejendomsforeningen Danmark, oktober 2006.

Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang

Af Jens O. Elling og Ole Sørensen, Gads forlag, 2. udgave 1. oplag, 2005,

Revision af ejendomsselskaber

Af statsautoriseret revisor Lars Riise, Deloitte – Birkerød, INSPI nr. 2, 2005

Finansiel rapportering – teori og regulering

Af Jens O. Elling og Gjellerup, 1. udgave, 2. oplag 2009

Håndbog i facilities management

Af Per Anker Jensen, Dansk Facilities Management – netværk, 3. udvidede udgave, januar 2011

Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber

Af Ejendomsforeningen Danmark, juni 2009

Prisfastsættelsen på aktiemarkedet

Af PriceWaterhouseCoopers, 2010

Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele

Af FSR, 2003

15.2 Artikler - internet

Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme

<http://dn-erhverv.dk/analyser/regnskabsmaessig-behandling-af-investeringsejendomme/>

Værd at vide om investeringsejendomme – regnskabsmæssig behandling, januar 2011, BDO

www.bdo.dk/Publikationer/Publikationer/VaVo_Investeringsejendomme_TOJ.pdf

Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme under anlægsaktiver

www.finanstilsynet.dk/sw21229.asp?usepf=true

Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme – Ejendomssalg og investering

<http://dn-erhverv.dk/analyser/regnskabsmaessig-behandling-af-investeringsejendomme/>

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

[www.eogs.dk/graphics/regnskab/notat%20om%20m%E5ling%20\(v%E6rdians%E6ttelse\)%20af%20ejendomme.pdf](http://www.eogs.dk/graphics/regnskab/notat%20om%20m%E5ling%20(v%E6rdians%E6ttelse)%20af%20ejendomme.pdf)

Notat om udvalgte revisionsmæssige forhold, som revisor skal overveje i lyset af de ændrede markedsforhold af d. 6. marts 2009, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen

<http://www.eogs.dk/graphics/nyheder/Notat%20om%20udvalgte%20revisionsforhold%20i%20en%20krisetid.pdf>

Ejendomsstatistikken

<http://stat.ejendomsforeningen.dk/pxwebejendomsf/Dialog/Saveshow.asp>

Colliers MarkedsPULS 3. kvartal 2011

www.colliers.dk/files/pdf/markedspuls_3_kvartal_2011.pdf

Colliers Status Retail August 2010

http://www.colliers.dk/files/pdf/status_retail_260810.pdf

Benchmarking af ejendomme af Henrik Carlsen, næstformand i Dansk Facilities Management, netværks- og projektchef i E. Pihl og Søn A/S

www.dfm-key.dk/media/file/Benchmarking%20Af%20Ejendomme.pdf

Fondsrådets generelle overvejelser og afvejninger ved vurdering af væsentlighed i forbindelse med regnskabskontrol

www.fondsraadet.dk/upload/Fondsraadet/Dokumenter/Presse/fondsraadsbrev171208.pdf

Udfordringer i forbindelse med årsrapporten for 2008, Foreningen af Statsautoriserede revisorer

www.fsr.dk

Juridisk-kritisk revision – anbefalinger til bedste praksis – Rigsrevisionen, oktober 2006

[http://www.rigsrevisionen.dk/media\(698,1030\)/Juridisk-kritisk_revision.pdf](http://www.rigsrevisionen.dk/media(698,1030)/Juridisk-kritisk_revision.pdf)

Revision af mindre virksomheder, Beierholm, Jesper Seehausen og Thomas Nic. Nielsen

www.slideshare.net/jseehaus/revision-af-mindre-virksomheder

Supplerende krav for børsnoterede selskaber ved aflæggelse af årsrapport efter IFRS

www.pwc.dk/da/ifrs/tjeklister.jhtml

Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber

www.ejendomsforeningen.dk/multimedia/Best_practice.pdf

Bolius Boligejernes videntcenter - Tjek om ejendommen er forurennet

www.bolius.dk/alt-om/grunden/artikel/tjek-om-ejendommen-er-forurennet/#Hvor-finder-du-information-om-en-eventuel-jordforurening

Millioner forsvundet fra konkursbo

<http://epn.dk/brancher/finans/ejendom/article2656896.ece>

Realkredit Danmark - Obligationslån

<http://www.rd.dk/da-dk/erhverv/Finansiering/Laantyper/Pages/Obligationslaan.aspx?tab=1#tabanchor>

Realkredit Danmark – Kontantlån

<http://www.rd.dk/da-dk/erhverv/Finansiering/Laantyper/Pages/Kontantlaan.aspx?tab=1#tabanchor>

Realkredit Danmark – Flexlån

<http://www.rd.dk/da-dk/erhverv/Finansiering/Laantyper/Pages/flexlaan-t.aspx?tab=1#tabanchor>

Realkredit Danmark – FlexGaranti

<http://www.rd.dk/da-dk/erhverv/Finansiering/Laantyper/Pages/FlexGaranti.aspx?tab=1#tabanchor>

Oplysning om usikkerheder om going concern, usikkerhed ved indregning og måling, usædvanlige forhold og efterfølgende begivenheder - Faglig information til FSRs medlemmer

http://fsr.dk/~media/Files/FSR/Faglige_informationer/Regnskaber/Love%20og%20bekendtgoerelser/Aarsregnskabsloven/11plac%20i%20rsrapport%20af%20opl%20om%20usikkerhed%20om%20going%20concern.ashx

Sådan startede den aktuelle finanskrisen af Rikke Brøndum, Erhvervsbladet.dk, tirsdag d. 7. oktober 2008 19:50

www.erhvervsbladet.dk/erhvervsklima/saadan-startede-den-aktuelle-finanskrisen

Politikere vil endevende finanskrisen i ny kommission af Anders Pedersen, Ugebrevet A4, nr. 7 21.02.-27.02.2011

www.ugebreveta4.dk/2011/201107/Artikler/Politikere_vil_endevende_finanskrisen_i_ny_kommission.aspx

Finanskrisen 2007-2010 Fra Wikipedia, den frie encyklopædi

http://da.wikipedia.org/wiki/Finanskrisen_2007-2010

Invest-direktør: Ny finanskrisen om to-tre år Af Gerd Buchhave, 7. juni 2011 19:50

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/208895/invest-direktoer_ny_finanskrisen_om_to-tre_aar.html

IMF frygter ny finanskrisen af Benjamin Werner Christensen, 21. marts 2011 10:41

http://borsen.dk/nyheder/finans/artikel/1/203863/imf_frygter_ny_finanskrisen.html

Bankpakke 1 Fra Wikipedia, den frie encyklopædi

http://da.wikipedia.org/wiki/Bankpakke_1

Bankpakke 2 Fra Wikipedia, den frie encyklopædi

http://da.wikipedia.org/wiki/Bankpakke_2

15.3 Regnskaber

Dades AS – Årsrapport 2006/07

Dades AS – Årsrapport 2007/08

Dades AS – Årsrapport 2008/09

Dades AS – Årsrapport 2009/10

Essex Invest Holding ApS – Årsrapport 2005/06

Essex Invest Holding ApS – Årsrapport 2006/07

Essex Invest Holding ApS – Årsrapport 2007/08

Essex Invest Holding ApS – Årsrapport 2008/09

Essex Invest Holding ApS – Årsrapport 2009/10

Jeudan A/S – Årsrapport 2006

Jeudan A/S – Årsrapport 2007

Jeudan A/S – Årsrapport 2008

Jeudan A/S – Årsrapport 2009

Jeudan A/S – Årsrapport 2010

Nordicom A/S – Årsrapport 2006

Nordicom A/S – Årsrapport 2007

Nordicom A/S – Årsrapport 2008

Nordicom A/S – Årsrapport 2009

Nordicom A/S – Årsrapport 2010

15.4 Andet

Aktuel Regnskab & Revision 2011, Beierholm

Kontrolbaseret revision 2011, Beierholm

Cand.merc.aud.-studiet

Aalborg Universitet

Kandidatafhandling 2012

**Bilag til kandidatafhandling:
Revision af investeringsejendomme til dagsværdi
- fokus på værdiansættelsen**

Udarbejdet af: Torben Sand

Vejleder: Hans B. Vistisen

Indholdsfortegnelse

BILAG 1 - EKSEMPLER PÅ INVESTERINGSEJENDOMME OG EJENDOMME DER IKKE ER INVESTERINGSEJENDOMME IFØLGE REGNSKABSVEJLEDNING 16	3
BILAG 2 - OVERFØRSEL TIL/FRA KATEGORIEN INVESTERINGSEJENDOMME EFTER REGNSKABSVEJLEDNING 16	4
BILAG 3 - YDERLIGERE NOTEOPLYSNINGSKRAV EFTER REGNSKABSVEJLEDNING 16....	5
BILAG 4 - EKSEMPEL PÅ REGNSKABSMÆSSIG BEHANDLING AF INVESTERINGS-EJENDOMME EFTER ÅRSREGNSKABSLOVEN OG REGNSKABSVEJLEDNING 16	7
BILAG 5 - OPLYSNINGSKRAV EFTER IAS 40	10
BILAG 6 - UDDRAG AF NOTER VEDRØRENDE VÆSENTLIGE REGNSKABSMÆSSIGE SKØN I JEUDAN A/S' ÅRSRAPPORT FOR 2010.....	12
BILAG 7 - UDDRAG AF NOTER VEDRØRENDE VÆSENTLIGE REGNSKABSMÆSSIGE VURDERINGER OG SKØN I NORDICOM A/S' ÅRSRAPPORT FOR 2010	14
BILAG 8 - UDDRAG AF NOTER VEDRØRENDE VÆSENTLIGE REGNSKABSMÆSSIGE SKØN I DADES AS' ÅRSRAPPORT FOR 2010/11	16
BILAG 9 - RISIKOFAKTORER I DCF-MODELLEN	20
BILAG 10 - NORMALINDTJENINGSMODEL - AFKASTKRAV PÅ 6,0%	21
BILAG 11 - NORMALINDTJENINGSMODEL - AFKASTKRAV PÅ 6,5%	22
BILAG 12 - DISCOUNTED-CASH-FLOW-MODELLEN - DISKONTERINGSRENTE 8,0%	23
BILAG 13 - DISCOUNTED-CASH-FLOW-MODELLEN - DISKONTERINGSRENTE 8,5%	25
BILAG 14 - RISIKOFAKTORER FOR VÆSENTLIG FEJLINFORMATION I FORBINDELSE MED OPGØRELSE AF DAGSVÆRDIER UNDER DE NUVÆRENDE ØKONOMISKE FORHOLD	27
BILAG 15 - MARKEDSLEJE OG AFKASTKRAV	28
BILAG 16 - AFKAST EFTER AFKASTTYPE OG ERHVERVSTYPE I PERIODEN FRA ÅR 2000 TIL ÅR 2010.	29
BILAG 17 - UDDRAG AF NOTE 18 FRA ESSEX INVEST HOLDING APS (KONCERN).....	30
BILAG 18 - REGNSKABSANALYSE ESSEX INVEST HOLDING APS (KONCERN)	31
BILAG 19 - HOVED- OG NØGLETAL I JEUDANS ÅRSRAPPORT FOR 2010	33
BILAG 20 - REGNSKABSANALYSE JEUDAN A/S (KONCERN)	34
BILAG 21 - REGNSKABSANALYSE NORDICOM A/S (KONCERN)	36
BILAG 22 - NORDICOM A/S (KONCERN) - NOTE 18 INVESTERINGSEJENDOMME	37

BILAG 23 - NORDICOM A/S (KONCERNEN) - FØLSOMHEDSANALYSE FOR DAGSVÆRDIEN	38
BILAG 24 - FORBRUGERPRISINDEKS	39
BILAG 25 - BENCHMARK FOR EJEDE EJENDOMME FOR ÅRET 2008	40
BILAG 26 - REVISIONSPPLAN FOR INVESTERINGSEJENDOMME	41
BILAG 27 - DAGSVÆRDIHIERARKIET	44
BILAG 28 - EKSEMPEL PÅ REVISORS UAFHÆNGIGE ERKLÆRING	45
BILAG 29 - REVISIONSPROCESSEN	47
BILAG 30 - UDDRAG AF DEN UAFHÆNGIGE REVISORS PÅTEGNING FOR ESSEX INVEST HOLDING APS (KONCERNEN) - FINANSIERING OG GOING CONCERN	48
BILAG 31 - UDDRAG AF DEN UAFHÆNGIGE REVISORS PÅTEGNING FOR ESSEX INVEST HOLDING APS (KONCERNEN) - VÆRDIANSÆTTELSEN AF EJENDOMMENE	49
BILAG 32 - UDDRAG AF LEDELSESBERETNINGEN I ESSEX INVEST HOLDING APS (KONCERNEN)	50
BILAG 33 - BETYDELIG USIKKERHED OM FORTSAT DRIFT	51

Bilag 1 - Eksempler på investeringsejendomme og ejendomme der ikke er investeringsejendomme ifølge Regnskabsvejledning 16

”Investeringsejendomme er eksempelvis:

- Ejendomme ejet med henblik på langsigtet kapitalgevinst og ikke med henblik på kortsigtet salg som en del af den ordinære drift.
- Ejendomme, hvor den fremtidige anvendelse endnu ikke er fastlagt. Når det ikke er besluttet at anvende en ejendom som domicilejendom eller handelsejendom, anses ejendommen for at være investeringsejendom.
- Ejendomme, som en virksomhed har leaset på finansielle leasingvilkår og videreudlejet på operationelle leasingvilkår.
- Ejendomme, der er tomme, men ejet med henblik på udlejning.

Ejendomme, der ikke er investeringsejendomme, er eksempelvis:

- Ejendomme, der er opkøbt med henblik på videresalg i løbet af kort tid eller med henblik på ombygning og / eller renovering og efterfølgende salg (handelsejendomme) eller sådanne ejendomme under opførelse.
- Ejendomme under opførelse for tredjemand
- Domicilejendomme, herunder ejendomme ejet med henblik på fremtidig anvendelse som domicilejendomme, eventuelt efter ombygning og renovering, ejendomme udlejet til virksomhedens medarbejdere, uanset om de betaler markedsleje, samt domicilejendomme udbudt til salg.
- Ejendomme under opførelse, der fremtidigt skal anvendes som investeringsejendomme. Denne vejledning finder anvendelse, når ejendommen er færdigopført. Denne vejledning finder imidlertid altid anvendelse på investeringsejendomme, der er under ombygning, renovering mv. med henblik på at sikre fortsat anvendelse som investeringsejendom.”¹

¹ Revisorhåndbogen 2011- Regnskab – Regnskabsvejledning 16, afsnit 12-13

Bilag 2 - Overførsel til/fra kategorien investeringsejendomme efter Regnskabsvejledning 16

Ved ændring i anvendelsen af ejendommen skal der ske overførsel til/fra investeringsejendomme, idet ejendommen vil komme i en anden kategori.

- Investeringsejendomme overføres til dagsværdi på overførselsdagen. Herefter er dagsværdien kostprisen for domicil- og handelsejendomme.
- Overførsel fra domicilejendomme til investeringsejendomme foretages til regnskabsmæssig værdi på overtagelsesdagen. Eventuelle værdireguleringer foretages som ned- eller opskrivning efter RV 10, Materielle anlægsaktiver.
- Overførsel fra handelsejendomme til investeringsejendomme, der måles til dagsværdi foretages til dagsværdi på overtagelsesdagen. Reguleringer fra regnskabsmæssig værdi til dagsværdien foretages i resultatopgørelsen.
- Overførsel fra ejendomme under opførelse til investeringsejendomme sker på overtagelsesdagen til regnskabsmæssig værdi. Værdireguleringen til dagsværdi foretages i resultatopgørelsen.²

² Revisorhåndbogen 2011 – Regnskabsvejledning 16, afsnit 39-44

Bilag 3 - Yderligere noteoplysningskrav efter Regnskabsvejledning 16

Det bør i noterne nævnes, beløb på reparation og vedligeholdelse, hvis omkostningen er væsentlig.

Endvidere skal følgende oplysninger fremgå (der kan ses bort fra sammenligningstal):

- Kostpris ultimo forrige år
- Tilgang i året
- Afgang i året
- Kostpris ultimo indeværende år
- Værdireguleringer ultimo forrige år
- Værdiregulering i regnskabsåret
- Tilbageførsel af værdiregulering i forbindelse med afhændelse af aktiv
- Værdiregulering ultimo indeværende år
- Regnskabsmæssig værdi ultimo

Der skal også ske visning af tilgange i forbindelse med overtagelser/fusioner, kursregulering fra anden valuta, overførsler, afgang ved spaltning/virksomhedssalg, årets tilgang til kostpris som skyldes forbedringer.

Der skal endvidere gives oplysninger om:

- Begrænsninger i ejendomsretten. Dette kan være pantsætning m.v.
- Den regnskabsmæssige værdi af den pantsatte del
- Kontraktlige forpligtelser til erhvervelse eller opførelse af investeringsejendomme, reparation, vedligeholdelse eller forbedringer.
- Dagsværdi for investeringsejendomme, som er værdi fastsat af en ekstern vurderingsmand, herunder dennes kvalifikationer og navn
- Den regnskabsmæssige værdi af investeringsejendomme fastsat efter en afkastbaseret model, herunder oplysning om den vejede gennemsnitlige diskonteringsfaktor, som er anvendt (dagsværdi af investeringsejendomme ultimo/diskonteringsgrundlaget). Der er endvidere anbefaling om oplysning omkring følsomheden ved anvendelse af en anden diskonteringsfaktor
- Regnskabsmæssig værdi af ejendomme som ikke er værdiansat efter en afkastbaseret model, herunder ejendommenes lejeindtægter og driftsomkostninger i året

I tilfælde af, at investeringsejendomme ikke er virksomhedens hovedaktivitet samt disse ikke udgør en væsentlig aktivitet og oplysningerne ikke er nødvendige for forståelsen, kan de to sidste oplysninger udelades.³

³ Revisorhåndbogen 2011- Regnskab – Regnskabsvejledning 16, afsnit 59-68, 72

Bilag 4 - Eksempel på regnskabsmæssig behandling af investerings-ejendomme efter Årsregnskabsloven og Regnskabsvejledning 16

Efter virksomheden har defineret en ejendom som en investeringsejendom, kan målingen efter første indregning til kostpris, ske til dagsværdi med regulering i resultatopgørelsen efter RV 16 samt ÅRL § 38.

Nedenfor fremgår forudsætningerne til et fiktivt eksempel på indregning af en investeringsejendom. Eksemplet er blot for vise hvorledes resultatet og balancen påvirkes, hvorved at oplysnings- og præsentationskrav ikke opfyldes.

- Hele bygningen består af en investeringsejendom, hvilken skal give et løbende afkast ved udleje.
- Ejendommens købspris udgør t.DKK 5.000.
- Advokatombkostninger udgør t.DKK 100, herunder henhører ombkostninger til tinglysning.
- Overtagelsen af ejendommen sker primo 2009 (fordele og risici ved besiddelse af ejendommen overgår fra sælger til køber).
- Der optages en gældsforpligtelse på t.DKK 5.400 til kurs 95 i forbindelse med købet af ejendommen. Der er t.DKK 30 ombkostninger forbundet med tinglysning heraf, hvorefter provenu udgør t.DKK 5.100.
- Der betales kun renter på lånet, ingen afdrag. Renterne udgør DKK 205.200 (2009) samt DKK 216.000 (2010 og 2011)
- Ejendommens dagsværdi (markedsværdien på et transparent og aktivt marked) udgør ultimo 2009 t.DKK 5.800.
- Lånet er pr. 31.12.09 i kurs 95 (t.DKK 5.130) og pr. 31.12.10 i kurs 100 (t.DKK 5.400).
- I 2010 foretages der forbedringer på ejendommen for t.DKK 500.
- Dagsværdien udgør ultimo 2010 t.DKK 6.000 (markedsværdien kan være sværere at ansætte på baggrund af de få handler som følge af finanskrisen). Værdien er uændret ultimo 2011.
- Den årlige lejeindtægt udgør t.DKK 510 i 2009 og t.DKK 570 i 2010 og 2011.
- Der fremgår ikke el, vand og varme, da disse ombkostninger forudsættes afholdt af lejere.
- Den almindelige vedligeholdelse, administrationsombkostninger, skatter og afgifter mv. udgør i alt t.DKK 200 for året 2009 samt t.DKK 210 for årene 2010 og 2011.

Lejeindtægter, driftsombkostninger og finansieringsombkostninger påvirker likviditeten i virksomheden. I 2010 påvirkes likviditeten endvidere af forbedringen på ejendommen.

I balancen optages ejendommen til kostpris t.DKK 5.100 under anlægsaktiverne. Den tilhørende gældsforpligtelse optages ligeledes til amortiseret kostpris. Lånet lyder på t.DKK 5.400, men der er et kurstab på t.DKK 270 samt t.DKK 30 til tinglysning, hvilke efter denne metode skal amortiseres over årene og indgå som en finansieringsomkostning (ved første indregning). Gældsforpligtelsen, som vises til kostpris er blot for at vise første indregning. Likviderne består af en primo beholdning på t.DKK 650.

Efter første indregning opskrives investeringsejendommen til dagsværdi. I 2009 udgør opskrivningen t.DKK 700.

Den tilhørende forpligtelse måles til dagsværdi (idet aktivet er indregnet til dagsværdi efter ÅRL § 38), hvilket betyder denne reguleres med t.DKK 30. Samlet set giver reguleringen på ejendommen og reguleringen af gælden en positiv værdiregulering, som indregnes i resultatopgørelsen, hvorefter den bliver ført på den frie egenkapital via årets resultat. Resultatet reduceres med den udskudte skat på t.DKK 175 (der indregnes ikke aktuel skat). Dagsværdien på gælden forudsættes lig skattemæssig værdi.

I 2010 sker der en forbedring på t.DKK 500, hvilken aktiveres, idet den forventes at tilføre yderligere indtægter i fremtiden. Samtidig opgøres dagsværdien ultimo til t.DKK 6.000, hvilket betyder, at ejendommen skal reguleres ned. Herved ”omkostningsføres” en andel af forbedringen i resultatopgørelsen, t.DKK 300. Endvidere reguleres gældsforpligtelsen til dagsværdi, hvilket betyder en yderligere omkostning på t.DKK 270. Samlet påvirker dette resultatopgørelsen negativt med t.DKK 570, når der ses på det regnskabsmæssige resultatet før skat. Reguleringen på den udskudte skat påvirker resultatet positivt med t.DKK 75 (25% af reguleringen på ejendommen), da dagsværdien fortsat forudsættes lig skattemæssig værdi.

I 2011 sker der ingen dagsværdireguleringer, samtidig er lejeindtægter, driftsomkostninger og finansieringsomkostningerne uændret.

Skatten i eksemplet består udelukkende af regulering af udskudt skat. Den udskudte skat er forudsat at være 25% af forskellen mellem den regnskabsmæssige og skattemæssige værdi på investeringsejendommen.

Resultatopgørelse	2011	2010	2009
Lejeindtægter	570.000	570.000	510.000
Værdireguleringer, investeringsejendom	0	-300.000	700.000
Værdireguleringer, gældsforpligtelser	0	-270.000	-30.000
Driftsomkostninger	-210.000	-210.000	-200.000
Finansieringsomkostninger	-216.000	-216.000	-205.200
Resultat af ordinær drift	144.000	-426.000	774.800
Skat (udskudt skat)	0	75.000	-175.000
Resultat efter udskudt skat	144.000	-351.000	599.800

Balance	31.12.11	31.12.10	31.12.09
Anlægsnote			
Kostpris, primo	5.600.000	5.100.000	0
Tilgang i året	0	500.000	5.100.000
Kostpris, ultimo	5.600.000	5.600.000	5.100.000
Værdireguleringer, primo	400.000	700.000	0
Værdiregulering i regnskabsåret	0	-300.000	700.000
Værdireguleringer, ultimo	400.000	400.000	700.000
Regnskabsmæssig værdi, ultimo	6.000.000	6.000.000	5.800.000
Likvider	542.800	398.800	754.800
Aktiver i alt	6.542.800	6.398.800	6.554.800

Egenkapital			
Egenkapital, primo	898.800	1.249.800	650.000
Overført resultat	144.000	-351.000	599.800
Egenkapital, ultimo	1.042.800	898.800	1.249.800
Udskudt skat	100.000	100.000	175.000
Gældsforpligtelse kostpris	5.100.000	5.100.000	5.100.000
Amortiseret kostpris (t.DKK 5.400 fratrukket låneomkostninger)			
Værdiregulering primo, dagsværdi	300.000	30.000	0
Værdiregulering i året	0	270.000	30.000
Værdiregulering ultimo, dagsværdi	300.000	300.000	30.000
Gældsforpligtelse	5.400.000	5.400.000	5.130.000
Passiver i alt	6.542.800	6.398.800	6.554.800

Bilag 5 - Oplysningskrav efter IAS 40

Følgende punkter skal oplyses efter IAS 40:

- Om der anvendes kostprismodel eller dagsværdimodel
- I tilfælde af dagsværdimodellen anvendes, skal der oplyses om og under hvilke forhold ejendomsandele, som besiddes i forbindelse med en operationel leasingkontrakt, er klassificeret og behandlet som en investeringsejendom
- Kriterier for at skelne mellem investerings- og domicilejendomme, når klassifikationen er vanskelig.
- Metoder og væsentlige forudsætninger ved opgørelsen af dagsværdi, herunder om baggrunden er markedsindikatorer eller andre faktorer.
- Omfang af værdiansættelse fra uafhængig vurderingsmand samt oplysninger omkring denne, herunder anerkendte, relevante faglige kvalifikationer og nylig erfaring inden for det geografiske område og kategorien, hvor ejendommen hører under. Det skal oplyses, hvis skønnet ikke er foretaget.
- Lejeindtægter fra investeringsejendomme, direkte omkostninger specificeret på ejendomme hvor der er opnået indtægt og ejendomme, hvor der ikke har været indtægt.
- Akkumuleret ændring i dagsværdi, som er indregnet i resultatet ved salg af en investeringsejendom fra en sammenlægning af aktiver, hvor kostprismodellen har været anvendt, til en sammenlægning af aktiver, hvor dagsværdien er anvendt.
- Tilstedeværelse og størrelse af restriktioner ved ejendommens realisation eller betaling af indtægter og provenu ved afhændelse.
- Kontraktlige forpligtelser

Endvidere er der til dagsværdimodellen tilknyttet krav til følgende oplysninger:

- Afstemning af den regnskabsmæssige værdi af investeringsejendommen primo samt ultimo med angivelsen af følgende:
 - Tilgange (specificeret på anskaffelser og tilgange på eksisterende aktiver)
 - Tilgange vedrørende virksomhedssammenslutninger
 - Aktiver som er klassificeret som besiddelse med henblik på videresalg
 - Værdireguleringer
 - Valutareguleringer (fra årsregnskab til anden præsentrationsvaluta eller fra udenlandsk virksomheds årsregnskab til virksomhedens præsentrationsvaluta)
 - Overførsler mellem ejendoms kategorierne
 - Andre ændringer

I tilfælde hvor dagsværdien ikke kan opgøres pålideligt for ejendommen skal denne vises separat i forhold til ovenfornævnte oplysninger.

Endvidere skal virksomheden give følgende oplysninger:

- Beskrivelse af investeringsejendomme
- Oplysning om årsag til dagsværdien ikke kan opgøres pålideligt
- Hvis det er muligt at oplyse om intervallet i hvilket dagsværdien med højest sandsynlighed findes

Ved afhændelse af en investeringsejendom, hvor der er foretaget måling til kostpris skal der gives følgende oplysninger:

- Om afhændelse af ejendom målt til kostpris
- Om regnskabsmæssig værdi på salgstidspunktet
- Om beløbsmæssig størrelse af indregnet gevinst eller tab⁴

⁴ International Regnskabsstandard 40, afsnit 74-78

Bilag 6 - Uddrag af noter vedrørende væsentlige regnskabsmæssige skøn i Jeudan A/S' Årsrapport for 2010

2. VÆSENTLIGE REGNSKABSMÆSSIGE SKØN

Flere regnskabsposter kan ikke måles med sikkerhed, men kun skønnes. Sådanne skøn omfatter vurderinger på baggrund af de seneste oplysninger, der er til rådighed på tidspunktet for regnskabsafslæggelsen. Det kan være nødvendigt at ændre tidligere foretagne skøn på grund af ændringer af de forhold, der lå til grund for skønnet, eller på grund af supplerende information, yderligere erfaring eller efterfølgende begivenheder.

I forbindelse med den praktiske anvendelse af den beskrevne regnskabspraksis har ledelsen foretaget følgende væsentlige regnskabsmæssig vurdering, der har haft en betydelig indflydelse på årsregnskabet.

Dagsværdiregulering af investeringsejendomme
Jeudans ejendomme måles til dagsværdi, og værdireguleringerne føres over resultatopgørelsen.

Måling til dagsværdi foretages for hver enkelt ejendom med udgangspunkt i ejendommens detaljerede budget for det kommende driftsår, korrigeret for udsving der har karakter af enkeltstående hændelser. Med udgangspunkt heri anvendes en afkastbaseret model, som Jeudan pt. anser som mest velegnet til værdiansættelsen.

Den af Jeudan anvendte model, som har været brugt konsistent gennem flere år, indeholder følgende hovedelementer:

- 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)

1. Årlige lejeindtægter

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

2. Regulering til markedsleje

I ejendomme, hvor Jeudan vurderer, at den faktiske leje er højere eller lavere end den leje, der vil kunne opnås ved genudlejning, reguleres den aktuelle leje til den forventede genudlejningsleje.

3. Driftsomkostninger

Samtlige faktiske driftsomkostninger fratrækkes. De omfatter bl.a. skatter og afgifter, forsikringer, serviceabonnementer, renholdelse, ejendomsservice, forsyning etc.

4. Ind- og udvendig vedligeholdelse

En væsentlig andel af vedligeholdelsesomkostningerne på erhvervs-ejendomme afholdes af kunderne, men det kan variere afhængig af kontraktvilkårene. Til udvendig vedligeholdelse hensættes på

erhvervs-ejendomme årligt gennemsnitlig DKK 30 pr. m². Der hensættes ikke til indvendig vedligeholdelse på erhvervslejemål, 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.

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.

6. Afkastprocent

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

For konstatering af udviklingen i markedsforholdene anvender Jeudan bl.a. følgende kilder:

- Jeudan præsenteres løbende for nye ejendomsinvesteringer. Henvendelserne kommer fra ejendomsmæglere, penge- og real-kreditinstitutter 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.
- Jeudan optager løbende finansiering hos de finansielle samarbejdspartnere (realkredit og pengeinstitut). I forbindelse hermed gennemfører långiverne en selvstændig vurdering af hver enkelt ejendom. Yderligere afholder direktionen møde med de finansielle samarbejdspartnere hvert kvartal, hvor bl.a. prisudviklingen på investeringsmarkedet og udlejningsmarkedet drøftes. Igennem en længere årrække – også i 2010 – har institutternes vurderinger i finansieringssøjemed i al væsentlighed svaret til både Jeudans egne vurderinger og anskaffelsessummer på nyinvesteringer.
- Jeudan afholder løbende møder med de større ejendomsmæglervirksomheder i København, og på disse møder drøftes blandt andet udviklingen i ejendomspriserne.

Disse kilder kombineret med Jeudans øvrige observationer på ejendomsmarkedet og den enkelte ejendoms forhold, danner grundlaget for fastsættelse af en afkastprocent for hver enkelt ejendom.

7. Refusionssaldi

Refusionssaldi opgøres som deposita, forudbetalt leje og positivt indestående på vedligeholdelseskonti i henhold til boligreguleringslovens §§ 18 og 22.

8. Korrektioner til dagsværdien

Der kan ske korrektion til den beregnede dagsværdi i form af reservationer (fradrag) til forestående væsentlige renoverings- og ombygningsopgaver, ejendomme beliggende i helt særlige økonomisk trængte erhvervs- eller beboelsesområder, ejendomme med hjemfaldsforpligtelse eller lignende.

Målingen af Koncernens ejendomme har for 2010 resulteret i en samlet opskrivning på DKK 293 mio. Ejendommene er værdiansat til et gennemsnitligt afkast på 5,2% mod 5,4% i 2009.

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

Interval for anvendte afkastprocenter	Andel af portefølje	Gennemsnitligt afkast	Gennemsnitlig pris pr. m ²
Afkastprocent: Over 8,00%	0,20%	9,0%	5.845
Afkastprocent: 7,50% til 8,00%	3,90%	7,6%	5.448
Afkastprocent: 7,00% til 7,49%	2,30%	7,0%	6.541
Afkastprocent: 6,50% til 6,99%	1,00%	6,5%	8.811
Afkastprocent: 6,00% til 6,49%	7,60%	6,2%	13.875
Afkastprocent: 5,50% til 5,99%	3,00%	5,5%	26.346
Afkastprocent: 5,00% til 5,49%	45,70%	5,1%	23.680
Afkastprocent: < 4,99%	36,30%	4,7%	27.101
Samlet for porteføljen	100,00%	5,2%	19.452

Den regnskabsmæssige værdi af ejendommene påvirkes primært af de fastsatte afkastkrav til de enkelte ejendomme. Ledelsen fastsætter løbende afkastkravet til de enkelte ejendomme bl.a. ud fra

- udviklingen i markedsforholdene for den pågældende ejendomstype
- udviklingen i det generelle renteniveau
- erfaringer med årets køb og salg
- ændringer i den enkelte ejendoms forhold.

Følsomheden ved ændringer i Jeudans afkastkrav er belyst i tabel 19 på side 83. Tabellen viser effekten på dagsværdien, egenkapitalen, indre værdi pr. aktie og dagsværdi pr. m² ved ændring i afkastprocenten i intervaller af hhv. +/- 0,25%-point. Ved en stigning i afkastprocenten på 0,5%-point vil ejendommenes dagsværdi falde med DKK 1.246 mio. Omvendt vil et fald i afkastprocenten på 0,5%-point medføre en stigning i dagsværdien på DKK 1.533 mio.

Bilag 7 - Uddrag af noter vedrørende væsentlige regnskabsmæssige vurderinger og skøn i Nordicom A/S' Årsrapport for 2010

Væsentlige regnskabsmæssige vurderinger og skøn

I forbindelse med den praktiske anvendelse af den beskrevne regnskabspraksis har ledelsen foretaget de efterfølgende nævnte regnskabsmæssige vurderinger og skøn, der har haft betydelig indflydelse på årsrapporten.

Opgørelse af dagsværdi af færdige investeringsejendomme

Færdige investeringsejendomme måles i årsrapporten til dagsværdi baseret på en normalindtjeningsmodel. Den samlede regnskabsmæssige værdi pr. 31. december 2010 udgør 3.349 mio. kr. inkl. "Investerings-ejendomme bestemt for salg". Opgørelse af dagsværdi på investerings-ejendomme er i stort omfang baseret på ledelsens skøn underbygget af markedsmæssige benchmarks. Nordicom supplerer imidlertid opgørelsen af dagsværdier med eksterne vurderinger med henblik på at underbygge værdiansættelsesmodellen, herunder de anvendte afkastkrav. De eksterne vurderinger foretaget i 2010 og 2011 omfatter investeringsejendomme med en bogført værdi på ca. 1.250 mio. kr.

Honorarer til eksterne vurderingsmænd (erhvervsejendomsmæglere) fastsættes uafhængigt af vurderingsresultatet. Der anvendes altid personer, der er uddannet som ejendomsmægler. Til vurderinger af ejendomme i forbindelse med 2010 regnskabet har Nordicom anvendt Sadolin & Albæk, NAI Danmark A/S, Ibo, DTZ, RED, EDC Torben Larsen A/S og Home Erhverv Fyn A/S som eksterne vurderingsmænd.

Opgørelsen af dagsværdier i henhold til en normalindtjeningsmodel tager udgangspunkt i en fastsættelse af det forventede driftsaftak på hver enkelt ejendom. Ved fastsættelsen af det forventede driftsaftak tages i videst muligt omfang udgangspunkt i historiske realiserede driftsresultater for hver enkelt ejendom, korrigeret for forventede ændringer samt enkeltstående hændelser. Ejendommenes dagsværdi opgøres herefter ved kapitalisering af driftsaftaket med et afkastkrav, som fastsættes af ledelsen individuelt for hver enkelt ejendom.

Den anvendte model indeholder følgende hovedelementer:

1	+ Årlige lejeindtægter (fuldt udlejet)
2	- Eventuel regulering af eksisterende leje til anslået markedsleje
3	- Driftsomkostninger
4	- Ind- og udvendig vedligeholdelse
5	- Administration
6	+ Forrentning af depositum
= Driftsaftak	
7	Divideret med afkastkrav
8	- Fradrag for lejeværdi af udlejede arealer (tomgang) samt eventuelle indretningsomkostninger
9	- Fradrag for væsentlige nødvendige investeringer til vedligeholdelse og/eller modernisering
= Dagsværdi	

Ad. 1) De forventede lejeindtægter for det kommende driftsår samt eventuelle øvrige indtægter fra ejendommenes drifts- og varmeregnskaber. For ledige arealer er markedslejen anslået, eksempelvis ved anvendelse af en mæglervurdering for lejeniveauet i det pågældende område.

Såfremt den aktuelle leje ligger under markedslejen, anvendes den aktuelle leje, medmindre der foreligger en aftale om at optrappe lejen for det kommende år.

Ad. 2) Såfremt det vurderes, at den faktiske leje er højere end den leje, der vil kunne opnås ved genudlejning, foretages en reduktion af den aktuelle leje til den forventede leje ved genudlejning.

Ad. 3) Samtlige faktuelle driftsomkostninger fratrækkes. Dette omfatter bl.a. skatter og afgifter, forsikringer, renhold, forsyningsomkostninger, serviceabonnementer etc.

Ad. 4) En væsentlig andel af vedligeholdelsesomkostningerne på erhvervsejendomme afholdes af lejerne afhængig af kontraktsbestemmelserne. Til vedligeholdelse hensættes på erhvervsejendomme gennemsnitlig 45 kr. p.a. pr. m² (2009: 25 kr. p.a. pr. m²). Der hensættes ikke til indvendig vedligeholdelse på erhvervslejemål, da disse omkostninger afholdes af lejerne. Øgede hensættelser til vedligeholdelse har medført dagsværdireguleringer i 2010 på -62 mio. kr.

For så vidt angår ejendomme, hvor Boligreguleringsloven fastsætter hensættelser, anvendes disse for udvendig vedligeholdelse.

Ad. 5) Administration hensættes med et beløb, der erfaringsmæssigt svarer til de faktisk anvendte omkostninger (ca. 3 % af bruttoléjen).

Ad. 6) Modtaget depositum fra lejer forrentes med en rente, som svarer til afkastkravet for den pågældende ejendom.

Ad. 7) Afkastprocenten fastsættes årligt dels på grundlag af udviklingen i markedsforholdene for den pågældende ejendomstype, dels på grundlag af erfaringer med årets salg, og ændringer i den enkelte ejendoms forhold. Afkastkravene ligger pr. 31. december 2010 i intervallet 5,00 % - 8,25 % p.a. (pr. 31. december 2009 i intervallet 4,85 % - 7,75 % p.a.).

De anvendte afkastkrav har væsentlig betydning for Nordicoms egenkapital. Følsomheden ved ændringer i afkastkravet er på den baggrund belyst i nedenstående tabel, hvoraf det fremgår, at en stigning i afkastprocenten på 0,25 procentpoint vil reducere investeringsejendommenes markedsværdi med 107 mio. kr., hvorimod et tilsvarende fald i afkastprocenten vil forøge investeringsejendommenes markedsværdi med godt 114 mio. kr.:

Gennemsnitligt afkastkrav	Ændring i		
	Ændring i afkast- krav	markeds- værdi (mio. kr.)	Markeds- værdi (mio. kr.)
8,34%	1,00%	-390,1	2.863,9
8,09%	0,75%	-301,6	2.952,4
7,84%	0,50%	-207,5	3.046,6
7,59%	0,25%	-107,2	3.146,9
7,34%	0,00%	0,0	3.254,1
7,09%	-0,25%	114,7	3.368,8
6,84%	-0,50%	237,8	3.491,9
6,59%	-0,75%	370,3	3.624,4
6,34%	-1,00%	513,2	3.767,3

Det gennemsnitlige afkastkrav for de færdige investeringsejendomme, som for koncernen for 2010 udgør 7,34 %, beregnes som det forventede driftsresultat uden tomgang divideret med den regnskabsmæssige bogførte værdi.

Ad. 8) Såfremt en ejendom ikke er fuldt udlejet, fratrækkes et beløb svarende til typisk 3 års tomgangsleje, indtil ejendommen forventes genudlejet tillagt eventuelle indretningsomkostninger for de uudlejede arealer. Der indregnes ikke strukturel tomgangsleje i opgørelsen af dagsværdier. Et ændret skøn af strukturel tomgangsleje kan have væsentlig betydning for Nordicoms egenkapital. Således vil et ændret skøn af strukturel årlige tomgangsleje med 10 mio. kr. reducere investerings-ejendommenes værdi med 136 mio. kr. Nordicom har pr. 31. december 2010 en tomgangsleje på 15 % svarende til 38 mio. kr. Der arbejdes på flere fronter for at nedbringe den aktuelle tomgang. Såfremt dette mod forventning ikke fører til markant nedbringelse af tomgangen, må det antages, at yderligere hensættelser bliver nødvendige.

Ad. 9) Er der væsentlige vedligeholdelses- og/eller moderniseringsbehov, som er nødvendige for at sikre en udlejning af ejendommen, fratrækkes de anslåede udgifter hertil. Med væsentlige vedligeholdelses- og/eller moderniseringsbehov forstås specifikke udgifter, som ikke er dækket af den løbende vedligeholdelse.

Bilag 8 - Uddrag af noter vedrørende væsentlige regnskabsmæssige skøn i DADES AS' Årsrapport for 2010/11

Værdiansættelse af investerings- og domicilejendomme

Koncernens ejendomme værdiansættes som tidligere år til skønnet dagsværdi.

Værdiansættelsen af ejendommene sker med anvendelse af en 10-årig Discounted Cash Flow-model (DCF-model). Herudover foretages der løbende analyser af markedsudviklingen og afkastkravene i markedet. Hver enkelt ejendom underkastes herefter en individuel vurdering under hensyntagen til DCF-beregning og markedsudviklingen. Der anvendes ikke eksterne vurderinger ved værdiansættelsen.

Afkastkravene fastsættes af ledelsen i DADES. Nedenfor er vist, hvilke intervaller inden for segmenterne, der er anvendt til værdiansættelsen pr. 30. juni 2011 og de gennemsnitlige afkastkrav i segmenterne. De gennemsnitlige afkastkrav kan variere fra år til år, selvom de enkelte ejendomme fastsættes med uændrede afkastkrav som følge af salg og køb af ejendomme.

Ejendommenes afkastkrav

	Afkast- interval 30.06.11 %	Gns. afkast- krav 30.06.11 %	Gns. afkast krav 30.06.10 %
Butikcentre	5,00 – 6,25	5,51	5,54
Erhvervsejendomme	5,00 – 8,00	5,84	5,87
Ejerlejlighedsejendomme	5,50	5,50	5,50
Samtlige ejendomme	5,00 – 8,00	5,68	5,72

Ændringer i afkastkravene til ejendommene er et væsentligt element, der påvirker ejendomsværdien. Tabellen nedenfor angiver følsomheden og sammenhængen mellem indre værdi i koncernen og forskellige krav til ejendommenes afkast:

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

	Afkast- krav %	Ejen- doms- værdi mio.kr.	Egen- kapital mio.kr.	Indre værdi pr. aktie kr.
-0,50	5,18	20.083	6.320	124
-0,25	5,43	19.146	5.617	110
Basis	5,68	18.293	4.977	98
0,25	5,93	17.513	4.392	86
0,50	6,18	16.798	3.856	76

Discounted Cash Flow-model

DCF-modellen i DADES er en 10-årig budgetmodel og følgende resultatlinjer indgår i beregningen:

+	Lejeindtægter
+	Andre indtægter
-	Tomgang og lejerabatter
+	Forrentning af deposita
=	Bruttoleje
-	Driftsomkostninger (ejendomsskatter, dækningsafgift, forsikring, renhold mv.)
-	Egne andele (af varme- og fællesregnskaber samt ved tomgang)
-	Administration
-	Løbende vedligeholdelsesomkostninger
-	Større vedligeholdelsesomkostninger/investeringer
-	Indretningsomkostninger
=	Omkostninger
=	Nettoleje
+/-	Forrentning af nettoleje
=	Årligt cash flow

Cash flow ud over år 10 (terminalværdien) beregnes efter princippet i en nettolejemodel med udgangspunkt i år 10, men med gennemsnitsbetragtninger for tomgang, indretningsomkostninger, større vedligeholdelsesomkostninger og investeringer. Det enkelte års cash flow samt værdien i terminalåret tilbagediskonteres med det på ejendommen fastsatte afkastkrav.

Leje

Der tages udgangspunkt i budgettet for det kommende regnskabsår, og lejeindtægterne reguleres over den 10-årige periode for kendte reguleringer, såsom trappeleje, faste indeksreguleringer, bortfald af finansieringer og pristalsreguleringer. Der tages kun højde for kendte varslede reguleringer, således at fremtidige forventelige lejestigninger i form af regulering til markedsleje ikke er medtaget, ligesom effekt af potentiel ændret anvendelse af ejendommen mv. ikke medtages. Den indgående leje på hver enkelt ejendom analyseres løbende for verificering af, at markedslejen oppebæres. Den opkrævede leje svarer, efter ledelsens vurdering, i store træk til markedslejen, og der er derfor kun i enkelte tilfælde reguleret i nedadgående retning. Der tages højde for leddige lejemål over perioden, idet der er afsat tomgangsleje som et udtryk for større, men endnu ikke kendte opsigelser af lejemål hen over perioden. Kendte opsigelser hen over perioden indregnes, ligesom der i terminalåret medregnes en tomgangsprocent. Tomgang indregnes over hele perioden, inklusive terminalperioden. Endelig medtages forrentning af deposita svarende til mindsterenten. Lejereguleringerne og skøn over ledighed er fastsat ejendom for ejendom.

Omkostninger

Ejendommenes driftsomkostninger er fastsat ud fra de foreliggende budgetter og erfaringstal for de konkrete og lignende ejendomme. Driftsomkostninger omfatter skatter og afgifter, forsikring og renholdelse. Driftsomkostningerne pristalsreguleres løbende over perioden. Ved tomgang er indregnet den del af ejendommens omkostninger på drift og varmeregnskaber, som sædvanligvis betales af lejerne, men som ejeren må bære på grund af tomgangen.

Ved ejendommenes vedligeholdelse skelnes der mellem den almindelige løbende vedligeholdelse og større vedligeholdelsesarbejder og investeringer. Almindelig løbende vedligeholdelse fastsættes ud fra foreliggende budgetter og erfaringstal for de konkrete og lignende ejendomme. Større vedligeholdelsesarbejder, såsom tag og vinduesudskiftninger, facaderenoveringer, udskiftning af varmecentraler og lignende, medtages i henhold til budgetter. Der udarbejdes hvert år 10-årige vedligeholdelsesbudgetter. I terminalåret hensættes der til opretholdelse af ejendommens stand ud fra erfaringstal og ud fra en betragtning af, hvilke større vedligeholdelsesarbejder, der er medtaget i den 10-årige budgetperiode.

Endelig indregnes der udlejningsomkostninger og indretningsomkostninger vedrørende lejemål, der over perioden forventes at blive ledige, jf. oven for om lejeindtægter. Omkostningerne fastsættes ud fra ejendommens stand og under hensyntagen til de krav, som lejere må forventes at stille til lejemålenes kvalitet og teknisk indretning.

Årligt cash flow

Driftsresultat i det enkelte budgetår tillægges et rentetillæg som udtryk for forrentningen af den positive eller negative likviditet, ejendommens løbende drift genererer. Cash flow fra den 10-årige periode samt terminalværdien tilbagediskonteres med den for ejendommen valgte afkastprocent. Den således fremkomne beregnede dagsværdi analyseres ud fra sammenligninger med koncernens øvrige ejendomme og markedet generelt.

Risikofaktorer ved DCF-modellen

I forbindelse med anvendelsen af DCF-modellen er der en række forhold, der har betydning for værdiansættelsen, og som der her skal gøres særligt opmærksom på.

Pristalsregulering

Ændringer i satsen for pristalsregulering af såvel indtægter som omkostninger vil have indflydelse på værdiansættelsen af ejendommen. Det er derfor af betydning, at der som udgangspunkt tages realistiske forudsætninger, således at det ikke er nødvendigt med løbende ændringer i reguleringsfaktorerne. I den pr. 30. juni 2011 anvendte DCF-model reguleres samtlige indtægter med 2,5% p.a., mens omkostningerne reguleres med 3,0% p.a. De indgåede lejekontrakter reguleres som udgangspunkt med stigninger i nettoprisindekset, dog oftere og oftere med en minimumsregulering på 3%. Pristalsreguleringen af omkostningerne er således sat til 0,5%-point over pristalsreguleringen af indtægterne. Den seneste offentliggørelse af nettoprisindekset viste 3,1% (juli-maj), mens årsgennemsnittet for 2010 var 2,0%.

Tomgang

Den i modellen stipulerede tomgang er beregnet ud fra en forudsætning om, at en ejendoms totale areal skal gå i tomgang over en periode på eksempelvis 10 år eller 20 år, det vil sige, samtlige lejere bliver udskiftet over denne periode. For de enkelte ejendomme er forudsætningen fastlagt på baggrund af leyersammensætning og indflytningstidspunkt. Enhver ændring i disse forudsætninger vil påvirke værdiansættelsen, men med den løbende analyse af lejerne på ejendommene forventes det, at der kan opnås en glidende værdiudvikling over tid, og det vil kun være i tilfælde med stor fraflytningsfrekvens, at modellen vil udvise negativ værdiudvikling.

Indretning

De stipulerede tomme arealer er i modellen forudsat indrettet afhængigt af deres nuværende stand og de eksisterende lejekontrakters fraflytningsklausuler. Ændringer heri vil påvirke værdiansættelsen, og netop derfor indgås flere og flere nye lejekontrakter med klausuler om lejers genopretning, maling og istandsættelse af gulve ved fraflytning. Fortsættes denne udvikling, vil det med tiden få positive effekter for værdiansættelsen.

Bilag 9 - Risikofaktorer i DCF-modellen

Nedenfor er skitseret, hvordan forskellige risikofaktorer påvirker enten diskonteringsrenten eller cash flow i DCF-modellen:

	Diskonteringsrente	Cash flow
<i>Ejendomsrelaterede faktorer:</i>		
Type af ejendom	X	
Beliggenhed	X	
Lejers bonitet	X	
Udbud og efterspørgsel	X	
Kontraktlængde		X
Faktisk leje i forhold til markedslejen		X
Genudlejningsrisiko og restværdi		X
Tomgang		X
Indretningsudgifter		X
Deposita		X
Udskudt vedligeholdelse		X
<i>Makroøkonomiske faktorer:</i>		
BNP, beskæftigelse m.m.	X	
Inflation	X	X
Risikofrie rente	X	

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

Bilag 10 - Normalindtjeningsmodel - afkastkrav på 6,0%

Afkastkravet er afsat til 6,0%

	År 0 Realiseret	År 1 Normal- indtjening
Lejeindtægter – Bolig	398.621	400.000
Lejeindtægter – Erhverv	98.000	100.000
Indtægter i alt	496.621	500.000
Ejendomsskat	19.832	20.000
Forbrugsafgifter	14.290	15.000
Varmeregnskab	6.709	8.000
Renovation	19.789	20.000
Forsikring	11.349	12.000
Vedligeholdelse – ordinær	39.849	30.000
Administration	20.000	20.000
Vicevært	39.687	40.000
Renholdelse	19.000	20.000
Øvrige ejendomsudgifter	18.200	25.000
Driftsomkostninger i alt	208.705	210.000
Normalindtjening	287.916	290.000
Markedsværdi før reguleringer		4.833.333
Reguleringer:		
- udskudt vedligeholdelse og klargøring af lokaler		-300.000
+ depositum og forudbetalt leje		200.000
Dagsværdi af ejendom		4.733.333
Bogført værdi jf. sidste årsrapport		5.000.000
Årets dagsværdiregulering		-266.667

Bilag 11 - Normalindtjeningsmodel - afkastkrav på 6,5%

Afkastkravet er afsat til 6,5%

	År 0 Realiseret	År 1 Normal- indtjening
Lejeindtægter – Bolig	398.621	400.000
Lejeindtægter – Erhverv	98.000	100.000
Indtægter i alt	496.621	500.000
Ejendomsskat	19.832	20.000
Forbrugsafgifter	14.290	15.000
Varmeregnskab	6.709	8.000
Renovation	19.789	20.000
Forsikring	11.349	12.000
Vedligeholdelse – ordinær	39.849	30.000
Administration	20.000	20.000
Vicevært	39.687	40.000
Renholdelse	19.000	20.000
Øvrige ejendomsudgifter	18.200	25.000
Driftsomkostninger i alt	208.705	210.000
Normalindtjening	287.916	290.000
Markedsværdi før reguleringer		4.461.538
Reguleringer:		
- udskudt vedligeholdelse og klargøring af lokaler		-300.000
+ depositum og forudbetalt leje		200.000
Dagsværdi af ejendom		4.361.538
Bogført værdi jf. sidste årsrapport		5.000.000
Årets dagsværdiregulering		-638.462

Bilag 12 - Discounted-Cash-Flow-modellen - Diskonteringsrente 8,0%

Forudsætninger: Pristalsregulering på lejekontrakter 2,0%

Inflation 2,0%

Forrentning af deposita t.DKK 200, 2,0%

Diskonteringsrente 8,0% inkl. inflation

Jf. cash-flow på næste side.

Opgørelse af værdi	
NPV frit cash flow (år 1 - år 10)	1.875.388
NPV terminalværdi	2.635.241
Dagsværdi af ejendom	4.510.628
Bogført værdi, jf. sidste årsrapport	5.000.000
Årets dagsværdiregulering	-489.372

	År 0 Realiseret	År 1 Budget	År 2 Budget	År 3 Budget	År 4 Budget	År 5 Budget	År 6 Budget	År 7 Budget	År 8 Budget	År 9 Budget	År 10 Budget	Terminalværdi
Lejeindtægter – Bolig	398.621	400.000	408.000	416.160	424.483	432.973	441.632	450.465	459.474	468.664	478.037	478.037
Lejeindtægter – Erhverv	98.000	100.000	102.000	104.040	106.121	108.243	110.408	112.616	114.869	117.166	119.509	119.509
Forrentning af deposita	-	4.000	4.080	4.162	4.245	4.330	4.416	4.505	4.595	4.687	4.780	4.780
Indtægter i alt	496.621	504.000	514.080	524.362	534.849	545.546	556.457	567.586	578.938	590.516	602.327	602.327
Ejendomsskat	19.832	20.000	20.400	20.808	21.224	21.649	22.082	22.523	22.974	23.433	23.902	23.902
Forbrugsafgifter	14.290	15.000	15.300	15.606	15.918	16.236	16.561	16.892	17.230	17.575	17.926	17.926
Varmeregnskab	6.709	8.000	8.160	8.323	8.490	8.659	8.833	9.009	9.189	9.373	9.561	9.561
Renovation	19.789	20.000	20.400	20.808	21.224	21.649	22.082	22.523	22.974	23.433	23.902	23.902
Forsikring	11.349	12.000	12.240	12.485	12.734	12.989	13.249	13.514	13.784	14.060	14.341	14.341
Vedligeholdelse – ordinær	39.849	30.000	30.600	31.212	31.836	32.473	33.122	33.785	34.461	35.150	35.853	35.853
Administration	20.000	20.000	20.400	20.808	21.224	21.649	22.082	22.523	22.974	23.433	23.902	23.902
Vicevært	39.687	40.000	40.800	41.616	42.448	43.297	44.163	45.046	45.947	46.866	47.804	47.804
Renholdelse	19.000	20.000	20.400	20.808	21.224	21.649	22.082	22.523	22.974	23.433	23.902	23.902
Øvrige ejendomsudgifter	18.200	25.000	25.500	26.010	26.530	27.061	27.602	28.154	28.717	29.291	29.877	29.877
Driftsomkostninger i alt	208.705	210.000	214.200	218.484	222.854	227.311	231.857	236.494	241.224	246.048	250.969	250.969
Driftsresultat før renter og skat	287.916	294.000	299.880	305.878	311.995	318.235	324.600	331.092	337.714	344.468	351.357	351.357
- investeringer	0	0	0	200.000	0	0	150.000	0	0	0	10.000	10.000
Frit cash flow	287.916	294.000	299.880	105.878	311.995	318.235	174.600	331.092	337.714	344.468	341.357	341.357
NPV Frit cash flow	-	272.222	257.099	84.049	229.326	216.585	110.027	193.189	182.456	172.320	158.114	2.635.241

Bilag 13 - Discounted-Cash-Flow-modellen - Diskonteringsrente 8,5%

Forudsætninger: Pristalsregulering på lejekontrakter 2,0%

Inflation 2,0%

Forrentning af deposita t.DKK 200, 2,0%

Diskonteringsrente 8,5% inkl. inflation

Jf. cash-flow på næste side.

Opgørelse af værdi	
NPV frit cash flow (år 1 - år 10)	1.831.543
NPV terminalværdi	2.322.728
Dagsværdi af ejendom	4.154.271
Bogført værdi, jf. sidste årsrapport	5.000.000
Årets dagsværdiregulering	-845.729

	År 0 Realiseret	År 1 Budget	År 2 Budget	År 3 Budget	År 4 Budget	År 5 Budget	År 6 Budget	År 7 Budget	År 8 Budget	År 9 Budget	År 10 Budget	Terminalværdi
Lejeindtægter – Bolig	398.621	400.000	408.000	416.160	424.483	432.973	441.632	450.465	459.474	468.664	478.037	478.037
Lejeindtægter - Erhverv	98.000	100.000	102.000	104.040	106.121	108.243	110.408	112.616	114.869	117.166	119.509	119.509
Forrentning af deposita	-	4.000	4.080	4.162	4.245	4.330	4.416	4.505	4.595	4.687	4.780	4.780
Indtægter i alt	496.621	504.000	514.080	524.362	534.849	545.546	556.457	567.586	578.938	590.516	602.327	602.327
Ejendomsskat	19.832	20.000	20.400	20.808	21.224	21.649	22.082	22.523	22.974	23.433	23.902	23.902
Forbrugsafgifter	14.290	15.000	15.300	15.606	15.918	16.236	16.561	16.892	17.230	17.575	17.926	17.926
Varmeregnskab	6.709	8.000	8.160	8.323	8.490	8.659	8.833	9.009	9.189	9.373	9.561	9.561
Renovation	19.789	20.000	20.400	20.808	21.224	21.649	22.082	22.523	22.974	23.433	23.902	23.902
Forsikring	11.349	12.000	12.240	12.485	12.734	12.989	13.249	13.514	13.784	14.060	14.341	14.341
Vedligeholdelse - ordinær	39.849	30.000	30.600	31.212	31.836	32.473	33.122	33.785	34.461	35.150	35.853	35.853
Administration	20.000	20.000	20.400	20.808	21.224	21.649	22.082	22.523	22.974	23.433	23.902	23.902
Vicevært	39.687	40.000	40.800	41.616	42.448	43.297	44.163	45.046	45.947	46.866	47.804	47.804
Renholdelse	19.000	20.000	20.400	20.808	21.224	21.649	22.082	22.523	22.974	23.433	23.902	23.902
Øvrige ejendomsudgifter	18.200	25.000	25.500	26.010	26.530	27.061	27.602	28.154	28.717	29.291	29.877	29.877
Driftsomkostninger i alt	208.705	210.000	214.200	218.484	222.854	227.311	231.857	236.494	241.224	246.048	250.969	250.969
Driftsresultat før renter og skat	287.916	294.000	299.880	305.878	311.995	318.235	324.600	331.092	337.714	344.468	351.357	351.357
- investeringer	0	0	0	200.000	0	0	150.000	0	0	0	10.000	10.000
Frit cash flow	287.916	294.000	299.880	105.878	311.995	318.235	174.600	331.092	337.714	344.468	341.357	341.357
NPV Frit cash flow	-	270.968	254.735	82.892	225.128	211.641	107.020	187.042	175.837	165.303	150.977	2.322.728

Bilag 14 - Risikofaktorer for væsentlig fejlinformation i forbindelse med opgørelse af dagsværdier under de nuværende økonomiske forhold

Risikofaktorer for væsentlig fejlinformation i forbindelse med opgørelse af dagsværdi under de nuværende økonomiske forhold:

- ”Virksomheden er nødt til at ændre værdiansættelsesmodel og/eller ledelsens regnskabsmæssige forudsætninger for at afspejle de aktuelle markedsbetingelser.
- Aktivt marked eksisterer ikke længere, hvilket kræver brug af en model til værdiansættelsen.
- Input til en model er ikke baseret på synlige markedsinput, men snarere på virksomhedens egne data.
- Nedskrivning af ikke-finansielle aktiver, der er opført til dagsværdi (fx fast ejendom).
- Fravær af prisindikatorer fra ekstern værdiansættelse medfører behov for alternative værdiansættelsesmetoder.
- Virksomheden har ikke den nødvendige ekspertise til at foretage værdiansættelser.
- Anvendelse af tilbagediskonterede ”cash flows,” der er for optimistiske.”⁵

Af økonomiske forhold omkring going concern som har relation til værdiansættelsen af investeringsejendomme:

- Væsentlig forringelse af værdien af aktiver, der genererer pengestrømme.
- Kreditfaciliteter skal fornyes.
- Kreditter med sikkerhed i ejendomme, hvor værdien er faldet til under kreditrammen.⁶

⁵ Udfordringer i forbindelse med årsrapporten for 2008, Foreningen af Statsautoriserede Revisorer

⁶ Udfordringer i forbindelse med årsrapporten for 2008, Foreningen af Statsautoriserede Revisorer

Bilag 15 - Markedsleje og afkastkrav

Markedslejen pr. kvadratmeter pr. år ekskl. driftsomkostninger samt benchmark for afkastkrav

	København	Århus	Odense	Aalborg	Vejle	Esbjerg
Retailejendomme, Bedste beliggenhed	18.000	5.500	6.000	4.000	3.200	3.000
	4,50%	4,50%	4,75%	5,25%	5,00%	5,00%
Retailejendomme, Standard beliggenhed	10.000	2.600	3.000	2.400	2.500	2.500
	5,00%	5,00%	5,50%	5,75%	5,75%	5,75%
Retailejendomme, Under middel beliggenhed	2.750	1.600	1.200	1.475	1.000	1.000
	5,50%	5,50%	6,50%	6,50%	7,00%	7,00%

Nedenfor illustreres afkastkrav for de bedste beliggenheder opgjort for 3. kvartal 2011

	København	Århus	Odense	Aalborg	Vejle	Esbjerg
Kontor	5,00%	5,50%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Retail	4,50%	4,50%	4,75%	5,25%	5,00%	5,00%
Industri og logistik	7,50%	7,25%	7,75%	7,50%	7,50%	7,75%
Nyere boligudlejningsejendomme	5,00%	4,75%	5,00%	6,00%	5,75%	5,75%

Kilde: Colliers MarkedsPULS

Bilag 16 - Afkast efter afkasttype og erhvervstype i perioden fra år 2000 til år 2010.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Totalt afkast											
Butikker	9,6	9,4	10,4	7,1	7	10,2	15,4	13,1	7,6	7	4,4
Kontor	11,4	10,7	7,7	6,3	4,7	12,4	16	11,4	3,6	4	6,2
Industri	10,5	10,9	8	5,1	7,4	5	16,5	10,5	4,1	2,2	4,9
Bolig	7,5	15	13,8	10,9	11,1	38,1	24,2	2,5	-6,5	-1,8	2,5
Øvrigt erhverv	9,4	13,7	13,1	6,1	7,9	9,3	15,1	12,8	8,4	3,6	5,4
Alle ejendomme	10,2	11,4	9,5	7,3	6,6	18	17,8	10,2	3,1	3,8	5,3
Direkte afkast											
Butikker	6,1	6,1	6,2	5,7	5,7	5,8	5,6	4,9	5,9	5,5	4,5
Kontor	7	7,1	6,7	6,5	6,3	6,3	6	5,5	5,4	5,6	5,4
Industri	7,6	7,9	6,4	7,5	7,5	7,5	7,8	6,1	6,6	6,6	6,8
Bolig	5	5,1	4,8	4,3	4	3,4	3,1	2,7	2,9	3,2	3,3
Øvrigt erhverv	7	7,3	7,1	5,9	6,1	6,4	7	6,2	5,8	6,4	6,3
Alle ejendomme	6,5	6,6	6,2	5,9	5,7	5,5	5,2	4,9	5,2	5,3	5
Værditilvækst											
Butikker	3,3	3,2	3,9	1,4	1,2	4,2	9,3	7,8	1,6	1,5	0
Kontor	4,1	3,3	1	-0,2	-1,5	5,8	9,5	5,6	-1,8	-1,5	0,7
Industri	2,7	2,9	1,6	-2,3	-0,1	-2,4	8,2	4,2	-2,4	-4,2	-1,8
Bolig	2,4	9,4	8,7	6,4	6,8	33,7	20,5	-0,2	-9,2	-4,9	-0,7
Øvrigt erhverv	2,3	6	5,6	0,3	1,6	2,7	7,6	6,3	2,5	-2,6	-0,9
Alle ejendomme	3,5	4,5	3	1,4	0,9	11,9	12	5,1	-2	-1,4	0,3

Kilde: IPD Dansk Ejendomsindeks

Bilag 17 - Uddrag af note 18 fra Essex Invest Holding ApS (koncern)

18 Pantsætninger og sikkerhedsstillelser

Til sikkerhed for prioritetsgæld og gæld til kreditinstitutter er der tinglyst pante- og skadesløsbreve i koncernens ejendomme.

Til sikkerhed for gæld til kreditinstitutter er der deponeret likvide beholdninger, værdipapirer, kapitalandele og pantebreve.

Der er endvidere givet transport i lejeindtægter i samt elindtægter fra vindmøller.

Bilag 18 - Regnskabsanalyse Essex Invest Holding ApS (koncern)

Resultatopgørelsen i t.DKK	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Lejeindtægter m.v.	669.264	843.762	637.174	697.860	728.784
Urealiseret værdiregulering af investeringsejendomme	132.937	167.019	-1.802	-1.262.875	-1.164.619
Urealiseret værdiregulering af finansielle gældsforpligtelser	-698	-14.252	55.467	-128.807	-27.092
Urealiseret værdiregulering i alt	132.239	152.767	53.665	-1.391.682	-1.191.711
Avance og tab ved salg af investeringsejendomme	0	0	309.045	-115.486	-77.698
Resultat før skat	432.259	536.380	221.213	-1.876.103	-1.469.178

Balancen i t.DKK	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Investeringsejendomme til kostpris	5.284.203	7.919.297	8.974.680	10.546.076	10.218.812
Investeringsejendomme til dagsværdi	5.990.624	8.783.988	9.837.569	10.188.004	8.696.121
Øvrige materielle anlægsaktiver	533.261	1.071.495	866.137	852.963	795.023
Gæld til realkreditinstitutter	4.227.621	6.047.295	6.843.564	7.193.516	8.392.497
Gæld til kreditinstitutter	957.963	1.772.607	2.565.369	3.160.126	1.753.799
Forudsat gæld i ejendomme	5.185.584	7.819.902	9.408.933	10.353.642	10.146.296
Forudsat friværdi ved kostpris	98.619	99.395	-434.253	192.434	72.516
Belåning af kostpris	98%	99%	105%	98%	99%
Belåning af kostpris (korr. øvrige materielle anlægsaktiver)	89%	87%	96%	91%	92%
Forudsat friværdi ved dagsværdi	805.040	964.086	428.636	-165.638	-1.450.175
Belåning af dagsværdi	87%	89%	96%	102%	117%
Belåning af dagsværdi (korr. øvrige materielle anlægsaktiver)	79%	79%	88%	94%	107%

Bilag 19 - Hoved- og nøgletal i Jeudans Årsrapport for 2010

Resultatopgørelse		2006	2007	2008	2009	2010
Nettoomsætning	DKK mio.	440	524	738	744	1.015
Bruttoresultat	DKK mio.	281	333	413	464	611
Resultat før finansielle poster (EBIT)	DKK mio.	253	301	369	414	545
Resultat før kurs- og værdireguleringer (EBVAT)	DKK mio.	151	154	186	181	255
Resultat før skat	DKK mio.	505	313	-529	268	306
Årets resultat	DKK mio.	364	277	-398	202	229

Balance		2006	2007	2008	2009	2010
Investeringsejendomme inkl. igangværende projekter	DKK mio.	5.814	8.746	9.347	12.972	14.084
Aktiver i alt	DKK mio.	6.045	8.827	9.426	13.070	14.204
Egenkapital i alt	DKK mio.	2.480	3.429	2.955	3.281	4.383
Forpligtelser i alt	DKK mio.	3.565	5.398	6.471	9.789	9.821

Regnskabsrelaterede nøgletal		2006	2007	2008	2009	2010
Resultat før kurs- og værdireguleringer (EBVAT) / gns. egenkapital	%	6,5	5,7	5,9	6,0	6,3
Forrentning af egenkapital (ROE)	%	15,8	10,3	-12,6	6,7	5,7
Egenkapitalandel	%	41,0	38,8	31,3	25,1	30,9
Rentedækning	x	2,32	2,00	2,01	1,76	1,86
Bruttoresultat / nettoomsætning	%	63,9	63,6	55,9	62,4	60,2
Administrationsomkostninger / nettoomsætning	%	6,5	6,3	6,0	6,7	6,5
Resultat før finansielle poster (EBIT) / nettoomsætning	%	57,5	57,3	50,0	55,7	53,6
Resultat før kurs- og værdireguleringer (EBVAT) / nettoomsætning	%	34,3	29,4	25,2	24,4	25,1
Resultat før skat / nettoomsætning	%	114,8	59,8	-71,6	36,0	30,1
Årets resultat / nettoomsætning	%	82,7	52,9	-53,9	27,2	22,5

Bilag 20 - Regnskabsanalyse Jeudan A/S (koncern)

Resultatopgørelsen i t.DKK	2006	2007	2008	2009	2010
Lejeindtægter fra investeringsejendomme	317.782	378.579	472.059	553.401	711.303
Driftsomkostninger Investeringsejendomme	-53.308	-62.604	-92.380	-116.354	-142.290
"Bruttofortjeneste fra investeringsejendomme"	264.474	315.975	379.679	437.047	569.013
"Bruttofortjeneste i % fra investeringsejendomme"	83%	83%	80%	79%	80%
Urealiseret værdiregulering af investeringsejendomme	279.788	121.454	-250.879	57.959	292.989
Urealiseret værdiregulering af finansielle gældsforpligtelser	56.808	55.836	-389.712	-81.848	227.045
Urealiseret værdiregulering i alt	336.596	177.290	-640.591	-23.889	520.034
Avance og tab ved salg af investeringsejendomme	22.622	-2.458	-666	0	-11.933
Gevinst og tab ved indfrielse finansielle gældsforpligtelser	-872	-1.093	-67.750	135.362	-449.696
Låneomkostninger	-4.120	-14.435	-5.503	-25.145	-7.299
Realiseret gevinst og tab	17.630	-17.986	-73.919	110.217	-468.928
Resultat før skat	504.939	313.347	-528.578	267.692	305.711
Korrigeret resultat 1 (korr. for urealiserede reguleringer)	168.343	136.057	112.013	291.581	-214.323
Korrigeret resultat 2 (korr. for reguleringer)	150.713	154.043	185.932	181.364	254.605

Balancen i t.DKK	2006	2007	2008	2009	2010
Investeringsjendomme til kostpris	4.346.346	6.307.410	7.514.995	11.506.120	12.430.178
Investeringsjendomme til dagsværdi	5.601.917	7.680.860	8.634.310	12.680.291	13.894.609
Nom. Realkredit, (kostpris)	2.342.840	3.373.195	4.589.685	6.147.285	7.054.290
Nom. Finansieringsinst. (kostpris)	221.070	208.932	533.846	462.100	841.827
Gæld til kostpris	2.563.910	3.582.127	5.123.531	6.609.385	7.896.117
Realkreditlån med pant i fast ejendom (dagsværdi)	2.334.535	3.310.925	4.904.452	6.234.645	6.778.426
Finanieringsinstitutter m. pant i fast ejendom	223.435	214.216	523.523	481.356	848.544
Gæld til dagsværdi	2.557.970	3.525.141	5.427.975	6.716.001	7.626.970
Forudsat friværdi ved kostpris	1.782.436	2.725.283	2.391.464	4.896.735	4.534.061
Belåning af kostpris	59%	57%	68%	57%	64%
Forudsat friværdi ved dagsværdi	3.043.947	4.155.719	3.206.335	5.964.290	6.267.639
Belåning af dagsværdi	46%	46%	63%	53%	55%
Forrentning af egenkapitalen (ROE)	15,8%	10,3%	-12,6%	6,7%	5,7%
Soliditetsgrad / egenkapitalandel	41,0%	38,8%	31,3%	25,1%	30,9%
Resultat før kurs- og værdireguleringer (EBVAT) / nettoomsætning	34,3%	29,4%	25,2%	24,4%	25,1%

Bilag 21 - Regnskabsanalyse Nordicom A/S (koncern)

Resultatopgørelsen i t.DKK	2006	2007	2008	2009	2010
Lejeindtægter fra investeringsejendomme	147.895	196.390	252.184	259.048	262.561
Driftsomkostninger, investeringsejendomme	-30.882	-40.975	-47.544	-54.292	-57.646
Bruttofortjeneste fra investeringsejendomme	117.013	155.415	204.640	204.756	204.915
Bruttofortjeneste i % fra investeringsejendomme	79%	79%	81%	79%	78%
Værdiregulering af investeringsejendomme, færdige	135.020	72.017	-41.015	-255.694	-294.583
Værdiregulering af finansielle gældsforpligtelser	11.390	-1.098	3.090	-4.727	-22.930
Værdiregulering fra investeringsejendomme og tilknyttede forpligtelser	146.410	70.919	-37.925	-260.421	-317.513
Avance og tab ved salg af investeringsejendomme	33.809	99.499	18.956	-35.258	2.669
Resultat før skat	452.022	292.117	-263.060	-674.835	-616.595
Korrigeret resultat (korr. urealiserede reguleringer)	305.612	221.198	-225.135	-414.414	-299.082

Balancen i t.DKK					
Færdige investeringsejendomme	3.675.038	3.018.891	3.672.155	3.480.205	3.254.088
Forpligtelser vedrørende investeringsejendomme indregnet til dagsværdi (regnskabsmæssig værdi)	2.500.222	2.691.915	2.736.303	3.725.531	3.790.488
Forudsat friværdi ved dagsværdi	1.174.816	326.976	935.852	-245.326	-536.400
Belåning af dagsværdi	68%	89%	75%	107%	116%

Bilag 22 - Nordicom A/S (koncern) - Note 18 Investeringsjendomme

Note 18 – Investeringsjendomme

Årets nettoindtægter fra porteføljen af investeringsjendomme udgør følgende:

Koncern		
Beløb i 1.000 kr.	2010	2009
Lejeindtægter fra investeringsjendomme	262.561	259.048
Værdiskabelse og dagsværdiregulering af investeringsjendomme	-568.986	-531.698
Direkte driftsomkostninger, udlejede arealer	-47.590	-41.508
Direkte driftsomkostninger, ikke-udlejede arealer	-10.056	-12.784
Nettoindtægter fra investeringsjendomme	-364.071	-326.942

Bilag 23 - Nordicom A/S (koncernen) - Følsomhedsanalyse for dagsværdien

Gennemsnitligt afkastkrav	Ændring i afkastkrav	Ændring i markedsværdi (mio. kr.)	Markedsværdi (mio. kr.)
8,34%	1,00%	-390,1	2.863,9
8,09%	0,75%	-301,6	2.952,4
7,84%	0,50%	-207,5	3.046,6
7,59%	0,25%	-107,2	3.146,9
7,34%	0,00%	0,0	3.254,1
7,09%	-0,25%	114,7	3.368,8
6,84%	-0,50%	237,8	3.491,9
6,59%	-0,75%	370,3	3.624,4
6,34%	-1,00%	513,2	3.767,3

Bilag 24 - Forbrugerprisindeks



Find statistik

- Statistikbanken @
- Nyt fra Danmarks Statistik
- Statistikemner
- Konjunktur- og nøgletal
- Navne
- Prisindeks
- Kommuner på landkortet
- Publikationer
- Dokumentation
- International statistik
- Kommende offentliggørelser
- Bag Tallene
- Køb statistik
- Produkter og ydelser
- Interviewservice
- Forskningservice
- Abonnementer
- Kurser
- Modelgruppen ADAM
- For Indberettere
- Start indberetning
- Om indberetning
- Om Danmarks Statistik
- Organisation
- Opgaver og profil
- Strategi og evaluering
- Lovgivning og datasikkerhed
- Job i Danmarks Statistik
- Spørg om statistik
- Kontakt
- Presse

Find statistik • Konjunktur- og nøgletal • Seneste nøgletal • Indkomst, forbrug og priser • **Prisindeks** • Forbrugerprisindeks, 2000 = 100 (1980 -)

Forbrugerprisindeks, 2000 = 100 (1980 -)

Forbrugerprisindeks, hovedtal - Forbrugerprisindeks

År	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	Årsq.	Årsst.
1980	43,2	43,7	44,3	44,6	45,2	45,3	46,2	46,3	46,6	46,9	47,3	47,5	45,6	
1981	47,8	48,3	49,3	49,9	50,7	51,2	51,5	51,7	52,2	52,5	53,1	53,3	51,0	11,8%
1982	53,7	54,0	54,5	54,8	55,4	55,9	56,3	56,7	57,3	58,0	58,5	58,1	56,1	10,1%
1983	58,6	58,8	58,6	59,0	59,7	59,8	59,9	60,1	60,8	61,1	61,6	61,7	60,0	6,9%
1984	61,9	62,5	62,8	62,9	63,6	63,9	63,8	64,1	64,5	64,8	65,3	65,1	63,8	6,3%
1985	65,4	65,8	66,3	66,6	67,1	67,0	66,8	66,7	67,0	67,2	67,5	67,4	66,7	4,7%
1986	67,3	67,2	67,5	69,2	69,8	69,7	69,2	69,6	70,1	70,2	70,4	70,4	69,2	3,7%
1987	70,5	70,4	71,1	71,4	72,1	72,0	72,0	72,2	72,6	73,0	73,2	73,2	72,0	4,0%
1988	73,6	74,1	74,4	74,7	75,3	75,3	75,0	75,5	75,9	76,0	76,6	76,6	75,3	4,6%
1989	76,9	77,4	77,9	78,4	79,0	78,7	78,7	79,2	79,5	79,9	80,3	80,3	78,9	4,8%
1990	79,8	80,0	80,2	80,3	80,9	80,7	80,4	81,2	81,9	82,1	82,0	81,8	80,9	2,7%
1991	81,8	82,0	82,1	82,3	82,9	83,0	82,8	82,9	83,4	83,5	83,9	83,7	82,9	2,4%
1992	83,5	83,9	84,2	84,4	85,0	85,0	84,6	84,7	85,0	84,9	85,1	84,9	84,6	2,1%
1993	84,8	85,0	85,2	85,3	85,8	85,7	85,6	85,7	86,0	86,2	86,4	86,2	85,7	1,3%
1994	86,3	86,6	86,7	87,0	87,4	87,5	87,3	87,7	87,7	87,9	88,2	88,1	87,4	2,0%
1995	88,2	88,6	88,9	89,1	89,5	89,3	88,9	89,1	89,6	89,6	89,8	89,8	89,2	2,1%
1996	89,7	90,2	90,7	90,9	91,2	91,1	91,0	91,1	91,6	91,8	91,9	91,8	91,1	2,1%
1997	92,1	92,1	92,2	92,5	93,1	93,3	93,1	93,5	93,7	93,7	93,9	93,8	93,1	2,2%
1998	93,7	94,1	94,3	94,5	95,0	94,9	94,8	94,9	95,3	95,3	95,5	95,4	94,8	1,9%
1999	95,3	96,0	96,5	96,7	96,9	97,2	97,0	97,5	98,0	98,1	98,3	98,4	97,2	2,5%
2000	98,3	98,9	99,6	99,7	100,1	100,4	100,0	99,9	100,6	100,8	100,9	100,8	100,0	2,9%
2001	100,6	101,3	101,9	102,4	102,8	102,7	102,4	102,4	102,9	103,0	102,8	103,0	102,4	2,4%
2002	103,1	103,8	104,5	104,9	105,0	105,0	104,7	104,8	105,4	105,6	105,6	105,6	104,8	2,4%
2003	105,8	106,8	107,5	107,5	107,3	107,3	106,7	106,6	107,4	107,1	107,2	107,1	107,0	2,1%
2004	107,0	107,8	108,3	108,4	108,7	108,5	108,1	107,9	108,6	108,9	108,6	108,4	108,3	1,2%
2005	108,1	109,2	109,8	110,4	110,3	110,4	110,3	110,3	111,2	111,1	110,8	110,8	110,2	1,8%
2006	110,4	111,5	111,9	112,4	112,5	112,8	112,5	112,5	112,9	112,8	112,7	112,8	112,3	1,9%
2007	112,4	113,6	114,1	114,3	114,5	114,4	113,9	113,7	114,3	114,7	115,5	115,4	114,2	1,7%
2008	115,7	117,1	117,6	118,0	118,4	118,8	118,4	118,6	119,1	118,9	118,6	118,2	118,1	3,4%
2009	117,8	119,3	119,7	119,6	119,9	120,2	119,6	119,9	120,1	120,1	120,1	119,9	119,7	1,3%
2010	120,2	121,6	122,3	122,5	122,5	122,3	122,3	122,7	123,2	123,1	123,2	123,3	122,4	2,3%
2011	123,4	124,9	125,6	126,1	126,3	126,0	125,9	125,9	126,3	126,5				
År	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	Årsq.	Årsst.

Offentliggørelse: Hver måned den 10. eller første hverdag herefter kl. 9.00 i efterfølgende måned. Fx offentliggøres januar-indekset den 10. februar.

Den procentvise ændring i indekset beregnes som: Stigningen fra januar 2000 til januar 2001:

$$\frac{\text{nyt indeks} - \text{gamelt indeks}}{\text{gamelt indeks}} \cdot 100 = \text{procentstigning} \quad \frac{100,6 - 98,3}{98,3} \cdot 100 = 2,3\%$$

Hvis du skal regulere et beløb:

300 kr. reguleres ml. jan. 2000 og jan. 2001:

$$\frac{\text{beløb nyt indeks}}{\text{gamelt indeks}} = \text{nyt beløb} \quad \frac{300 \cdot 100,6}{98,3} = 307 \text{ kr}$$

Detaljerede indeks kan hentes i www.statistikbanken.dk/pris6

Anm. Indeks med forskellige basisår kan have forskellige årsstigninger i % pga. afrundinger.

Henvendelse:

Forbrugerprisindeks: ☎ 3917 3430, epost: prisindeks@dst.dk

Danmarks Statistik - Sejrøgade 11 - 2100 København Ø - dst@dst.dk - Tlf. 39 17 39 17

[Privatlivspolitik](#)

Søg >

Om dette website

A - A (Efter emneord)

Sitemap

Print

Læs op

RSS

English Site

A A A

Om denne side

Prisindeks

☎ 39 17 34 30.

Sidens genvej er:
www.dst.dk/forbrugerprisindeks

Siden er senest redigeret:
19. april 2011.

Bilag 25 - Benchmark for ejede ejendomme for året 2008

Ejendomsdrift	Andel
Vedligehold:	55%
- Bygnings- og sikringsinstallationer	41%
- Bygninger, udvendig	28%
- Bygninger, indvendig	18%
- Terræn, inkl. renhold	13%
 Forsyning:	 39%
- Varme	28%
- El	59%
- Vand og afløb	8%
- Renovation	5%
 Pasning, styring og overvågning:	 6%

Kilde: DFM-benchmarking

Bilag 26 - Revisionsplan for investeringsejendomme

Revisionsplan for investeringsejendomme	Revisionsmål	Udført af	Kommentarer
1. Det vurderes om regnskabspraksis er uændret samt hensigtsmæssig (dagsværdi contra kostpris)	Værdiansættelse		
2. Anlægskartoteket afstemmes til anlægsnote i årsrapporten	Fuldstændighed		
3. Efterregning af anlægskartotek stikprøvevis	Værdiansættelse		
4. Til- og afgang dokumenteres ved bilagskopi (eks. slutseddel, skøde, refusionsopgørelse m.v.) - Punktet sikrer ligeledes transaktioner og begivenheder omkring køb og salg af investeringsejendomme	Tilstedeværelse, rettigheder, værdiansættelse, fuldstændighed (Resultatopgørelsen: Forekomst, nøjagtighed, periodisering og klassifikation)		
5. Skema over ejendomme indhentes. Eventuelt specificeret med væsentlige forhold vedr. lejekontrakter	Værdiansættelse		
6. Ved egne arbejder kontrolleres materiale- og tidsforbrug samt eventuelle produktionsomkostninger	Værdiansættelse		
7. Fysisk kontrol	Tilstedeværelse		
8. Tingbogsoplysninger indhentes med henblik på kontrol af ejerforhold (og pantsætning)	Rettigheder		
9. Vurdering af indregning af aktiv contra omkostning eks. vedligehold	Fuldstændighed		
10. Det overvejes om der har været indikationer på værdifald	Værdiansættelse		
11. Når der indregnes til dagsværdi og der reguleres over resultatopgørelsen, kontrolleres at betingelserne er opfyldt	Værdiansættelse		

- Der kan fastsættes en pålidelig dagsværdi - Alle aktiverne indenfor kategorien reguleres - Dagsværdien opgøres konsekvent og på systematisk grundlag (efter samme principper som forrige år)			
12. Anvendes afkastbaseret model eller vurderingsmand til værdiansættelsen			
13. Ved værdiansættelsen rettes opmærksomheden mod følgende: - Afledte effekter fra fremtidige udvidelser eller moderniseringer må ikke indregnes - Forrentningskravet skal repræsentere det krav til forrentning en villig og uafhængig part ville kræve ved køb af ejendommen - Der kan hentes inspiration til forrentningskrav i analyser fra ejendomsmægler eller realkreditinstitutter - Længden af lejekontrakt (evt. noteret i ejendomsskema) - Samfundsmæssige forhold - Ejendommens beliggenhed, type og alternative anvendelsesmuligheder - Udbud og efterspørgsel Værdien kan sammenholdes med: - oprindelig anskaffelsessum, værdi primo, generel ændring på markedet samt forventet salgssum	Værdiansættelse		

14.	Ved anvendelse af værdiansættelsesmodel bør der foretages efterregning - Endvidere vurderes rimelighed/forudsætninger i cashflow ud fra realiserede tal, budgetter og prognoser - Diskonteringsrente sammenholdes med markedsrenten / observerbare afkast	Værdiansættelse		
15.	Det undersøges om der er sket kategoriskift	Værdiansættelse		
16.	Det undersøges om en ekspert har medvirket ved værdiansættelsen	Værdiansættelse		
17.	Der kan indhentes en vurdering fra ekstern valuar	Værdiansættelse		
18.	Sammenholdelse af tilgange, afgang med budgetteret eller forrige år (analytisk)	Fuldstændighed, tilstedeværelse, værdiansættelse		
19.	Tilgang kan opdeles på udvidelse og genanskaffelse og sammenholdes med budgetteret eller forrige år (analytisk)	Fuldstændighed, tilstedeværelse, værdiansættelse		
20.	Kontrol af klassificering som investeringsejendom og præsentation i regnskabet	Fuldstændighed, nøjagtighed, tilstedeværelse, rettigheder, værdiansættelse, klassifikation		
21.	Gennemgang af eventuelle retssager i forhold til husleje eller køb/salg af ejendomme			
22.	Kontrol af måling af de tilhørende gældsforpligtelser			

Bilag 27 - Dagsværdihierarkiet

Uddrag af note 15 – Dagsværdihierarkiet i DADES AS

Dagsværdihierarkiet

Dagsværdiansættelsen af finansielle aktiver og forpligtelser er klassificeret således i dagsværdihierarkiet:

2010/11

	Niveau 1 mio.kr.	Niveau 2 mio.kr.	Niveau 3 mio.kr.	I alt mio.kr.
Andre finansielle aktiver (aktier)	0	-	-	0
Realkreditlån	(10.531)	-	-	(10.531)
Bankgæld	-	(1.001)	-	(1.001)
Renteswaps	-	(185)	-	(185)
I alt	(10.531)	(1.186)	-	(11.717)

Niveau 1:

Aktier måles ud fra officielle børskurser, og realkreditlån måles ud fra kursen på bagvedliggende børsnoterede obligationer, dog undtaget lån, der kan indfries til en forudtalt kurs.

Niveau 2:

Bankgæld og derivater måles ved observerbare data, herunder rentekurver.

De regnskabsmæssige værdier på likvide beholdninger og bankgæld svarer til dagsværdien.

Uddrag af note 30 – Dagsværdihierarkiet i Jeudan A/S

Dagsværdihierarki for finansielle instrumenter, der måles til dagsværdi i balancen

Nedenstående tabel viser klassifikationen af finansielle instrumenter, der måles til dagsværdi, opdelt i henhold til dagsværdihierarkiet:

- noterede priser på aktive markeder for identiske forpligtelser (niveau 1)
- noterede priser i et aktivt marked for lignende forpligtelser eller andre værdiansættelsesmetoder, hvor alle væsentlige input er baseret på observerbare markedsdata (niveau 2)
- værdiansættelsesmetoder, hvor eventuelle væsentlige input ikke er baseret på observerbare markedsdata (niveau 3)

KONCERN - 2010	Niveau 1	Niveau 2	Niveau 3	I alt
Realkreditlån	7.023.079	0	0	7.023.079
Finansieringsinstitutter*	0	848.544	0	848.544
Renteswaps	0	-244.653	0	-244.653
Finansielle forpligtelser, der måles til dagsværdi via resultatopgørelsen	7.023.079	603.891	0	7.626.970

* Omfatter gæld, der kan indfries til kurs 100

Bilag 28 - Eksempel på revisors uafhængige erklæring

Til [Passende adressat]

Vi har revideret årsregnskabet for ABC Selskab for regnskabsåret 01.01.xx – 31.12.xx, der omfatter resultatopgørelse, balance, pengestrømsopgørelse, anvendt regnskabspraksis og noter (samt ledelsesberetningen). Årsregnskabet og ledelsesberetningen udarbejdes efter (relevante begrebsramme).

Ledelsens ansvar for årsregnskabet (og ledelsesberetningen)

Ledelsen er ansvarlig for udarbejdelsen af et regnskab, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med (relevant begrebsramme), (og en ledelsesberetning, der indeholder en retvisende redegørelse i overensstemmelse med (den relevante begrebsramme)). Ledelsen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som ledelsen fastlægger, er nødvendig for at kunne udarbejde et regnskab, der er uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

Revisors ansvar

Vores ansvar er at udtrykke en konklusion om dette regnskab (og ledelsesberetningen) på grundlag af vores revision. Vi har udført vores revision i overensstemmelse med (den relevante begrebsramme). Disse standarder kræver, at vi overholder etiske krav samt planlægger og udfører revisionen for at opnå høj grad af sikkerhed for, om regnskabet (og ledelsesberetningen) er uden væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter udførelse af handlinger for at opnå revisionsbevis for beløbene og oplysningerne i regnskabet (og i ledelsesberetningen). De valgte handlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurderingen af risiciene for væsentlig fejlinformation i regnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl. Ved disse risikovurderinger overvejer revisor intern kontrol, der er relevant for virksomhedens udarbejdelse af et regnskab, der giver et retvisende billede, med henblik på at udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke med det formål at udtrykke en konklusion om effektiviteten af virksomhedens interne kontrol. En revision omfatter endvidere vurdering af, om den regnskabspraksis, som ledelsen har anvendt, er passende, og om de regnskabsmæssige skøn, som ledelsen har udøvet, er rimelige, samt en vurdering af den samlede præsentation af regnskabet (og ledelsesberetningen).

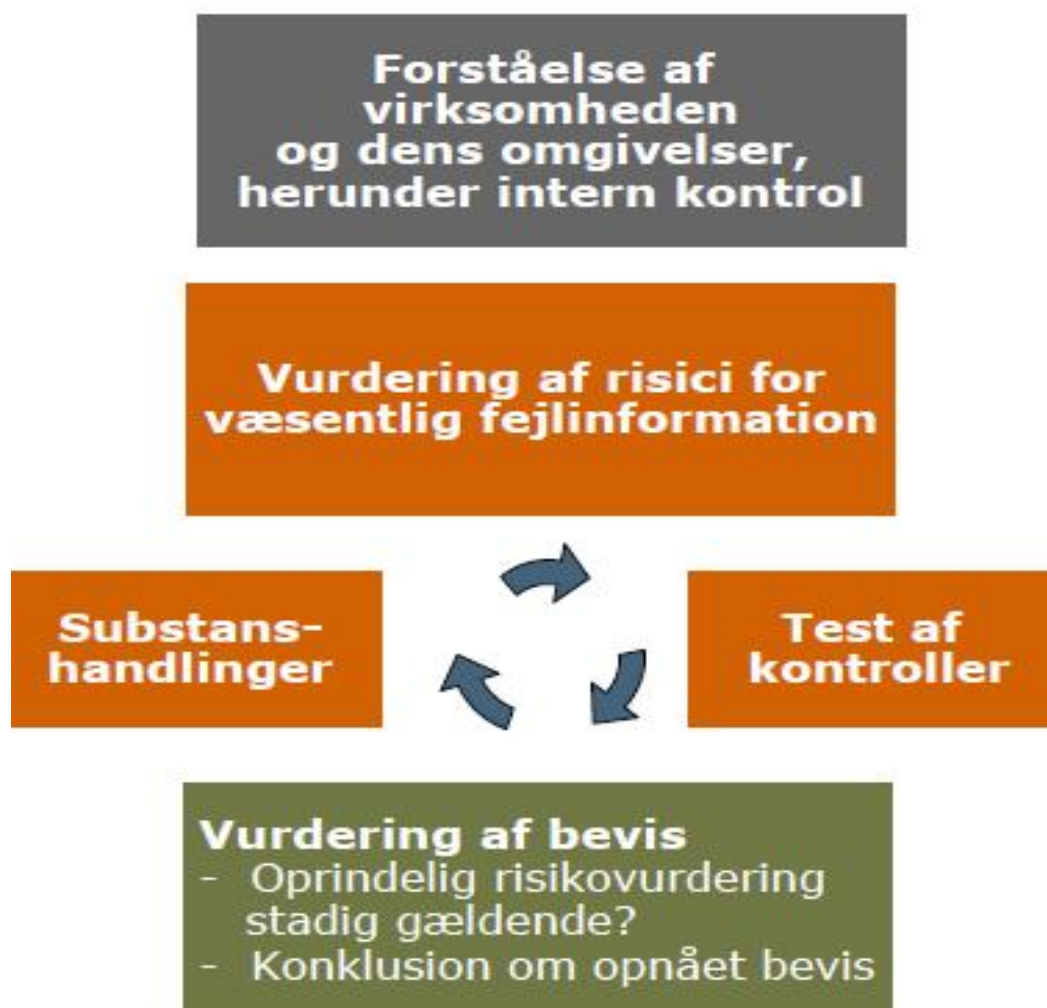
Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores revisionskonklusion.

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

Konklusion

Det er vores opfattelse, at regnskabet giver et retvisende billede af ABC Selskabs finansielle stilling pr. 31. december 20xx samt af selskabets finansielle resultat og pengestrømme for regnskabsåret 20xx i overensstemmelse med (den relevante begrebsramme).

Bilag 29 - Revisionsprocessen



Kilde: Cand.merc.aud – Revision AAU, Hans Henrik Berthing s. 35 d. 23. februar 2011

Bilag 30 - Uddrag af Den uafhængige revisors påtegning for Essex Invest Holding ApS (koncernen) - Finansiering og going concern

Nedenfor ses et uddrag af Årsrapporten for 2009/10 vedr. koncernen Essex Invest Holding ApS omfattende Supplerende oplysninger vedrørende forhold i regnskabet, heri finansieringsforhold samt begrundelse for going concern betragtning. Koncernens årsrapport er aflagt efter Årsregnskabslovens bestemmelser for store virksomheder i regnskabsklasse C.

Uddrag fra Den uafhængige revisors påtegning på Årsrapporten for 2009/10 samt note 1 – Finansiering og going concern:

Uden at tage forbehold skal vi gøre opmærksom på, at koncernen ikke har haft den fornødne likviditet til at indfri sine forpligtelser i takt med disses forfald. Koncernen har derfor indgået en aftale med de finansielle kreditorer, som sikrer koncernens likviditet, således at årsrapporten kan aflægges under forudsætning om fortsat drift.

Uden at tage forbehold skal vi gøre opmærksom på, at selskabets og koncernens egenkapital pr. 30. september 2010 er negativ. Koncernen vil derfor iværksætte en handlingsplan, omfattende en undersøgelse af mulighederne for at gennemføre en rekonstruktion af koncernen.

Der henvises til årsrapportens note 1 samt ledelsens beretning for nærmere omtale af selskabets og koncernens finansielle situation.

1 Den finansielle krise

Som følge af likviditetsmangel har koncernen indgået en treårig finansieringsaftale med koncernens danske, finansielle kreditorer. Det er ledelsens vurdering, at der hermed er opnået sikkerhed for koncernens fortsatte drift. Der henvises til ledelsens beretning for nærmere omtale af ovenstående.

Uddrag fra ledelsesberetningen:

Den nødvendige likviditet til finansiering af driften anses sikret under kreditoraftalen, der løber til den 3. marts 2013.

Der er gennemført forhandlinger med enkelte kreditorer uden for kreditoraftalen omkring afvikling af disse. Det er ledelsens forventning, at resultatet af disse forhandlinger vil eliminere eventuelle konkurstrusler.

Med udgangspunkt i kreditoraftalen, i håndteringen efter regnskabsårets udløb af udestående problemer, i udskillelsen af administrationen og med iværksættelsen af rekonstruktionsbestræbelserne, er det gjort muligt at aflægge regnskabet for 2009/10 med fortsat drift for øje (going concern).

Bilag 31 - Uddrag af Den uafhængige revisors påtegning for Essex Invest Holding ApS (koncernen) - Værdiansættelsen af ejendommene

Udover usikkerheden omkring finansieringen, har koncernen for Essex Invest Holding ApS også usikkerhed omkring aktiverne. Nedenfor er et uddrag af den supplerende oplysning om værdiansættelsen af ejendommene.

Uden at tage forbehold skal vi gøre opmærksom på, at der, som følge af uroen på de finansielle markeder og den heraf afsmittende effekt på ejendomsbranchen, hersker væsentlig usikkerhed om værdiansættelsen af koncernens ejendomme og dermed også om værdiansættelsen af moderselskabets kapitalandele i dattervirksomheder samt tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder.

Der henvises til årsrapportens note 2 samt afsnittet ”Værdiansættelse af ejendomme” i ledelsens beretning for nærmere omtale af usikkerhed om indregning og måling.

2 Usikkerhed om indregning og måling

På grund af uroen på de finansielle markeder og den heraf afsmittende effekt på ejendomsbranchen, hersker der usikkerhed om værdiansættelsen af koncernens ejendomme og dermed også om værdiansættelsen af moderselskabets kapitalandele i dattervirksomheder samt tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder. Der henvises til ledelsens beretning for nærmere omtale heraf.

Bilag 32 - Uddrag af ledelsesberetningen i Essex Invest Holding ApS (koncernen)

Værdiansættelse af ejendomme

Værdiansættelsen af koncernens ejendomsportefølje er foretaget ud fra koncernens vurdering af markedsvilkårene for de respektive ejendomstyper, i stort omfang suppleret med eksterne ejendomsmæglervurderinger.

Da flere af kreditorerne under Kreditoraftalen har udtrykt ønske om at Essex relativt hurtigt skulle påbegynde frasalg af ejendomme, er det fundet relevant at lægge en tidshorisont på tre til seks måneder til grund i vurderingstemaet. Da koncernen endvidere ikke, i sagens natur, kan tilpligte nuværende låvgivere at forblive långivere i ejendommene ved debitorskifte, er det tillige fundet nødvendigt at anvende en forudsætning om kontant handel i vurderingstemaet.

Markederne savner fortsat likviditet, og der er derfor kun få sammenlignelige transaktioner baseret på traditionel kontanthandel. Aktiviteten i markederne er i høj grad drevet af de bedst prioriterede kreditors ønske om eller behov for debitorskifte, uden ændringer i den eksisterende finansiering.

Værdireguleringen af koncernens ejendomme er negativ med DKK 1.165 mio.

Markedsforholdene betyder, at værdiansættelsen er behæftet med usikkerhed.

Danske boligejendomme er værdiansat på grundlag af individuelle forrentningsprocenter, samt under hensyntagen til beliggenheden og finansieringen, resulterende i en gennemsnitlig forrentningsprocent på 5,0 %. Tomgangen ved regnskabsårets udløb var meget beskedent.

Danske erhvervsjendomme og øvrige blandede ejendomme er værdiansat med udgangspunkt i forrentningsprocenter mellem 3,8 % og 9,0 %, bestemt af ejendommens størrelse, beliggenhed, udlejningsgrad og lejersammensætning m.v. Den gennemsnitlige forrentning er på 7,7 %. Et mindre antal erhvervsjendomme har mærkbar tomgang ved regnskabsårets udløb.

På regnskabsudarbejdelsestidspunktet pågår drøftelser om afhændelse af en række af koncernens ejendomme. Hvor drøftelserne vurderes at føre til en egentlig transaktion, er den drøftede pris anvendt som udgangspunkt for værdiansættelsen.

Et par mindre tilbageværende grundstykker er bogført til DKK 134 mio., hvoraf et grundstykke med en bogført værdi på DKK 99 mio. er afhændet efter regnskabsårets udløb.

Tyske ejendomme er værdiansat med udgangspunkt i forrentningsprocenter mellem 4,2 % og 8,1 % i forhold til ejendommens størrelse, beliggenhed, udlejningsgrad og lejersammensætning m.v. Den gennemsnitlige forrentning er på 5,9 %.

Herudover er der foretaget diskretionære nedskrivninger på ejendomme med særlige udfordringer.

Årets værdiregulering af ejendomsporteføljen er fordelt således:

	Beløb i DKK mio.	I procent
Boligudlejningsejendomme	- 403	- 8,9 %
Erhvervs- og blandede ejendomme	- 749	- 16,5 %
Grunde	- 27	- 20,4 %
Tyske ejendomme	+ 14	+ 1,4 %
TOTAL	- 1.165	- 11,4 %

Samlet set er den gennemsnitlige forrentningsprocent forøget fra 5,5 % i 2008/09 til 6,1 % i 2009/10.

Bilag 33 - Betydelig usikkerhed om fortsat drift

Betydelig usikkerhed om fortsat drift		Omtale af usikkerhed	
		Tilstrækkelig	Utilstrækkelig
Going concern valgt som regnskabsprincip	Relevant valg	Supplerende oplysning (§ 7 stk. 1)	Forbehold (§ 6 stk. 2 nr. 3)
	Ikke relevant valg	Afkræftende konklusion (§ 6 stk. 2 nr. 4)	
Going concern ikke valgt som regnskabsprincip	Relevant valg	Supplerende oplysning (§ 7 stk. 1)	
	Ikke relevant valg	Afkræftende konklusion (§ 6 stk. 2 nr. 1)	

Kilde: Notat Udvalgte revisionsmæssige forhold, som revisor skal overveje i lyset af de ændrede markedsforhold, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen