



Øget oplysningskrav ved investeringsejendomme der måles til dagsværdi

HD 2. del – Regnskab og Økonomistyring, AAU

Udarbejdet af: Sophie Rønnest Meyer og Lisa Søgaard Christensen

Vejleder: Thomas Kallehauge

Afleveringsdato: 13. maj 2024

Antal sider ekskl. bilag: 70 sider

Abstract

This project has been prepared upon the completion of HD 2nd part in Accounting and Financial Management at Aalborg University and is developed during the period November 2023 to May 2024. The assignment is an interdisciplinary project centred on external accounting, accounting analysis, and companies' financial planning. The aims are to clarify the increased enlightenment requirements and the extent of interpretation freedom within the Danish Annual Financial Statements Act, with a specific focus on the disclosures concerning investment properties measured at fair value.

In this context, both the financial statement company management and users should gain a better insight into when there is a connection between theory and practical execution. The project is based on the latest guidance from Erhvervsstyrelsen issued on November 30, 2023, regarding the measurement of investment properties at fair value according to the Danish Annual Financial Statements Act.

Qualitative data drawn from primary data sources are used, focusing on robust analysis reliability and emphasizing the concepts of reliability and validity. Both inductive and deductive methodological approaches are employed. The assignment is structured into an introductory, analytical, and concluding section.

Throughout the project writing, it has been found that there are various methods of disclosing the key assumptions outlined in paragraph 58 a of the Danish Annual Financial Statements Act. There is inconsistency among company management, auditors, and Erhvervsstyrelsen regarding the information deemed necessary for inclusion in the annual report concerning investment properties measured at fair value. The inconsistency is possibly due to the absence of specific minimum requirements.

The conclusion of this project is that Erhvervsstyrelsens recently updated and more specific requirements for the content of the annual financial statements, which company management and auditors are following, have resulted in greater attention to detail in the accompanying financial statements. Consequently, Erhvervsstyrelsens latest guidance has proven effective. Nonetheless, further ongoing updates to the guidelines are still needed to reach a final goal.

Indholdsfortegnelse

1. Forord.....	5
2. Indledning	6
3. Problemstilling.....	6
3.1. Problemformulering.....	7
3.2. Arbejdsspørgsmål.....	7
4. Afgrænsning	7
5. Metodeovervejelser	8
5.1. Analysedesign.....	8
5.1.1. Den indledende del.....	8
5.1.2. Den behandlende del	9
5.1.3. Den konkluderende del.....	11
5.2. Analysesikkerhed.....	11
5.2.1. Validitet og reliabilitet.....	11
5.3. Kildekritik.....	12
6. Årsregnskabslovens retvisende billede og kvalitetskrav	13
7. Investeringsejendomme	14
7.1. Indregning og måling af investeringsejendomme	15
7.2. Oplysningskrav	16
7.2.1. Særligt for regnskabsklasse C.....	19
7.2.2. Usikkerhed ved indregning og måling	19
7.3. Delkonklusion	20
8. Dagsværdimåling.....	21
8.1. Dagsværdihierarkiet.....	22
8.1.1. Niveau 1-2: Salgsværdi.....	22
8.1.2. Niveau 3: Kapitalværdi.....	23
8.1.3. Niveau 4: Kostpris	24
8.1.4. Sammenhæng mellem Årsregnskabslovens dagsværdihierarki og IFRS 13	24
8.2. Delkonklusion	25
9. Metoder til fastsættelse af kapitalværdi	25
9.1. Afkastbaserede metode.....	26
9.2. DCF-modellen	28
9.2.1 Værdibestemmende faktorer.....	28
9.3. Forskelle og ligheder mellem metoderne	33
9.4. Delkonklusion	35

10. Observerende problematikker	36
10.1. Fortolkningen af Årsregnskabslovens § 58 a, stk. 2	37
10.1.1. Vores fortolkning af Årsregnskabslovens § 58 a, stk. 2	41
10.2. Delkonklusion	42
11. Sammenhængen mellem teori og praksis	43
11.1. C.W. Obel Ejendomme A/S	44
11.1.1. Udviklingen i oplysningerne i årsregnskabet 2023	49
11.2. PWH Ejendomme A/S	52
11.2.1. Udviklingen i oplysningerne i årsregnskabet 2022/23	57
12. Forrentningskravet	61
12.1. Kildekritik til markedsrapporterne	62
12.2. Delkonklusion	64
13. Konklusion	66
14. Perspektivering	68
15. Kildefortegnelse	69
16. Bilag	71
Bilag 1: Oversigt over krav til ledelsesberetningen	71
Bilag 2: Interview med Marian Fruergaard, Partner og statsautoriseret revisor ved Redmark, Aalborg	73
Bilag 3: Interview med Nikolaj Kjelder, Erhvervsmægler ved Nordicals, Aalborg	78

1. Forord

Vores projekt er udarbejdet i forbindelse med afslutningen af HD 2. del i Regnskab og Økonomistyring på Aalborg Universitet.

Projektet er en tværfaglig opgave, der særligt bygger på faget eksternt regnskab, med tillæg af faget regnskabsanalyse og virksomheders finansielle planlægning. Projektet bygger på Erhvervsstyrelsens seneste vejledning fra den 30. november 2023 omhandlende måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter årsregnskabsloven.

Formålet med projektet er at tydeliggøre de øget oplysningskrav og den grad af fortolkningsfrihed, der er i Årsregnskabsloven, med fokus på investeringsejendomme der måles til dagsværdi. Projektet skal i den sammenhæng give regnskabsaflæggere og -brugere et bedre indblik i, hvornår der er en rød tråd mellem teorien og den praktiske udførelse, når værdiansættelsen er forbundet med skøn og usikkerheder.

Til projektskrivningen anvendes kvalitative data, der baseres på primære datakilder, med afsæt i høj analysesikkerhed, hvorfor begreberne reliabilitet og validitet er et fokuspunkt i projektskrivningen. Derudover anvendes der en induktiv- og deduktiv metodetilgang. Projektet er inddelt i en indledende, behandlende og konkluderende del.

En tak skal rettes til Nikolaj Kjelder fra Nordicals samt Marian Fruergaard fra Redmark for deres deltagelse i interviews, hvilket har bidraget til muliggørelsen af udarbejdelsen af dette projekt.

Projektet har udfordret vores færdigheder og udvidet vores viden inden for emnet. Vi tror på, at ved at undersøge og forstå problemstillingen dybere, kan den bidrage til en mere ensartethed i fortolkningen af oplysninger, der gives i relation til investeringsejendomme der måles til dagsværdi.

2. Indledning

I en tid med stigende kompleksitet og øget fokus på gennemsigtighed, stiger kravene til årsregnskaberne mere og mere. Særligt årsregnskaber, hvis aktivitet er præget af ejendomsinvesteringer, har offentlighedens opmærksomhed lige nu. Opmærksomheden på ejendomsinvesteringsselskaber skyldes i særdeleshed de seneste års udvikling i ejendomsmarkedet, der har været presset, grundet rentestigninger og et afventende transaktionsmarked. (Nordicals, Q4 2023) De høje rentestigninger begynder at give sig til kende i årsregnskaberne, der aflægges for dele eller hele 2023, da ejendommene ikke kan bære samme værdi som tidligere. I forlængelse heraf har Erhvervsstyrelsen haft fokus på denne type selskaber, da de har konstateret flere tilfælde med forkert regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme der måles til dagsværdi. (Erhvervsstyrelsen, 2023) Som om økonomisk usikkerhed ikke var nok. Ejendomsinvestorer og regnskabsaflæggere skal have mere fokus på gennemsigtigheden i de oplysninger, de giver i årsregnskabet, om investeringsejendommene, da det er en post, der er forbundet med væsentlige skøn og usikkerheder.

3. Problemstilling

Vi har gennem vores arbejde som revisormedarbejdere erfaret, at vores ejendomskunder anvender de anerkendte værdiansættelsesmodeller- og teknikker baglæns. Med dette forstås, at ejendomskunderne har en værdi, de mener, deres ejendomme er værd, og på baggrund heraf beregner de et afkast ud fra det kommende års driftsresultat. Dermed ikke sagt, at dagsværdien er forkert, men måden, hvorpå denne beregnes, bliver en smule kontroversiel.

En anden problematik vi oplever med vores ejendomskunder er, at de ikke prioriterer oplysningerne, der gives i relation til investeringsejendomme i årsregnskabet. Hidtil har det været kutymen blot at medtage en dagsværdinote og skrive, hvilket gennemsnitlig afkastkrav der er anvendt. For nogle af de større ejendomskunder har der været medtaget en følsomhedsanalyse. Med Erhvervsstyrelsens seneste vejledning, omkring måling af investeringsejendomme til dagsværdi, er det ikke længere en mulighed at nedprioritere gennemsigtigheden i de oplysninger, der gives i årsregnskabet.

Problemformuleringen er udledt af ovenstående problematikker. Ønsket med projektet er derfor at skabe en dybere forståelse af, hvor vigtige oplysningerne i relation til investeringsejendomme

er for regnskabsbrugernes forståelse af værdiansættelsen, da denne er forbundet med skøn og usikkerheder.

3.1. Problemformulering

Hvordan opretholdes den røde tråd mellem teorien og den praktiske udførelse, når Årsregnskabslovens § 58 a er til fri fortolkning og værdiansættelsen af investeringsejendomme er præget af væsentlige skøn og usikkerheder?

3.2. Arbejdsspørgsmål

Til besvarelse af problemformuleringen er nedenstående arbejdsspørgsmål udarbejdet:

- Hvilke risici og usikker er der forbundet med værdiansættelsen af en investeringsejendom?
- Hvad mener Erhvervsstyrelsen der skal oplyses om i årsregnskabet vedrørende investeringsejendomme der måles til dagsværdi?
- Har regnskabsaflæggere tilgodeset Erhvervsstyrelsens vejledning fra 30. november 2023 omhandlende investeringsejendomme der måles til dagsværdi?
- Hvordan skal markedsrapporterne anvendes, når forrentningskravet er forbundet med skøn og usikkerheder?

4. Afgrænsning

Projektet bygger hovedsageligt på baggrund af de danske regnskabsstandarter; Årsregnskabsloven, med et par mindre tilføjelser af IAS 40 og IFRS 13, hvorfor der afgrænses fra at skrive om de øvrige internationale revisions- og regnskabsstandarter. Der afgrænses yderligere fra at skrive om ejendomme, der ændrer anvendelse i løbet af ejertiden og ejendomme, der udlejes internt på koncernniveau. Udgangspunktet for den indledende, behandlende og konkluderende del er virksomheder i regnskabsklasse B og C, hvorfor der afgrænses fra at skrive om virksomheder i regnskabsklasse A, B mikro og D. Ydermere afgrænses der fra alle moms- og skattemæssige forhold.

5. Metodeovervejelser

Nedenstående metodeafsnit indeholder en detaljeret beskrivelse af, hvilke teorier og metoder som anvendes i forbindelse med udarbejdelsen af problemformuleringen og de dertilhørende arbejdsspørgsmål. Derudover indeholder afsnittet en redegørelse for vores arbejde med interviews, vores overvejelser i denne forbindelse samt hvordan vi løbende sikre høj analysesikkerhed, herunder hvordan vi vil benytte begreberne validitet og reliabilitet. Afslutningsvis vil vi beskrive, hvordan vi vil forholde os kritisk til de kilder, der er repræsenteret i projektet.

5.1. Analysedesign

I dette afsnit vil vi klarlægge projektets disposition med henblik på at belyse, hvordan hvert arbejdsspørgsmål vil blive besvaret med fokus på metodeanvendelse samt dennes relevans for problemformuleringen. Herudover redegøres der for, hvordan projektet understøttes med enten sekundær eller primær empiri.

5.1.1. Den indledende del

Den indledende del vil først og fremmest bestå af en introduktion til projektets fokusområde med dertilhørende motivation for det valgte emne. Dette leder os op til en problemformulering med tilknyttede arbejdsspørgsmål, som løbende besvares.

Dernæst vil læseren blive introduceret til projektets mest grundlæggende og aktuelle lovmæssige bestemmelser og regnskabsstandarder på området. Denne del vil i høj grad være beskrivende og redegørende, da alle de nødvendige informationer, der skal skabe rammerne for projektet, præsenteres med henblik på at skabe en klar sammenhæng mellem den indledende og behandlende del.

Denne del vil derfor være præget af primære kilder, herunder lovtekster og regnskabsstandarder, hvis kvantitative data er baseret på faktuelle retningslinjer, der skal være med til at understøtte det teoretiske grundlag i problemformuleringen.

5.1.2. Den behandlende del

Den behandlende del vil bestå af en analyserende og diskuterende del. Den analyserende del vil med afsæt i Årsregnskabslovens dagsværdihierarki først fastslå, hvilke værdiansættelsesmetoder, der anvendes til opgørelsen af dagsværdien. Dette vil vi sammenholde med IRFS. Baseret på denne viden vil vi analysere og sammenligne den afkastbaserede metode og DCF-modellen med henblik på at opnå tilstrækkelig viden om, hvornår den ene metode bør anvendes frem for den anden samt skabe en rød tråd mellem den teoretiske og praktiske del.

Med formål om at opnå indsigt i, hvilke lovkrav Årsregnskabsloven stiller for virksomheder med investeringsejendomme i forbindelse med regnskabsaflæggelse, analyseres Erhvervsstyrelsens vejledning om "Måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter årsregnskabsloven" med formålet om at belyse, hvilke centrale forudsætninger, der som minimum bør indgå, for at en regnskabsbruger kan gennemskue dagsværdien og de skøn, der er forbundet derved. Herudover vil EY's fortolkning af Årsregnskabslovens § 58 a, stk. 2 indgå med henblik på at påvise sammenhænge, ligheder og forskelle, ligesom vi, baseret på nævnte erfaringer, vil komme med vores opfattelse af, hvilke centrale forudsætninger, der er nødvendige for at imødekomme kravet om gennemskuelighed og ensartethed.

For at undersøge, om der er sammenhæng mellem teori og praksis, vil vi tage afsæt i to offentliggjorte årsrapporter fra 2022, hvis investeringsejendomme er indregnet til dagsværdi. Her vil vi analysere og diskutere, hvorvidt virksomhederne lever op til kravene i Årsregnskabslovens § 58 a, stk. 2 med ønsket om at afdække og sammenligne væsentlige afvigelser med årsrapporterne for 2023. Afslutningsvis vil vi belyse, hvilke væsentlige skøn og usikkerheder, der er forbundet, når forrentningskravet skal fastsættes.

Denne del vil bestå af en kvalitativ analysetilgang baseret på primære datakilder. For at afdække en række faktuelle forhold samt opnå bredere indsigt i, hvordan sammenhængen mellem teori og praksis imødekommes og håndteres af relevante fagpersoner, har vi foretaget to ekspertinterviews. Der er således tale om dybdeinterviews, hvor vi har stillet en række spørgsmål, men hvis rækkefølge kan variere med mulighed for at stille uddybende spørgsmål. Herved øges interviewerens mulighed for at styre interviewet, mens respondenter frit kan besvare spørgsmålene. I denne sammenhæng vil der være tale om en eksplorativ analyse, hvis formål er at udforske, afdække samt opnå bedre indblik og klarlægge uafklarede problemstillinger.

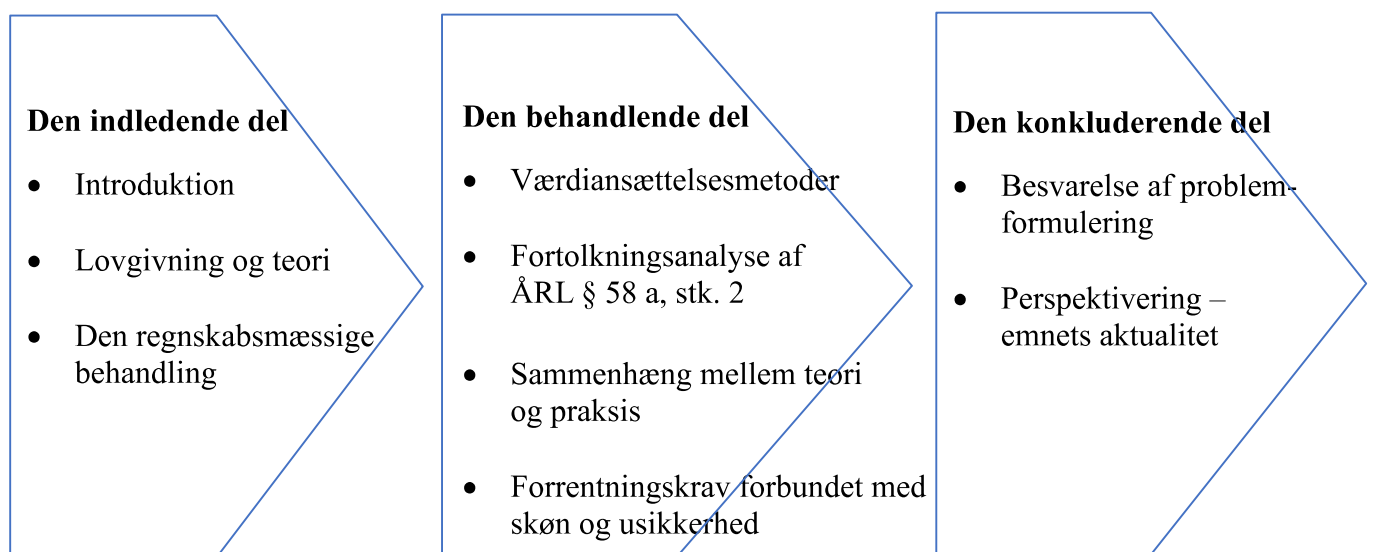
Udover at indsamle kvalitative data, vil vi også benytte en induktiv og deduktiv metodetilgang. Den induktive fremgangsmåde, der er et forsøg på at omdanne observationer til en generel viden, vil benyttes, når vi anvender vores viden fra den indledende del til at opstille og udforme relevante spørgsmål, der under interviewene skal afdække en almen viden på området. Desuden vil vi med den viden, vi tilegner os igennem interviewundersøgelser, forsøge at skabe sammenhænge, der kan danne grundlag for en generalisering indenfor emnet. Den deduktive metode ses ved, at den konkluderende del udledes med afsæt i anvendte primære datakilder samt den viden, vi har opnået undervejs.

Den behandlende del vil i sin helhed afspejles ved en komparativ analyse, hvor ligheder og forskelle skildres. Først og fremmest ved særskilt at analysere de to indregningsmetoder og derefter sammenligne dem. Derudover sammenholdes Årsregnskabslovens § 58 a, stk. 2 med Erhvervsstyrelsens vejledning, ligesom EY's fortolkning også analyseres og sammenlignes, med formål om at sidestille disses betragtninger med, hvordan investeringsejendomme i praksis indregnes til dagsværdi. Set fra dette perspektiv drages der paralleller mellem årsrapporter fra 2022 og 2023 med formål om at afdække, hvordan et skærpet oplysningsgrundlag efterleves og anvendes i praksis.

5.1.3. Den konkluderende del

Den konkluderende del vil først og fremmest bestå af en hovedkonklusion, som opsamler de delkonklusioner, der er udarbejdet løbende i den indledende- og behandlende del. Denne del vil således, med afsæt i de underliggende arbejdsspørgsmål, føre til en konklusion på problemformuleringen og dermed projektets formål. Den konkluderende del vil ligeledes bestå af et perspektiverende afsnit, hvor det vil beskrives, hvorfor netop dette emne er aktuelt.

Nedenstående figur er med til at danne et visuelt overblik over ovenstående tre hovedområder:



Figur 1: Visuelt overblik over projektopbygningen

5.2. Analysesikkerhed

For at sikre så høj sikkerhed og kvalitet i den anvendte data som muligt, vil det i nedenstående afsnit beskrives, hvordan vi vil forholde os til begreberne validitet og reliabilitet.

5.2.1. Validitet og reliabilitet

I markedsanalyser bør der altid tilstræbes en høj grad af validitet og reliabilitet. Det kan imidlertid være svært at efterleve i praksis.

Indenfor validitetsbegrebet undersøges det, om vi måler det, vi ønsker at måle. Det forventes, at vores interviewdata har en høj intern validitet, fordi detaljegraden om det undersøgte emne er høj, idet vi hele tiden kan justere samtalen og tilpasse interviewet den viden, vi tilegner os undervejs. Dog kan den viden, der opnås, ikke nødvendigvis generaliseres til andre situationer, da der undervejs kan opstå problemer med subjektiviteten, idet vi i dataindsamlingen og

analysen skal fortolke og forstå sammenhænge, hvori der kan skabes en hvis usikkerhed i, om fortolkningen er korrekt eller ”farvet” af de erfaringer, vi har.

Begrebet reliabilitet referer til undersøgelsens pålidelighed; ville vi med andre ord få samme resultat, hvis vi udførte interviewundersøgelsen igen. Generelt forventer vi en lav reliabilitet, da respondenter med lav sandsynlighed vil svare eller fortælle præcist det samme som under første interview.

5.3. Kildekritik

Dette afsnit vil kortfattet beskrive, hvilke kildekritiske overvejelser vi vil foretage i forbindelse med udarbejdelse af projektet.

Projektet udformes på baggrund af primære kilder i form af lovtekster, internationale revisions- og regnskabsstandarder samt Erhvervsstyrelsens vejledning omkring måling af investerings-ejendomme til dagsværdi. Ved at basere projektet på primære datakilder, herunder Årsregnskabsloven (ÅRL), IAS og IFRS, sikres det, at projektet udelukkende baserer dets indhold på de nyeste og mest relevante kilder.

I visse tilfælde vil de anvendte kilder være flere år gamle. Dette kan skyldes, at bestemmelserne på området ikke har ændret sig, hvorfor der ikke har været grundlag for at ændre i den anvendte data.

Projektet vil desuden i begrænset omfang anvende sekundære datakilder, herunder EY's fortolkning af en række lovtekster i Årsregnskabsloven (ÅRL). Disse vil vi bruge med omhu, hvorfor vi ved hver kilde vil foretage en kildekritisk analyse. Ved at undersøge, hvem kildens forfatter er, hvor kilden udgives, og hvilke informationer kilden har bygget sine data på, tages der stilling til kildens troværdighed.

6. Årsregnskabslovens retvisende billede og kvalitetskrav

Der er i Årsregnskabsloven præciseret en begrebsramme, der giver de generelle retningslinjer for, hvordan en årsrapport skal udformes, således det bliver informativt for regnskabsbrugerne. Loven indeholder ligeledes en generalklausul, som er en overordnet målsætning for regnskabsaflæggelsen: Et retvisende billede, som defineres således i ÅRL § 11:

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

Denne generalklausul udgør sammen med kvalitetskravene og regnskabsbrugernes informationsbehov i ÅRL § 12 de øverste niveauer i begrebsrammen. Jf. ÅRL § 12 er der krav om, at årsrapporten skal støtte regnskabsbrugerne i deres økonomiske beslutninger samt oplyse om forhold, der normalt er relevante for regnskabsbrugerne. Disse kvalitetskrav skal opfyldes, før årsregnskabet, koncernregnskabet og ledelsesberetningen kan give et retvisende billede og redegørelse. De efterfølgende niveauer i begrebsrammen er de grundlæggende forudsætninger i ÅRL §§ 13-16, der overordnet skal gøre de abstrakte regler anvendelige for virksomhederne. (EY 2023)

Det er de dele, som revideres i årsrapporten, der samlet skal give et retvisende billede. Virksomhedens ledelse skal således vurdere om talopstillingerne og oplysningerne i balancen, resultatopgørelsen, noter samt en eventuel pengestrøms- og egenkapitalopgørelse er retvisende. Et retvisende billede findes der ikke kun ét af. Der er tale om et subjektivt begreb, der afhænger af den enkelte regnskabsaflægger og -bruger. (EY 2023)

Det er regnskabsaflæggerens ansvar at anvende de metoder, der indenfor lovens rammer giver det mest retvisende billede. I tilfælde, hvor lovens bestemmelser ikke er tilstrækkelige til at opfylde ÅRL § 11, stk. 1, er der pligt til at give yderligere oplysninger i årsregnskabet og koncernregnskabet. I tilfælde, hvor anvendelse af bestemmelserne i Årsregnskabsloven vil stride imod ÅRL § 11, stk. 1, skal de fraviges. De eventuelle fravigelser skal hvert år begrundes konkret og fyldestgørende i noterne med oplysning om, hvilken indvirkning, gerne beløbsmæssige indvirkning, fravigelsen har på virksomhedens og koncernen, aktiver, passiver, finansielle stilling samt resultat, jf. ÅRL § 11, stk. 2-3.

Begrebet 'regnskabsbrugere' anvendes i lovens fortolkning for at undgå en for snæver opfattelse af målgruppen hos det regnskabsaflæggende selskab. Regnskabsbrugere defineres blandt andet som personer, virksomheder, organisationer og offentlige myndigheder, hvis økonomiske beslutninger normalt forventes at blive påvirket af årsrapporten. Virksomhedsdeltagere, medarbejdere, kunder, långivere, leverandører og skattemyndigheder må blandt andet forventes at have en hvis form for interesse i virksomhedens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat.

I en virksomhed, hvis primære aktivitet er bolig- og erhvervsudlejning, vil de typiske regnskabsbrugere være aktionæren(e), banker og realkreditinstitutter, andre investorer og lejere. Investeringsejendomme kræver typisk fremmed finansiering, før de kan tilgå virksomheden, og dermed er banker, realkreditinstitutter og andre investorer de primære regnskabsbrugere.

7. Investeringsejendomme

Årsregnskabsloven har ingen definition på investeringsejendomme, men investeringsejendomme defineres dog i IAS 40 afsnit 5 som:

"Investment property is property (land or a building – or part of a building – or both) held (by the owner or by the lessee as a right-of-use asset) to earn rental or for capital appreciation or both."

Investeringsejendomme besiddes for at generere et afkast af den investerede kapital, herunder huslejeindtægter, med fradrag for omkostninger forbundet med udlejningen, kapitalgevinster eller begge dele. Investeringsejendomme genererer pengestrømme, der stort set er uafhængige af virksomhedens øvrige aktiver.

Eksempler på investeringsejendomme kunne være (EY 2023):

- Ejendomme, der besiddes med henblik på langfristet kapitalgevinst.
- Ejendomme, hvor den fremtidige anvendelse ikke er fastlagt.

Eksempler på ejendomme, der ikke er investeringsejendomme kunne være (EY 2023):

- Ejendomme, der er købt med henblik på videresalg inden for kort tid eller med henblik på ombygning og/eller renovering og efterfølgende salg og sådanne ejendomme under opførsel (handelsejendomme).

- Domicilejendomme der ejes med henblik på at huse virksomhedens/koncernens administration, produktion eller almindelig drift heraf.

Der kan være tilfælde, hvor ejendomme dækker flere anvendelsesformål, hvor dele af arealerne anvendes til blandt andet udlejning mens øvrige arealer udgør domicil. I tilfælde som disse behandles ejendommen som investeringsejendom, hvis en uvæsentlig del anvendes som domicil – her anvendes typisk en grænse på 10%. Kan arealerne til hvert formål frasælges separat behandles hvert areal regnskabsmæssigt separat. (EY 2023)

7.1. Indregning og måling af investeringsejendomme

Investeringsejendomme anses for værende et materielt anlægsaktiv, da investeringsejendomme anses for værende aktiver, der er til vedvarende eje eller brug for virksomheden, jf. Årsregnskabslovens bilag 1, C, nr. 1. Et aktiv indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden og aktivets værdi kan måles pålideligt, jf. ÅRL § 33.

Med udgangspunkt i ÅRL § 33, indregnes investeringsejendomme på det tidspunkt, hvor fordele og risici overgår køberen (virksomheden), typisk på overtagelsesdagen. Første indregning skal ske til kostpris. For investeringsejendomme omfatter kostprisen; grund, bygninger, omkostninger direkte tilknyttet anskaffelsen samt andre omkostninger, der kan henføres til erhvervelsen. Derudover indgår eventuelle efterfølgende forbedringer i kostprisen. (EY 2023)

Efterfølgende måling af investeringsejendomme kan enten ske til kostpris med fradrag for af- og nedskrivninger tilsvarende de almindelige regler for materiale aktiver eller til dagsværdi, hvor ÅRL § 38 anvendes. Anvendes ÅRL § 38 afskrives der ikke på investeringsejendomme, idet eventuel værdiforringelse afspejles gennem dagsværdien. (EY 2023) Dagsværdien vurderes ud fra de faktiske forhold på balancedagen, hvor dagsværdihierarkiet i ÅRL § 37 finder anvendelse. Selve værdireguleringen på investeringsejendomme føres over resultatopgørelsen, idet der ikke er krav om binding på egenkapitalen.

Regnskabsklasse	B	C Mellem	C stor	D
Dagsværdi med værdiregulering i resultatopgørelsen	Mulighed			
Krav om afskrivning	Nej, ikke ved måling til dagsværdi			
Binding for opreguleringer til dagsværdi	Nej			
Måling af finansielle forpligtelser tilknyttet investeringsejendomme	Amortiseret kostpris Dog mulighed for måling til dagsværdi ved tilvalg af § 37, stk. 5 (fuld IFRS for finansielle instrumenter)			

Tabel 2: Oversigt over indregning og måling af investeringsejendomme (EY 2023)

Efter første indregning skal der fastlægges en praksis for den efterfølgende måling, som herefter anvendes konsekvent for alle investeringsejendomme i virksomhedens ejendomsportefølje. Ønsker en virksomhed at ændre praksis skal ledelsen påvise, at den nye målemetode giver et bedre retvisende billede i henhold til årsregnskabslovens § 11, jf. ÅRL § 13, stk. 2. I praksis er det vanskeligt at ændre regnskabspraksis fra dagsværdi til kostpris for investeringsejendomme, jf. IAS 40 afsnit 31: (Erhvervsstyrelsen 2023)

”It is highly unlikely that a change from the fair value model to the cost model will result in a more relevant presentation.”

7.2. Oplysningskrav

Alle årsrapporter for virksomheder i regnskabsklasse B til D skal indeholde en ledelsesberetning. Kravene til en ledelsesberetning afhænger af, hvilken regnskabsklasse virksomheden befinder sig i. De samlede krav til ledelsesberetningens indhold er angivet for hver af lovens regnskabsklasser i bilag 1.

Ifølge Erhvervsstyrelsen er nedenstående ledelsesberetningskrav relevante at medtage, når man besidder investeringsejendomme: (Erhvervsstyrelsen, 2023)

Krav til ledelsesberetningen	B	C mellem	C stor	D
Beskrive virksomhedens væsentligste aktiviteter	X	X	X	X

Redegøre for eventuelle væsentlige ændringer i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold	X	X	X	X
Beskrive eventuel usikkerhed ved indregning og måling, så vidt muligt med angivelse af beløb	*	X	X	X
Beskrive usædvanlige forhold, der kan have påvirket indregning eller måling, så vidt muligt med angivelse af beløb	*	X	X	X
Redegøre for udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold		X	X	X
Beskrive virksomhedens forventede udvikling, herunder særlige forudsætninger og usikre faktorer, som ledelsen har lagt til grund for beskrivelsen		X	X	X

Tabel 2: Relevante ledelsesberetningskrav ved besiddelse af investeringsejendomme (Erhvervsstyrelsen, 2023)

**Supplerende redegørelser i ledelsesberetningen for virksomheder i regnskabsklasse B, såsom usikkerhed ved indregning og måling og/eller usædvanlige forhold, kan i særlige tilfælde være påkrævet for at give en retvisende redegørelse for virksomhedens forhold i henhold til årsregnskabslovens § 11, stk. 2.*

Det fremgår af årsregnskabslovens § 53, at der i anvendt regnskabspraksis skal redegøres for de indregningsmetoder og målegrundlag (værdiansættelsen), der er anvendt for investeringsejendomme, uanset om de indregnes til kostpris med fradrag for afskrivninger eller dagsværdi efter § 38. Af redegørelsen skal det fremgå, hvilke metoder og grundlag, der foretages op-, ned- og afskrivninger samt op- og nedreguleringer efter. Derudover skal redegørelsen beskrive, hvilke værdiansættelsesmodeller og -teknikker som anvendes til opgørelsen af dagsværdien, når denne ikke måles på grundlag af observationer på et aktivt marked.

For hver kategori af aktiver eller forpligtelser som måles til dagsværdi efter §§ 37-38, skal følgende oplyses, jf. ÅRL § 58 a, stk. 1:

- Dagsværdien ultimo regnskabsåret
- Ændringer af dagsværdien, der er indregnet direkte i resultatopgørelsen

- Ændringer, der er indregnet i dagsværdireserven, jf. § 49, stk. 3 under egenkapitalen

Formålet med at oplyse ændringerne i dagsværdierne er at give regnskabsbrugerne et indblik i, hvordan de urealiserede værdireguleringer har påvirket resultatet. Ovenstående præsenteres i en dagsværdinote, hvor alle selskabets aktiver eller forpligtelser, der måles til dagsværdi, er vist pr. kategori af aktiver eller forpligtelser. Ifølge Erhvervsstyrelsens vejledning om ”Måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter årsregnskabsloven” opfatter de bestemmelserne i Årsregnskabslovens § 58 a, stk. 1 som værende en noteoplysning, hvor ovenstående oplysninger skal gives pr. kategori af investeringsejendomme og ikke pr. kategori af aktiver, som det beskrives i Årsregnskabsloven (Erhvervsstyrelsen, 2023). Fordelen ved at give oplysningerne pr. kategori af investeringsejendomme er, at regnskabsbrugeren bliver mere bevidst om, hvor mange værdier der ligger i de forskellige ejendoms kategorier samt fordelingen af værdireguleringerne i det pågældende selskab. Marian, der er partner og statsautoriseret revisor hos Redmark udtaler, at de i praksis kun opdeler det i kategori af aktiver og forpligtelser, og ikke som Erhvervsstyrelsens anbefaling med kategori af investeringsejendomme. ”Jeg har ikke bemærket, at Erhvervsstyrelsen siger det skal gives pr. kategori, men jeg vil umiddelbart ikke mene at det ændre så meget. Det er ikke en praksis vi har i Redmarks modeller, vi giver stadig oplysninger samlet for alle investeringsejendomme i selskabet, ligesom det står i Årsregnskabsloven.” (Interview, Bilag 2) I praksis følges reglerne i Årsregnskabsloven, mens notatet fra Erhvervsstyrelsen anvendes som en vejledning og guide til at optimere kvaliteten af oplysningerne.

Desuden gælder det for aktiver eller forpligtelser, der måles til dagsværdi efter §§ 37-38, hvor dagsværdien ikke måles på grundlag af observationer på et aktivt marked, at der skal oplyses om de centrale forudsætninger som er anvendt til beregningen. Oplysninger i det forrige kan gives i en samlet kategori eller gruppe af aktiver eller forpligtelser, hvis de centrale forudsætninger for dagsværdiberegningen i henholdsvis kategori og gruppe ikke indbyrdes afviger væsentligt jf. ÅRL § 58 a, stk. 2-3.

Kategori skal forstås som de aktiver eller forpligtelser som på grund af fælles karakteristika vil være naturligt at vurdere samlet. For investeringsejendomme vil det derfor være afgørende, om der er tale om boligejendomme, erhvervslejemål eller blandet benyttede investeringsejendomme, da disse typer ejendomme ikke har samme karakteristika. (EY 2023) Ydermere kan det være nødvendigt at opdele oplysningerne endnu mere, hvis det fastsatte forrentningskrav spænder for bredt.

7.2.1. Særligt for regnskabsklasse C

Jf. tabel 2, skal virksomheder i regnskabsklasse C berette om mere end virksomheder i regnskabsklasse B, dog kan det være relevant for virksomheder i regnskabsklasse B at medtage supplerende oplysninger i ledelsesberetningen, for at afgive en retvisende redegørelse. Ledelsesberetningen skal berette om eventuelle særlige forhold, som har påvirket driftsresultatet usædvanligt, for eksempel i form af nedgang i ejendomsportefølje eller ændringer i værdiansættelsesmetode, der fører til væsentligt, ændrede værdiansættelser. Redegørelsen skal så vidt muligt omtales i beløbsmæssige angivelser. Ydermere skal virksomheden beskrive en eventuel usikkerhed ved indregning og måling, redegøre for udviklingen i aktiviteter og økonomiske forhold samt beskrive den forventede udvikling og de faktorer, der danner grundlag for forventningerne. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

For virksomheder i regnskabsklasse C gælder det ligeledes, at der for hver post under anlægsaktiver skal oplyses om kostpris, opskrivninger samt ned- og afskrivninger, jf. ÅRL § 88, stk. 1. For aktiver der måles til dagsværdi efter §§ 37-38 eller til indre værdi efter § 43 a gælder stk. 1 også, dog med de nødvendige tilpasninger, jf. ÅRL § 88, stk. 2. I regnskabsklasse C er der krav om en note på alle anlægsaktiver, hvor ovenstående oplyses. Man kan med fordel præsentere de centrale forudsætninger for opgørelsen af dagsværdien efter ÅRL § 58 a i tilknytning til anlægsnoten om investeringsejendomme, således alle oplysningerne præsenteres samlet.

7.2.2. Usikkerhed ved indregning og måling

Ved opgørelsen af dagsværdien på investeringsejendomme kan der forekomme ualmindelige vanskeligheder ved måling af ejendomme samt være væsentlig usikkerhed vedrørende de anvendte forudsætninger. Usikkerheden opstår typisk, når der anvendes for mange ikke-observerbare inputs og kan relateres til usikkerhed vedrørende fremtidige pengestrømme eller forrentningskrav som følge af få eller ingen observerbare handler. I disse tilfælde skal der gøres brug af en særskilt note ”Usikkerhed ved indregning og måling”.

Oplysningerne i noten gives derfor i tilfælde, hvor der er en væsentlig usikkerhed om én eller flere af de centrale forudsætninger, der danner grundlaget for dagsværdiberegningen. Noten skal indeholde en fyldestgørende beskrivelse af forholdet omkring usikkerheden. Derudover

skal der i ledelsesberetningen også gives et sammendrag af noten samt indeholde en klar henvisning til noten. (BDO 2023)

7.3. Delkonklusion

Investeringsejendomme er ejendomme der besiddes for at generere et afkast af den investerede kapital, kapitalgevinster eller begge dele. Der er tale om et materielt anlægsaktiv, der skal indregnes på tidspunktet, hvor fordele og risici overgår til virksomheden (typisk overtagelsesdagen). Første indregning af investeringsejendomme skal ske til kostpris, herunder omkostninger direkte tilknyttet anskaffelsen samt omkostninger, der henføres til erhvervelsen. Efterfølgende måling kan ske til kostpris med fradrag for af- og nedskrivninger eller til dagsværdi efter ÅRL § 38, hvor værdireguleringen føres over resultatopgørelsen. I tilfælde, hvor en virksomhed ejer flere investeringsejendomme, anvendes samme praksis for alle. Alle årsrapporter for virksomheder i regnskabsklasse B til D skal indeholde en ledelsesberetning. Kravene hertil øges i takt med stigning regnskabsklasse. Dog skal alle berette om virksomhedens væsentligste aktiviteter samt gøre rede for ændringer heri. Der skal i anvendt regnskabspraksis redegøres for de indregningsmetoder og målegrundlag, samt hvilke metoder og grundlag der foretages op-, ned- og afskrivninger samt op- og nedreguleringer efter, herunder værdiansættelsesmodeller og -teknikker. Desuden er der krav om at oplyse om dagsværdien ultimo samt værdireguleringen for alle selskabets aktiver eller forpligtelser, der måles til dagsværdi. For aktiver eller forpligtelser der måles til dagsværdi, hvor denne ikke måles på grundlag af observationer på et aktivt marked, skal der oplyses om de centrale forudsætninger, der er anvendt til beregningen. Virksomheder, der besidder investeringsejendomme og befinder sig i regnskabsklasse C, bør berette om særlige forhold herunder ændringer i værdiansættelsesmetoder. For virksomheder i regnskabsklasse C er der ligeledes krav om en anlægsnote på investeringsejendomme, hvor kostpris, opskrivninger samt ned- og afskrivninger præsenteres. I tilfælde hvor der er væsentlig usikkerhed vedrørende de anvendte forudsætninger, skal der gøres brug af noten ”Usikkerhed ved indregning og måling”. Foruden noten skal der i ledelsesberetningen gives et sammendrag af noten samt indeholde en henvisning dertil.

8. Dagsværdimåling

Jf. ÅRL § 37 skal finansielle aktiver, jf. dog stk. 2, samt finansielle forpligtelser, der indgår i en handelsbeholdning eller er afledte finansielle instrumenter indregnes til dagsværdi efter første indregning. For investeringsejendomme kan disse løbende reguleres til dagsværdi efter første indregning i henhold til ÅRL § 38.

Dagsværdien er en regnskabsmæssig målsætning, der har til hensigt at give regnskabsbrugerne en større indsigt i værdiansættelsen af aktiver og forpligtelser. Dagsværdien er en værdiansættelse, der er mere relevant end historiske kostpriser og andre af lovens målemetoder, men er samtidig en værdiansættelse, der medfører store udfordringer for regnskabsaflæggerne. (EY 2023)

Begrebet dagsværdi er defineret i årsregnskabslovens bilag 1, D, nr. 2 som:

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

Formålet med dagsværdimåling er at estimere den pris, som udgør transaktionen, hvor køber og sælger udveksler et aktiv eller en forpligtelse på nuværende markedsvilkår og -betingelser. Ved dagsværdimåling skal det vurderes, hvilket konkret aktiv eller forpligtelse, der skal måles til denne værdi, hvilke centrale forudsætninger der er passende, hvilket marked der er mest fordelagtigt, samt hvilken værdiansættelsesmetode der er den mest hensigtsmæssige baseret på tilgængeligheden af data. (EY 2023)

Ifølge Årsregnskabsloven er der ikke fastsat metoder til opgørelsen af dagsværdien. Årsagen hertil er, at det skal overvejes, hvilken dagsværdimåling der udgør det bedste estimat herpå. Dog har International Financial Reporting Standards (IFRS) 13 opstillet tre overordnede metoder til opgørelsen af dagsværdien.

IFRS 13 er en international standard, der fastsætter, hvilke grundlag og forudsætninger der danner basis for måling af dagsværdi for et givent aktiv eller forpligtelse. Definitionen på dagsværdien i henhold til IFRS 13 afsnit 9 er således:

”This IFRS defines fair value as the price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date.”

De tre overordnede metoder til opgørelsen af dagsværdien ifølge IFRS 13 er:

- Market approach (markedsmetoden)
 - Anvender priser og andre relevante informationer genereret af markedstransaktioner, der involverer identiske eller sammenlignelige aktiver eller forpligtelser.
- Cost approach (omkostningsmetoden)
 - Afspejler det beløb, der aktuelt kræves for at erstatte et aktivs nytteværdi (genanskaffelsesværdi).
- Income approach (indkomstmetoden)
 - Konvertere fremtidige pengestrømme, indtægter eller omkostninger til et tilbagediskonteret beløb (nutidsværdien af fremtidige pengestrømme, indtægter eller omkostninger).

8.1. Dagsværdihierarkiet

Den værdiansættelsesmetode, der anvendes til opgørelsen af dagværdien, skal sikre maksimal anvendelse af relevante observerbare input og minimere anvendelsen af ikke-observerbare input. Input forstås som de antagelser markedsdeltagere anvender til værdiansættelsen af et aktiv eller en forpligtelse, herunder antagelser om risiko. Observerbare input indhentes på baggrund af markedsdata, som afspejler markedsdeltagernes antagelser. Ikke-observerbare input er markedsdata ikke til rådighed, hvorfor inputtet består af de bedste tilgængelige informationer om markedsdeltagernes antagelser. (EY 2023)

Formålet er at søge den bedste værdiansættelsesmetode, der anvender de højest opnåelige og mest pålidelige forudsætninger til opgørelsen af dagsværdien, hvorfor ÅRL § 37 har udarbejdet nedenstående dagsværdihierarki. (EY 2023)

8.1.1. Niveau 1-2: Salgsværdi

Første og andet niveau i Årsregnskabslovens dagsværdihierarki er salgsværdien på et velfungerende marked eller salgsværdien for enkelte bestanddele. (EY 2023) Såfremt det er muligt at konstatere salgsværdien for det pågældende aktiv eller forpligtelse på et aktivt marked, skal denne anvendes som dagsværdi. Kan denne salgsværdi ikke konstateres, måles

salgsværdien ud fra aktivets eller forpligtelsens enkelte bestanddele eller ud fra markedets salgsværdier på lignende aktiver eller forpligtelser, jf. ÅRL § 37.

8.1.2. Niveau 3: Kapitalværdi

Tredje niveau i Årsregnskabslovens dagsværdihierarki er kapitalværdi. Kapitalværdien anvendes i tilfælde, hvor salgsværdien hverken kan opgøres pålideligt for tilsvarende eller lignende typer af aktiver eller forpligtelser. Kapitalværdien beregnes ved hjælp af almindeligt accepterede værdiansættelsesmodeller og -teknikker, jf. ÅRL § 37. Typisk beregnes kapitalværdien ved brug af den afkastbaserede metode eller DCF-modellen. Disse værdiansættelsesmodeller anvendes ofte i forbindelse med værdiansættelse af investeringsejendomme, da salgsværdien kan være en udfordring at opgøre pålideligt på denne type af aktiver. Ved opgørelsen af kapitalværdien kan der desuden tages udgangspunkt i en valuarvurdering, dog er der ingen krav herom. De valgte forudsætninger, der danner grundlaget i beregningsmodellerne, spiller en central rolle for kapitalværdien, hertil skal der tages stilling til eksempelvis forventet inflation, herunder også lejereguleringer, tomgang samt vedligeholdelse på ejendommen. Ydermere er det anvendte forrentningskrav også afgørende, da selv mindre udsving har en betydelig effekt på værdien. Derfor skal beregningsmodellerne (værdiansættelsesmetoden) sikre maksimal anvendelse af observerbare inputs. Valget af værdiansættelsesmodel skal være den model, der tager bedst højde for de konkrete forhold ved ejendommen. Dog bør værdiansættelsen være det samme uanset, hvilken model der anvendes, men vejen dertil varierer, da accepterede værdiansættelsesmodeller og -teknikker besidder forskellige elementer. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

Forrentningskravet fastsættes dels på baggrund af en række samfundsmæssige og konjunkturbetingede forhold, herunder renteniveau og inflation, og dels på baggrund af individuelle kvalitetsforhold, herunder beliggenhed, type, indretning, lejers bonitet, lejekontraktsvilkår, alternative anvendelsesmuligheder samt udbud og efterspørgsel. (Erhvervsstyrelsen 2023) Som ejendomsinvestor er fokuset at sikre bedst mulig genudlejning, da formålet er at minimere tomgangslejen og dermed opnå så høj en forrentning som muligt. Derfor er der, for boligudlejningsejendomme, stor fokus på standen af ejendommen samt indretningen heraf. Ved indretningen er det særligt rumfordelingen samt størrelsen og standen på badeværelset der har en større betydning for værdiansættelsen. "(...) Det der er vigtigt, er jo lige så meget, hvordan rummene er. Er det flerbrugerejendomme, altså er det til studerende med

roommates eller er det til et kærestepar. (...) Lige nu kigger man specielt meget på badeværelset. (...) Derudover kigger de selvfølgelig også på tag, fuger og vinduer.” (Interview, Bilag 3) De individuelle kvalitetsforhold vurderes for den enkelte ejendom, hvorfor forrentningskravet varierer alt efter ejendommens beliggenhed, stand og indretning.” (...) hvis ejendomsinvestorer i det ældre boligsegment, det vi kalder for en rødstensejendom, ikke har opdateret ejendommen, så kan det være svært at leje den ud. Har du derimod en ældre lejlighed, der er pænt moderniseret, så er de stadigvæk forholdsvis nemme at leje ud.” (Interview, Bilag 3) Forrentningskravet skal afspejle den forrentning, en uafhængig part ville kræve ved køb af ejendommen, hvorfor den hverken må være urealistisk høj eller lav. (Erhvervsstyrelsen 2023)

8.1.3. Niveau 4: Kostpris

Fjerde og sidste niveau i årsregnskabslovens dagsværdihierarki er kostpris. Kostprisen anvendes i tilfælde, hvor en tilnærmet salgspris ikke kan beregnes, jf. ÅRL § 37.

8.1.4. Sammenhæng mellem Årsregnskabslovens dagsværdihierarki og IFRS 13

I henhold til IFRS 13 opgøres dennes standard niveau 1 som salgspriser på aktive markeder for identiske aktiver eller forpligtelser. Såfremt der ingen aktive markeder er for identiske aktiver eller forpligtelser, anvendes niveau 2. Dagsværdien opgøres i niveau 2 på baggrund af salgspriser på aktive markeder for lignende aktiver eller forpligtelser, som salgspriser på ikke-aktive markeder for identiske eller lignende aktiver eller forpligtelser. Såfremt disse salgspriser ikke kan opgøres pålideligt, anvendes andre observerbare inputs for aktivet eller forpligtelsen.

Som det fremgår af ovenstående niveauer, er der høj grad af overensstemmelse mellem Årsregnskabslovens dagsværdihierarki og IFRS 13 dagsværdihierarki. IFRS 13 giver ikke mulighed for måling til kostpris, hvis dagsværdien ikke kan opgøres pålideligt. Dette skyldes, at IFRS 13 er en international standard, der specifikt tager udgangspunkt i dagsværdimåling, hvorfor kostprisen ikke er en del af denne, men derimod indgår i andre standarder. (EY 2023) Derudover nævnes det i niveau 2 i IFRS 13, at der skal anvendes andre observerbare inputs, såfremt salgspriser ikke kan opgøres pålideligt. Dette afspejles i indkomstmetoden som konverterer fremtidige pengestrømme, indtægter eller omkostninger til et tilbagediskonteret beløb, hvilket er fundamentet i kapitalværdien. IFRS 13 niveau 3 gør brug af ikke-observerbare

input for aktivet eller forpligtelsen. Ikke-observerbare input skal anvendes til opgørelsen af dagsværdien i det omfang, hvor observerbare input ikke er tilgængelige.

8.2. Delkonklusion

Dagsværdien defineres som det beløb, hvorved et aktiv kan udveksles eller en forpligtelse kan udlignes ved transaktioner mellem af hinanden uafhængige parter. Dagsværdien er en regnskabsmæssig målsætning, der er mere relevant end historiske kostpriser og andre af lovens målemetoder. Metoderne til opgørelsen af dagsværdien er ikke fastsat i Årsregnskabsloven, men IFRS 13 har opstillet tre overordnede metoder til opgørelsen af dagsværdien; markeds-, omkostnings- og indkomstmetoden. Den værdiansættelsesmetode, der anvendes til opgørelsen af dagsværdien, skal sikre maksimal anvendelse af observerbare input og minimere anvendelsen af ikke-observerbare input. Samtidig er formålet at søge den bedste værdiansættelsesmetode, der anvender de højst opnåelige og mest pålidelige forudsætninger. Derfor er der udarbejdet et dagsværdihierarki jf. ÅRL § 37, der på mange måder minder om det i IFRS 13. Første og andet niveau er salgsværdien. Her opgøres dagsværdien på baggrund af salgsværdien af det pågældende aktiv eller forpligtelse på et aktivt marked. Kan dagsværdien ikke opgøres på hele aktivet eller forpligtelsen opgøres denne ud fra aktivets eller forpligtelsens enkelte bestanddele på et aktivt marked eller ud fra markedets salgsværdier på lignende aktiver eller forpligtelser. Tredje niveau er kapitalværdien, som anvendes, hvis salgsværdien ikke kan opgøres pålideligt. Kapitalværdien beregnes ved hjælp af accepterede værdiansættelsesmodeller og -teknikker – herunder den afkastbaserede metode eller DCF-modellen. Fjerde og sidste niveau er kostpris, som anvendes i tilfælde, hvor en tilnærmet salgsspris ikke kan beregnes. Kostprisen benævnes ikke i IFRS 13, da udgangspunktet er dagsværdimåling.

9. Metoder til fastsættelse af kapitalværdi

Som beskrevet i punkt 8.1.2. Niveau 3: Kapitalværdi opgøres kapitalværdien på baggrund af anerkendte beregningsmodeller som den afkastbaserede metode og DCF-modellen. Disse modeller benyttes i tilfælde, hvor niveau 1 og 2 ikke kan opgøres pålideligt. Oftest tager målingen af dagsværdien af ikke-finansielle aktiver udgangspunkt i markedsdeltagers mulighed for at generere økonomiske fordele, derved indkomstmetoden, ved at anvende aktivet til det

formål, der giver den højeste og bedste udnyttelse. Dette gælder uanset virksomhedens intentioner om at anvende aktivet til dette formål. (EY 2023) Ikke-finansielle aktiver er blandt andet investeringsejendomme.

9.1. Afkastbaserede metode

Den første kapitalværdibaseret værdiansættelsesmetode er den afkastbaserede metode. Metoden er en indkomstbaseret værdiansættelsesmetode, hvorfra værdien af et aktiv, der i dette tilfælde er en investeringsejendom, opgøres med baggrund i ejendommens forventede normaliserede driftsafkast og et forrentningskrav. Det forudsættes, at investeringsejendommens lejeindtægter og driftsudgifter med mere forventes at være stabile de kommende år, men at der samtidig tages højde for større periodiske vedligeholdelsesomkostninger. Til opgørelsen af driftsafkastet kan man ikke blot tage udgangspunkt i indeværende års driftsafkast, medmindre man tager hensyn til mulige korrektioner, såsom, at lejeindtægterne er på niveau med markedislejen, om der er tale om erhvervs- eller privatlejemål, aftalte lejerabatter, om vedligeholdelsesomkostningerne er på niveau med et normaliseret år samt tomgangsprocenten. (Erhvervsstyrelsen 2023) Som nævnt i punkt 8.1.2. Niveau 3: kapitalværdi, er forrentningskravet fastsat dels på baggrund af en række samfundsmæssige og konjunkturbetingede forhold og dels på baggrund af individuelle kvalitetsforhold.

Den afkastbaserede metode er den metode, der oftest anvendes i praksis. Dette skyldes, at det er en brugervenlig model, som stort set forstås af alle, idet den bygger på førsteårs afkastet. ”Ærligt, så bruger vi nok mest den afkastbaserede model, fordi det er den nemmeste og folk forstår den bedre. (...) Den afkastbaserede model er jo helt simpelt. Oppefra tager man huslejen, så kører vi vores driftsudgifter henover, og får en nettoleje, som vi dividerer med et afkast, så har vi egentlig prisen på ejendommen.” (Interview, Bilag 3) Som Nikolaj fra Nordicals også nævner, så er formelen for den afkastbaserede metode meget simpel:

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

Heraf er V værdien af investeringsejendommen, NI er nettoindtægter (markedislejen fratrukket markedskonforme driftsomkostninger), R_{real} er forrentningskravet og S er særlige forhold, såsom tillæg og fradrag for blandt andet deposita, mer- eller mindre leje, tomgang og udskudt vedligeholdelse. (Ejendom Danmark 2021) I den afkastbaserede metode tages der ikke højde

for de optimeringsmuligheder, der er på ejendommene. De særlige forhold dækker mere over tillæg og fradrag, hvis en ejendom kræver en optimering inden for de næste par år. "(...) Er taget ved at være udskiftningsparat, så kan vi lave en fradragsværdi. Når vi så kører den afkastbaserede model igennem, så skriver vi et beløb ind til sidst, fordi vi ved, at der snart kommer en vedligeholdelsesudgift for køber." (Interview, Bilag 3) Dermed indkalkuleres vedligeholdelsesudgiften i den beregnede værdi.

Som nævnt i punkt 8.1.2. Niveau 3: Kapitalværdi har selv mindre udsving i forrentningskravet en betydelig effekt på dagsværdien. Derfor er det netop vigtigt at fastsætte forrentningskravet efter faste principper og observerbare inputs. I nedenstående tabel er betydningen af udsving i forrentningskravet illustreret, hvor øvrige forudsætninger er uændrede. Nettoindtægterne har en værdi på 450 t.kr., og særlige forhold udgør et tillæg på 200 t.kr., som afspejler depositum. Forudsætningerne er indsat i formelen for den afkastbaserede metode, hvilket giver en værdi på:

$$8.800.000 = \frac{450.000}{5} \cdot 100 + 200.000.$$

	Oprindelig forrentningskrav	Forrentningskrav - 0,5%	Forrentningskrav + 0,5%
Lejeindtægter	700.000	700.000	700.000
Driftsomkostninger	100.000	100.000	100.000
Vedligeholdelse	150.000	150.000	150.000
Nettoindtægter	450.000	450.000	450.000
Forrentningskrav	5,0%	4,5%	5,5%
Særlige forhold	+ 200.000	+ 200.000	+ 200.000
Dagsværdi	9.200.000	10.200.000	8.381.818

Beregning 1: Eksempel med udsving i forrentningskrav ud fra den afkastbaserede metode

Et udsving i forrentningskravet på - 0,5% udgør en forskel i dagsværdien på 1.000 t.kr., mens et udsving i forrentningskravet på + 0,5% udgør en forskel i dagsværdien 818 t.kr. Forrentningskravet har derfor stor indflydelse på den regnskabsmæssige værdi ved indregning af investeringsejendomme til dagsværdi og dermed også på det retvisende billede.

9.2. DCF-modellen

Den anden kapitalværdibaseret værdiansættelsesmetode er DCF-modellen, som oprindeligt benævnes "Discounted Cash Flow", der på dansk oversættes til tilbagediskonterede pengestrømme.

Modellen er en indkomstbaseret værdiansættelsesmodel, hvorfra værdien af en investeringsejendom, opgøres ved at tilbagediskontere forventede fremtidige driftsresultater til nutidsværdien, der er et udtryk for, hvad de fremtidige pengestrømme er værd nu og her. De fremtidige pengestrømme opgøres eksplicit i et budget på 5-10 år, eller indtil der ikke længere kan opstilles realistiske forventninger til udviklingen i pengestrømmene. Herefter antager man, at væksten i pengestrømmene er stabile, hvorfor værdien beregnes med en særskilt formel, der tager højde for terminalperioden. (Gianelli, m.fl. 2016)

DCF-modellen benytter nedenstående formel til at beregne værdien af en investeringsejendom. Formlen er opdelt således, at der tages højde for budgetperioden og den konstante terminalværdi,

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

Heraf er V værdien af investeringsejendommen, NI er nettoindtægter, t er tid, n er analyseperioden, T_n er terminalværdien og R_{nom} er diskonteringsrenten, der indkalkulerer ejendommens nominelle forrentningskrav inklusive inflation. (Ejendom Danmark 2021)

9.2.1 Værdibestemmende faktorer

Når man værdiansætter en investeringsejendom, vil denne være præget af væsentlige skøn og usikkerhed, hvilket kan henføres til, at værdiansættelsesmodellen tager højde for mange faktorer, hvori nogle input er observerbare, mens andre består af ikke-observerbare input.

Jo flere observerbare input værdiansættelsen er baseret på, jo tættere vil den beregnede værdi ligge på den faktiske værdi af investeringsejendommen. I denne forbindelse undersøges det, hvordan de faktorer, der benyttes i DCF-modellen, opgøres, og hvor følsom værdien er overfor eventuelle ændringer i pengestrømmene.

Nettoindtægter

Investeringsejendommens nettoindtægter, der beskrives ved NI i både DCF-modellen og den afkastbaserede model, består af huslejeindtægter fratrullet driftsrelaterede omkostninger.

Huslejeindtægter

Ejendommens huslejeindtægter fastsættes på baggrund af de i lejekontrakten, fastsatte lejevilkår herunder eventuelle huslejereguleringer og opsigelsesvilkår. Lejeindtægterne fastsættes under en forudsætning om, at alle lejekontrakter på opgørelsestidspunktet løber over 12 måneder.

Modsat den afkastbaserede model, budgetteres lejeindtægterne over en længere årrække, hvilket øger muligheden for at budgettere pr. lejemål og dermed detaljegraden. Herved kan der tages højde for de individuelle lejers lejevilkår. På denne måde sandsynliggøres det, at den beregnede værdi afspejler den faktiske værdi af ejendommen. Der vil imidlertid være en række usikkerheder forbundet med budgetperioden – herunder eventuel tomgangsperiode.

Tomgang indregnes i budgettets pengestrømme, svarende til de skønnede huslejeindtægter for perioden, hvori det forventes, at lejemålene ikke er lejet ud. Den præcise tomgangsperiode kan være svær at fastsætte, hvorfor den bør vurderes på baggrund typen af ejendom, beliggenheden, eventuel uopsigelighed i de allerede indgået lejekontrakter og lejernes bonitet. Desuden bør faktorer som lejemålets størrelse, stand og indretning også indgå i vurderingen. "(...) Lejemålene kan også blive for store, altså hvis vi snakker store 5-værelses lejligheder. Denne størrelse er svær at udleje, da de typisk er meget dyrere, og der er ofte ikke så mange der bor sammen. Her har man derfor en høj risiko som køber for at købe en ejendom med tomgang." (Interview, Bilag 3) "Lige nu kigger man specielt meget på badeværelset (...), for det med at gå i bad hen over toilettet, det vil man ikke. Hvis en køber ser det, vil han sige, at han skal bruge en pengesum på at opdatere det, for ellers er der alt for meget tomgangsrisiko forbundet med at købe ejendommen." (Interview, Bilag 3) Jo større efterspørgslen er, jo mindre vil sandsynligheden for tomgang være. Generelt er der større risiko for tomgang ved større erhvervsejendomme end private boliger. Dog vil man i højere grad indkalkulere en uopsigelig periode i erhvervslejekontrakter, hvilket vil have en positiv effekt på budgettets pengestrømme. (Ejendomstorvet 2020)

Driftsomkostninger

Markedskonforme driftsomkostninger er de omkostninger, der muliggør driften af ejendommen, hvilket inkluderer omkostninger til ejendomsskat, renovation, vedligeholdelse, administration med mere. Disse omkostninger opgøres for en budget- og terminalperiode, hvorfra budgetperioden reguleres hvert år, svarende til den fastsatte inflation. Derudover skal der i budgetperioden tages højde for større planlagte vedligeholdelsesudgifter og dertilhørende tomgangsperioder.

Den usikkerhed, der forbundet med driftsomkostningerne, afhænger af, hvilke omkostninger, der er tale om. Omkostninger til eksempelvis ejendomsskat er nemmere at budgettere over flere år, da skatten fastsættes af en tredje part, hvorfra der i fastsættelsen er tale om nogle faste principper. "(...) der ligger årsopgørelser på renovation, vand- og varmeregnskab og fælles el. Det kan vi ikke ændre i." (Interview, Bilag 3) Omkostninger til vedligeholdelse er derimod forbundet med større usikkerhed og skøn, da det kan være svært at forudsige, hvilke fremtidige vedligeholdelsesomkostninger der vil komme; nogle vil være forudsigelige, mens andre opstår uventet. Man bør i denne forbindelse tage ejendommens stand med i betragtningen. Er der tale om en gammel ejendom, hvis stand er dårlig og mangelfuld, vil der være stor usikkerhed forbundet med at skulle fastlægge, hvilke omkostninger, der nødvendige for at sikre driften af ejendommen i fremtiden. Desuden kan det være svært at forudsige, hvornår de enkelte omkostninger vil falde, hvilket kan få stor indflydelse på værdien af investeringsejendommen. Disse betragtninger vil være baseret på subjektive vurderinger, bestående af ikke-observerbare input, da informationerne alene indhentes fra ledelsen. Eventuelle forbedringer kan imidlertid aflede en positiv effekt på lejeindtægterne.

Som nævnt ovenfor er omkostninger til vedligeholdelse forbundet med skøn og usikkerhed, hvorfor ændringer i de ikke-observerbare input kan have stor indflydelse på værdien af ejendommen. I beregning 2 og 3 præciseres det, hvilken effekt ændringer i driftsresultatet har for værdien. Der er tale om to investeringsejendomme, hvis grundforudsætninger er ens. Dog kræver den ene ejendom en større renovering i år 3, hvilket vil medføre en tomgangsperiode.

År		1	2	3	4	Terminalår
Forrentningskrav %	4,50%					
Inflation %	2,00%					
Diskonteringsrente %	6,50%					
Markedsleje		600.000	612.000	624.240	636.725	649.459
Tomgang		0	0	-100.000	0	0
Bruttoleje		600.000	612.000	724.240	636.725	649.459
Driftsomkostninger		-100.000	-102.000	-104.040	-106.121	-108.243
Vedligeholdelse		0	0	-1.000.000	0	0
Udgifter		-100.000	-102.000	-1.104.040	-106.121	-108.243
Driftsresultat / cash flow		500.000	510.000	-379.800	530.604	541.216
DCF-metode						
NV Årlig cash flow		469.483,57	449.646,23	-314.417,09	412.450,74	
NV Cash flows		1.017.163,46				
NV Terminalværdi		9.348.883,47				12.027.024,00
Markedsværdi DCF-metode		10.835.530,50				

Beregning 2: Eksempel med udsving i tomgang og vedligeholdelse

År		1	2	3	4	Terminalår
Forrentningskrav %	4,50%					
Inflation %	2,00%					
Diskonteringsrente %	6,50%					
Markedsleje		600.000	612.000	624.240	636.725	649.459
Tomgang		0	0	0	0	0
Bruttoleje		600.000	612.000	624.240	636.725	649.459
Driftsomkostninger		-100.000	-102.000	-104.040	-106.121	-108.243
Vedligeholdelse		0	0	0	0	0
Udgifter		-100.000	-102.000	-104.040	-106.121	-108.243
Driftsresultat / cash flow		500.000	510.000	520.200	530.604	541.216
DCF-metode						
NV Årlig cash flow		469.483,57	449.646,23	430.647,10	412.450,74	
NV Cash flows		1.762.227,64				
NV Terminalværdi		9.348.883,47				12.027.024,00
Markedsværdi DCF-metode		11.580.594,68				

Beregning 3: Eksempel med udsving i tomgang og vedligeholdelse

Ved at budgettere med en vedligeholdelse på 1.000 t.kr. og en dertilhørende tomgangsperiode, hvis omkostninger udgør 100 t.kr., vil ejendommens værdi falde med 745 t.kr. Denne udvikling afspejler vigtigheden i at kunne præcisere, hvornår eventuelle vedligeholdelsesomkostninger opstår samt de nøjagtige ikke-observerbare input forbundet herved.

Modellen tager højde for, hvornår omkostningerne falder, hvorfor værdien vil være lavere, hvis uforudsigelige omkostninger opstår i indeværende år.

Diskonteringsrenten

Diskonteringsrenten, der beskrives ved R_{nom} i DCF-modellen, bruges til at tilbagediskontere de fremtidige pengestrømme til nutiden, og bestemmes ved ejendommens nominelle forrentningskrav inklusive inflation. I fastsættelsen af forrentningskravet tages der højde for en række makroøkonomiske- og ejendomsspecifikke forhold. Disse forhold inkluderer renten på 10-årige statsobligationer, inflation, konjunktursituationen i samfundet, markedsliefer forventninger og lovændringer. Ydermere påvirkes forrentningskravet af ejendomstype, beliggenhed, indretning samt aftalerisiko. Forrentningskravet, der er forbundet med en række skøn og usikkerhed, vurderes for den enkelte ejendom, og det er vigtigt for værdiansættelsen af investeringsejendommen. Der er tale om en subjektiv vurdering, hvorfor ledelsens kendskab til den specifikke ejendom, og markedet herfor er altafgørende for at imødekomme kravet om det retvisende billede efter ÅRL §

11. En anden afgørende faktor i fastsættelsen af forrentningskravet relaterer til udfordringen i, at der ikke har været særlig mange realiserede ejendomshandler i året, som man har kunnet basere sine markedsrapporter på. Nikolaj Kjelder fortæller i denne sammenhæng, at "(...) det er lidt en udfordring med forrentningskravet lige nu, for tidligere var det nemt at se, hvad ejendommene blev handlet til. Det er svært lige nu. (...) vi har ikke det samme brede statistiske grundlag, som vi havde tidligere. Stikprøven er meget mindre nu. Det eneste man kan sige er, at det er stigende. Vi har jo renten, vi kan holde det op imod." (Interview, Bilag 3) Dermed forstås, at der er en hvis usikkerhed forbundet med de markedsrapporter, man bruger til fastsættelsen af forrentningskravet.

Der skelnes mellem, hvilke risici der medtages i forrentningskravet og ejendommens pengestrømme. I nedenstående tabel anskueliggøres det, hvilke observerbare- og ikke-observerbare input, der hver især påvirker forrentningskravet og pengestrømmene. (Ejendom Danmark 2021)

	Forrentningskrav	Pengestrømme
Ejendomsrelaterede forhold:		
Beliggenhed	X	
Lejerbonitet	X	
Udbud og efterspørgsel	X	

Kontraktlængde		X
Faktisk leje ift. markedsleje		X
Genudlejningsrisiko og restværdi		X
Tomgang		X
Indretningsudgifter		X
Deposita		X
Udskudt vedligeholdelse		X
Makroøkonomiske faktorer:		
BNP, beskæftigelse m.m.	X	
Inflation	X	X
Risikorenter	X	

Tabel 3: Faktorer der påvirker forrentningskravet og pengestrømmene

Terminalværdi

DCF-modellen består som tidligere nævnt af en budget- og terminalperiode. Mens budgetperioden består af en række realistiske forventninger til udviklingen i pengestrømmene, tegner terminalværdien et stabilt billede af de fremtidige pengestrømme, hvori der ikke tages højde for specifikke forhold, der kan henføres til et specifikt år. Terminalperioden betragtes derfor som et 'normalt år' og kan i denne forbindelse sammenlignes med principperne i den afkastbaserede model. Diskonteringsrenten svarer alene til forrentningskravet, da der ikke tages højde for inflation. Dermed skal terminalværdien afspejle de fremtidige pengestrømme, når budgetperioden ophører.

9.3. Forskelle og ligheder mellem metoderne

Ifølge Nikolaj Kjelder bør det i praksis ikke have nogen betydning for værdiansættelsen, hvad end man bruger den afkastbaserede model eller DCF-modellen; man bør nå frem til nøjagtig samme resultat, såfremt modellernes input behandles ens. (Interview, Bilag 3)

Der er imidlertid en række væsentlige forskelle, der adskiller modellerne. Først og fremmest forventes det i den afkastbaserede model, at ejendommens lejeindtægter og driftsudgifter er stabile i de kommende år, mens DCF-modellen tager udgangspunkt i en budgethorisont på 5-10 år, hvori der tages højde for udviklingen i inflationsniveauet. Den afkastbaserede model indregner ikke direkte inflation, men "(...) spændet mellem lejeindtægten og driftsudgifter skal

være det samme. Driftsudgifterne skal helst være inflationsreguleret med det samme som huslejen.” (Interview, Bilag 3) I denne sammenhæng kan der refereres til udfordringen i, at Folketinget tilbage i september 2022 vedtog en lov om et loft over huslejestigninger på 4%. Regeringens indgreb var et resultat af stigningen i nettoprisindekset, hvis formål var at beskytte lejerne. Udfordringen er imidlertid, at driftsudgifterne stiger relativt mere end huslejeindtægten, hvilket medfører en hvis usikkerhed i værdifastsættelsen.

Ligheden mellem modellerne ses ved, at observerbare inputs, som lejeindtægter og driftsomkostninger, er fastsat under de samme forudsætninger. For huslejeindtægter indregnes den maksimale leje, som investor kan få uden hensyntagen til eventuelle tomgangsperioder. Driftsomkostningerne er derimod baseret på nogle faste principper bestemt af en tredjemand samt fastsatte normtal. ”DE (Dansk Ejendomsmæglerforening) oplyser nogle normtal, som vi skal bruge (...) Til administration indregner vi 3 t.kr. pr. enhed plus moms (...) Derudover er vicevært også altid et normtal (...) Omkostninger til GI (Grundejernes Investeringsfond) kan vi ikke sjesse på. (...) Desuden ligger der årsopgørelser på renovation, vand- og varmeregnskab og fælles el. Det kan vi ikke ændrer på.” (Interview, Bilag 3)

Ydermere tager begge modeller højde for vedligeholdelsesomkostninger og perioder med tomgang. Ved anvendelse af den afkastbaserede metode fratrækkes eventuelle tomgangsperioder under ’særlige forhold’, der ligeledes tilgodeser, hvis der kommer en vedligeholdelsesudgift, som bør indkalkuleres i den beregnede værdi. Modsat den afkastbaserede model tager DCF-modellen udgangspunkt i en 5-10-årig budgetperiode, hvori der over en længere tidshorizont tages højde for større planlagte vedligeholdelsesudgifter. Fordelen ved at budgettere over en længere årrække er, at man kan planlægge fremtidigt vedligeholdelsesarbejde i den beregnede værdi, der ligeledes vil tage højde for eventuelle huslejestigninger.

Dermed giver den afkastbaserede model et øjebliksbillede, mens tilbagediskonteringsmodellen har flere faktorer med, der samlet danner et mere detaljeret overblik over kommende driftsindtægter- og udgifter, der til sidst påvirker den beregnede værdi samt øger den nødvendige information for regnskabsbrugeren. Dette er også med til at tegne et mere retvisende billede af investeringsejendommens reelle værdi efter ÅRL § 11. Når der sondres mellem anvendelsen af de to metoder, er den ene værdiansættelsesmodel ikke nødvendigvis bedre eller mere retvisende end den anden. ”Hvis vi har en ejendom, hvor der er mulighed for optimering indenfor de næstkommende år, så bruger vi DCF-modellen, fordi det er nemmere at

synliggøre, hvis du eksempelvis afholder vedligeholdelsesomkostninger på ejendommen i år 3, så du kan hæve lejen og tilbagediskontere den. De to modeller skal jo give nøjagtigt det samme resultat. Den ene er bare mere visuel, fordi du kan se det hele. Har du en færdigudviklet ejendom, du ikke kan optimere, så er det den afkastbaserede model, der bliver brugt.” (Interview, Bilag 3)

9.4. Delkonklusion

Indenfor kapitalværdibegrebet findes de to indkomstbaserede værdiansættelsesmetoder; den afkastbaserede metode og DCF-modellen. Den afkastbaserede metode, der er simpel og nem at forstå, tager udgangspunkt i en ejendoms forventede normaliserede driftsafkast, der forudsætter, at ejendommens lejeindtægter og driftsudgifter forventes at være stabile de kommende år, samt et forrentningskrav der fastsættes efter faste principper og observerbare inputs. Dernæst tages der højde for større periodiske vedligeholdelsesomkostninger samt deposita, der skal refunderes købers vej.

DCF-modellen tager derimod udgangspunkt i en 5-10-årig budgetperiode, hvori de forventede fremtidige driftsresultater tilbagediskonteres til nutidsværdien med en diskonteringsrente, der bestemmes ved ejendommens nominelle forrentningskrav inklusive inflation samt en terminalperiode, hvor væksten i pengestrømmene anses for at være stabile. I budgetperioden reguleres huslejeindtægter og driftsomkostninger med den fastsatte inflation. Desuden tages der i driftsresultatet højde for større planlagte vedligeholdelsesudgifter samt perioder med tomgang.

I praksis bør der ikke være forskel på, om man bruger den ene metode frem for den anden. Den væsentligste forskel mellem de to modeller er, at udviklingen i inflationsniveauet indregnes direkte i DCF-modellen, hvorimod inflationen i den afkastbaserede model indgår i spændet mellem lejeindtægten og driftsudgifterne. Derudover er det essentielt at fastlægge, at DCF-modellen bruges, når der er mulighed for optimering indenfor de næstkommende år, mens den afkastbaserede metode anvendes, hvis der er tale om en færdigudviklet ejendom uden udviklingspotentiale.

10. Observerende problematikker

I ovenstående afsnit har vi erfaret, at de krav som Årsregnskabsloven stiller kan være tvetydige og dermed vanskelige for regnskabsaflæggere og revisorer at fortolke ensartet. Erhvervsstyrelsen udarbejder derfor forskellige vejledninger som et supplement til at forstå Årsregnskabslovens krav mere ensartet. Erhvervsstyrelsen udgiver løbende nye vejledninger om diverse områder i regnskabet for at opretholde en hvis form for standard og kvalitet samt at styrke tilliden til regnskaberne. Marian, partner og statsautoriseret revisor hos Redmark, har ligeledes stor forståelse for, at krav og kvalitet stiger år for år. ”Vi er jo nødt til at erkende, at vi skal være transparente i de regnskaber der bliver lavet, for ellers kan man ikke bruge dem til ret meget. Når vi i Danmark har det sådan, at vi gerne vil offentliggøre regnskaber i klasse B, så er vi nødt til at lave et grundlag der er rimelig sammenligneligt. (...)” (Interview, bilag 2)

I november 2023 offentliggjorde Erhvervsstyrelsen en ny vejledning om måling af investeringsejendomme til dagsværdi i årsrapporten. Formålet med vejledningen er at opdatere og uddybe den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, der måles til dagsværdi. Vejledningen erstatter den tidligere vejledning fra 2009, idet Erhvervsstyrelsen har konstateret flere tilfælde af forkert regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme, der måles til dagsværdi. Særligt når det kommer til investeringsejendomme, opstår der tvivl om, hvilke oplysninger der er nødvendige, og hvilke der kan undlades. Dette skyldes, at der generelt er flere oplysningskrav til investeringsejendomme sammenlignet med andre aktiver og forpligtelser. Årsagen hertil er, at investeringsejendomme er forbundet med skøn og usikkerhed. Det bemærkes dog, at der er andre regnskabsposter, der også er forbundet med skøn og usikkerheder, men hvor der ikke kræves samme omfang af oplysninger, blandt andet varelager, igangværende arbejder og udviklingsomkostninger. Denne differentiering, blandt oplysningskravene for regnskabsposter, der er forbundet med skøn og usikkerheder, skaber tvivl for regnskabsaflæggerne. ”(...) som ejer af et selskab med investeringsejendomme kan man måske også synes, at de skal oplyse en del mere end andre typer virksomheder. Og det skyldes jo, at der ikke er den samme gennemsigtig i, at man skal oplyse om sine udviklingsomkostninger, varelager eller lign, hvorfor ejerne bliver lidt udfordret på oplysningskravene.” (Interview, bilag 2)

På trods af at den nye vejledning skal ses som en guide til at støtte regnskabsaflæggere og revisorer, opfattes den af nogle som et krav snarere end blot en vejledning. "(...)Det der er lidt en udfordring i Erhvervsstyrelsens notat, det er, at det ligger op til at det faktisk er et krav, på trods af, at det er en vejledning. Det skyldes, at Erhvervsstyrelsen bruger ordet 'skal' mange steder. (...)” (Interview, bilag 2) Med Erhvervsstyrelsens vejledning vil regnskabsaflæggere skulle oplyse om mere, end der hidtil har været praksis. Spørgsmålet drejer sig blot om, hvor mange ekstra oplysninger der skal gives, og hvad der er mest essentielt at inkludere. De oplysninger, der præsenteres, skal være forståelige for regnskabsbrugerne. ”Gennemskueligheden kan blive lidt uoverskuelig, hvis man har for mange ting med, for hvordan er det så man skal forstå det hele. (...)” (Interview, bilag 2) Det er ikke altid hensigtsmæssigt at inkludere alle oplysninger. Som regnskabsaflægger bør man være selektiv med oplysningerne for at sikre, at kun de mest nyttige informationer er medtaget. ”(...) Om det nødvendigvis betyder, at det bliver mere gennemskueligt, det ved jeg ikke, for man vil jo i hvert fald næppe kunne komme til at regne værdierne, da man har lov til at slå værdierne sammen. Men generelt vil der helt sikkert komme flere oplysninger i regnskaberne, hvilket jeg kun tænker er en fordel for regnskabsbrugeren.” (Interview, bilag 2)

10.1. Fortolkningen af Årsregnskabslovens § 58 a, stk. 2

Særligt Årsregnskabslovens §58 a, stk. 2 forårsager tvivl blandt regnskabsaflæggere og revisorer. Denne bestemmelse fastslår blot, at der skal gives oplysninger om de centrale forudsætninger uden at specificere, hvad disse forudsætninger præcist indebærer.

Ifølge kommentarerne til Årsregnskabsloven skal en beskrivelse af de centrale forudsætninger kun ske, når dagsværdien er opgjort subjektivt, hvor ledelsens vurderinger har den største indflydelse på forudsætningerne. Beskrivelsen af de centrale forudsætninger knyttes derved til den højeste grad af usikkerhed ved målingen. Der skal oplyses om alle de forudsætninger, der er nødvendige for, at regnskabsbrugere kan gennemskue beregningerne, herunder kvantitative oplysninger. Kvantitative oplysninger er blandt andet inflation, tomgangsprocent og lejeindtægter. Oplysningerne skal som udgangspunkt gives pr. aktiv eller forpligtelse, men stk. 3 tillader gruppering af oplysninger. I tilfælde, hvor et selskab har flere investeringsejendomme af samme karakter med nogenlunde samme geografiske placering, lejekontrakter med mere, kan oplysningerne gives samlet for hver gruppering af ejendomme. Ifølge kommentarerne til

Årsregnskabsloven kan en opdeling af gruppering ske på baggrund af geografisk placering og/eller ejendommen. Det afgørende er, at der ikke er for store forskelle på de grupper, der oplyses samlet. Oplysningerne skal gives uanset om selskabet kun har ét aktiv eller flere. (Steffensen, m.fl., 2020)

Det er ikke tilstrækkeligt at give kvalitative oplysninger eller beskrive, hvilke forudsætninger der er væsentlige. De centrale forudsætninger bør desuden omfatte kvantitative oplysninger for at give regnskabsbrugerne en bedre forståelse af størrelsen på de primære faktorer i dagsværdiberegningen. Efter EY's opfattelse skal der som minimum oplyses om følgende centrale forudsætninger:

- Ejendomstype
- Beliggenhed
- Afkastkrav eller diskonteringsfaktor
- Forventet inflation eller stigning i lejeindtægter
- Tomgangsprocent

Desuden mener EY's også, at det kan være nødvendigt at oplyse om yderligere forudsætninger, hvis de har en væsentlig betydning for beregningerne.

EY er udkommet med et skriftligt eksempel på, hvordan de centrale forudsætninger i ÅRL § 58 a, stk. 2 kan præsenteres for den afkastbaserede metode og DCF-modellen. (EY 2023) Eksemplerne findes i Indsigt i årsregnskabsloven 2023/24 fra EY s. 290-291. Her er en kort opsummering af indholdet:

- Antal, type, størrelse og beliggenhed for hver kategori af ejendomme
- Værdiansættelsesmetode
- Forrentningskrav samt vægtet gennemsnit pr. ejendomskategori i år og sidste år
- Det gennemsnitlige forrentningskrav i år og sidste år
- Gennemsnitlig diskonteringsfaktor inklusiv forventet inflation i år og sidste år (i stedet for det gennemsnitlige forrentningskrav) – særligt for DCF-modellen
- Diskonteringsfaktor inklusiv forventet inflation for hver kategori af ejendomme – særligt DCF-modellen
- Opgørelsen af terminalværdi – særligt DCF-modellen
- Beskrivelse og begrundelse af væsentlig usikkerhed

- Følsomhedsanalyse
- Beskrivelse af de væsentligste forudsætninger samt hvorfor disse ændres i forhold til det realiserede
- Gennemsnitlig m²-leje for hver kategori af ejendomme
- Ekstern vurderingsmand

Som omtalt har Erhvervsstyrelsen identificeret flere tilfælde, hvor der har været fejlagtig regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme, der måles til dagsværdi. Den forkerte regnskabsmæssige behandling begrundes blandt andet med, at ledelsen ukritisk har indhentet og anvendt markedsvurderinger eller salgsopstillinger fra ejendomsmæglere som dokumentation for dagsværdien. Disse rapporter er oftest udarbejdet med salg for øje, hvorfor ejendomsmæglerne ikke har udarbejdet rapporterne efter lovens krav. ”Der er meget stor forskel på, når vi sælger eller vurderer en ejendom. Når vi vurderer en ejendom, specielt til regnskaber eller andelsboligvurderinger, har vi et helt andet ansvar. Der er det nødt til at køre fuldstændig efter bogen, der kan vi ikke sidde og sjesse os frem, og tredjemand skal kunne kontrollere at det er rigtigt. Når det er et salgsmarked, så ligger vi jo ud til, at det er en professionel, der skal købe ejendommen. (...) I en salgsopgave er det markedet, der skal afgøre salgsprisen. Vi sætter dem nok også lidt dyrere ud, og sjesser sommetider lidt på driften, men ikke for meget, for folk kan sagtens gennemskue det.” (Interview, Bilag 3) Som Nikolaj fra Nordicals beskriver, så er der stor forskel på, om vurderingen er til en salgsopstilling eller et regnskab. Markedsvurderinger og salgsopstillinger er ikke nødvendigvis de mest retvisende former for dokumentation at benytte til understøttelsen af dagsværdien. Til trods for at Marian er enig med Erhvervsstyrelsen om, at man skal forholde sig kritisk til markedsvurderinger og salgsopstillinger, så mener hun også, at man bør udfordre mæglerne, da de ikke vil sende et salgsprospekt ud, der er fuldstændig forkert, hvilket Nikolaj også nævner, da det er gennemskueligt. Marian mener at ”(...) en salgsopstilling kan bruges til at se, hvilke forudsætninger mæglerne ligger ind i deres beregning, også skal man selvfølgelig stadig forholde sig til dem, og ikke tage alt for gode varer.” (Interview, bilag 2)

Erhvervsstyrelsen har skærpet fokuset på oplysningerne i regnskaber, der besidder investeringsejendomme, grundet regnskabsmæssig fejlbehandling. Formålet med vejledningen er at få ledelsen i virksomheder, der besidder investeringsejendomme, til at tage mere stilling

til de forudsætninger, de anvender i deres dagsværdiberegninger, og dermed anvende en professionel skepsis overfor de inputs, de får og anvender. På den måde bliver det lettere for ledelsen at præcisere de centrale forudsætninger, der danner grundlaget for beregningerne, hvilket gør oplysningerne i regnskabet mere anvendelige for regnskabsbrugerne.

Ifølge Erhvervsstyrelsen anses noteoplysningskravet i henhold til ÅRL § 58 a, stk. 2, for værende en væsentlig note, da en undladelse af noteoplysningerne medfølger, at regnskabsbruger ikke får de rette informationer om forudsætningerne, der danner grundlaget for dagsværdien. Formålet med noteoplysningerne er, at regnskabsbruger skal forstå, hvordan den fastsatte dagsværdi er beregnet. Erhvervsstyrelsen har udformet et eksempel på, hvad oplysningsnoten for investeringsejendomme indregnet til dagsværdi, beregnet på baggrund af den afkastbaserede metode og DCF-modellen, kan indeholde:

Investeringsejendom	Indsæt beliggenhed eller område
Type af ejendom	Blandet: Erhvervs- og beboelsesejendom, der er beliggende i Nordjylland. Alle erhvervslejemål er udlejede på lejekontrakter med en uopsigelig lejeperiode på mellem 1-5 år. De nuværende lejekontrakter har en resterende uopsigelig periode på 1-4 år. Beboelsesejendommene er 98% udlejet.
Kostpris primo 20X1	20.000.000 kr.
Tilgang i årets løb	5.000.000 kr.
Kostpris 31. december 20X1	25.000.000 kr.
Tidligere års reguleringer til dagsværdi	3.000.000 kr.
Årets reguleringer til dagsværdi (indregnet i resultatopgørelsen)	7.000.000 kr.
Regnskabsmæssige værdi 31. december 20X1	35.000.000 kr.
Værdiansættelsesmetode	Den afkastbaserede metode (normalindtjeningsmodellen) eller DCF-model
Benyttede ikke-observerbare forudsætninger ved dagsværdifastsættelsen	
Budgetperiode i DCF-modellen	10 år
Vækst i lejeindtægterne i budgetperioden	2 %
Vækst i terminalperioden	2 %
Tomgang	2 %
Forretningskrav	8 %

Leje pr. m ² pr. år for erhvervslejemål	1.200 kr.
Leje pr. m ² pr. år for beboelsesejendomme	1.450 kr.

Tabel 4: Erhvervsstyrelsens eksempel på noteoplysninger (Erhvervsstyrelsen 2023)

De noteoplysninger, der er markeret med grøn, er oplysninger der kun gives, hvis DCF-modellen anvendes. Virksomhedens redegørelse for indregnings- og målegrundlag er markeret med orange og er ikke et krav i noteoplysningen, da det hidrører virksomhedens anvendte regnskabspraksis, jf. ÅRL § 53, stk. 2. For de noteoplysninger, der er markeret med blå, er der tale om regnskabsklasse C-krav i henhold til ÅRL § 88 om opstilling af anlægsnoten og ikke de oplysningskrav om de centrale forudsætninger i henhold til ÅRL § 58 a, stk. 2.

10.1.1. Vores fortolkning af Årsregnskabslovens § 58 a, stk. 2

Ovenstående skema er ikke et krav til oplysninger, men blot Erhvervsstyrelsens eksempel på, hvad en oplysningsnote vedrørende investeringsejendomme kan indeholde. Dog udbygger Erhvervsstyrelsen i den nye vejledning kravet til omfanget af disse informationer i forhold til, hvad der tidligere har været krævet. Ud fra den erfaring vi har fået i forbindelse med vores arbejde og sparring med øvrige kollegaer, mener vi, at årsrapporter med investeringsejendomme som minimum skal indeholde følgende:

- Ejendomskategori/type (erhvervs, logistik, beboelse)
- Beliggenhed (by, region eller lignende opdeling)
- Forrentningskrav
- Talmæssige oplysninger om det anvendte driftsresultat
- Tomgangsprocent
- Følsomhedsanalyse med talmæssige oplysninger om påvirkning af resultat og egenkapital

Det anvendte driftsresultat kan oplyses som et samlet beløb pr. kategori af investeringsejendomme. Vi mener, at ovenstående oplysninger er fyldestgørende nok i forhold til ÅRL § 58 a, stk. 2 og Erhvervsstyrelsens vejledning, da det er krævet, at der oplyses om de forudsætninger, der danner grundlag for beregningen af dagsværdien. I de fleste tilfælde er det driftsresultatet og et vurderet forrentningskrav, der danner grundlaget for værdiberegningen og dermed må antages at være tilstrækkeligt. ”Der er ingen tvivl om, at der skal være oplyst et afkast så man kan se, hvordan virksomheden værdiansætter sine investeringsejendomme. (...)”

(Interview, bilag 2) Ulempen for regnskabsbrugerne, ved blot at oplyse om driftsresultatet uden supplerende oplysninger hertil er, at det er en faktor der er svær at sammenligne, men dette er til gengæld en fordel for ejeren(e), hvis de ønsker at oplyse så lidt som muligt. "(...) Jeg tror der er mange, som vil mene at det er et svært sammenligneligt tal, at man bare skriver det ind i regnskabet alligevel, fremfor at være mere specifik i sine oplysninger." (Interview, bilag 2) Der kan dog forekomme tilfælde, hvor ejendomskategori, beliggenhed, forrentningskrav, driftsresultat og tomgang ikke er nok, hvorfor det er vigtigt tilpasse oplysningerne til det enkelte selskab. "(...) De væsentligste forudsætninger synes jeg der skal oplyses om, og det er meget forskelligt hvad det indebære." (Interview, bilag 2)

Alternativt kan driftsresultatet oplyses implicit ved at give oplysninger om husleje, driftsomkostninger og vedligeholdelsesomkostninger. Dette kan dog være mere følsomt for ejeren(e), da det er faktorer, der er mere sammenlignelige. Det er faktorer som særlige lejekontraktsvilkår, forventede lejestigninger, særlige vedligeholdelsesudgifter som er indregnet i værdiansættelsen, m2-leje og m2-pris.

Det er dog vores opfattelse, at årsrapporten bliver mere gennemskuelig, hvis der oplyses om driftsresultatet og oplysninger, der knyttes dertil. Desuden erfarer vi også, at oplysningerne bliver mere brugbare, hvis de gives pr. kategori af investeringsejendomme. Her mener vi, at kategori skal opdeles i både type og beliggenhed. Som supplement til værdiansættelsen bidrager en følsomhedsanalyse til at tydeliggøre, hvor stor betydning mindre udsving i forrentningskravet har på resultatet og egenkapitalen.

10.2. Delkonklusion

Årsregnskabsloven kan være tvetydig at fortolke, og i den sammenhæng udarbejder Erhvervsstyrelsen løbende vejledninger om diverse områder i regnskabet for at opretholde en vis form for standard og kvalitet af regnskaberne. Senest offentliggjorde Erhvervsstyrelsen en vejledning om måling af investeringsejendomme til dagsværdi. Vejledningen erstatter den tidligere vejledning, idet der har været konstateret regnskabsmæssig fejlbehandling af investeringsejendomme. Oplysningskravene til investeringsejendomme er flere end ved øvrige aktiver og forpligtelser, hvilket skyldes, at regnskabsposten er forbundet med skøn og usikkerheder. Vejledningen hjælper særligt med at forstå Årsregnskabslovens § 58 a, stk. 2, da denne bestemmelse omtaler en beskrivelse af de centrale forudsætninger der skal oplyses om,

men uden at specificere, hvad disse forudsætninger præcist indebærer. Ifølge kommentarerne til Årsregnskabsloven skal alle forudsætninger, der er nødvendige for, at regnskabsbrugere kan gennemskue beregningerne oplyses. Oplysningerne skal gives pr. ejendom eller samlet for de ejendomme af samme karakter og nogenlunde samme geografiske placering. EY og Erhvervsstyrelsen er kommet med deres bud på, hvad de mener noten skal indeholde. Begge eksempler er meget fyldestgørende og indeholder, udover forrentningskravet, både informationer om ejendommen(e) samt de væsentligste forudsætninger, der er anvendt til beregningen. Det er ydermere vores erfaring, at der som minimum skal oplyses om ejendomskategori, beliggenhed, forrentningskrav, driftsresultatet og tomgang, hvortil driftsresultatet kan erstattes eller understøttes med yderligere oplysninger samt følsomhedsanalyse for at øge gennemskueligheden.

11. Sammenhængen mellem teori og praksis

Med baggrund i den viden, der er blevet opbygget gennem de foregående afsnit, fremkommer der en formodning om, at der altid vil være en vis variation mellem de teoretiske retningslinjer og den praktiske udførelse. En del af denne variation ligger sandsynligvis i fortolkningen af de regler og retningslinjer, som loven kræver overholdt. For at afprøve om denne formodning holder stik, foretages der en analyse af årsrapporterne for to udvalgte selskaber. Analysens fokusområde er at undersøge, i hvilket omfang oplysningskravene, der blev redegjort for tidligere, faktisk overholdes. Udvælgelsen af årsrapporterne er baseret på værdien af investeringsejendomme i koncernregnskabet. C.W. Obel Ejendomme A/S følger kalenderåret og har dermed regnskabsafslutning 31.12, mens PWH Ejendomme A/S for forskudt regnskabsår og har regnskabsafslutning 30.09. Årsrapporterne for indkomståret 2022 er udvalgt til analytisk gennemgang med fokus på Erhvervsstyrelsens vejledning om ”Måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter årsregnskabsloven”. Årsrapporterne er aflagt før Erhvervsstyrelsen offentliggjorde deres seneste vejledning om investeringsejendomme, hvorfor analysen også skal afdække, om der reelt har været et behov for denne. Efterfølgende vil årsrapporterne for indkomståret 2023 blive analyseret med henblik på at afdække eventuelle forbedringer, da disse er aflagt efter Erhvervsstyrelsen offentliggjorde vejledningen.

11.1. C.W. Obel Ejendomme A/S

Af anvendt regnskabspraksis fremgår det, at koncernens investeringsejendomme ved første indregning måles til kostpris, og efterfølgende opgøres til dagsværdi, mens samtlige værdireguleringer indregnes i resultatopgørelsen. Det oplyses endvidere, at dagsværdien er baseret på en kapitalisering af den enkelte ejendoms normaliserede driftsafkast, med et til ejendommen knyttet afkastkrav, hvor tilhørende værdiansættelsesmodel er den afkastbaserede model. Der redegøres således for de anvendte indregningskriterier og målegrundlag i henhold til årsregnskabslovens § 53, stk. 1. Ligesom oplysninger om anvendt værdiansættelsesmodel er angivet, jf. ÅRL § 53, stk. 2, litra a. Det erfares, at selskabets årsrapport er aflagt efter bestemmelserne i årsregnskabsloven for store virksomheder i regnskabsklasse C, hvilket efter byggeklodsmodellen medfører øgede oplysningskrav.

Som led i ÅRL § 58 a, stk. 1 er oplysninger om dagsværdien ultimo regnskabsåret samt årets ændringer i dagsværdien, der er indregnet i resultatopgørelsen, angivet i en dertilhørende note. I Erhvervsstyrelsens vejledning om ”Måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter årsregnskabsloven” redegøres der for, at hvis en virksomhed har forskellige kategorier af investeringsejendomme, skal noteoplysningen gives for hver af disse kategorier.

For koncernen C.W. Obel Ejendomme A/S vides det, at dets investeringsejendomme både indeholder erhvervs- og boligudlejningsejendomme. Kravet til noteoplysningen tilgodeses ikke, da værdireguleringen for investeringsejendommene alene fremgår af anlægsnoten og ikke en særskilt note. Derudover er det ikke præciseret, hvor værdireguleringen er indregnet. Det vides endvidere, at selskabet udelukkende har investeret i ejendomme i Aalborg og Storkøbenhavn, hvis geografiske karakteristika adskiller sig væsentligt i fastsættelsen af et forrentningskrav og de dertilhørende dagsværdireguleringer. I sådanne tilfælde, hvor spændet i det fastsatte forrentningskrav ud fra en væsentligheds-betragtning er af betydelig karakter, vil det være passende, at værdireguleringen ligeledes sker ud fra geografiske områder, som Erhvervsstyrelsen anbefaler. Dette kan for en uerfaren regnskabsbruger betyde, at denne ikke får sit fornødne informationsbehov afdækket.

I anlægsnoten ”Investeringsejendomme” henvises der til note 1, hvor usikkerhed ved indregning og måling fremgår samt specifikationer til foretaget værdiansættelse. Heri beskrives det, at dagsværdimålingen foretages for hver enkelt ejendom med udgangspunkt i ejendommens

detaljerede budget for det kommende driftsår, korrigeret for udsving, der har karakter af enkeltstående hændelser.

Afkastkrav:	2022			2021		
	Afkast	Værdi	Værdi/m ²	Afkast	Værdi	Værdi/m ²
Erhvervsejendomme, København	3,97%	5.122.222	35.250	3,97%	4.895.667	33.200
Erhvervsejendomme, Aalborg	6,00%	925.222	12.500	5,86%	899.436	12.150
Erhvervsejendomme i alt	4,26%	6.047.444	27.730	4,28%	5.795.103	26.275
Boligejendomme, København	3,50%	793.207	42.285	3,00%	526.740	43.950
Boligejendomme, Aalborg	4,00%	262.992	23.950	4,00%	248.297	22.600
Boligejendomme i alt	3,63%	1.056.199	29.735	3,33%	775.037	33.725
Investeringsejendomme i alt	4,17%	7.103.643	28.655	4,17%	6.570.140	27.150

Billede 1: En del af note 1 i årsrapport 2022 for C. W. Obel Ejendomme A/S

Endvidere specificeres det ikke, hvilke typer af erhvervsejendomme, der er tale om. Når et forretningskrav skal fastsættes, er der stor forskel på, om det er kontor, detail eller industri. Samtidig ville oplysningen give regnskabsbrugeren en mere specificeret ide om lokalitet, da detailhandel oftest forsøger at opsøge privatforbrugere, hvorfor dets tilgængelighed skal være høj. Industri vil derimod i højere grad søge væk fra byen, mens kontorer alene skal være lettilgængelige. Med det formål, at noteoplysningerne skal være tilstrækkelige nok til, at en regnskabsbruger kan forstå, hvordan selskabet er kommet frem til den fastsatte dagsværdi, bør afkast, dagsværdi ultimo, dagsværdi pr. m² og dertilhørende dagsværdiregulering for kategorierne ”Erhvervsejendomme, København” og ”Erhvervsejendomme, Aalborg” specificeres yderligere indenfor områderne kontor, detail og industri, således vi får alle de fornødne forudsætninger, der er lagt til grund for den fastsatte dagsværdi.

Lejeindtægter, tomgangsleje og lejekontraktens vilkår

Med afsæt i Årsregnskabslovens § 58 a, stk. 2 er der krav om, at alle centrale forudsætninger, som er anvendt ved beregningen af dagsværdien i henhold til årsregnskabsloven § 37, stk. 1, 4. pkt., skal oplyses. I forlængelse af dette består ledelsesberetningen af en beskrivelse af virksomhedens væsentligste aktiviteter samt en redegørelse for eventuelle væsentlige ændringer i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold. Det er først og fremmest beskrevet, at selskabets væsentligste aktiviteter består i at investere i ejendomme i Storkøbenhavn og Aalborg.

Specifikke risici som lejerens bonitet, tomgang samt lejekontraktslige vilkår beskrives i Erhvervsstyrelsens vejledning om ”Måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter årsregnskabsloven” som væsentlige forhold, der skal redegøres for og dokumenteres i forlængelse af det fastsatte forrentningskrav.

Det oplyses i ledelsesberetningen, at man i året har haft fokus på at videreudvikle koncernens ejendomme med henblik på at styrke indtjeningen via fastholdelse af eksisterende kunder og hurtig genudlejning af ledige lejemål. Den kritiske regnskabslæser vil i denne forbindelse stille spørgsmålstejn til, hvordan dette er realiseret. Dertil tilføjes det, at 99,2% af erhvervsarealer var leiebærende ultimo regnskabsåret mod 94,6% ved indgangen af året, hvilket understreger, at man er lykkedes med at reducere tomgangslejen. Vi kender imidlertid ikke tallene for boligudlejningssegmentet, ligesom vi ikke får oplysninger om, hvad tomgangslejen var i den mellemliggende periode. Det oplyses endvidere, at et større lejemål på ca. 12.000 m² blev opsagt i 2020 med fraflytning i 4. kvartal 2022, men at arealet skal genudvikles til moderne anvendelse og derfor ikke indgår i tomgangsstatistikken.

Ved udgangen af året erfares det, at ca. 30% af erhvervsindtægterne er sikret i en periode på mindst 3 år, mens ca. 41% kan bortfalde indenfor et år. Ved at angive essentielle procentuelle nøgletal, øges regnskabsbrugerens kunnen til at gennemskue alle centrale oplysninger på området. Det er i høj grad de faktuelle data, der er med til at danne gennemsigtheden set fra en regnskabsbrugers perspektiv. Boligudlejningssegmentet indgår imidlertid ikke i opgørelsen, idet disse, lovbestemt, løbende kan opsiges med tre måneders varsel. Til gengæld forventes der en relativ hurtig genudlejning. Formuleringen anses som værende subjektiv og fortæller ikke nødvendigvis regnskabsbrugerens noget relevant eller præcist om de centrale forudsætninger, som er anvendt ved beregningen af dagsværdien.

I Erhvervsstyrelsens vejledning om ”Måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter årsregnskabsloven” refereres der til lejerens bonitet som et væsentligt forhold, der skal redegøres og dokumenteres for i forlængelse af det fastsatte afkastkrav. Det oplyses, at 24% af de samlede lejeindtægter stammer fra lejekontrakter med en leje på over 5 mio. kr. p.a. og hidrører fra 9 kunder. I virkeligheden stiller oplysningen flere spørgsmål end afklaringer. De lejekontraktslige vilkår er ikke beskrevet, hvorfor vi ikke kender de specifikke risici forbundet med den enkelte lejekontrakt. Består denne af en længere uopsigelig lejeperiode, vil der alt andet lige være færre risici forbundet med boniteten, da solide lejere er med til at reducere

risikoen for manglende genudlejning og dermed forrentningskravet. Modsat vil en kort opsigelsesperiode afspejles negativt i afkastkravet.

Ejendomsbeskrivelse

I henhold til Årsregnskabslovens § 58 a, stk. 2 bør ejendommens kategori og beliggenhed som minimum fremgå af noteoplysningerne. Ifølge EY's fortolkning af Årsregnskabslovens § 58 a, stk. 2 bør antal, type, størrelse og beliggenhed for hver kategori af ejendomme indgå i forståelsen af, hvilke centrale forudsætninger der bør præsenteres.

Som beskrevet ovenfor investerer koncernen aktuelt i erhvervs- og boligudlejningsejendomme i Storkøbenhavn og Aalborg. Ydermere tilføjes det, at selskabet tilbyder kunderne moderne ejendomme af høj kvalitet og med god service på centrale beliggenheder med optimal infrastruktur. Ydermere oplyses det, at C.W. Obel Ejendommers forretningsmodel er baseret på investering i og drift af velbeliggende erhvervs- og boligejendomme i Storkøbenhavn og Aalborg. I denne forbindelse bør der stilles spørgsmålstejn til klassifikationen af velbeliggende erhvervs- og boligejendomme, for når man afgrænser Storkøbenhavn, opdeles området i et indre- og ydre storbyområde. Det er af væsentlig betydning for regnskabsbrugerens forståelse, hvorvidt der er tale om erhvervs- eller boligejendomme i indre København eller områder som Frederikssund, Albertslund eller Helsingør. Denne fastsættelse spiller i sidste ende også en væsentlig rolle i regnskabsbrugerens forståelse af det fastsatte forrentningskrav. Samtidig er definitionen af moderne ejendomme af høj kvalitet styret af ledelsens egen opfattelse, mens det for regnskabsbrugerens kan opfattes upræcist, hvad der i virkeligheden kan henføres til betydningen.

Det fremgår af note 1, at "Erhvervsejendomme, København" udgør 72% af den samlede ejendomsportefølje, svarende til 5.122.222 t.kr., mens "Boligejendomme, Aalborg" kun repræsenterer knap 4%. I denne forbindelse kan det være relevant at oplyse antallet af ejendomme samt dennes samlede størrelse, således at regnskabslæseren får en ide om, hvordan dagsværdien fordeles. Regnskabsbrugerens vil i visse situationer være mulige investorer, for hvem det vil være relevant at vide, hvorvidt summen af erhvervsejendomme skal fordeles på få eller en lang række ejendomme. Der er imidlertid ikke tale om et krav, men udelukkende noteoplysninger, der kan være relevante for en mindre population af regnskabslæsere.

Forrentningskravet

Det oplyses i ledelsesberetningen og præciseres i note 1, at afkastkravene på erhvervsejendomme vurderes at være stort set uændrede i forhold til ultimo 2021, mens afkastkravene for boligejendomme vurderes at være steget. Det erfares endvidere, at den samlede ejendomsportefølje er værdiansat baseret på afkastkrav mellem 3,25% og 7,00%. Forklaringsårsagen skal findes i, at selskabet har en høj udlejningsprocent samt stabil udvikling i lejeniveauet.

Udover at dagsværdimålingen foretages for hver enkelt ejendom, oplyses det i note 1, at afkastprocenten fastsættes på grundlag af markedsudviklingen for den pågældende ejendomstype og beliggenhed baseret på C.W. Obel Ejendommers markedskendskab. Ydermere erfares det, at der ikke anvendes eksterne vurderingsmænd ved vurdering af dagsværdierne.

Øvrige suppleringer

Ifølge EY's fortolkning af Årsregnskabslovens § 58 a, stk. 2 er det god regnskabsskik at medtage en følsomhedsanalyse, vis formål er at skildre ændringen i årets resultat samt egenkapitalen, hvis der foretages små reguleringer i forrentningskravet.

Under afsnittet "Særlige risici" i ledelsesberetningen er det beskrevet, at koncernens ejendomsportefølje (erhverv og bolig under et) pr. 31. december 2022 er værdiansat baseret på et vægtet gennemsnitligt afkastkrav på 4.17%. Ændres afkastkravet med +/- 0.25%-point vil porteføljens værdiansættelse blive ændret med ca. +/- 400 mio. kr. Analysen medvirker til at regnskabsbrugeren får et overordnet overblik over, hvordan regnskabet som helhed vil påvirkes ved ændringer i forrentningskravet.

Det vil være relativt relevant for en regnskabsbruger at vide, hvis små ændringer i dagsværdien medvirker til en negativ egenkapital. Omvendt vil det, fra en regnskabslæseres perspektiv, også være interessant, hvis forrentningskravet er fastsat for højt og dermed forårsager et lavere resultat og egenkapital.

Erhvervsstyrelsen angiver i deres vejledning, at oplysningerne i regnskabet skal være tilstrækkelige til, at en regnskabsbruger kan forstå, hvorledes virksomheden er kommet frem til den fastsatte dagsværdi, hvorfor de mest centrale forudsætninger som minimum skal fremgå af regnskabet – herunder talmæssige oplysninger om det anvendte driftsresultat. Når alt kommer

til alt, vil disse oplysninger i de fleste tilfælde ikke afdække regnskabsbrugerens informationsbehov tilstrækkeligt – specielt ikke, hvis der er tale om en omfattende ejendomsportefølje bestående af en lang række ejendomme. Derfor vil det i dette tilfælde ikke nødvendigvis have nogen positiv effekt for regnskabsbrugerens måde at anskue regnskabet på.

Konklusion på oplysningerne i årsrapporten

For at tilgodese Årsregnskabslovens §58 a, stk. 2 samt Erhvervsstyrelsens vejledning om ”Måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter årsregnskabsloven” er der en række ændringer C.W. Obel Ejendomme som minimum bør indkalkulere for.

Først og fremmest skal årets dagsværdireguleringer pr. kategori i højere grad anskueliggøres, ligesom det skal tydeliggøres for regnskabsbruger, at denne indregnes i resultatopgørelsen og dermed påvirker årets resultat. For at præcisere området yderligere, kan det specificeres, hvilke typer af erhvervsejendomme, der er tale om.

Mens tomgangsrisikoen er tilstrækkeligt beskrevet for erhvervsejendomme, kender vi ikke tallene for boligudlejningssegmentet. Dette begrundes med, at man ved denne ejendomstype lovbestemt løbende kan opsige med tre måneders varsel, men at der forventes relativ hurtigt genudlejning. Beskrivelsen bør i høj grad erstattes af faktuelle data, der vil øge gennemsigtigheden set fra en regnskabsbrugers perspektiv. Der refereres til lejerens bonitet, som et væsentligt forhold, der skal redegøres og dokumenteres for i forlængelse af det fastsatte afkastkrav. I denne forbindelse får vi ingen oplysninger om den enkelte lejekontrakts lejeperiode. Risikoen forbundet ved en kort opsigelsesperiode har direkte indflydelse på forrentningskravet, hvorfor oplysninger i denne henseende kan være nødvendige.

For en regnskabsbrugers forståelse af det fastsatte forrentningskrav bør afgrænsningen Storkøbenhavn præciseres yderligere, da det har stor betydning, hvorvidt der er tale om indre- eller ydre storbyområde.

11.1.1. Udviklingen i oplysningerne i årsregnskabet 2023

Baseret på ovenstående betragtninger kan det konkluderes, at koncernen C.W. Obel Ejendomme allerede har tilgodeset mange af de oplysningskrav, som Erhvervsstyrelsen omtaler i deres vejledning: ”Måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter Årsregnskabsloven.”

Alligevel undersøges det, om selskabet har indkalkuleret for de ændringer, de som minimum bør ændre, for at imødekomme Erhvervsstyrelsens nyeste vejledning.

I lighed med tidligere år, henvises der i anlægsnoten: "Investeringsejendomme" til note 1, som specificeret klassificerer selskabets ejendomsportefølje i kategorier baseret på ejendomsstype samt dennes geografiske placering. Modsat årsregnskabet for 2022, fremgår værdireguleringen af en særskilt note og ikke længere kun af anlægsnoten, der alene informerer om hele ejendomsporteføljens værdiregulering i året. Årets værdiregulering er således detaljeret præciseret i kategorier af investeringsejendomme, hvilket medvirker til at regnskabsbrugeren nemmere kan anskue, hvordan værdien påvirkes indenfor det enkelte ejendomssegment. Dog oplyses det fortsat ikke, hvor i regnskabet værdireguleringen på ejendommene er indregnet.

Noter

Afkastkrav:	2023				2022			
	Afkast	Værdi	Værdiregl.	Værdi/m ²	Afkast	Værdi	Værdiregl.	Værdi/m ²
Erhverv, København	4,17%	5.169.060	12.039	35.575	3,97%	5.122.222	228.694	35.250
Erhverv, Aalborg	6,00%	965.675	37.199	13.065	6,00%	925.222	23.437	12.500
Erhverv i alt	4,44%	6.134.735	49.238	28.135	4,26%	6.047.444	252.131	27.730
Bolig, København	3,93%	736.583	-58.197	39.270	3,50%	793.207	41.985	42.285
Bolig, Aalborg	4,25%	253.427	-9.565	23.085	4,00%	262.992	14.694	23.950
Bolig i alt	4,01%	990.010	-67.762	33.295	3,63%	1.056.199	56.679	35.520
Ejendomme i alt	4,38%	7.124.745	-18.524	29.005	4,17%	7.103.643	308.810	28.655

Billede 2: En del af note 1 i årsrapport 2023 for C. W. Obel Ejendomme A/S

Lejeindtægter, tomgangsleje og lejekontraktens vilkår

Ligesom tidligere år er området fyldestgørende beskrevet i henhold til at medtage alle centrale forudsætninger, som er anvendt ved beregningen af dagsværdien. Koncernens beskrivelse af de lejekontraktslige forhold er uændret, hvorfor man fortsat søger at indgå længerevarende lejekontrakter. Dog er der en generel tendens i markedet til, at der indgås kortere lejekontrakter end tidligere, hvilket forklares ved en række procentuelle nedadgående tal, der er med til at belyse udviklingen på erhvervsboligmarkedet. I overensstemmelse med sidste års regnskab kender vi ikke tallene for boligudlejningssegmentet, hvilket igen forklares med, at boliglejemål lovbestemt kan opsiges med 3 måneders varsel. Endvidere får vi igen ikke et procentuelt overblik over den aktuelle tomgang for boligudlejningsejendomme, men udelukkende for porteføljens erhvervsarealer, hvis udvikling ligeledes er nedadgående. Dette begrundes med at

der er sket en afmatning i efterspørgslen på kontorer i det københavnske kontorudlejningsmarked, som følge af stigende renter og høj inflation, mens efterspørgslen er stabil i Aalborg. Endog oplyses det, at efterspørgslen efter boligudlejningsejendomme er stabil i såvel Aalborg som København.

Forrentningskravet

I lighed med tidligere år erfares det, at dagsværdimålingen foretages for hver enkelt ejendom, ligesom afkastprocenten fastsættes med afsæt i markedsudviklingen for den enkelte ejendom, baseret på C.W. Obel Ejendommers markedskendskab. Modsat tidligere er begrundelsen herfor mere detaljeret, hvilket mere eller mindre skyldes det seneste års udvikling på ejendomsmarkedet. Hvor markedet tidligere har været stabilt, står vi nu overfor et svækket ejendomsmarked med stigende renter og høj inflation. Det beskrives i ledelsesberetningen, at antallet af gennemførte transaktioner er reduceret markant i 2023, hvorfor ledelsen på denne baggrund har revurderet afkastkravene på koncernens ejendomme, der samlet set er steget, selvom der er afholdt en række forbedringsudgifter i året.

Konklusion på oplysningerne i årsrapporten

Generelt imødekommes Årsregnskabslovens §58 a, stk. 2 og Erhvervsstyrelsens vejledning om ”Måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter årsregnskabsloven.” Kvaliteten af oplysningerne vedrørende investeringsejendomme er overordnet set høj, hvilket afspejles i en række velbegrundede argumenter, der er med til at danne grundlaget for beregningen af dagsværdien. Væsentligste ændring kan henføres til, at årets værdiregulering fremgår af en særskilt note, der medvirker til en øget gennemsigtighed i værdiansættelsen af investeringsejendomme. Det fremgår imidlertid ikke tydeligt, hvor i regnskabet værdireguleringen er indregnet, hvilket er en central forudsætning.

Overordnet set kan det konkluderes, at informationsniveauet er højt og afklarende med procentuelle nøgletal, der medvirker til en bedre forståelse for udviklingen i ejendomsporteføljen og -markedet. Grundlæggende afspejler regnskabet en ledelse, der begrundet den fastsatte dagsværdi med en række velovervejede argumenter, der alene medvirker til højt ambitionsniveau og ansvarsfuldhed i organisationen.

11.2. PWH Ejendomme A/S

Af anvendt regnskabspraksis fremgår det, at investeringsejendommene ved første indregning indregnes til kostpris inklusiv eventuelle direkte tilknyttede omkostninger og efterfølgende måling sker til skønnet dagsværdi ved brug af den afkastbaserede metode, mens værdireguleringer indregnes i resultatopgørelsen. Det oplyses endvidere, at grundlaget for dagsværdien er beregnet på baggrund af det kommende års pengestrømme samt et afkastkrav fastsat på baggrund af markedsrapporter. Der redegøres således for de anvendte indregningskriterier og målegrundlag i henhold til årsregnskabslovens § 53, stk. 1. Ligesom oplysninger om anvendt værdiansættelsesmodel er angivet, jf. ÅRL § 53, stk. 2, litra a. Det fremgår af anvendt regnskabspraksis, at selskabets årsrapport er aflagt efter bestemmelserne i årsregnskabsloven for mellemstore virksomheder i regnskabsklasse C, hvilket efter byggeklodsmodellen medfører øgede oplysningskrav.

Der er i årsrapportens note 20 angivet oplysninger om dagsværdien ultimo regnskabsåret samt årets ændringer i dagsværdien, der er indregnet i resultatopgørelsen, samlet for investeringsejendommene, som er en tilføjelse til regnskabet for opfyldelse af ÅRL § 58 a, stk. 1. I henhold til Erhvervsstyrelsens vejledning ”Måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter årsregnskabsloven” skal det oplyses for hver kategori af investeringsejendomme. For koncernen PWH Ejendomme A/S vides det, at dets investeringsejendomme indeholder boligudlejningsejendomme i henholdsvis Aalborg og København, vis geografiske karakteristika adskiller sig væsentligt i fastsættelsen af et forrentningskrav og de dertilhørende dagsværdireguleringer. I tilfælde, hvor spændet i det fastsatte forrentningskrav, ud fra en væsentlighedsbetragtning, er af betydelig karakter vil det være passende, at kategoriseringen sker ud fra geografiske områder. Idet PWH Ejendomme A/S ikke har opdelt dagsværdinoten i boligudlejningsejendomme i henholdsvis Aalborg og København, tilgodeses kravet til noteoplysningen ikke. Dagsværdinoten er i overensstemmelse med kravene i Årsregnskabsloven, da loven kræver, at den skal opdeles i kategori af aktiver og forpligtelser, og ikke inddeler dem yderligere i forskellige typer indenfor diverse aktiver og forpligtelser. Erhvervsstyrelsens begrundelse for at insistere på oplysninger pr. kategori af investeringsejendomme skyldes, at de øvrige oplysninger også gives pr. kategori af investeringsejendomme. På denne måde får regnskabsbrugeren også en bedre forståelse af udviklingen i de forskellige kategorier samt deres samlede værdi.

Lejeindtægter, tomgangsleje og lejekontraktens vilkår

Med henblik på Årsregnskabslovens § 58 a, stk. 2 kræves det, at alle centrale forudsætninger, som er anvendt ved beregningen af dagsværdien i henhold til årsregnskabsloven § 37, stk. 1, 4. pkt., skal oplyses. I forlængelse heraf består ledelsesberetningen af en beskrivelse af virksomhedens væsentligste aktiviteter samt en redegørelse for eventuelle væsentlige ændringer i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold. Det er først og fremmest beskrevet, at koncernens primære aktiviteter omfatter udlejning af egne ejendomme. Endvidere oplyses det, at koncernens ejendomsportefølje primært er beliggende i central Aalborg og København, samt at kvaliteten og vedligeholdelsesstanden ligger over markedsniveau.

Særlige forudsætninger som lejers bonitet, tomgang og lejekontraktvilkår beskrives i Erhvervsstyrelsens vejledning "Måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter årsregnskabsloven" samt i EY's eksempel som væsentlige forhold, der skal redegøres og dokumenteres for i forlængelse af det fastsatte forrentningskrav, i de tilfælde sådanne faktorer har påvirket forudsætningerne i værdiansættelsen. For PWH Ejendomme kan de samlede værdireguleringer primært henføres til stigende driftsresultater baseret på kommende års lejereguleringer på 3-4%, samt at der er begrænset tomgang, hvilket ledelsen oplyser i ledelsesberetningen. Det er særligt positivt at medtage, hvad den primære årsag til værdireguleringerne skyldes samt at angive procentuelle nøgletal. Dette øger regnskabsbrugernes kunnen til at gennemskue de centrale forudsætninger, da faktuelle data i højere grad er med til at danne gennemsigtigheden set fra en regnskabsbrugers perspektiv.

I noten for investeringsejendomme har selskabet oplyst, at driftsresultatet er opgjort pr. ejendom, og tager udgangspunkt i de forventede lejeindtægter ved fuld udlejning fratrukket forventede drifts-, administrations- og vedligeholdelsesomkostninger, hvorefter den beregnede værdi korrigeres for tomgangsleje for en passende periode. Den kritiske regnskabsbruger vil dog stille spørgsmålstejn til, hvad der menes med "tomgangsleje for en passende periode", da dette er et meget subjektivt udsagn. Det ville have været hensigtsmæssigt at angive en procentvis tomgangslejesats, som værdien blev reguleret med og samtidig oplyse om den gennemsnitlige tomgangsleje for indeværende regnskabsperiode. Det vil give regnskabsbrugeren en mulighed for at sammenligne forudsætningen med det realiseret for på den måde at afdække dele af risiciene. Selvom det ikke er forkert, at dele af informationen findes i ledelsesberetningen og andre dele i noten, ville det være fordelagtigt for

regnskabsbrugeren, at alle oplysninger blev præsenteret samlet ét sted, eventuelt med en henvisning i den øvrige tekst for at sikre bedre overskuelighed.

For boligudlejningssegmentet indgår imidlertid ingen særlige forhold i lejekontrakterne, der kan være relevante at oplyse om, idet disse, lovbestemt, løbende kan opsiges med tre måneders varsel. Til gengæld forventes der en relativ hurtig genudlejning sammenlignet med erhvervsudlejningssegmentet. I situationer, hvor lejen er under markedsniveauet, og hvor genudlejning vil føre til en forhøjelse af lejen til markedsprisen, bør disse oplysninger gives, da sådanne forhold bidrager til at støtte fremtidige pengestrømme. Desuden inkluderes lejereserver oftest som et tillæg til dagsværdiberegningen, hvilket understreger vigtigheden af at oplyse om dette.

Ejendomsbeskrivelse

I henhold til Årsregnskabslovens § 58 a, stk. 2 bør ejendommens kategori og beliggenhed som minimum fremgå af noteoplysningerne. Ifølge EY's fortolkning af Årsregnskabslovens § 58 a, stk. 2 bør antal, type, størrelse og beliggenhed for hver kategori af ejendomme indgå i forståelsen af, hvilke centrale forudsætninger der bør præsenteres.

Som beskrevet ovenfor investerer koncernen i boligudlejningsejendomme centralt beliggende i Aalborg og København. Det er i ledelsesberetningen oplyst, at afkastprocenten er et udtryk for, at der i overvejende grad er tale om ejendomme med udviklingspotentiale, mens der i afsnittet om selskabets væsentligste aktiviteter er oplyst, at kvaliteten og vedligeholdelsesstanden er over markedsniveau. Den kritiske regnskabsbruger vil sætte spørgsmålstejn ved, hvad ejendommenes egentlige kvalitet er, idet ejendomme med udviklingspotentiale typisk ikke anses for værende over markedsniveau kvalitetsmæssigt. I sådanne tilfælde bør ledelsen give en mere detaljeret beskrivelse af ejendommene, så regnskabsbrugeren kan få et klart billede af, hvilke ejendomme der er af god kvalitet, og hvilke der har potentiale for udvikling. Det kan være passende at angive antallet og størrelsen af boliglejemål i både Aalborg og København, der af den samlede sum har et udviklingspotentiale. Ydermere vil det være til gavn for regnskabsbrugeren forståelse af det anvendte forrentningskrav at specificere placeringen af ejendommene i Københavnsområdet, da der for boligudlejningsejendomme kan være en væsentlig variation i forrentningen, alt efter om der er tale om indre København eller områder som Helsingør.

I tilfælde hvor dele af selskabets boligejendomme består af erhvervslejemål i stueetagen og boligudlejning opefter, bør dette oplyses i ejendomsbeskrivelsen. At man anser denne type ejendom som værende bolig, påvirker ikke umiddelbart det retvisende billede. For at give de bedste informationer til regnskabsbrugerne vil det være aktuelt at inkludere dette i ejendomsbeskrivelsen og eventuelt informere om andelen af lejeindtægter, der stammer fra erhvervslejemålene samt inddrage særlige forhold herunder lejekontraktsvilkår. Det er ikke usandsynligt, at dele af selskabets investeringsejendomme er blandet benyttet ejendomme, da det er en tendens for ejendomme, der er centralt beliggende i de større byer.

Forrentningskravet

Noten vedrørende investeringsejendomme indeholder en beskrivelse af, at afkastkravet er fastsat med udgangspunkt i markedsstatistikker, gennemførte handler samt ledelsens kendskab til ejendomsmarkedet, hvori parametre som type, beliggenhed, alder, vedligeholdelsestilstand, lejeaftalernes løbetid, lejernes bonitet, risikoprofil med mere indgår. Endvidere oplyses det, at afkastkravet er fastsat individuelt pr. ejendom.

Selskabet har i noten for investeringsejendomme oplyst det interval og den gennemsnitlige afkastprocent, der er anvendt pr. kategori, hvilket giver regnskabsbrugeren et godt indtryk af, hvilke afkastintervaller de forskellige kategorier ligger i, samt hvad det gennemsnitlige afkast er for ejendomme pr. kategori.

Ved fastsættelsen af markedsværdien (bogført værdi) er følgende gennemsnitlige afkastprocenter lagt til grund:

Moder, Aalborg/boligudlejning (interval 1,70 - 4,40)	2,70
Moder, København/boligudlejning (interval 1,30 - 3,0)	2,0
Koncern, Aalborg/boligudlejning (interval 1,70 - 4,40)	2,72
Koncern, København/boligudlejning (interval 1,30 - 3,0)	2,0

Billede 3: En del af note 7 i årsrapporten for PWH Ejendomme A/S 2021/22

Øvrige suppleringer

Ledelsesberetningen indeholder et afsnit om usikkerhed ved indregning eller måling, der beskriver, hvor værdireguleringerne indregnes, hvilken værdiansættelsesmetode der er anvendt

samt at værdiansættelsen er forbundet med skøn. I afsnittet er årets samlede værdiregulering og årsagen hertil også nævnt med forlængelse af udviklingen i afkastkravene, den gennemsnitlige afkastprocent samt afkastprocentens udtryk. Erhvervsstyrelsen finder det relevant at beskrive en eventuel usikkerhed ved indregning og måling og så vidt muligt med angivelse af beløb. Dog er det kun et krav at medtage, hvis det er relevant, jf. bilag 1. Selvom der i ledelsesberetningen gives et sammendrag af usikkerheden ved indregning eller måling, er der ingen note om dette i årsrapporten. Det er kun påkrævet at inkludere det som en note i de tilfælde, hvor der forekommer ualmindelige vanskeligheder ved målingen af dagsværdien.

Noten for investeringsejendomme indeholder en følsomhedsanalyse, idet værdireguleringerne har væsentlig betydning for selskabets resultat og egenkapital. Følsomhedsanalysen belyser, hvordan en ændring i forrentningskravet på +/- 0,5% vil påvirke resultatet og egenkapitalen. Følsomhedsanalysen bidrager til at angive de beløb, der er knyttet til usikkerheden ved indregning og måling, hvorfor det er god regnskabsskik at inddrage en følsomhedsanalyse. En følsomhedsanalyse bidrager til, at regnskabsbrugeren får en bedre forståelse af, at dagsværdien på investeringsejendomme er forbundet med skøn, som kan have store konsekvenser for selskabets finansielle stilling. Det er derfor også vigtigt, at regnskabet beskriver de centrale forudsætninger, der danner grundlaget for beregningerne af dagsværdien, således regnskabsbrugeren får et mere håndgribeligt produkt.

Konklusion på oplysningerne i årsrapporten

I takt med at kvalitetskravene til årsrapporten stiger hvert eneste år, hvilket Erhvervsstyrelsens vejledning "Måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter årsregnskabsloven" er et bevis på, kan det konkluderes, at årsrapporten for PWH Ejendomme A/S har en udmærket kvalitet, men at der er plads til forbedringer visse steder.

For at opfylde Erhvervsstyrelsens vejledning bør dagsværdien ultimo regnskabsåret samt årets ændringer i dagsværdien, der er indregnet i resultatopgørelsen gives for boligudlejning i henholdsvis Aalborg og København, så det oplyses pr. ejendomskategori.

Erhvervsstyrelsen angiver i deres vejledning, at oplysningerne i regnskabet skal være så tilstrækkelige, at en regnskabsbruger kan forstå, hvorledes virksomheden er kommet frem til den fastsatte dagsværdi, hvorfor de mest centrale forudsætninger som minimum skal fremgå af

regnskabet – herunder talmæssige oplysninger om det anvendte driftsresultat. Når alt kommer til alt, vil disse oplysninger i de fleste tilfælde ikke afdække regnskabsbrugerens informationsbehov tilstrækkeligt. Særligt ikke hvis der er tale om en omfattende ejendomsportefølje, bestående af en lang række ejendomme. Det vil i dette tilfælde ikke nødvendigvis have nogen positiv effekt for regnskabsbrugerens måde at anskue regnskabet på, hvorfor driftsresultatet bør suppleres med øvrige oplysninger som blandt andet ændringer i driftsomkostninger, niveauet som vedligeholdelsesomkostningerne befinder sig på i forhold til det normale og særlige udgifter.

I forlængelse af oplysningerne om de centrale forudsætninger, jf. ÅRL § 58 a, stk. 2, bør selskabet oplyse en procentvis tomgangslejesats samt en gennemsnitlig tomgangsleje for indeværende regnskabsperiode for at fremme gennemsækeligheden for regnskabsbrugerens synspunkt. Ejendomsbeskrivelsen er meget beskeden, men indeholder det væsentligste; beliggenhed og ejendomstype. Ifølge Erhvervsstyrelsen og EY består den gode ejendomsbeskrivelse af følgende faktorer; beliggenhed, type, antal, størrelse og gennemsnitlig m²-leje pr. kategori. Selskabet har dog medtaget en kort beskrivelse af kvaliteten og vedligeholdelsesstanden som i dette tilfælde er inkonsistent, idet ejendommene beskrives som værende over markedsniveau kvalitetsmæssigt og samtidig have udviklingspotentiale. Dette bør uddybes, således den kritiske regnskabsbruger ikke sidder tilbage med flere spørgsmål end afklaringer.

11.2.1. Udviklingen i oplysningerne i årsregnskabet 2022/23

Det kan i det ovenstående konkluderes, at der reelt har været behov for en genopfriskning af oplysningskravene som Erhvervsstyrelsen omtaler i deres nyeste vejledning om måling af investeringsejendomme. Årsrapporten for 2022/23 er offentliggjort efter Erhvervsstyrelsen offentliggjorde deres nyeste vejledning, hvorfor det i det efterfølgende vil blive belyst, om PWH Ejendomme A/S har øget kvaliteten af oplysningerne omhandlende investeringsejendomme.

Der er i årsrapportens note 19 angivet oplysninger om dagsværdien ultimo regnskabsåret samt årets ændringer i dagsværdien, der er indregnet i resultatopgørelsen, samlet for investeringsejendommene, hvorfor selskabet fortsat ikke opdeler dagsværdinoten i kategorier på investeringsejendomme. Det kan ses i lyset af, at selskabet anser

boligudlejningsejendommene i henholdsvis Aalborg og København som én kategori, mens det ifølge Erhvervsstyrelsen og vores opfattelse vil anses som værende to forskellige kategorier, da de geografiske karakteristika adskiller sig væsentligt i fastsættelsen af et forrentningskrav og de dertilhørende dagsværdireguleringer.

Lejeindtægter, tomgangsleje og lejekontraktens vilkår

PWH Ejendomme A/S har oplistet, hvilke forudsætninger der er anvendt udover forrentningskravet. Her oplyses det, at der pr. 30. september 2023 er anvendt de budgetterede lejeindtægter opgjort som en annullering af lejeindtægterne i oktober 2023 uden fradrag for tomgang, mens der pr. 30. september 2022 er anvendt budgetterede lejeindtægter opgjort som de realiseret lejeindtægter i 2021/22 med fradrag for 2% tomgang. Den kritiske regnskabsbruger vil sætte spørgsmålstejn ved, at der blev anvendt et fradrag for tomgang på 2% sidste år, mens der ikke er blevet reguleret for dette i indeværende år. Trods boligudlejningssegmentet karakteriseres ved hyppigere lejeskift og relativ hurtig genudlejning vil der oftest være kortere tomgangsperioder, hvorfor det er mere retvisende at indregne en procentvis tomgangslejesats, ligesom der er indregnet sidste år. Den skarpe regnskabsbruger vil sætte spørgsmålstejn ved, at det i år er oplyst, hvilken procentvis tomgangslejesats der blev anvendt sidste år, mens der sidste år blot blev oplyst ”tomgangsleje for en passende periode”. Oplysningen om at der var fradrag for 2% tomgang ville have været mere beskrivende og brugbar for regnskabsbrugeren. Endvidere oplyses det, at de budgetterede lejeindtægter for regnskabsår 2021/22 blev opgjort som de realiserede lejeindtægter, mens det i ledelsesberetningen for sidste år oplyses at: ”Årets samlede værdireguleringer kan primært henføres til stigende driftsresultater baseret på kommende års lejereguleringer på 3-4%.” Indeværende års beskrivelse af de forudsætninger, der blev anvendt sidste år, stemmer ikke overens med det, der var oplyst i regnskabet for sidste år. Generelt er oplysningerne mere beskrivende end sidste år, men sammenligningen til sidste års regnskab stiller flere spørgsmål end svar. I noten vedrørende investeringsejendomme har selskabet også oplyst om, at værdiansættelsen foretages individuelt for hver enkelt ejendom, baseret på detaljerede budgetter for det kommende driftsår – justeret for enkeltstående hændelser. Denne information er værdifuld for regnskabsbrugeren, da det antyder, at det kommende år forventes at være normaliseret.

Ejendomsbeskrivelse

Ejendomsbeskrivelsen var meget beskeden og inkonsistent sidste år, hvilket der er rettet op på i år. Det er i ledelsesberetningen oplyst, at afkastprocenten er et udtryk for, at der i overvejende grad er tale om ejendomme med udviklingspotentiale, og i noten vedrørende investeringsejendomme oplyses det yderligere, at der primært er tale om en ældre boligmasse med omkostningsbestemt leje. Disse to beskrivelser går ganske fint hånd i hånd i modsætning til sidste år. Ledelsen har formået at skabe mere harmoni i beskrivelsen af standen på ejendommene, således den kritiske regnskabsbruger ikke stiller spørgsmål til dette. Det oplyses, at den afkastbaserede model anvendes, da selskabet anser denne model som den mest velegnet til værdiansættelsen. Dette kan der sættes spørgsmålstejn ved, da DCF-modellen er velegnet i tilfælde, hvor der er mulighed for optimering indenfor de næstkommende år. "(...) Hvis vi derimod har en ejendom, hvor der er mulighed for optimering indenfor de næstkommende år, så bruger vi DCF-modellen (...)". (Interview, bilag 3) Den afkastbaserede metode anvendes, hvis der er tale om en færdigudviklet ejendom uden udviklingspotentiale. Uanset om den afkastbaserede metode eller DCF-modellen anvendes, skal man komme frem til den samme værdi – blot på to forskellige måder. "(...) De to modeller skal jo give nøjagtigt det samme resultat, den ene er bare mere visuel, fordi du kan se det hele. (...)". (Interview, bilag 3) Det er ikke forkert af ledelsen at anvende den afkastbaserede metode, DCF-modellen er blot mere velegnet til at illustrere fremtidige optimeringer. Endvidere oplyses antallet af ejendomme, det samlede areal og mere præcis beliggenhed i noten, hvilket giver regnskabsbrugerne en bedre forståelse af størrelserne. "Koncernens investeringsejendomme består af 98 boligejendomme på i alt 91.399 kvm. Beliggende i Aalborg, central København og Frederiksberg." Det mest ideelle ville være, hvis både antallet og arealet af ejendommene var blevet angivet separat for henholdsvis Aalborg og København, herunder også Frederiksberg.

Forrentningskravet

PWH Ejendomme A/S har i noten for investeringsejendomme oplyst det interval og den gennemsnitlige afkastprocent, der er anvendt pr. kategori ligesom sidste år. I år er noten suppleret med sammenligningstal samt en oversigt over m²-prisen for ejendommene i henholdsvis Aalborg og København. Oplysningen om m²-prisen er en faktor, der er mere sammenlignelig end forrentningskravet, da forrentningskravet kan være reguleret for diverse

forhold, herunder inflation, vedligeholdelse, stand, med mere. "(...) det er primært i forrentningskravet vi styrer det, så input i forhold til vedligeholdelse, indretning og stand styres i forrentningskravet og endnu mere nu end tidligere." (Interview, bilag 3) Disse reguleringer medtages også i m²-prisen, men denne faktor er mere håndgribelig for en regnskabsbruger, da det er et vant udtryk, og en faktor man nemmere kan forholde sig kritisk til.

Væsentlige forudsætninger for den opgjorte dagsværdi er som følger:

	30/9 2023	30/9 2022
Moder gennemsnit afkastkrav, boligudlejning Aalborg (interval 2,5 - 4,75)	3,25 %	2,70 %
Moder gennemsnit afkastkrav, boligudlejning København (interval 1,4 - 3,0)	2,06 %	2,0 %
Koncern gennemsnit afkastkrav, boligudlejning Aalborg (interval 2,0 - 5,60)	3,26 %	2,72 %
Koncern gennemsnit afkastkrav, boligudlejning København (interval 1,4 - 3,0)	2,06 %	2,0 %
Moderselskabets ejendomme i Aalborg er fastsat til en gennemsnitlig værdi på (kr/m ²)	18.118	19.222
Moderselskabets ejendomme i København er fastsat til en gennemsnitlig værdi på (kr/m ²)	37.534	35.236
Koncernens ejendomme i Aalborg er fastsat til en gennemsnitlig værdi på (kr/m ²)	18.372	19.158
Koncernens ejendomme i København er fastsat til en gennemsnitlig værdi på (kr/m ²)	37.534	35.236

Billede 4: En del af note 7 i årsrapporten for PWH Ejendomme A/S 2022/23

Konklusion på oplysningerne i årsrapporten

Helt overordnet er det særligt positivt at PWH Ejendomme A/S har øget kvaliteten af oplysningerne vedrørende investeringsejendomme i regnskabet. Det er tydeligt, at Erhvervsstyrelsens vejledning har båret frugt i dette henseende. Der er plads til forbedringer, men grundlæggende handler det om, at regnskabsaflæggere løbende bliver mere bevidste om, hvilke oplysninger der skal medtages i regnskabet.

For at opfylde Erhvervsstyrelsens vejledning bør dagsværdinoten opdeles i samme kategorier som selskabet opdeler forrentningskravet og m²-prisen. Dagsværdinoten bør derfor oplyses for boligudlejning i henholdsvis Aalborg og København, så det oplyses pr. kategori. Ejendomsbeskrivelsen er blevet forbedret ved at inkludere antal, størrelse og mere nøjagtig beliggenhed. Dog ville denne beskrivelse være endnu bedre, hvis den blev præsenteret i samme kategorier som forrentningskrav og m²-pris.

Som tidligere bemærket angiver Erhvervsstyrelsen i deres vejledning, at oplysningerne i regnskabet skal være så tilstrækkelige, at en regnskabsbruger kan forstå, hvorledes virksomheden er kommet frem til den fastsatte dagsværdi, hvorfor der som minimum bør angives ejendomskategori, beliggenhed, forrentningskrav, driftsresultat og tomgang. PWH Ejendomme A/S har ikke angivet talmæssige oplysninger om driftsresultatet, men derimod angivet, hvilket grundlag lejeindtægterne er opgjort på. Derudover omtales det kommende driftsår kort, hvor det må antages, at driftsåret forventes at være normaliseret.

Trods forbedringerne i årsrapporten for 2022/23 er der nogle oplysninger om sidste års centrale forudsætninger, der ikke stemmer overens med årsrapporten for 2021/22, hvilket den skarpe regnskabsbruger vil sætte spørgsmålstegn ved. Det er vigtigt, at oplysningerne vedrørende forrige regnskabsår er identiske med tidligere årsrapporter, ellers skal forholdet omtales.

12. Forrentningskravet

Som belyst i ovenstående så har forrentningskravet stor betydning for værdiansættelsen af investeringsejendomme til dagsværdi. Forrentningskravet afspejler det grundlæggende koncept om, at investeringer vurderes ud fra deres potentielle indtjening i forhold til de forventede risikofaktorer. Forrentningskravet skal dermed afspejle det afkast, man får af investeringen. Jo højere forrentningskravet er, desto lavere er den beregnede dagsværdi – og omvendt.

At beregne et afkast på en given investering er forholdsvis lige til – og dertil at have præferencer for, hvilket afkast der ønskes, er muligt. Set i forhold til regnskaber, der aflægges efter Årsregnskabslovens bestemmelser, er der krav om at aflægge et årsregnskab, der giver et retvisende billede af virksomhedens og koncernens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat. I sådanne henseende er det derfor væsentligt, at ledelsen anvender de metoder, der indenfor lovens rammer giver det mest retvisende billede.

I tilfælde, hvor et selskab har investeringsejendomme der indregnes til dagsværdi efter §§ 37-38, er det derfor ledelsens ansvar at anvende de metoder, der giver det mest retvisende billede. Ledelsen skal derfor foretage en dagsværdiberegning ved hjælp af almindeligt accepterede værdiansættelsesmodeller og -teknikker, jf. ÅRL § 37. Typisk beregnes denne ved brug af den afkastbaserede metode eller DCF-modellen. I disse værdiansættelsesmodeller anvendes flere faktorer, som er uddybet i afsnit 9. Metoder til fastsættelse af kapitalværdi – herunder et

forrentningskrav. Forrentningskravet kan være vanskeligt at opgøre, så det giver et retvisende billede af virksomhedens og koncernens investeringsejendomme, da det er en faktor der nemt kan justeres, således resultatet og dagsværdien præsenterer, det ledelsen ønsker og ikke nødvendigvis det mest retvisende. Som dokumentation for, at forrentningskravet i årsregnskabet afspejler så retvisende et billede som muligt, kan der søges inspiration til forrentningskravet hos en lang række ejendomsmæglere. De større aktører i ejendomsmæglerbranchen udvikler markedsanalyser og prognoser for at sikre den optimale værdiansættelse af store investeringer – herunder ejendomsmarkedet. Hvert kvartal udkommer ejendomsmæglere som blandt andet Nordicals, Colliers og EDC med markedsrapporter, der giver deres bud på det forrentningskrav, der er gældende for ejendomsmarkedet i det pågældende øjeblik. Forrentningskravet fastsættes dels på baggrund af samfundsmæssige og konjunkturbetingede forhold og dels på baggrund af individuelle kvalitetsforhold, hvorfor ledelsen altid skal vurdere, om de oplyste forrentningskrav i markedsrapporterne, er anvendelige, eller om der skal justeres på forrentningskravet for at tilpasse det virksomhedens individuelle ejendom. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

12.1. Kildekritik til markedsrapporterne

I forbindelse med regnskabsaflæggelsen skal ledelsen være kritisk og analytisk i forhold til værdiansættelsen af investeringsejendomme, da det har direkte indflydelse på selskabets økonomiske stilling og rapporteringens nøjagtighed. Det er almindelig regnskabspraksis at anvende markedsrapporterne som grundlag til vurderingen af selskabets ejendomsportefølje. Ledelsen skal anvende markedsrapporterne med et kildekritisk syn for at sikre, at de er tilpasset selskabets ejendomsportefølje og samtidig giver et retvisende billede af selskabets aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat.

Nuværende problematik

I øjeblikket er udfordringen den begrænsede stikprøvestørrelse, der danner grundlag for forrentningskravet. ”(...) der er lidt en udfordring med forrentningskravet lige nu, for tidligere var det nemt at se, hvad ejendommene blev handlet til. Det er svært lige nu. (...) Vi gør vores bedste for at fastsætte forrentningskravet, men vi har ikke det samme brede statistiske grundlag, som vi havde tidligere. (...) Vi har jo renten, vi kan holde det op imod. Vi er nødt til at tage

udgangspunkt i, hvordan markedet ellers har udviklet sig.” (Interview, Bilag 3) Dette skyldes det begrænsede antal transaktioner, der finder sted som følge af den stigende rente, der har karakteriseret samfundet siden 2022. Som Nikolaj også påpeger, bestræber man sig på at fastsætte forrentningskravet ved at sammenholde det med renteudviklingen. En højere rente forventes at resultere i et øget afkast for at sikre, at investeringen forbliver rentabel. Ude fra set må man også være skeptisk i forhold til markedsrapporterne, da ejendomsmæglerne, der udgiver disse, også har i sinde at vise, at ejendomsmarkedet ikke er så presset, som det måske har været, da det for dem handler om fortsat at få handler i hus. ”Ejendomsmæglerne har jo også et ønske om at præsentere gode resultater i markedsrapporterne. Deres udfordring i øjeblikket er jo bare, at de ikke har ret mange faktorer at tage med i deres markedsrapporter, og derfor kan der være subjektive vurderinger, i forhold til, hvordan de tror markedet vil udvikle sig. (...)” (Interview, bilag 2)

Generelle problematikker

Ved anvendelse af markedsrapporterne er det vigtigt at tage højde for de faktorer, som markedsrapporterne bliver dannet ud fra. Det er dog meget få oplysninger, der er tilgængelige i diverse markedsrapporter. I markedsrapporterne er det dog oplyst, at afkastet er fastsat ud fra generelle faktorer herunder primære og sekundære ejendomme. Her betegnes primære som ejendomme, der har en af de bedste beliggenheder og samtidig har en høj kvalitet (nyere), mens sekundær er ejendomme med en gennemsnitlig beliggenhed og stand. (Nordicals, Q1 2024) ”(...) der er en del forudsætninger i de afkastrapporter som man skal være opmærksom på. Typisk siger afkastrapporten, at der ved erhvervslejemål er en lejekontrakt med en løbetid på 10 år, eller lignende. Og hvis ikke man passer ind i den kategori, så kan man ikke bruge markedsrapporten til ret meget. (...)” (Interview, bilag 2) Brugere af markedsrapporterne skal selv stå for at indsamle de nødvendige informationer, hvorfor fastsættelse af forrentningskrav ofte baseres på subjektive vurderinger indenfor rammerne der gives i markedsrapporterne. De subjektive vurderinger vil fremtræde uanset, om markedsdataene er oplyst i rapporter eller ej. Forskellen vil blot være, at det er nemmere at sammenligne det faktiske med markedsdataene, hvis de var oplyst, og på baggrund af dette give en subjektiv vurdering af forrentningskravet.

Markedsrapporter som vejviser

Markedsrapporterne giver en god indikation på, hvilken retning ejendomsmarkedet bevæger sig i. "(...) Jeg har langt hen ad vejen, forsøgt at præge mine kunder til at bruge markedsrapporterne, som en vejviser for udviklingen på ejendomsmarkedet, og ikke have så meget fokus på de aktuelle afkastsatser der er i dem. Den stigning eller det fald markedsrapporterne viser, bør på en eller anden måde smitte af i regnskabet. (...)". (Interview, bilag 2) Udviklingen i ejendomsmarkedet bør i langt de fleste tilfælde blive afspejlet i regnskabet snarere end, at forrentningskravet direkte stemmer overens med det, der er i markedsrapporterne.

For at præcisere ovenstående er der nedenfor givet et eksempel:

	Regnskabet 2022	Markedsrapport 2022, bolig Aalborg
Forrentningskrav	3,75%	4,25 – 4,50%
	Regnskabet 2023	Markedsrapport 2023, bolig Aalborg
Forrentningskrav	4,00%	4,50 – 4,75%

Tabel 5: Præsentation af udviklingen i forrentningskravet

Selskabets ledelse har i 2022 anvendt et forrentningskrav på 3,75% på en boligudlejningsejendom beliggende i Aalborg. Forrentningskravet i 4. kvartal 2022 lå mellem 4,25% og 4,50% for bolig i Aalborg, jf. MarketForesight Q1 2023. Ledelsen vurderede den gang, at et forrentningskrav på 3,75% var retvisende ud fra individuelle kvalitetsforhold. I forbindelse med regnskabsaflæggelsen for 2023 kan ledelsen konstatere, at forrentningskravet sidenhen er steget til 4,50% til 4,75%, jf. MarketForesight Q1 2024, en gennemsnitlig stigning på 0,25 %-point. Der er i løbet af året ikke sket væsentlige ændringer i driftsresultatet eller på ejendommen, som indikerer en væsentlig ændring i forrentningskravet i forhold til sidste år. Ud fra disse faktorer har ledelsen i 2023 anvendt et forrentningskrav på 4%, da dette afspejler udviklingen i ejendomsmarkedet fra 2022 til 2023, mere end det afspejler det faktiske forrentningskrav i markedsrapporterne fra Nordicals.

12.2. Delkonklusion

Forrentningskravet har stor betydning for værdiansættelsen af investeringsejendomme der måles til dagsværdi. Forrentningskravet afspejler det afkast man får af en given investering. I forbindelse med regnskabsaflæggelsen er det vigtigt at ledelsen anvender den/de metode(r), der

giver det mest retvisende billede, til beregningen af dagsværdien. Til beregningen af dagsværdien kan dokumentationen sidestilles med diverse markedsrapporter som udkommer hvert kvartal. Det er ledelsens ansvar at anvende markedsrapporterne med et kildekritisk syn. Dette skyldes at forrentningskravet i markedsrapporterne er dannet ud fra specifikke faktorer, og lever selskabets ejendomme ikke op til de samme faktorer, vil der være afvigelser i forrentningskravet, og markedsrapporterne kan dermed blot anvendes som vejviser snarere end en facitliste.

13. Konklusion

Investeringsejendomme er ejendomme der besiddes for at generere et afkast af den investerede kapital, kapitalgevinster eller begge dele. Investeringsejendomme indregnes ved første indregning til kostpris – herunder omkostninger direkte tilknyttet anskaffelsen samt omkostninger, der henføres til erhvervelsen. Efterfølgende måling kan ske til dagsværdi hvor ÅRL § 38 anvendes. Hvis dagsværdien kan opgøres pålideligt, er denne målsætning typisk mere retvisende end kostprisen. Til opgørelsen af dagsværdien skal de mest pålidelige forudsætninger anvendes, hvorfor Årsregnskabsloven og IFRS 13 har udarbejdet et dagsværdihierarki. Dagsværdien for investeringsejendomme fastsættes typisk på baggrund af niveau 3, kapitalværdi, der beregnes ved hjælp af accepterede værdiansættelsesmodeller og -teknikker – herunder den afkastbaserede metode eller DCF-modellen, hvis primære data består af ikke-observerbare input. Den afkastbaserede metode henvender sig primært til fuldt udviklede ejendomme, mens DCF-modellen er bedre til ejendomme med udviklingspotentiale. Uanset hvilken af de to værdiansættelsesmodeller man anvender, bør man komme frem til samme dagsværdi.

Det nuværende fokus i samfundet er gennemsigtighed, hvorfor kravene til årsregnskaberne stiger mere og mere. Årsregnskabsloven øger ikke direkte kravene, men det er Erhvervsstyrelsens fortolkning heraf, der skærpes. Formålet med Erhvervsstyrelsens opdaterede vejledning, vedrørende investeringsejendomme, er at hjælpe regnskabsaflæggere med at træffe velinformerede valg, når dagsværdimålingen anvendes samt at give konkrete input til, hvilke overvejelser de skal gøre sig, hvis de vælger at måle investeringsejendomme til dagsværdi. Ved analytisk gennemgang har det tidligere været svært at opretholde en rød tråd mellem teorien og den praktiske udførelse, når fortolkningen af Årsregnskabsloven ændres, men ikke synliggøres for regnskabsaflæggere. Erhvervsstyrelsen har i den seneste vejledning forsøgt at hjælpe regnskabsaflæggere, således de øget krav i højere grad kan overholdes. Særligt er fokusset på de centrale forudsætninger, som omtales i Årsregnskabslovens § 58 a, stk. 2. Denne bestemmelse specificerer ikke, hvad forudsætningerne præcist indebærer, hvorfor Erhvervsstyrelsen hjælper regnskabsaflæggerne på rette vej, da denne lovbestemmelse er til fri fortolkning. Ved den analytiske gennemgang kan det konkluderes, at Erhvervsstyrelsens vejledning har hjulpet regnskabsaflæggerne i den rigtige retning, og dermed er oplysningerne i relation til investeringsejendomme blevet mere gennemsigtige for regnskabsbrugerne, men vejen dertil er forskellig, alt afhængig af regnskabsaflæggerens individuelle fortolkning.

Årsagen til de øget krav i årsregnskabet skyldes at regnskabsposten, investeringsejendomme, er forbundet med skøn og usikkerheder. Forrentningskravet afspejler det afkast man får af en given investering, og har dermed stor betydning for værdiansættelsen. Forrentningskravet fastsættes på baggrund af det nuværende ejendomsmarked som baseres på samfundsøkonomiske og konjunkturbestemte forhold. Den nuværende udfordring er et afventende ejendomsmarked, hvor færre transaktioner gennemføres. Dette medfører at eksterne markedsrapporter i højere grad baseres på skøn sammenholdt med tidligere, hvilket øger usikkerheden til værdiansættelsen i årsregnskabet.

14. Perspektivering

Ved anvendelse af Årsregnskabslovens § 58 a, stk. 2 ses en paragraf, der er til meget fri fortolkning. Loven uddyber ikke hvad der menes med de centrale forudsætninger, hvilket forårsager meget forskellige tolkninger på, hvad der er relevant at oplyse om i årsregnskabet, set i forhold til investeringsejendomme der måles til dagsværdi. Den brede forståelse af ÅRL § 58 a, stk. 2 har haft Erhvervsstyrelsens opmærksomhed, hvorfor de har opdateret deres vejledning fra 2009 om investeringsejendomme der måles til dagsværdi efter Årsregnskabsloven.

Den 30. november 2023 udkom Erhvervsstyrelsen med en opdateret vejledning om investeringsejendomme der måles til dagsværdi efter Årsregnskabsloven, da de gennem regnskabskontrollen af virksomhedernes årsrapporter har konstateret, at der har været brug for en opdateret vejledning på området. Baggrunden for den opdaterede vejledning har blandt andet været utilstrækkelig dokumentation og grundlag ved fastsættelsen af dagsværdien samt manglende noteoplysninger. Derfor har formålet og forventningen med Erhvervsstyrelsens opdaterede vejledning været at hjælpe ledelsen i virksomheder med at træffe velinformerede valg, når dagsværdimålingen anvendes samt at give konkrete input til, hvilke overvejelser ledelsen skal gøre sig, hvis de vælger at måle investeringsejendomme til dagsværdi. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

Det helt store fokus i vejledningen er vigtigheden af noteoplysningerne om de centrale forudsætninger. Noteoplysningerne giver en større gennemsigtighed i, hvordan regnskabsaflæggere har beregnet dagsværdien, og hvilke inputs der har påvirket det anvendte afkastkrav, da det ikke altid er sammenligneligt med markedsrapporterne. Vejledningen er dermed udarbejdet for at opretholde det retvisende billede, da der i forbindelse med dagsværdimåling er oplysninger, som er væsentlige for at regnskabsbrugerne kan få en bedre forståelse af den beregnede dagsværdi. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

15. Kildefortegnelse

Bøger

EY (2023), *Indsigt i årsregnskabsloven* (kapitel 3), EY Godkendt Revisionspartnerselskab

EY (2023), *Indsigt i årsregnskabsloven* (kapitel 4), EY Godkendt Revisionspartnerselskab

EY (2023), *Indsigt i årsregnskabsloven* (kapitel 5), EY Godkendt Revisionspartnerselskab

EY (2023), *Indsigt i årsregnskabsloven* (kapitel 17), EY Godkendt Revisionspartnerselskab

Gianelli, Karsten, m.fl. (2016), *Køb og salg af virksomheder*, Karnov Group A/S, København

Steffensen, Henrik, m.fl. (2020), *Årsrapporten – Kommentarer til årsregnskabsloven* (s. 596-599), Karnov Group A/S, København

Internetkilder

Investeringsejendomme – usikkerhed ved indregning og måling i regnskabet,

<https://www.bdo.dk/da-dk/bdo-danmark>, 2023 (29-12-2023)

Ny vejledning skal hjælpe virksomheder, der måler investeringsejendomme til dagsværdi,

<https://erhvervsstyrelsen.dk/>, 2023 (25/02-2024)

Værdiansættelse af investeringsejendomme, <https://www.ejendomstorvet.dk/>, 2020 (05-11-2023)

Andet

Ejendom Danmark (2021), Værdiansættelse af investeringsejendomme (grundkursus)

Erhvervsstyrelsen (2023), Måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter
årsregnskabsloven

Nordicals erhvervsmæglere, MarketForesight Q1 2023

Nordicals erhvervsmæglere, MarketForesight Q4 2023

Nordicals erhvervsmæglere, MarketForesight Q1 2024

Årsrapport for; C.W. Obel Ejendomme A/S, CVR-nummer: 17 93 38 84, CVR – Det centrale virksomhedsregister, <https://datacvr.virk.dk/>

Årsrapport for; PWH Ejendomme A/S, CVR-nummer: 89 49 65 19, CVR – Det centrale virksomhedsregister, <https://datacvr.virk.dk/>

16. Bilag

Bilag 1: Oversigt over krav til ledelsesberetningen

Regnskabsklasse	B	C Mellem	C stor	D Statslige	D Børs- noterede
Krav om ledelsesberetning	Ja				
Virksomhedens væsentligste aktiviteter	Ja				
Usikkerhed ved indregning og måling	Ja, hvis relevant				
Usædvanlige forhold	Ja, hvis relevant				
Oplysning om egne kapitalandele	Ja, hvis relevant				
Redegørelse for udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold	Ja, hvis væsentligste ændringer heri				
Begivenheder indtruffet efter balancedagen	Ja, hvis relevant ¹				
Virksomhedens forventede udvikling	Nej	Ja			
Årets resultat i forhold til tidligere udmeldte forventninger	Nej	Ja			
Væsentlige viden ressourcer	Nej	Ja, hvis relevant			
Påvirkning af det eksterne miljø	Nej	Ja, hvis relevant			
Forskning og udviklingsaktiviteter	Nej	Ja, hvis relevant			
Filialer i udlandet	Nej	Ja, hvis relevant			
Mål og politikker for finansielle risici og eksponering	Nej	Ja, hvis relevant			
5-års hoved- og nøgletaloversigt	Nej	Ja, tilpasning kan undlades ved ændring af regnskabspraksis			
Samfundsansvar	Nej		Ja		

¹ Oplysningskravet er flyttet til noterne for virksomheder i regnskabsklasse C og D. Oplysningen skal dog også gives i ledelsesberetningen, hvis der er tale om væsentlige forhold, evt. med henvisning til den pågældende note.

Måltal og politikker for det underrepræsenterede køn	Nej	Ja
Betalinger til myndigheder	Nej	Ja, hvis relevant
Politik for dataetik	Nej	Ja
Ledelseserhverv i andre virksomheder	Nej	Ja
Kapitalforhold og overtagelsestilbud	Nej	Ja
Virksomhedsledelse	Nej	Ja
Mangfoldighed i ledelsen	Nej	Ja ²
Økonomiske aktiviteter, jf. taksonomiforordningen	Nej	Ja ³

² Gælder kun for børsnoterede virksomheder, der overstiger grænserne for regnskabsklasse C (stor). For statslige aktieselskaber gælder kravet uanset størrelse.

³ Gælder for store børsnoterede virksomheder med over 500 ansatte samt statslige aktieselskaber med over 500 ansatte.

Bilag 2: Interview med Marian Fruergaard, Partner og statsautoriseret revisor ved Redmark, Aalborg

Interviewer:

”Vil du starte med at præsentere dig selv?”

Statsautoriseret revisor, Marian:

”Jeg hedder Marian Fruergaard og jeg er statsautoriseret revisor i Redmark. Jeg sidder rigtig meget med investeringsejendomme.”

Interviewer:

”Ifølge Erhvervsstyrelsens nyeste vejledning omkring måling af investeringsejendomme, bør vi have en del flere oplysninger med om forudsætningerne for beregningen af dagsværdien, end vi har med i praksis. I den forbindelse vil vi høre, om du synes, at der mangler oplysninger, så regnskabsbrugeren nemmere kan gennemskue, hvordan man er kommet frem til værdien?”

Statsautoriseret revisor, Marian:

”Det gør der på nuværende tidspunkt i regnskaberne, og det er selvfølgelig også derfor at Erhvervsstyrelsen er kommet med deres notat. Det der er lidt en udfordring i Erhvervsstyrelsens notat, det er, at det ligger op til det faktisk er et krav, på trods af, at det er en vejledning. Det skyldes, at Erhvervsstyrelsen bruger ordet ’skal’ mange steder. Så det vil helt sikkert betyde at der kommer flere oplysninger ind i regnskaberne. Om det nødvendigvis betyder, at det bliver mere gennemskueligt, det ved jeg ikke, for man vil jo i hvert fald næppe kunne komme til at regne værdierne, da man har lov til at slå værdierne sammen. Men generelt vil der helt sikkert komme flere oplysninger i regnskaberne, hvilket jeg kun tænker er en fordel for regnskabsbrugeren.”

Interviewer:

”Hvad er din holdning til Erhvervsstyrelsens vejledning, og synes du, at det er positivt, at de har et skærpet fokus på oplysningerne?”

Statsautoriseret revisor, Marian:

”Det vil jeg jo sige, at det er der ingen itvivl om, at det er for regnskabsbrugeren, men det bliver da en udfordring for nogle af vores kunder og for dem der aflægger regnskaberne, fordi de skal

oplyse relativt meget. Og som ejer af et selskab med investeringsejendomme kan man måske også synes, at de skal oplyse en del mere end andre typer virksomheder. Og det skyldes jo, at der ikke er den samme gennemsigtig i, at man skal oplyse om sine udviklingsomkostninger, varelager eller lign, hvorfor ejerne bliver lidt udfordret på oplysningskravene.”

Interviewer:

”Ser du en risiko ved at have for mange detaljeret oplysninger med i regnskabet?”

Statsautoriseret revisor, Marian:

”Gennemskueligheden kan blive lidt uoverskuelig, hvis man har for mange ting med, for hvordan er det så man skal forstå det hele. Man må jo stadigvæk afgive intervaller, og være meget rund i det man skriver ind, men det er klart at man får flere oplysninger, men ikke nødvendigvis alle oplysninger, hvilket er en risiko.”

Interviewer:

”Vi har bemærket, at Erhvervsstyrelsen skriver, at der er krav om, at der for hver kategori af investeringsejendomme skal være oplyst dagsværdien ultimo og værdiregulering der er indregnet i resultatopgørelsen, mens der i ÅRL § 58 a, stk. 1, blot står at det skal opdeles i hver kategori af aktiver og forpligtelser. Hvad tænker du om det?”

Statsautoriseret revisor, Marian:

”Jeg har ikke bemærket, at Erhvervsstyrelsen siger det skal gives pr. kategori, men jeg vil umiddelbart ikke mene at det ændre så meget. Det er ikke en praksis vi har i Redmarks modeller, vi giver stadig oplysninger samlet for alle investeringsejendomme i selskabet, ligesom det står i Årsregnskabsloven.”

”Hvad er din holdning til, at krav og kvalitet stiger år for år?”

Statsautoriseret revisor, Marian:

”Vi er jo nødt til at erkende at vi skal være transparente i de regnskaber der bliver lavet, for ellers kan man ikke bruge dem til ret meget. Når vi i Danmark har det sådan, at vi gerne vil offentliggøre regnskaber i klasse B, så er vi nødt til at lave et grundlag der er rimelig sammenligneligt. Der er rigtig mange lande omkring os der ikke har offentliggørelse af klasse

B-selskaber, men når vi i Danmark den standard, så er det klart at kravene stiger hvert år, så vi har de bedste grundlag for at lave regnskaber der er sammenlignelige.”

Interviewer:

”Hvad synes du, der som minimum, skal være med af oplysninger i regnskabet omkring investeringsejendomme?”

Statsautoriseret revisor, Marian:

”Der er ingen tvivl om, at der skal være oplyst et afkast så man kan se, hvordan virksomheden værdiansætter sine investeringsejendomme. Så afkastet synes jeg er relativt vigtigt, også skal forudsætningerne også oplyses. Ikke ned til mindste decimal, men der skal være nogle oplysninger om, hvad man bruger som grundlag til værdiberegningen, herunder tomgang, kontraktvilkår og andre særlige forhold. De væsentligste forudsætninger synes jeg der skal oplyses om, og det er meget forskelligt hvad det indebære.”

Interviewer:

”Synes du, at driftsresultatet skal oplyses i regnskabet?”

Statsautoriseret revisor, Marian:

”Det er jo det Erhvervsstyrelsen ligger op til, hvilket også er lidt følsom, hvis man kun har én ejendom, men hvis du har flere ejendomme, så oplyses det samlet, også kan man ikke bruge driftsresultatet til så meget. Og i virkeligheden, hvis man kan finde ud af at læse et regnskab, så vil man også kunne finde driftsresultatet i regnskabet, hvis man kun har investeringsejendomme. Jeg tror der er mange, som vil mene at det er et svært sammenligneligt tal, at man bare skriver det ind i regnskabet alligevel, fremfor at være mere specifik i sine oplysninger.”

Interviewer:

”Så du mener, at det er nok at oplyse driftsresultatet?”

Statsautoriseret revisor, Marian:

”Ja, altså jeg vil stadig mene, at man skal oplyse om tomgang, men derudover behøver man ikke at oplyse så specificeret om øvrige forhold, der kunne have påvirket driftsresultatet.”

Interviewer:

"I forhold til afkastkravet, hvordan forholder du dig så til de markedsrapporter som diverse ejendomsmæglere udgiver hvert kvartal?"

Statsautoriseret revisor, Marian:

"Ejendomsmæglerne har jo også et ønske om at præsentere gode resultater i markedsrapporterne. Deres udfordring i øjeblikket er jo bare, at de ikke har ret mange faktorer at tage med i deres markedsrapporter, og derfor kan der være subjektive vurderinger, i forhold til, hvordan de tror markedet vil udvikle sig. Jeg har langt hen ad vejen, forsøgt at præge mine kunder til at bruge markedsrapporterne, som en vejviser for udviklingen på ejendomsmarkedet, og ikke have så meget fokus på de aktuelle afkastsatser der er i dem. Den stigning eller det fald markedsrapporterne viser, bør på en eller anden måde smitte af i regnskabet. Det er jo også vigtigt at sige, at der er en del forudsætninger i de afkastrapporter som man skal være opmærksom på. Typisk siger afkastrapporten, at der ved erhvervslejemål er en lejekontrakt med en løbetid på 10 år, eller lign. Og hvis ikke man passer ind i den kategori, så kan man ikke bruge markedsrapporten til ret meget. Jeg tror at rigtig mange ejendomsbesiddere i dag vil sige, at markedsrapporterne er rigtig svære at bruge, fordi der er så få handler, også bliver det ikke gennemskueligt eller giver et realistisk billede."

Interviewer:

"Så du kigger meget på udviklingen i markedsrapporterne, og ikke så meget på de aktuelle afkastkrav?"

Statsautoriseret revisor, Marian:

"Ja, jeg kigger meget på om vi er på vej den ene eller den anden vej, og det er så det jeg tager en dialog med vores kunder om. Undervejs i en cyklus for en investeringsejendomskunde vil de typisk selv have handlet noget ind eller været ude at få en valuarvurdering, den vil jo fortælle lidt om, hvor ejendommen ligger henne i rapporten. Derfor giver det mere mening at tage udgangspunkt i det afkast der var grundlaget da ejendommen blev handlet eller vurderet af en mægler, også derefter bruge markedsrapporterne til at vurdere, hvilken vej afkastkravet skal, ud fra udviklingen i markedsrapporterne. Det er min vurdering af, hvordan man skal bruge markedsrapporterne."

Interviewer:

”Så vi skal være kritiske i forhold til markedsrapporterne?”

Statsautoriseret revisor, Marian:

”Ja, vi skal være meget kritiske i forhold til dem, hvilket Erhvervsstyrelsen også har ret i. Erhvervsstyrelsen skriver også, at flere har brugt en salgsoptilling som dokumentation for værdien, hvilket de slår lidt ned på. Men her mener jeg, at man også skal udfordre mæglerne lidt på, at de ikke vil sende et salgsprospekt ud som de godt ved er fuldstændig forkert i forhold til, hvordan markedet ser ud. Så man kan godt bruge en salgsoptilling til at kigge på, hvilke forudsætninger mæglerne ligger ind i deres beregning, også skal man selvfølgelig stadig forholde sig til dem, og ikke tage alt for gode varer. Det vigtigste fra vores stol som revisorer er, at det er vores kunder der tager stilling til værdien, og dermed også dem, der skal forholde sig til om forudsætningerne der ligger til grund for beregningen er realistiske.”

Bilag 3: Interview med Nikolaj Kjelder, Erhvervsmægler ved Nordicals, Aalborg

Interviewer:

”Vil du starte med at præsentere dig selv?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Jeg hedder Nikolaj og jeg har været erhvervsmægler i snart otte år, siden marts 2016. Jeg har læst Cand.merc. i International Business, så det er lidt langt væk fra det her med ejendomme, men omvendt har man en ret god økonomisk grundforståelse for ejendomme. Da jeg startede herinde, blev jeg sat i et forløb som diplomvaluar, der er den højeste uddannelse, man kan få, specifikt indenfor ejendomme, hvor vi er igennem Lejeloven, Erhvervslejeloven og generelt lovgivning, der er indenfor området om ejendomme. Så har vi også fag i værdiansættelse, investeringsteori, DCF-modeller osv. Generelt set kan man sige, at en erhvervsmægler skiller sig ret meget ud fra en boligmægler. Alle mæglere inde på kontoret, har ret forskellige baggrunde. Nogle har læst erhvervsjura, mens nogle har været uddannet bankrådgivere og læst HD-uddannelsen, så man skal nok have en bredere økonomisk forståelse, når man sidder med erhvervstransaktioner end ved boligtransaktioner.

Mine arbejdsopgaver er egentlig meget brede. Vi har en filosofi om, at vi skal være mere generalister end specialister, så vi kan favne markedet bredt. Jeg startede primært med udlejning af små sager, altså butikslejemål, kontorlejemål osv. De senere år har jeg mest siddet med boligudlejning. Jeg sidder ofte med vurderinger, fordi jeg har titlen som diplomvaluar, som er et krav, når man skal lave andelsboligvurderinger. Derudover sidder jeg med større transaktioner indenfor boligudlejning, investeringsejendomme indenfor erhverv og andelsboligvurderinger, men også udlejning, fordi vi skal have en bred palette, så vi kommer rundt og får en stor berøringsflade. Vi er meget netværksdrevet herinde, man skal kende folk. Når vi udlejer, så møder vi ofte virksomhedsejere, der er ved at vækste. Så lejer vi måske noget ud til vedkommende et par gange, og så snart han har generet noget kapital i hans virksomhed, så ringer han, fordi han gerne vil prøve at investere i ejendomme, og det er her investeringssegmentet kommer ind. Vi forsøger også at være rådgivere, men ikke helt så tæt på, som en revisor eller advokat, for vi er jo transaktionsdrevet. Vi har en transaktion, den skal overstås, og så stopper vores rådgivningsarbejde, men vi vil rigtig gerne tæt på kunderne, så vi kan agere en form for rådgiver, og det er vi også ofte.”

Interviewer:

”Hvordan får I opgaver fra kunder?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Det er meget forskelligt. Hvis vi tager andelsboligforeninger, som er et segment. De henvender sig selv. De ringer ind og siger, at de har behov for en andelsboligvurdering. Dog har vi abonnementsforretning på langt de fleste andelsboligforeninger, vi vurderer. Vi laver nok tredive om året, så det er ikke det største indtægtsben, men de er gode at have. Vi laver en førstegangsvurdering og så laver vi en femårig abonnementsforretning, fordi der er krav om, at de skal vurderes løbende hver 12. måned til regnskabet, så ejendommen har en retvisende værdi. Hvis vi går over i de andre typer opgaver. Er det investeringssegmentet, så er det lidt anderledes end de fleste andre. Der har vi jo ofte kunder, som henvender sig til os. De kommer og siger, at de har en ejendom, som de gerne vil høre, hvad er værd, og den skal vi ud at sælge. Ni ud af ti af de kunder, der henvender sig, kender vi i forvejen, fordi de muligvis har købt noget tidligere eller fordi vi har dem på radaren. Så er der kanvassalget, som er det sidste ben. Der har vi nogle forskellige programmer, hvor vi kan slå alle ejere op, trække ud i Excel og på den måde få alle ejendomsspecifikke oplysninger. En nem måde man laver et kanvassalg på, er ved at gå ind og se, at en ejendom som eksempelvis er købt i 2015 til x antal millioner, nu er steget til x antal millioner. Det kunne være, specielt hvis han kun ejer en eller to ejendomme, at han vil tage en profit hjem, fordi han er en kortsigtet investor. Så ringer vi ham op, og spørger, om vi må komme forbi og lave et oplæg med henblik på salg af ejendommen.”

Interviewer:

”Er ejendommstypen afgørende for vurderingen?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Ja. Hvis du tager en boligudlejningsejendom, der er helt særlige regler. Der er det, der hedder en omkostningsbestemt husleje, og der er noget der hedder reguleret kommuner, hvor Aalborg er en reguleret kommune, det vil sige, at det er vores markedsområde. Alle ejendomme fra 31/12-1991 er omfattet af omkostningsbestemt husleje, så er der en række undtagelser, men får vi en ejendom fra 1973 i Øgadekvarteret, så er der helt bestemte regelsæt, vi skal kigge ned over, for at se, om de opkræver den rette husleje pr. kvm. For at tjekke efter om det passer, laver vi et omkostningsbestemt huslejembudget, for at tjekke efter, om det passer, og ofte passer det

ikke. Ofte tager de bare den leje, de kan få, så har vi en forpligtigelse til at oplyse det i vores salgsmateriale, fordi ellers er vi erstatningsansvarlige. Så derfor er du nødt til at have indsigt i boligudlejningsejendomme, når du vurderer dem.”

Interviewer:

”Så I har pligt til at oplyse om det, så I ikke hænger på det?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Ja og det har sælger reelt set også, for lad os nu sige, at sælger ikke giver os oplysningerne, men skriver, at den omkostningsbestemte husleje kører efter reglerne, og vi tager det for gode varer, så ligger vi det ind, men hvis vi ikke selv har testet det, har vi jo ikke været vores ansvar voksent i forhold til at fastsætte huslejen rigtigt. Så når vi fastsætter boligudlejning, er der en masse regler, vi skal overholde.

Tager du bare en helt standard erhvervsejendom, så er der ingen regler, det er bare fri marked. Så den er næsten kun afkastbaserede. Hvis du ser på erhverv, findes der to typer. Der er investering i erhverv. Det vil sige, at der er en virksomhed, der er lejer. Der køber du et cash flow og du køber en lejer, som betaler husleje de næste ti år, det kunne være en dagligvareforretning eller en stor virksomhed. Så er der brugerejendomme, som er et andet segment. Det er tomme ejendomme, som virksomheder selv skal bruge. Der går vi egentlig også ind og laver en beregning på, hvad ejendommen er værd, men de kan også have en liebhaverfaktor, for hvis en specifik virksomhed skal bruge lige nøjagtig denne ejendom til deres drift, så vil de muligvis betale mere for den end den er værd i markedsmæssig forstand, men det betyder ikke så meget, hvis de skal ligge der de næste tyve år.”

Interviewer:

”Og for ejendomme anskaffet efter 1991 er der fri markedsleje?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Ja. For ejendomme der er anskaffet efter 1991, er der fri markedsleje i det omfang, som markedet kan bære. I de gamle ejendomme har du nogle specifikke regler for, hvad den omkostningsbestemte husleje kan bære.”

Interviewer:

”Men du siger så, at nogle lejer ud til mere end den omkostningsbestemte husleje?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Ja, men lovmæssigt må de ikke. Var det nu København eller Aarhus, hvor der er mange flere sager i boligretten om ulovlig opkrævet husleje. I Aalborg sker det næsten aldrig, fordi du ikke kan få en samme topleje. Det er meget sjældent, at en lejer indberetter for høj husleje, men du må reelt set ikke, og så er det med tilbagevirkende kraft, og det er for hele ejendommen. Hvis det sker, så mister en investor en årlig nettoglejendeindtægt, som har effekt for ejendommens værdi. Så det er vigtigt, at man har styr sagerne, og investor skal kende risikoen, når de køber en ejendom.”

Interviewer:

”Ja, så I værdiansætter ejendommen ud fra, hvad de faktisk får, men oplyser at omkostningsbestemte husleje er lavere end det han reelt set får.”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Ja, for når vi handler, så er det professionel mod professionel. Hvis vi har oplyst det, så kan køber ikke komme og sige, at han ikke var klar over det. I vores handler er der også altid advokater involveret, fordi de kender de juridiske aspekter. Der er også næsten altid revisorer med, fordi de har det finansielle. Så hvis vores køber accepterer huslejen, og der kommer en nedsættelse bagefter, så er det deres eget ansvar, hvis det er oplyst korrekt.”

Interviewer:

”Er der ikke også en risiko forbundet med, at man selv kan fastsætte huslejen?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Nej, det er der ikke ved fri markedsløje. Risikoen er selvfølgelig, hvis du har købt en ejendom i et område, der pludselig begynder at falde, så mister din ejendom værdi, men det er jo ikke anderledes end hvis du køber en privatbolig i et skidt område, der begynder at falde. En ejendom er jo også en inflationssikret investering i den forstand, at huslejen bliver reguleret ud fra nettoprisindekset, så når vi har inflation, så stiger huslejen og så skulle ejendommen også gerne

følge inflationen. Nu har folketetinget lavet en lov om, at huslejen maksimalt må stige med 4 pct. i forhold til nettoprisindekset. Det gjorde jo reelt set det, at ejendomsejerne tabte penge.”

Interviewer:

”Er det noget, der vil være der fremadrettet?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Lige nu er det en periode på to år, der helst ikke skal udvikle sig. For de største ejendomsinvestorer i Danmark, er vores pensionskasser, som vi alle sammen har pensioner i, og hvis de nu ikke kan hæve den leje, de skal, så falder vores pensioner i værdi. Den enkelte får ikke en højere husleje, men hvis deres pension falder tilsvarende, så er du jo reelt set stillet dårligere, men det er meget populærpolitik.”

Interviewer:

”Så snakkede vi også om, hvor meget indretningen vægter, når I vurderer en ejendom?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”For en boligudlejningsejendom skal lejen afspille standen. Det der er vigtigt, er jo lige så meget, hvordan rummene er. Er det flerbrugerejendomme, altså er det til studerende med roommates eller er det til et kærestepar. Lejemålene kan også blive for store, altså hvis vi snakker store 5-værelses lejligheder. Denne størrelse er svær at udleje, da de typisk er meget dyrere, og der er ofte ikke så mange der bor sammen. Her har man derfor en høj risiko som køber for at købe en ejendom med tomgang. Hvordan kan vi sikre os bedst mulig genudlejning, de fokusere jo på at have husleje hele tiden, så der skal ikke være risiko for tomgang, hvis der er en dårlig indretning. Lige nu kigger man specielt meget på badeværelset. Hvordan ser det ud, for det med at gå i bad hen over toilettet, det vil man ikke. Hvis en køber ser det, vil han sige at han skal bruge en pengesum til at opdatere det, for ellers er der alt for meget tomgangsrisiko forbundet med at købe ejendommen. Derudover kigger de selvfølgelig også på tag, fuger og vinduer.”

Interviewer:

”Så det er mere ruminddelingen, facaden og beliggenheden, der tæller?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Ja, fordi en investor vil sætte noget præsentabelt ind, men vil jo ikke bruge mange penge på et køkken, for han får ikke yderligere husleje, så det skal bare være præsentabelt og funktionelt. Der er alligevel kommet en lille trend med, at hvis man skal have en topleje ude i Hasserisområdet, der er et helt andet segment end inde i byen, har man givet den lidt ekstra gas på indretningen, men det kan du også regne hjem, hvis du får 100 kr. mere i husleje pr. kvm.

Tidligere kunne man bare smide noget på ’Boligportalen’ og leje det ud, men den går ikke helt længere. Der er kommet en bevidsthed blandt de yngre om, at det skal have en vis kvalitet, nok også primært drevet af, at der kommer mere nybyggeri, altså nyere opførte ejendomme. Så hvis ejendomsinvestorer i det ældre boligsegment, det vi kalder for en rødstensejendom, ikke har opdateret ejendommen, så kan det være svært at leje den ud. Har du derimod en ældre lejlighed, der er pænt moderniseret, så er de stadigvæk forholdsvis nemme at leje ud.”

Interviewer:

”Hvad er det primære formål, når I vurderer ejendomme?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Jeg ved ikke, om der er et primært formål. Det er meget blandet. Oftest er det med en profit for øje. Det vi ser en tendens til nu, fordi renten er steget så voldsomt på kort tid, er at nogle begynder at komme i likviditetsmangel. De har måske en variabel rente, hvor de ikke tidligere har betalt renter, men får nu nogle terminer, og kan godt se, at de måske burde sælge ud, fordi der i den nærmeste fremtid kan opstå noget likviditetsmangel. For at vende tilbage til noget, vi har snakket om, så kan vi jo se, hvilke lån folk har, så hvis vi kan se, at en investor har et variabelt lån, kan vi ringe og spørge, om han kunne være interesseret i at sælge den specifikke ejendom. Altså vi må ikke rådgive finansielt, men det er jo også et salgstrick for os, for at få en vare ind. Nogle gange ringer de også til os, og siger at de gerne vil have nogle penge fri. Så den er meget bredsiddet, men ofte er det profit, der driver formålet og folk der skal placere nogle penge med et afkast og sidenhen er spørgsmålet om likviditetsmangel kommet ind. Det var der overhovedet ikke tidligere, der var det bare med at smide nogle penge i markedet, fuld belåning og så få det til at vokse.

Udlejning er jo noget helt andet. Nogle vil ikke eje boliger, fordi der er så mange regler, så de lejer kun ud til erhverv, og det passer meget sig selv, så har du måske en lejer i ti år.”

Interviewer:

”Hvilke metoder eller modeller bruger I primært, når I vurderer ejendommene?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Ærligt, så bruger vi nok mest den afkastbaserede model, fordi det er den nemmeste og folk forstår den bedre. Vi har lavet vores egen version, som vi kalder for rentabilitetsberegning. Den afkastbaserede model er jo helt simpelt. Oppefra tager man huslejen, så kører vi vores driftsudgifter henover, og får en nettoleje, som vi dividerer med et afkast, så har vi egentlig prisen på ejendommen. Hvis vi derimod har en ejendom, hvor der er mulighed for optimering indenfor de næstkommende år, så bruger vi DCF-modellen, fordi det er nemmere at synliggøre, hvis du eksempelvis afholder vedligeholdelsesomkostninger i år tre, så kan du hæve lejen, og tilbagediskontere den. De to modeller skal jo give nøjagtigt det samme resultat, den ene er bare mere visuel, fordi du kan se det hele. Har du en færdigudviklet ejendom, du ikke kan optimere, så er det den afkastbaserede model, der bliver brugt. Skal du kigge på muligheder for at optimere ejendommen, så bruger vi DCF-modellen. Når vi laver andelsboligvurderinger, er der krav om, at vi skal bruge DCF-modellen.”

Interviewer:

”Hvilken af de to modeller, foretrækker du at bruge?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Altså vi bruger helt klart mest den afkastbaserede, men jeg har ikke noget imod at bruge DCF-modellen, man kan vise meget mere. Igen, i 2020 kom der en ny regel indenfor Lejeloven, fordi verdens største kapitalforvaltning, 'Blackstone' begyndte at smide folk ud, renovere og hæve lejen, så er lavet en regel om, at du ikke må renovere og hæve lejen, før efter fem års ejerskab, så markedet for at lave renoveringer er lidt stoppet, men hvis jeg skulle vælge mellem de to modeller, er DCF-modellen helt klart den bedste at bruge, fordi du kan have mange flere faktorer med. En ejendom er jo et meget solidt aktiv. Vi har en indtægt samt en forholdsvis lille lukket gruppe af driftsudgifter og så skal vi se, hvad markedsafkastet er, altså hvad bliver ejendommene solgt til. DCF-modellen er rigtig fin på ejendomme, og jeg synes at man skal bruge den, den bliver også brugt mere og mere. Flere og flere yngre bruger DCF-modellen.”

Interviewer:

”Vil du uddybe, hvad den femårsregel består i?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Altså du må ikke hæve huslejen. Der er et begreb i boligreguleringsloven § 5, stk. 2, som siger at hvis du bruger, jeg tror det er 280 t.kr. pr. enhed, så kan du løfte ejendommen ud af den omkostningsbestemte husleje, og så må du tage det, der hedder gennemgribende moderniseret, som sidestilles med markedslejen. Det vil sige, at hvis du har brugt de nødvendige penge på en lejlighed, så kan du egentlig køre fri markedsleje.

I København, hvor forskellen mellem den omkostningsbestemte husleje og markedslejen er stor, kan det medføre en stor gevinst, men det må man ikke lige nu, fordi man skal beskytte lejerne.”

Interviewer:

”Er det kun lige nu, man skal beskytte lejerne?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Det blev indført den 1. juli 2020 på baggrund af, at ’Blackstone’ kom og spurgte lejerne, om de ville have en halv million for at flytte ud, så kunne de renovere lejligheden og hæve værdien. Hvis lejer selv kommer og siger op, må du gerne renovere, men du må ikke hæve prisen før efter fem år. Lejer er amatør, juridisk set, så det skal være lejer selv, der siger lejemålet op. Det der kan komme til at ske, du har jo de her store kapitalfonde, som er, selvfølgelig er drevet af kortsigtet profit, og jeg kan sagtens forstå, at man gør noget, udfordringen er bare, at man risikerer at have en masse utidssvarende boliger inde midt i København, som er i elendig stand, men billige. Det synes folk jo er charmerende, men du bor jo i noget værre lort, for du har ikke renoveret den, og der er ikke nogen der kan eller vil renovere dem. Så den er svær, men reglen er jo lavet for at beskytte lejerne.”

Interviewer:

”Hvad er årsagen til at I primært bruger den afkastbaserede model?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Hvis der ikke er en optimeringsmulighed her og nu, det er jo førsteårs afkastet, når vi regner efter den afkastbaserede, så er der jo ikke nogen grund til at vise, hvad vi kan lave ude i fremtiden. Så oftest bruger vi den afkastbaserede model.”

Interviewer:

”Hvilke faktorer vægter højest i de metoder, som I anvender? Og hvordan fastsætter i faktorerne?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Altså man kan sige, at lejeindtægter og driftsudgifter giver lidt sig selv, det er noget input, vi får, det er noget data, som vi skal have frem. Der hvor vi kan gøre en forskel, det er ved forrentningskravet. Vi skal jo have kendskab til markedsrapporterne. Vi skal vide, hvad der bliver solgt og hvad der er benchmark. Så ved forrentningskravet kan vi jo gøre en forskel. Så skal vi også vurdere den enkelte type ejendom og vide, om den konkrete ejendom ligger i et område, som er attraktivt. Så sætter vi måske forrentningskravet lidt lavere, fordi vi ved, at der er købere. Vi skal også se, om der ligger nogle udviklingsomkostninger, der kommer relativt snart. Er taget ved at være udskiftningsparat, så kan vi lave en fradragsværdi. Når vi så kører den afkastbaserede model igennem, så skriver vi et beløb ind til sidst, fordi vi ved, at der snart kommer en vedligeholdelsesudgift for køber. Så de observerbare inputs er primært i forhold til standen. Hvis du har en ejendom, der ekstremt dårligt indrettet, så kan vi også sige til en sælger, at det skal køber kompenseres for i afkastkravet, fordi han skal bruge nogle penge på at få ejendommen til at spille. Men det er primært i forrentningskravet vi styrer det, så input i forhold til vedligeholdelse, indretning og stand styres i forrentningskravet og endnu mere nu end tidligere.”

Interviewer:

”Ændrer I så på afkastkravet eller trækker I bare beløbet fra til sidst?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Reelt set bør vi trække et estimeret beløb fra til sidst, men det bliver styret i afkastkravet. Det er sådan det fungerer i praksis, selvom det andet er det mest rigtige at gøre.”

Interviewer:

”Hvad så med inflationen, bruger I også den i den afkastbaserede model?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Grundlæggende så skal spændet mellem lejeindtægten og driftsudgifter være det samme. Driftsudgifterne skal helst være inflationsreguleret med det samme som huslejen. Det er her, hvor der kunne have været en udfordring i denne periode, for hvis du kun må hæve lejen med 4 pct., men din drift stiger med 8 pct., så har du en skidt case. Men ellers må man sige, at inflationen løber evigt, forholdet mellem leje og drift, skulle gerne være det samme til evig tid. Så inflationen er ikke direkte medtaget i den afkastbaserede model.”

Interviewer:

”Hvordan fastsætter I så inflationen i DCF-modellen?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Normalt har vi altid brugt ECB (European Central Bank) krav eller ønske om 2 pct. inflation, fordi det har været vedtaget i markedet. Nu er inflationen jo højere, fordi vi har set på, hvad inflationen egentlig har været, men udgangspunktet er at bruge 2 pct.”

Interviewer:

”I en DCF-model vil man måske godt nu kunne sætte inflationen lidt højere de næste par år, og så for eksempel ændre den igen til 2 pct. fra år tre og frem, fordi vi forventer at inflationen falder igen.”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Det har vi ikke gjort, men du har en pointe. Hvis det var helt rigtigt, så kunne man godt gange med en anden inflationsfaktor, fordi vi forventer at inflationen bliver lavere, men omvendt er det også svært, fordi vi ikke kender udviklingen med sikkerhed. Man kan sagtens have en formodning om det, men den holder jo ikke i retten, og så har vi gjort en antagelse, vi ikke kan stå på mål for. Når vi laver vurderingsrapporter, så gør vi os jo en masse antagelser, og dækker os af, at det vi har fået at vide, det er rigtigt. Hvis vi får en særlig forudsætning, vi skal vurdere, så oplyser vi også, at der er tale om en særlig forudsætning, som vi har fået at vide. Så hvis den ikke holder vand, så skal vi genvurdere den, fordi det vi fik oplyst, ikke var korrekt.”

Interviewer:

”Så lige nu kører I bare med et lidt højere inflationsniveau over alle år?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Ja, det er korrekt. Reelt set gør det ingen forskel, fordi spændet er det samme. Vi bruger også normtal. Til administration indregner vi 3 t.kr. pr. enhed plus moms. Hvis du selv kan gøre det eller finder en, der kan gøre det billigere, så kan du som ejer optimere her. Vicevært er også altid et normtal. Der oplyser DE (Dansk Ejendomsmæglerforening) nogle normtal, som man skal bruge, for oftest har vi en sælger, der siger at de ikke har udgifter til administration eller vicevært; de gør det selv, men så bruger han jo sine egne timer, og hvad er de timer værd. Derfor sætter vi altid normtal ind, for du kan ikke drive en ejendom uden at administrere den. Tidligere har der være en trend for, at man skruer udgifter til administration for langt ned. Så bonner det jo voldsomt ud på værdien, men det ved køberne, der kigger på ejendommene godt, så nogle gange byder de under prisen, mens de andre gange er nødt til at betale prisen.

Der er meget stor forskel på, når vi sælger eller vurderer en ejendom. Når vi vurderer en ejendom, specielt til regnskaber eller andelsboligvurderinger, har vi et helt andet ansvar. Der er det nødt til at køre fuldstændig efter bogen, der kan vi ikke sidde og sjesse os frem, og tredjemand skal kunne kontrollere at det er rigtigt. Når det er et salgsmarked, så ligger vi jo ud til, at det er en professionel, der skal købe ejendommen. Så må vi gå ud fra, at han ved, hvad han kigger på, og hvis han ikke kan gennemskue oplysningerne, så er det hans ansvar. I en salgsopgave er det markedet, der skal afgøre salgsprisen. Vi sætter dem nok også lidt dyrere ud, og sjusser sommetider lidt på driften, men ikke for meget, for folk kan sagtens gennemskue det. GI (Grundejernes Investeringsfond) kan vi ikke sjesse på, for det er simpelthen tal, man skal bruge, så dem må man ikke rette på. Altså det er jo kun administration og vicevært, for der ligger årsopgørelser på renovation, vand- og varmeregnskab og fælles el. Det kan vi ikke ændre i.”

Interviewer:

”Hvordan fastsætter I forrentningskravet i jeres markedsrapporter, specielt nu, hvor der ikke har været særlig mange handler.”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Ja, det er lidt en udfordring med forrentningskravet lige nu, for tidligere var det nemt at se, hvad ejendommene blev handlet til. Det er svært lige nu. For folk inklusive revisorer, men også ejendomsejere har ikke lyst til at sælge noget, fordi hvis de har en ejendom stående til et afkast

i regnskabet, så vil det afkast måske være højere, når vi skal sælge den, og så kan man måske argumentere for, at hele porteføljen er skævt vurderet i regnskabet. Derfor har vi ganske få transaktioner. Vi gør vores bedste for at fastsætte forrentningskravet, men vi har ikke det samme brede statistiske grundlag, som vi havde tidligere. Stikprøven er meget mindre nu. Det eneste man kan sige er, at det er stigende. Vi har jo renten, vi kan holde det op imod. Vi er nødt til at tage udgangspunkt i, hvordan markedet ellers har udviklet sig.

Interviewer:

”Hvor meget er kunderne med i vurderingsprocessen?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Det er jo markedet, der bestemmer prisen til syvende og sidst. Hvis der kommer en kunde til mig, og siger at salgsprisen skal sættes højere end min vurdering, så vil jeg rådgive ham efter min vurdering. Når vi så laver en kommissionsaftale med ham, så skriver vi som regel ind, hvad vi har vurderet ejendommen til, men at kunden ønsker en højere salgspris. Hvis vi synes, at prisen måske er lidt for høj, men at der samtidig kan være noget værdi at hente, så kører vi efter det. Det er jo altid markedet, der bestemmer prisen og ikke os. I et salgsøje sætter vi som regel også prisen højere end vores vurderingspris, fordi der ikke er nogen, som byder prisen. Lige nu er der altid forhandling. Et forhandlingsparameter for os lige nu er, at vi køber den på papir nu, men overtager den først om 5 måneder, fordi så får sælger et cashflow. Så ved at skubbe overtagelsesdage i forhold til at få et cashflow, kan man måske gøre begge parter glade.”

Interviewer:

”Vi har snakket lidt om det, men hvordan sikrer i, at jeres beregner afspejler den ’rigtige’ værdi?”

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Hvis vi er usikre, så sparrer vi internt. Vi er også medlemmer af DE (Dansk Ejendomsmæglerforening), som har en hotline, som man kan ringe til, hvis der er nogle juridiske spørgsmål, man er i tvivl om. Jeg vil også være ked af det, hvis min kollega smider en ejendom på nettet, som er helt skævt værdiansat, for så har jeg måske fem sager, hvor kunderne ringer og stiller spørgsmålstejn til deres ejendomsvurdering. Vi sammenligner også med Ejendomstorvet.dk. Vi sparrer også sommetider med andre mæglere, for at få en fornemmelse for, hvor markedet bevæger sig hen.”

Interviewer:

"Har I nogle interne kontroller, og hvem bærer skyldes, hvis der er væsentlige fejl i vurderingen?"

Erhvervsmægler, Nikolaj:

"Jeg ville ønske, at jeg kunne sige ja, men det har vi i praksis ikke. Der er ikke en, som skal godkende. Vi har noget som hedder 'andre øjne', altså at en anden kigger med, men det er ikke et krav. På vurderingsrapporter er vi oftest to underskrivere, fordi det er en lidt anden disciplin, men ved salgsopgaver er der som regel kun en. Når vi laver købsaftalen, er vi erstatningsansvarlige, hvis det der står, ikke passer, men både køber og sælger har som regel en advokat og revisor, som har det finansielle- og juridiske ansvar. Vi ved meget om både økonomi og jura, men jeg må kun rådgive om det. Vi skal egentlig bare loyalt oplyse det hele og sørge for, at alle tal er korrekte. Vi har ekstremt stort dokumentationskrav, så vi gemmer alle mails. Jeg kunne aldrig finde på at ringe, for at spørge om noget. Jeg sender altid mails, fordi så skulle du helst kunne tracke din historik i en eventuel retssag. Hvis ikke jeg har styr på min dokumentation, så er det os, der hænger på den."

Interviewer:

"Som revisor er der krav om uafhængighed, har I nogle interne eller eksterne regler, som I skal overholde?"

Erhvervsmægler, Nikolaj:

"Hvis jeg skal sælge en ejendom, så er der ingen regler. Skal jeg modsat vurdere en ejendom, kan man godt blive lidt inhabil. Det kommer an på, hvad det er til, og hvor godt man kender hinanden."

Interviewer:

"Hvis din far har en ejendom, som han skal have vurderet til et regnskab."

Erhvervsmægler, Nikolaj:

"Det vil jeg nok ikke gøre."

Interviewer:

"Men en anden herinde må gerne gøre det og skrive under?"

Erhvervsmægler, Nikolaj:

”Ja, men jeg tror ikke, at der er et uafhængighedskrav på samme måde som for revisorer. Det er noget andet, men vi må jo ikke købe ejendomme selv. Hvis jeg nogensinde vil købe en ejendom, så skal jeg købe den udenfor mit eget markedsområde og noget der er synligt markedsført. Det er ikke helt det samme, men vi kan godt være inhabil i visse situationer. Nogle gange bliver vi udmeldt til ’syn og skøn på ejendomme’ og der et inhabilitetskrav. Så hvis man har det mindste med ejendommen at gøre, så må du slet ikke røre ved den. Jeg kunne aldrig nogensinde finde på at lave en vurdering til et regnskab for en nær relation. Det kan godt være, at der ligger et lovkrav på området, fordi vurderinger er noget andet, men ofte sælger man jo for folk, man kender rigtig godt. Det er helt naturligt, fordi det er markedet, der er med til at definere prisen. Reelt set må min kollega godt lave en vurdering for en af mine nærtstående, men han skal skrive under på, at han gør det, og ikke er blevet påvirket af mig. Vi må ikke være to fra samme firma, der skal vurdere en ejendom, hvis der for eksempel var uenighed om en intern handel, hvor man skal bruge to vurderingsrapporter til afgørelsen.”