

Afhandling HD 2. del i Regnskab og Økonomistyring
Aalborg Universitet



REGNSKABSMÆSSIG BEHANDLING AF
INVESTERINGSEJENDOMME

- Fokus på regnskabsbruger og oplysningskrav

Maria Larsen - 20223462

Andreas Damgaard Krell – 20223465

Vejleder: Allan Paulsen

Maj 2024

Antal sider: 71

Antal anslag ekskl. figurer: 137.184

Antal figurer: 12

Indhold

Abstract	4
1. Indledning.....	5
1.1. Problemstilling.....	6
1.2. Problemformulering.....	6
1.2.1. Undersøgelsesspørgsmål.....	7
2. Afgrænsning	7
3. Metode.....	9
3.1. Vidensproduktionens metoder	9
3.2. Dataindsamlingsteknikker	10
3.3. Kildekritik.....	10
3.4. Disposition.....	11
3.4.1. Den indledende del	11
3.4.2. Den behandlende del.....	12
3.4.3. Den konkluderende del	12
4. Årsregnskabsloven	13
4.1. Byggeklodsmodellen	13
4.1.2. Revisionspligt	14
4.2. Grundlæggende krav til årsrapporten	15
4.2.1. Ledelsens ansvar for aflæggelse af årsrapporten	15
4.2.2. Et retvisende billede.....	15
4.2.3. Årsregnskabslovens grundlæggende forudsætninger	15
4.2.4. Regnskabsbrugere	16
4.3. Generelt om balancen	17
4.4. Delkonklusion.....	18

5. Den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme.....	19
5.1. Indregning og måling af materielle anlægsaktiver	19
5.2. Definition af investeringsejendomme.....	20
5.3. Indregning og måling af investeringsejendomme	21
5.3.1. Første indregning	21
5.3.2. Efterfølgende måling	22
5.4. Delkonklusion.....	22
6. Dagsværdiberegningsmodeller	23
6.1. Måling til dagsværdi.....	23
6.1.1 Dagsværdihierarkiet.....	24
6.1.2 Den afkastbaserede model	26
6.1.3. DCF-modellen.....	27
6.1.4. Faktorer i modellerne	29
6.1.5 Ekstern vurderingsmand	31
6.1.6. Forskelle på modellerne	32
6.2. Oplysningskrav	33
6.3 Revisionshuses fortolkninger af oplysningskrav	34
6.3.1. EY	35
6.3.2. PwC.....	36
6.3.3. Deloitte.....	36
6.3.4. Sammenligning af fortolkninger	37
6.4. Delkonklusion.....	38
7. Analyse af årsrapporter.....	39
7.1. EY – Partnerselskabet Tangen 17, Aarhus N.....	39
7.2. PwC – KLP Teglholtsgade 1-3 A/S	42
7.3. BDO – Egeborg A/S	45

7.4. Deloitte – Stockholmsgade 23 P/S	47
7.5. Beierholm – Sydbyen Århus Invest A/S.....	51
7.6. Delkonklusion.....	53
8. Vurdering af centrale forudsætninger.....	54
8.1. Regnskabsbruger	55
8.2. Afkastkrav.....	55
8.3. Driftsafkast, vedligeholdelse og tomgang	57
8.4. Forudsætninger i DCF-modellen.....	58
8.5. Det retvisende billede	60
8.6. Revisors rolle.....	61
8.7. Værdiansættelsesmetode.....	62
9. Konklusion	65
10. Perspektivering.....	67
11. Tabelfortegnelse.....	68
12. Litteraturliste	69

Abstract

It can be challenging for management to assess an investment property, as there are many factors to consider, and furthermore, there are several different methods for valuing investment properties. Additionally, there are disclosure requirements, and it is interesting to consider whether the information in the annual reports is sufficient for the financial statement user. The purpose of this project is therefore to investigate the challenges of recognizing and measuring investment properties at fair value and how the requirements of the Annual Financial Statements Act are fulfilled to meet the financial statement user's understanding of valuation.

The project will include an account of the introductory section of the Annual Financial Statements Act as well as recognition and measurement of investment properties. Different valuation methods and disclosure requirements will be reviewed. Next, an analysis will be conducted, selecting five companies' annual reports. Here, the accounting values of the investment properties will be analysed with a focus on the calculation of fair value, to which fair value will be recalculated. In addition, the annual reports will be reviewed in terms of the level of information. The key assumptions will be discussed and evaluated, considering the challenges faced by companies and financial statement users and which valuation method is considered most appropriate. The initial part of the project will primarily use quantitative data, including secondary data, as the initial part will be prepared based on compilations of laws and interpretative basis for these. The Data collection for use in the analytical part will also be based on secondary data. Both quantitative and qualitative data will be used to analyse the companies' calculations. The Annual Statement Act does not specify methods for determining fair value, but the most used methods are the income approach model and the DCF model.

It is concluded in the project that the challenges of recognizing and measuring investment properties at fair value are the factors and assumptions used in the valuation methods for determining fair value. It is not stated in the Annual Financial Statement Act which information is considered key assumptions, and since it is up to management to assess this, it can be challenging for financial statements users to understand the valuation if the company does not provide enough information about the key assumptions in the annual report. The analysis indicates that it is more difficult to find the same value as reported in the annual report when companies use the DCF model compared to the income approach model.

1. Indledning

Markedet for investeringer er påvirket af samfundsmæssige forhold. Når det går godt i samfundet, går det oftest også godt for investeringerne. Danmark har oplevet højkonjunktur de sidste par år med lav arbejdsløshed, og når det går godt for et samfund, betyder det ofte stigende inflation. Danmark kom igennem den forhenværende Covid-19 pandemi uden en stor økonomisk krise. Man kunne holde den lave arbejdsløshed, samtidig med at renten også blev på et lavt niveau på trods af usikkerheden. Bankerne indførte negative renter, og det var ikke længere fordelagtigt at have meget kapital på bankkontoen, da det begyndte at koste penge at have penge stående. Kapitalen skulle investeres, så den kunne arbejde og dermed genere et afkast. I samme periode var investeringer i obligationer ikke lige så attraktive som tidligere, da afkastet ikke var på et acceptabelt niveau i forhold til risikoen. Generelt er værdipapirer, herunder investeringer i børsnoterede værdipapirer, meget påvirket af, hvordan det går i samfundet. I de seneste par år har man oplevet generel usikkerhed på de finansielle markeder verden over, hvilket har medført et stigende renteniveau. Renteniveauet påvirker også ejendomsmarkedet, fordi det bliver dyrere at låne penge.

Man hører ofte folk sige, at investering i fast ejendom er den mest sikre investering, der kan laves, uanset om der er tale om en privat person, der skal ud at købe et parcelhus eller holdingsselskabet, der har opnået overskudslikviditet, og dermed gerne vil investere i fast ejendom. Investering i fast ejendom er en betydelig beslutning for enhver investor. En sådan investering kræver et stort kapitalindskud. Værdien af fast ejendom er svær at fastsætte på forhånd, da værdien ikke udelukkende kan fastsættes på baggrund af eksterne markedsforhold. Specifikke forhold for ejendommen vægtes også. Den korrekte pris for en ejendom kan først fastsættes, efter to uafhængige parter har indgået en aftale og er blevet enige om en pris. Herefter vil den løbende årlige værdiberegning afhænge af interne såvel eksterne forhold.

Når en investeringsejendom indregnes til dagsværdi i et regnskab, er der tale om en værdiansættelse fastsat ud fra regnskabsmæssige skøn efter internationale regler. Det er ledelsens opgave at udarbejde den skønsmæssige værdiansættelse af en given ejendom samt sikre, at noten overholder love og regler med oplysninger af centrale forudsætninger. Revisors opgave vil være at sikre, at ledelsen også overholder loven i forbindelse med aflæggelse af årsrapporten. Dette har til formål at hjælpe brugere af regnskabet til at træffe økonomiske beslutninger på baggrund af regnskabet.

1.1. Problemstilling

Interessen for investeringsejendomme er opstået i forbindelse med det daglige arbejde som revisorer. Det er en spændende branche, der de seneste år har været særdeles attraktiv, hvor rådgivningspotentialet for nuværende og potentielle kunder er stort. Det kan ofte være udfordrende for ledelsen at værdiansætte en ejendom, da der er mange faktorer, der skal tages højde for, og derudover kan det også være svært for revisor at kontrollere disse værdiansættelser og sikre, at ledelsen overholder årsregnskabslovens bestemmelser.

Den grundlæggende bestemmelse i årsregnskabsloven er, at regnskabet skal give et retvisende billede. Når man i en virksomhed har investeringsejendomme, vil værdiansættelsen af investeringsejendommene derfor være et vigtigt element i forhold til det retvisende billede, da investeringsejendommene oftest er det væsentligste aktiv. Ved aflæggelsen af virksomheders årsregnskaber er det retvisende billede gennemgående, og det kan være svært at vurdere, hvad der er det retvisende billede.

Der findes flere forskellige metoder til indregning af investeringsejendomme, og det er derfor interessant at undersøge metoderne samt forskellige værdiansættelsesmodeller. Det er derudover interessant at kigge på, hvorvidt de oplysninger som fremgår af årsrapporterne, er tilstrækkelige for regnskabsbrugeren således, at regnskabsbrugeren selv kan vurdere investeringsejendommene. I denne forbindelse er det interessant at kigge på, hvilke udfordringer der er ved værdiansættelse af investeringsejendomme.

1.2. Problemformulering

På baggrund af ovenstående er følgende problemformulering udarbejdet:

Hvilke udfordringer er der ved indregning og måling af investeringsejendomme til dagsværdi, og hvordan opfyldes kravene fra årsregnskabsloven for at imødekomme regnskabsbrugers forståelse af værdiansættelsen?

1.2.1. Undersøgelsesspørgsmål

Til besvarelse af problemformuleringen er nedenstående undersøgelsesspørgsmål opstillet:

- Hvilke metoder og krav er der til indregning og måling af investeringsejendomme, og hvilke oplysningskrav stiller årsregnskabsloven?
- Hvordan dækkes informationsbehovet for regnskabsbrugeren?
- Hvilken værdiansættelsesmetode vurderes mest hensigtsmæssig til regnskabsbrugers forståelse af værdiansættelsen af investeringsejendomme?

2. Afgrænsning

Den gældende lov på området er årsregnskabsloven (ÅRL), og denne vil hovedsageligt blive anvendt. Årsregnskabsloven er ikke en udtømmende lov for indregnings- og målekriterier, hvorfor der i dele af opgaven vil blive taget udgangspunkt i internationale standarder, der er godkendt af EU. Der er tale om IFRS-standarder. Projektet vil i overvejende grad tage udgangspunkt i årsregnskabsloven og med fortolkning i de internationale standarder.

Materielle anlægsaktiver bliver efter hovedreglen indregnet efter årsregnskabslovens bestemmelser. Årsregnskabsloven har ikke en definition på investeringsejendomme, hvorfor der i projektet også vil blive taget udgangspunkt i dele af de internationale regnskabsstandarder herunder IAS 40. (EY, 2023)

Lovens anvendelse om indregningsmetoder for investeringsejendomme gælder for alle regnskabsklasser. Der vil i projektet blive taget udgangspunkt i regnskaber, der er offentliggjort via Erhvervsstyrelsens hjemmeside, hvorfor projektet vil blive udarbejdet på baggrund af regnskabsklasserne B-D. Loven giver mulighed for at mikrovirksomheder i regnskabsklasse B har mere lempelige krav til aflæggelse af årsrapporten, disse vil ikke blive behandlet i projektet. (EY, 2023)

IAS40 giver definitionen på investeringsejendomme: *"investering i grunde, bygninger, en del af en bygning eller i både grunde og bygninger med det formål at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende lejeindtægter og/eller kapitalgevinst ved videresalg."* (Deloitte, 2022)

I definitionen oplyses det, at investeringsejendomme er investeringer i grunde og bygninger,

hvor dele af den har til formål at opnå afkast af den investerede kapital. Projektet vil blive udarbejdet på baggrund af investeringsejendomme, hvor hele ejendommen har til formål at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende lejeindtægter og/eller kapitalgevinst ved videresalg. Projektet vil ikke yderligere omtale delvise investeringsejendomme. Projektet vil kun berøre ejendomme, der karakteriseres som fulde investeringsejendomme.

Projektet tager udgangspunkt i investeringsejendomme som måles til dagsværdi. Der ses således bort fra investeringsejendomme, der indregnes til kostpris, og muligheden for indregning til kostpris bliver kun nævnt kort i forbindelse med redegørelse af hovedreglen for indregning og måling af investeringsejendomme.

Projektet tager udelukkende udgangspunkt i den regnskabsmæssige behandling af investerings-ejendomme. Den skattemæssige behandling, herunder skattemæssige afskrivninger mv., vil ikke blive behandlet i opgaven.

Der kan være udfordringer i forhold til indregning af investeringsejendomme i koncernsammenhænge, hvis en investeringsejendom f.eks. udlejes fra en dattervirksomhed til en modervirksomhed eller en anden dattervirksomhed. Ejendommen kan således ikke præsenteres som en investeringsejendom i modervirksomhedens koncernregnskab, da ejendommen for koncernen har status som domicilejendom. (EY, 2023) Behandling af investeringsejendomme i koncernsammenhænge indgår derfor ikke i projektet.

I foråret 2024 er der godkendt et lovforslag om en ændring, som betyder, at investeringsejendomme ikke længere kan måles til dagsværdi med opskrivning over egenkapitalen, når regnskabsåret påbegyndes d. 1. juni 2024 eller senere. Projektet tager udgangspunkt i regnskaber aflagt for 2023, men da det fremover ikke er muligt at anvende indregningsmetoden vil det ikke blive behandlet i opgaven. (EY, 2024)

Projektet tager udgangspunkt i investeringsejendomme, der har en værdi på mere end kr. mio. 50, og regnskaberne vil dermed være omfattet af revisionspligten. Der vil i opgaven ikke blive redegjort for forskellige erklæringstyper, der kan afgives i regnskaber, der ikke er omfattet af revisionspligten.

3. Metode

I dette afsnit vil der blive redegjort for den metode, der bliver benyttet i projektet til at besvare problemformuleringen og de underliggende undersøgelsesspørgsmål.

Metode har til formål at beskrive og systematisere fremgangsmåden i forbindelse med projektets undersøgelsesaktiviteter. Derudover har metode også til formål at undersøge, hvilke konsekvenser valget af fremgangsmåde har for undersøgelsesresultaterne.

3.1. Vidensproduktionens metoder

Der er tre forskellige metoder, hvorved man kan drage videnskabelige slutninger: deduktion, induktion og abduction.

Den deduktive metode tager udgangspunkt i eksisterende viden og teori, og metoden bruges til at studere problemet. Man tager udgangspunkt i de generelle principper og drager konklusioner ud fra lovmæssigheder eller teorier. Metoden består af undersøgelse og opstilling af hypoteser på baggrund af den eksisterende teori ved hjælp af kvantitative metoder, og derudover indsamling af empiri med henblik på at afkræfte eller bekræfte de opstillede hypoteser.

Den induktive metode tager udgangspunkt i empirien. Ved denne metode forsøger man at forme generelle regler ud fra enkelte hændelser for at slutte sig til en generel viden, ofte ved hjælp af kvalitative metoder. Man analyserer en situation og prøver at finde en sammenhæng, som kan danne baggrund for en teori.

Den abduktive metode tager udgangspunkt i at finde en teori eller hypotese, som kan forklare de modstridende observationer. Forventningerne stemmer ikke overens med observationerne, og dette forsøger man at forstå ved brug af teori.

Den deduktive og induktive metode er generelt accepteret som hovedtyper af videnskabelige slutninger, hvorimod der er delte meninger om pålideligheden af abduktive slutninger. (Andersen, 2019)

I dette projekt vil den deduktive metode især anvendes, da en stor del af projektet vil blive opbygget af lovgivning og teori. Den deduktive metode bruges i den indledende og behandlende

del af projektet. Den induktive metode vil blive anvendt i den behandlende del af projektet i forbindelse med diskussionen, da denne del af projektet omhandler fortolkninger af analyserne.

3.2. Dataindsamlingsteknikker

Indsamlingsteknikkerne inddeles efter kriterier, der vil blive beskrevet nedenfor. Det første kriterie er hvorvidt, der er tale om kvantitative data eller kvalitative data. Kvantitative data karakteriseres oftest ved en større mængde, der kan analyseres på, som f.eks. statistikker. Kvalitative data kan karakteriseres som mere unikke data, hvor der ikke er adgang til den samme mængde data. Dette kan blandt andet være et interview. (Andersen, 2019)

Udover kvantitativt og kvalitativt data, bliver der også vurderet på, om der er tale om primære eller sekundære data. Forskellen på, hvorvidt der er tale om primære eller sekundære data, er om der tale om data, der er udarbejdet udelukkende til projektets problem. Primære data kan ydermere opdeles i stimuli data, hvor der er tale om data, man kan påvirke i retning af projektets problem. Ikke stimuli data omhandler observationer. Sekundære datakilder er modsat de primære datakilder data, der i forvejen er udarbejdet. Dette kan være data indhentet fra en statistikbank. (Andersen, 2019)

Der vil i opgavens indledende del hovedsageligt blive brugt kvantitative data herunder sekundære data, da den indledende del vil blive udarbejdet på baggrund af lovsamlinger samt fortolkningsgrundlag hertil. Derudover vil dataindsamlingen til brug for den analyserende del være på baggrund af sekundære data. Herunder vil der både blive gjort brug af kvantitative data samt kvalitative data for at analysere virksomhedernes beregninger. Der vil i opgaven ikke blive brugt primære datakilder, da det vurderes, at der ikke er behov for at indhente primære data i form af interviews og spørgeskemaer til besvarelse af projektets problemformulering.

3.3. Kildekritik

I forbindelse med projektet er der fokus på kildekritik, herunder anvendelse af troværdige kilder.

Validiteten i opgaven vurderes at være høj, da opgaven besvarer problemformuleringen og de stillede spørgsmål.

Der vil i opgaven blive brugt den nyeste tilgængelige viden. Dette er i form teoribøger og lovgivningen på området, og disse kilder har en høj grad af validitet.

Derudover er der brugt kvantitative data, hvilket er med til at gøre validiteten lavere. Dog er de kvantitative data indhentelse af offentliggjorte årsrapporter, som er forsynet med en uafhængig revisors påtegning, hvilket er med til at gøre disse data valide. Derudover skal data i offentliggjorte årsrapporter følge lovgivningen indenfor blandt andet bogføringsloven, selskabsloven og årsregnskabsloven mv., og derfor vurderes det, at disse data har en høj grad af validitet.

Reliabiliteten i opgaven vurderes at være høj, da de indsamlede data kommer fra forskellige love som årsregnskabsloven og fra IFRS, som er godkendt af EU. Derudover bruges data fra forskellige lærebøger. Disse kilder er troværdige, hvilket gør opgaven pålidelig.

Udover ovennævnte kilder vil der til brug for besvarelse af projektets problemformulering gøres brug af notater fra Erhvervsstyrelsen samt publikationer fra anerkendte revisionshuse samt ejendomsrådgivere.

3.4. Disposition

I dette afsnit fremgår projektets disposition, hvor der redegøres for fremgangsmåden i forhold til at besvare problemformuleringen og de underliggende undersøgelsesspørgsmål. Strukturen i projektet er med til at skabe en sammenhæng i opgaven. Projektets undersøgelsesspørgsmål bliver brugt til at behandle den indledende del og den behandlende del. Dette kommer til at ende ud i en konkluderende del, hvor der vil blive konkluderet på projektets problemformulering.

3.4.1. Den indledende del

Projektets indledende del omhandler redegørelse af årsregnskabslovens indledende afsnit, der giver oplysninger om, hvem årsregnskabsloven henvender sig til samt de grundlæggende krav til årsrapporten, herunder det retvisende billede. Dernæst vil der blive redegjort for indregning og måling af materielle anlægsaktiver efter hovedreglen i årsregnskabsloven. Til sidst vil der blive redegjort karakterisering af investeringsejendomme, hvilke muligheder man har ved indregning og måling af disse, samt hvad oplysningskravene er.

3.4.2. Den behandlende del

Projektets behandlende del omhandler både en analyse og en diskussion.

Analysen vil omfatte praktiske eksempler af selskaber, der har investeringsejendomme, som indregnes til dagsværdi. Der er i projektet udvalgt 5 selskabers årsrapporter. Årsrapporterne er udarbejdet af forskellige revisionshuse, og der kigges her på enkelte revisionshuses fortolkning af oplysningskravene.

Årsrapporterne vil blive gennemgået, og de regnskabsmæssige værdier af investeringsejendommene analyseres med fokus på beregningen af dagværdien, hvortil dagværdien vil blive efterregnet ud fra de oplyste tal i årsrapporten. Derudover vil årsrapporterne blive gennemgået i forhold til informationsniveauet.

I diskussionen vil udfaldet i analyserne blive diskuteret, og de centrale forudsætninger vil blive vurderet. Her kigges der på hvilke udfordringer, man som virksomhed og regnskabsbruger står overfor, og hvilken værdiansættelsesmetode der vurderes mest hensigtsmæssig til regnskabsbrugers forståelse af værdiansættelsen af investeringsejendomme.

3.4.3. Den konkluderende del

Formålet med en konklusion er at opsamle alle delkonklusioner i en samlet konklusion og dermed skabe en afrunding på projektet. Den konkluderende del består først og fremmest af en konklusion på projektets problemformulering samt underliggende undersøgelsesspørgsmål.

Derudover vil der blive udarbejdet et perspektiverende afsnit. Formålet med et perspektiverende afsnit er at fremhæve projektets resultater i en samfundsmæssig kontekst. Perspektiveringen vil således komme ind på relevante og aktuelle emner, hvor området investeringsejendomme kan have indflydelse.

4. Årsregnskabsloven

Årsregnskabsloven finder som hovedregel anvendelse for alle erhvervsdrivende virksomheder, bortset fra finansielle og offentlige virksomheder, da disse er omfattet af regler fra andre love, herunder blandt andet lov om statens regnskabsvæsen, jf. ÅRL §3.

4.1. Byggeklodsmodellen

Ikke alle erhvervsdrivende virksomheder er regnskabspligtige. Erhvervsdrivende virksomheder, der ikke har pligt til at aflægge en årsrapport, omfatter virksomheder med personligt ansvar, herunder enkeltmandsvirksomheder, hvor erhvervsdrivende virksomheder, der skal aflægge årsrapport, omfatter aktieselskaber, anpartsselskaber, partnerselskaber samt kapitalselskaber (K/S, P/S og I/S), hvori selskabets komplementarer er et selskab. Det betyder, at alle erhvervsdrivende virksomheder med begrænset hæftelse som udgangspunkt er underlagt pligten om aflæggelse af en årsrapport. (EY, 2023)

Årsregnskabsloven er opbygget efter en struktur kaldet byggeklodsmodellen. Ved byggeklodsmodellen forstås, at desto større virksomheden er, desto flere krav skal der følges.

I løbet af 2024 har Folketinget vedtaget et lovforslag om at hæve størrelsesgrænserne for regnskabsklasser. Ændringen har virkning for regnskabsår, der starter den 1. januar 2023 eller senere. (EY, 2024)

Kriterier for regnskabsklasse B:

Nettoomsætning: 0 – 111 mio. kr.

Balancesum: 0 – 55 mio. kr.

Antal ansatte: 50 ansatte

Kilde: Erhvervsstyrelsen

Kapitalselskaber med begrænset hæftelse, der i to på hinanden følgende år ikke overstiger to ud af tre af de ovenstående kriterier, kan aflægge regnskab efter reglerne for regnskabsklasse B. Virksomheder, der i to på hinanden følgende år overstiger to ud af tre af de ovenstående kriterier, skal som minimum aflægge regnskab efter reglerne for regnskabsklasse C mellem. En

virksomhed der i to på hinanden følgende år overstiger to ud af tre af de nedenstående kriterier, skal aflægge regnskab efter regnskabsreglerne for regnskabsklasse C stor. (Erhvervsstyrelsen, 2024)

Kriterier for regnskabsklasse C stor:

Nettoomsætning: Større end 391 mio. kr.

Balancesum: Større end 195 mio. kr.

Antal ansatte: Mere end 250 ansatte

Kilde: Erhvervsstyrelsen

Regnskabsklasse D er ikke omfattet af størrelsesgrænser. Regnskabsklassen anvendes til børs-noterede selskaber samt statslige aktieselskaber. (Erhvervsstyrelsen, 2024)

Det er altid muligt for selskaber at tilvælge regler fra en højere regnskabsklasse. Når der sker tilvalg fra en højere regnskabsklasse, er det ikke et krav, at alle regler skal følges. Man skal som minimum følge alle regler indenfor regnskabsposten, man ønsker at tilvælge. Derudover skal tilvalget være konsistent og konsekvent. (EY, 2023)

4.1.2. Revisionspligt

I afsnit 4.1. blev det oplyst, at kapitalselskaber er regnskabspligtige. I mange tilfælde vil en revisor være inde over processen i forbindelse med aflæggelse af regnskab, og når en revisor har gennemgået regnskabet, udarbejder revisoren en erklæring på regnskabet. Erklæringen kan være alt fra uden sikkerhed for, om oplysningerne i regnskabet er retvisende, til høj grad af sikkerhed for det retvisende billede. En erklæring med høj grad af sikkerhed for det retvisende billede er en revisionsopgave. Alle kapitalselskaber er som udgangspunkt omfattet af revisionspligten. Der er dog mulighed for, hvis man er omfattet af reglerne for regnskabsklasse B at gå ned i graden af sikkerhed, og revisor vil derfor udarbejde en erklæring om udvidet gennemgang, hvilket er en erklæring med begrænset sikkerhed. Ved udvidet gennemgang af regnskabet foretager revisor analytiske handlinger, forespørger sig hos ledelsen samt foretager specifikke supplerende handlinger, der specifikt er rettet mod indberetninger til Skattestyrelsen. (FSR, 2018)

4.2. Grundlæggende krav til årsrapporten

Der er en lang række krav til årsrapporten, hvilket er med til at give et retvisende billede af virksomhedens finansielle stilling på balancedagen. De grundlæggende krav er med til at sikre kvalitetskravene samt give regnskabsbrugerne det tilstrækkelige informationsbehov.

4.2.1. Ledelsens ansvar for aflæggelse af årsrapporten

Ledelsen er ansvarlig for at aflægge årsrapporten samt at oplysningerne, der er givet i regnskab, giver et retvisende billede. Det betyder også, at ledelsen kan ifalde ansvar, hvis ikke ledelsen overholder de gældende retningslinjer. De ansvarlige ledelsesorganger omfatter som hovedregel bestyrelse og direktion, tilsynsråd og direktion eller kun en direktion. (EY, 2023) Ledelsen bekræfter med underskrift af ledelsespåtegningen, at man er enige i, at årsrapporten opfylder kravene.

4.2.2. Et retvisende billede

Når ledelsen aflægger en årsrapport, har det til formål at give regnskabsbruger informationer om virksomhedens finansielle stilling på balancedagen, og årsrapporten skal kunne danne baggrund for regnskabsbrugers økonomiske beslutning. Det er årsregnskabslovens målsætning, at når man aflægger en årsrapport efter reglerne i årsregnskabsloven, vil denne give et retvisende billede af virksomheden, jf. ÅRL §11. Hvis oplysningerne i årsrapporten ikke alene kan give et retvisende billede, er der krav om, at der skal gives yderligere oplysninger, så regnskabsbruger er opmærksom på dette.

4.2.3. Årsregnskabslovens grundlæggende forudsætninger

De grundlæggende forudsætninger for aflæggelse af årsrapporten omfatter 9 grundlæggende forudsætninger:

Klarhed: Årsrapporten skal udarbejdes klar og overskuelig, så regnskabsbruger har mulighed for at træffe beslutninger på baggrund af denne. (ÅRL §13, pkt. 1)

Substans: Der skal i årsrapporten tages udgangspunkt i reelle forhold frem for formelle forhold, der kun er medtaget på baggrund af formaliteter, og dermed kan skabe forvirring for regnskabsbruger. (ÅRL §13, pkt. 2)

Væsentlighed: Alle væsentlige forhold skal medtages i årsrapporten og hvis flere ikke væsentlige forhold tilsammen giver et væsentligt forhold skal disse medtages. (ÅRL §13, pkt. 3)

Going Concern: Årsrapporten skal aflægges under forudsætning af, at virksomheden kan fortsætte sin drift 12 måneder frem fra balancetidspunktet. Hvis dette ikke kan lade sig gøre, skal årsrapporten tilpasses herefter. Herunder skal der gives de nødvendige oplysninger. Målingen skal blandt andet ske til realisationsværdier. (ÅRL §13, pkt. 4)

Forsigtighed og Neutralitet: Indregning og måling skal ske på et forsigtigt grundlag, samtidig med at regnskabsmæssige skøn skal være sagligt underbygget. Enhver værdiregulering skal indregnes uanset påvirkningen af virksomhedens resultat. (ÅRL §13, pkt. 5)

Periodisering: Alle transaktioner og begivenheder skal indregnes på det tidspunkt, de vedrører, og ikke først når der sker en eventuel betaling. (ÅRL §13, pkt. 6)

Konsistens: Metoder for indregning og måling skal være ensartet for alle forhold med samme klassifikation. (ÅRL §13, pkt. 7)

Bruttoværdi: Alle transaktioner, begivenheder og værdiændringer skal indregnes hver for sig, og der må ikke ske modregning i forhold. (ÅRL §13, pkt. 8)

Kontinuitet: Formel kontinuitet betyder, at der skal være sammenhæng imellem årets primo balance og ultimo balancen fra året før. Der skal ydermere også være sammenhæng imellem indregnings- og målemetoder fra år til år. Det er muligt at ændre indregnings- og målemetoder, men dette kræver dog, at ændringen giver et bedre retvisende billede, eller at ændringen er nødvendig i forhold til at overholde krav ved ændring af regnskabsklasse. (ÅRL §13, pkt. 9)

4.2.4. Regnskabsbrugere

Ifølge ÅRL §12, stk. 2 skal årsrapporten udarbejdes, så den støtter regnskabsbrugerne i deres økonomiske beslutninger. De økonomiske beslutninger er forskellige for de enkelte regnskabsbrugere. Regnskabsbrugere kan benævnes som virksomhedens interessenter, og det er forskelligt fra virksomhed til virksomhed hvor mange regnskabsbrugere, der er af et regnskab.

Regnskabsbrugere udgøres som hovedregel af virksomhedsdeltagere, kreditorer, medarbejdere, kunder, samfundet, tilskudsgivere samt offentlige instanser, herunder Skattestyrelsen og Erhvervsstyrelsen. (Erhvervsministeriet, 2022)

Virksomhedsdeltagere, herunder investorer, vil have fokus på afkast af deres investering samt følge om virksomheden når eventuelle opsatte målsætninger. Leverandører, pengeinstitut samt realkreditinstitut vil som regnskabsbruger have fokus på virksomhedens betalingsevne. Kunderne har et ønske om at opnå viden om leveringssikkerheden. Medarbejdere og samfundet er regnskabsbrugere af årsrapporten, da de er nysgerrige/opmærksomme på, hvordan det går i virksomheden, og om der er faresignaler for fremtiden, der kan påvirke dem økonomisk, ved at virksomheden får behov for at nedlægge eller opstarte stillinger, der passer til situationen. (Petersen, 2022)

I et ejendomsselskab, der driver en passiv investering i form af udlejning af fast ejendom, vil regnskabsbrugere, der vil træffe deres økonomiske beslutninger på baggrund af årsrapporten, være virksomhedsdeltagere, kreditorer herunder bank og realkreditinstitut samt Skattestyrelsen og Erhvervsstyrelsen.

I en større produktionsvirksomhed beliggende i en mindre provinsby vil regnskabsbrugere af regnskabet udgøres af virksomhedsdeltagere, kreditorer herunder bank, realkreditinstitut, leverandører, medarbejdere, lokalsamfundet samt Skattestyrelsen og Erhvervsstyrelsen.

4.3. Generelt om balancen

Virksomheder skal udarbejde en balance med aktiver opdelt i anlægsaktiver og omsætningsaktiver samt passiver opdelt i kort- og langfristede gældsforpligtelser, hensatte forpligtelser og egenkapital i overensstemmelse med lovens skemakrav. Dog kan man vælge at bruge et IFRS-tilpasset balanceskema, hvor opdelingen af aktiver og passiver er lidt anderledes. Her opdeles aktiver i kort- og langfristede aktiver, og passiver opdeles i kort- og langfristede forpligtelser og egenkapital. Virksomheder bestemmer selv, hvilket balanceskema de vil anvende, og det er også muligt for virksomheder at skifte mellem dem, hvis det andet skema giver et mere retvisende billede. (EY, 2023)

Aktiver defineres således: *”Aktiver er ressourcer, som er under virksomhedens kontrol som et resultat af tidligere begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden.”* (EY, 2023)

Anlægsaktiver defineres som aktiver der for virksomheden, er bestemt til vedvarende eje eller brug, mens omsætningsaktiver defineres som aktiver, der ikke er anlægsaktiver. (EY, 2023)

Anlægsaktiver er opdelt i immaterielle, materielle og finansielle anlægsaktiver. Materielle anlægsaktiver omfatter blandt andet investeringsejendomme, hvorfor indregning og måling af materielle anlægsaktiver beskrives i næste afsnit.

4.4. Delkonklusion

Erhvervsdrivende virksomheder, som har pligt til at aflægge en årsrapport, omfatter som udgangspunkt alle virksomheder med begrænset hæftelse, herunder aktieselskaber, anpartsselskaber, partnerselskaber samt kapitalselskaber.

Årsregnskabsloven gælder som hovedregel for alle erhvervsdrivende virksomheder bortset fra finansielle virksomheder samt offentlige virksomheder. Årsregnskabsloven er opbygget efter en struktur kaldet byggeklodsmodellen, som betyder, at jo større virksomheden er, jo flere krav skal der følges. Der er en lang række krav til årsrapporten, som er med til at give et retvisende billede af virksomhedens finansielle stilling på balancedagen samt sikre kvalitetskravene og give regnskabsbrugerne det tilstrækkelige informationsbehov.

Det er ledelsens ansvar at aflægge årsrapporten og sikre, at oplysningerne, der er givet i regnskabet, er retvisende. Årsrapporten har til formål til give regnskabsbruger informationer om virksomhedens finansielle stilling på balancedagen, og årsrapporten skal dermed kunne danne baggrund for regnskabsbrugers økonomiske beslutning. Regnskabsbrugere kan benævnes som virksomhedens interessenter, og udgøres som hovedregel af virksomhedsdeltagere, kreditorer, medarbejdere, kunder, samfundet, tilskudsgivere samt offentlige instanser, som Skattestyrelsen og Erhvervsstyrelsen. Der er 9 grundlæggende forudsætninger for aflæggelse af årsrapporten i ÅRL § 13, hvilket omfatter klarhed, substans, væsentlighed, going concern, forsigtighed og neutralitet, periodisering, konsistens, bruttoværdi og kontinuitet.

Virksomheder skal udarbejde en balance med aktiver og passiver. Aktiverne opdeles i anlægsaktiver og omsætningsaktiver. Passiver opdeles i kort- og langfristede gældsforpligtelser, hen-satte forpligtelser og egenkapital.

5. Den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme

5.1. Indregning og måling af materielle anlægsaktiver

Materielle anlægsaktiver er fysiske aktiver, der besiddes af virksomheden til brug i produktionen, til distributionen af varer eller med henblik på udlejning og administrative formål, som forventes anvendt i mere end én regnskabsperiode. Materielle anlægsaktiver anskaffes således typisk med henblik på at opnå fremtidige økonomiske fordele ved anvendelse af aktivet i flere regnskabsår. (EY, 2023)

Materielle anlægsaktiver skal ved første indregning måles til kostpris. Kostprisen omfatter alle omkostninger foranlediget af anskaffelsen samt omkostninger, som direkte kan henføres til aktivet frem til ibrugtagningstidspunktet. (EY, 2023)

Materielle anlægsaktiver skal afskrives over aktivets forventede brugstid, og afskrivningerne skal først påbegyndes på det tidspunkt, hvor aktivet er klar til brug. Brugstiderne fastlægges, når aktivet er klar til brug, og brugstiden svarer ofte til aktivets økonomiske levetid. Hvis brugstiderne på et aktivs enkelte bestanddele afviger væsentlig fra hinanden, skal der foretages en dekomponering af aktivet, så de enkelte bestanddele kan afskrives hver for sig. Afskrivningerne skal foretages systematisk over brugstiden, hvilket betyder, at de enten kan foretages lineært, progressivt eller degressivt. Afskrivningerne ophører når aktivet er fuldt afskrevet, eller når det enten er afhændet eller beskadiget. Der kan ikke afskrives på grunde. Derudover skal der opgøres en restværdi, som er aktivets forventede værdi efter endt brugstid. Både restværdi og brugstid skal løbende revurderes for at kunne opretholde det retvisende billede. (EY, 2023)

Hvis genindvindingsværdien, som defineres som den højeste værdi af kapitalværdien eller salgsværdien fratrasket forventede omkostninger ved salg, er lavere end den regnskabsmæssige værdi, skal der foretages nedskrivning af aktivet. Nedskrivninger skal indregnes i resultatopgørelsen. Hvis grundlaget for en tidligere nedskrivning ikke længere er til stede, skal

nedskrivningen tilbageføres. Dog kan tilbageførslen af nedskrivningen ikke overstige den værdi, som aktivet ville have haft, hvis der aldrig var foretaget en nedskrivning. (EY, 2023)

Alternativt kan materielle anlægsaktiver måles til dagsværdi i stedet for kostpris. Hvis man vælger dette, skal der ske regelmæssige værdireguleringer, når der konstateres afvigelser mellem den regnskabsmæssige værdi og dagsværdien. Disse værdireguleringer skal ske for samtlige aktiver inden for samme kategori, og det skal foretages systematisk. Dagsværdien fratrullet en eventuel restværdi, skal afskrives over brugstiden ligesom hvis aktivet indregnes til kostpris. Dette kan medføre store udsving i afskrivningerne hvert år. Opskrivninger skal indregnes direkte i egenkapitalen på den bundne reserve benævnt ”Reserve for opskrivninger”. Ved afhændelse af et aktiv indregnet til dagsværdi skal opskrivningsreserven opløses, og her overføres opskrivningen direkte til egenkapitalens frie reserver. Hvis der foretages nedskrivninger på et aktiv indregnet til dagsværdi, skal nedskrivningerne indregnes i resultatopgørelsen. (EY, 2023)

5.2. Definition af investeringsejendomme

Virksomheder, som besidder ejendomme, hvor ejendommene opfylder definitionen på en investeringsejendom, kan i stedet for at bruge de almindelige bestemmelser for måling af materielle anlægsaktiver, vælge at måle investeringsejendomme til dagsværdi, hvor dagsværdien reguleres over resultatopgørelsen. (EY, 2023)

IAS 40 definerer investeringsejendomme som: *”investering i grunde, bygninger, en del af en bygning eller i både grunde og bygninger med det formål at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende lejeindtægter og/eller kapitalgevinst ved videresalg.”* (Deloitte, 2022)

Investeringsejendomme ejes således med henblik på at opnå et afkast af den investerede kapital. Afkastet kan bestå af lejeindtægter fra udlejning af ejendommene fratrullet de omkostninger, som er forbundet med udlejningen. Derudover kan afkastet på lang sigt bestå af en kapitalgevinst ved salg af ejendommen. Investeringsejendomme genererer på den måde pengestrømme, som er uafhængige af virksomhedens øvrige aktiver.

Når der er tale om ejendomme er det derfor væsentligt at se på, om en ejendom ejes med henblik på at opnå løbende lejeindtægter og en kapitalgevinst på lang sigt, eller om det er med henblik på en kortsigtet periode, hvor den f.eks. sælges efter renovering eller ombygning. (EY, 2023)

Investerings ejendomme kan være:

- Ejendomme, der ejes med henblik på langsigtet værdistigning.
- Ejendomme, som udlejes, eller som står tomme, men med henblik på udlejning.
- Ejendomme, hvor den fremtidige anvendelse ikke er fastlagt endnu. (BDO, 2022) (EY, 2023)

Ejendomme, som ikke er investerings ejendomme kan være:

- Ejendomme, som ejes med henblik på videresalg indenfor en kort periode, herunder renovering eller ombygning og efterfølgende salg
- Ejendomme, som er under opførelse for tredjemand
- Domicilejendomme, som besiddes til anvendelse i produktionen, til levering af varer eller til administrative formål. Det er således ejendomme, som understøtter virksomhedens drift og produktion. (BDO, 2022) (EY, 2023)

Der er dog ejendomme, hvor virksomheden selv anvender en del af ejendommen til f.eks. administration, mens den resterende del f.eks. er udlejet. Hvis de enkelte dele af ejendommen kan sælges hver for sig, vil den udlejede del være en investerings ejendom, hvor den del, som virksomheden selv anvender, vil være en domicilejendom. Det behandles derfor regnskabsmæssigt hver for sig. Hvis delene ikke kan sælges separat, behandles hele ejendommen som en investerings ejendom, hvis en uvæsentlig del anvendes af virksomheden selv. Der anvendes en grænse på 10% i praksis i forhold til ejendommens samlede areal, når man opfører den uvæsentlige andel. (EY, 2023)

5.3. Indregning og måling af investerings ejendomme

5.3.1. Første indregning

Investerings ejendomme skal indregnes som et aktiv på det tidspunkt, hvor fordele og ulemper, der er forbundet med besiddelsen, overgår til virksomheden. Dette vil typisk være på overtagelesdagen.

Ved første indregning måles investeringsejendomme til kostpris. Kostprisen omfatter købsprisen af ejendommen, omkostninger som er direkte forbundet til anskaffelsen samt evt. efterfølgende forbedringsomkostninger.

5.3.2. Efterfølgende måling

Den efterfølgende måling af investeringsejendomme kan ske til kostpris, jf. ÅRL § 36. Derudover kan investeringsejendomme måles til dagsværdi, jf. ÅRL § 38 med værdiregulering over resultatopgørelsen.

Værdiforringelsen som finder sted på ejendommen, efterhånden som den værdiforringes, ved indregning til dagsværdi, afspejles i investeringsejendommens måling til dagsværdi. Dagsværdien skal vurderes ud fra de faktiske forhold, som er på balancedagen. Der er flere metoder til opgørelse af investeringsejendommens dagsværdi, og disse vil blive beskrevet i afsnit 6. (EY, 2023)

Når en virksomhed indregner en investeringsejendom første gang, skal det fastsættes, om den efterfølgende måling skal ske til kostpris eller til dagsværdi. Den metode man vælger, skal derefter bruges på alle virksomhedens investeringsejendomme. Måling til dagsværdi er et frivilligt tilvalg, og hvis man vælger dette, skal man være opmærksom på, at det kan være vanskeligt, og man skal bruge de nødvendige ressourcer til dagsværdimålingen. Man kan ændre metoden efterfølgende, hvis man kan påvise, at den nye metode giver et mere retvisende billede. Det vil således i praksis være svært at ændre regnskabspraksis fra dagsværdi til kostpris, da det er usandsynligt, at indregning til kostpris vil give et mere retvisende billede end indregning til dagsværdi. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

5.4. Delkonklusion

Materielle anlægsaktiver er fysiske aktiver, der typisk anskaffes med henblik på at opnå fremtidige økonomiske fordele ved anvendelse af aktivet i flere år, herunder aktiver til brug i produktionen, til distribution eller med henblik på udlejning og administrative formål. Materielle anlægsaktiver skal ved første indregning måles til kostpris og derefter afskrives anlægsaktiverne over aktivernes forventede brugstid.

Hvis virksomheder besidder ejendomme, som opfylder definitionen på en investeringsejendom, kan man vælge at måle investeringsejendommene til dagsværdi, hvor dagsværdien reguleres over resultatopgørelsen. Dagsværdien vurderes ud fra de faktiske forhold, der er på balancedagen, og der er desuden flere forskellige metoder til opgørelse af dagsværdien.

Investeringsejendomme ejes med henblik på at opnå et afkast af den investerede kapital i form af løbende lejeindtægter og/eller kapitalgevinst ved salg af ejendommen.

6. Dagsværdiberegningsmodeller

Der er flere forskellige metoder til opgørelse af investeringsejendommens dagsværdi, og disse vil blive beskrevet i de følgende afsnit.

6.1. Måling til dagsværdi

I årsregnskabsloven er der ikke fastsat specifikke metoder til opgørelse af dagsværdi, da man ved hver dagsværdimåling skal overveje, hvilke værdiansættelsesmetoder, som vil medføre det bedste estimat af dagsværdien.

IFRS 13 opstiller dog 3 overordnede metoder til opgørelse af dagsværdi, som er oplistet i rækkefølge alt efter hvilken, der giver det bedste grundlag (EY, 2023):

- Markedsmetoden
- Indkomstmetoden
- Omkostningsmetoden

Markedsmetoden anvender kurser og andre relevante oplysninger, som er genereret af markedstransaktioner, som involverer identiske eller sammenlignelige aktiver eller forpligtelser.

Indkomstmetoden konverterer fremtidige beløb til et enkelt diskonteret beløb. Dette kan være pengestrømme eller indtægter og omkostninger.

Omkostningsmetoden afspejler det beløb, som aktuelt ville kræves for at erstatte aktivets nytteværdi.

Man skal bruge den værdiansættelsesmetode, som er mest relevant i situationen, og hvorpå der foreligger tilstrækkelige data. (EY, 2023)

6.1.1 Dagsværdihierarkiet

Der er indarbejdet et dagsværdihierarki i ÅRL § 37, hvor der er 4 niveauer. Formålet med dette er at anvende den bedste værdiansættelsesmetode. Når man skal værdiansætte en investerings-ejendom, skal man søge det højeste mulige niveau i dagsværdihierarkiet til måling af dagsværdien. De står oplistet i prioriteret rækkefølge ud fra, hvilken metode der er den mest hensigtsmæssige.

De 4 niveauer er følgende:

1. Salgsværdi på et velfungerende marked.
2. Salgsværdi for enkelte bestanddele.
3. Kapitalværdi beregnet ved hjælp af almindeligt accepterede værdiansættelsesmodeller og teknikker.
4. Kostpris. (EY, 2023)

Værdiansættelse på baggrund af salgsværdi på et velfungerende marked samt for enkelte bestanddele er som udgangspunkt ikke muligt for investeringsejendomme. Investeringsejendomme er et heterogent produkt, der specifikt er udarbejdet med individuelle præferencer, herunder er beliggenheden også relevant for værdiansættelsen. Niveau 1 og 2 kan bruges til at værdiansætte homogene produkter, herunder råvarer samt værdipapirer, der handles på et aktivt marked. Der er dog nogle enkelte tilfælde, hvor salgsværdien kan bruges som dagsværdi. Det kan være, hvis man har salgsværdien for en ejendom, som er direkte sammenlignelig og har de samme egenskaber. Derudover kan det være, at ejendommen er solgt lige efter statusdagen, eller købt lige inden. Handelsprisen vil derved være udtryk for ejendommens salgsværdi. Der skal dog altid være en vurdering af, om der er sket væsentlige ændringer mellem statustidspunktet og handelstidspunktet. Disse to niveauer kan sammenholdes med markedsmetoden, som blev nævnt i forrige afsnit. (BDO, 2020)

Når det ikke er muligt at finde en salgsværdi på en ejendom ud fra niveau 1 og 2, vil man typisk beregne en kapitalværdi ved hjælp af værdiansættelsesmodeller, såsom DCF-modellen eller den

afkastbaserede model. Når man bruger disse modeller, er afkastkravet især afgørende for ejendommens værdi, da små udsving kan have stor betydning. Der skal derudover tages stilling til en række forudsætninger såsom inflation, tomgang i ejendommen, ændringer i huslejeniveau og vedligeholdelsesomkostninger for ejendommen. De valgte forudsætninger har en afgørende betydning for den endelige værdi. (BDO, 2020) Den værdiansættelsesmetode, som man anvender til måling af dagsværdien, skal sikre maksimal anvendelse af relevante observerbare input og minimere anvendelse af ikke-observerbare input. (EY, 2023) Værdiansættelsesmodellerne kan sammenholdes med indkomstmetoden, som blev nævnt i forrige afsnit, og værdiansættelsesmodellerne vil blive yderligere gennemgået i afsnit 6.1.2 – 6.1.6.

Når det hverken er muligt at opgøre ejendommens salgsværdi eller kapitalværdi, så skal kostprisen anvendes. Den anvendes således, når det ikke er muligt at opgøre en pålidelig dagsværdi for ejendommen. Ejendommen skal dermed indregnes til kostpris med fradrag af afskrivninger. (EY, 2023) Dette kan sammenholdes med omkostningsmetoden, som omtales i forrige afsnit.

Det er dog sjældent, at det ikke er muligt at opgøre en dagsværdi af ejendommen, men der kan opstå situationer, hvor det ikke er muligt. Det kan f.eks. være ved ombygning eller opførelse af en ejendom, hvor ejendommen endnu ikke er færdigopført. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

IFRS 13 benyttes som uddybende fortolkningsgrundlag til beregning af dagsværdien efter ÅRL § 37. (Erhvervsstyrelsen, 2023) I dagsværdihierarkiet i IFRS 13 er der følgende 3 niveauer: salgsværdi på et velfungerende marked, salgsværdi for enkelt bestanddele og kapitalværdi beregnet ved hjælp af almindeligt accepterede værdiansættelsesmodeller og -teknikker. (EY, 2023)

Som det fremgår, minder ÅRL § 37 meget om IFRS 13, og IFRS 13 anses således for egnet til at udfylde lovens rammer i § 37. Erhvervsstyrelsen vurderer ikke, at der er forskel mellem årsregnskabsloven og IFRS 13. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

Det er typisk niveau 3 i dagsværdihierarkiet, som bruges til værdiansættelse af investerings-ejendomme. Årsregnskabsloven eller IFRS 13 indeholder ingen oplysninger om, hvilke modeller, der er accepteret til brug for beregning af dagsværdi på en ejendom. Her lægges der op til, at der skal anvendes observerbare data i form af kvadratmeterpriser, men da ejendommens værdier er meget specifikke til den enkelte ejendom, vurderes dette ikke hensigtsmæssigt. (PwC, 2024) Erhvervsstyrelsen oplyser i sin vejledning, at DCF-modellen og den afkastbaserede

model er de mest anvendte samt accepterede metoder til værdiansættelse af investeringsejendomme. (Erhvervsstyrelsen, 2023) Disse metoder vil derfor blive gennemgået i afsnit 6.1.2 – 6.1.6.

Uanset hvilken af de to metoder man vælger, skal man komme frem til samme dagsværdi. Det er de enkelte input i modellerne, som er forskellige, og man bør derfor vælge den model, der tager bedst højde for ejendommens konkrete forhold. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

Udover de to ovenfor nævnte metoder, kan man benytte en ekstern vurderingsmand til værdiansættelse af investeringsejendomme. Denne metode vil også blive gennemgået i de følgende afsnit.

6.1.2 Den afkastbaserede model

Den afkastbaserede model forudsætter, at investeringsejendommens fremtidige pengestrømme forventes at være nogenlunde stabile i de kommende år. Hvis der er store udsving i de fremtidige pengestrømme, vil der også være en større unøjagtighed forbundet med den beregnede værdi. (PwC, 2024)

Den afkastbaserede model tager udgangspunkt i ejendommens forventede driftsafkast, forrentningskrav samt særlige forhold.

Investeringsejendommens værdi beregnes på følgende måde ud fra den afkastbaserede model:

$$(\text{Ejendommens driftsafkast} / \text{forrentningskravet}) * 100 \text{ +/- særlige forhold}$$

Det forventede driftsafkast består af de lejeindtægter, man forventer i det kommende år fratrasket de normaliserede driftsomkostninger for ejendommen.

Forrentningskravet afhænger af en række faktorer som ejendommens beliggenhed, stand, type, lejernes bonitet, det generelle renteniveau mv. (PwC, 2024)

Forrentningskravet er en væsentlig faktor, og selv små udsving i afkastkravet kan have en stor effekt på ejendommens værdi.

Der skal korrigeres for særlige forhold, der er tale om ekstraordinære forhold, som kan påvirke værdien af ejendommen. Dette kan være forhold som f.eks. udskudt vedligeholdelse på

ejendommen, tomgangsleje eller deposita og forudbetalt leje, som en eventuel køber af ejendommen vil overtage. (PwC, 2024)

Ved brug af den afkastbaserede model skal man inddrage udviklingspotentialer ved fastsættelsen af dagsværdien. Af Erhvervsstyrelsens vejledning fremgår det, at dette kommer til udtryk som:

- *”Et reduceret forrentningskrav ved udlejningsejendomme med udviklingspotentialer,*
 - *En ændret fremtidig pengestrøm ved tildeling af byggerettigheder på en grund,*
 - *Ændret driftsafkast og forrentningskrav ved ændret brug af ejendommen.”*
- (Erhvervsstyrelsen, 2023)

Det normaliserede driftsbudget og forrentningskravet vil blive uddybet nærmere i afsnit 6.1.4., da disse bruges i både den afkastbaserede model og i DCF-modellen.

6.1.3. DCF-modellen

Udover den afkastbaserede model er det også muligt at gøre brug af DCF-modellen. DCF står for Discounted Cash Flow. I denne model beregner man de fremtidige frie pengestrømme, og tilbagediskonterer disse til nutidsværdien, altså til værdien i dag. (PwC, 2024)

DCF-modellen bygger på en budgetperiode på 5-10 år og herefter et terminalår, hvilket betyder, at man anvender 10 år cash flow, og tilbagediskonterer dette til år 1. Man har i modellen mulighed for at indregne fremtidige konsekvenser i beregningen, hvilket blandt andet kan være risikoen for tomgang eller større omkostninger til vedligehold og forbedringer. Derudover ser man ofte, at ejendommens leje reguleres i forhold til nettoprisindekset, og det vil også være muligt at indregne en årlig stigning i lejeindtægter. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

Ved anvendelse af DCF-modellen kræver det, at ledelsen i virksomheden har et overblik over de fremtidige budgetter langt ud i fremtiden. Budgetteringen er naturligvis påvirket af en høj grad af skøn. (PwC, 2024)

For at kunne tilbagediskontere fremtidige pengestrømme til værdien i dag fastsættes et forrentningskrav for hver enkelt ejendom samt et tillæg for inflation. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

Til opgørelse af dagsværdi med DCF-modellen, er der følgende 5 trin:

1. Bestemmelse af cash flowet i budgetperioden
2. Tilbagediskontering af cash flow fra budgetperiode
3. Bestemmelse af terminalværdi
4. Tilbagediskontering af terminalværdi
5. Bestemmelse af ejendommens værdi

Bestemmelse af cash flowet i budgetperioden

Cash flowet omfatter det normaliserede driftsbudget i en periode på typisk 5-10 år. Det normaliserede driftsbudget bliver uddybet i afsnit 6.1.4. Udover dette skal der i cash flowet tages højde for særlige forhold, såsom vedligeholdelse på ejendommen samt tomgangsleje.

Tilbagediskontering af cash flow fra budgetperiode

Man skal tilbagediskontere de fremtidige cash flows til nutidsværdien, som vil sige værdien i dag. Til dette skal man bruge en diskonteringsfaktor. Diskonteringsfaktoren består af forrentningskravet tillagt et inflationstillæg, da lejeindtægter samt driftsudgifter inflationsreguleres og pristalsreguleres i budgetperioden. (Erhvervsstyrelsen, 2023) Forrentningskravet bliver uddybet i afsnit 6.1.4.

Bestemmelse af terminalværdi

Terminalåret er det første år efter budgetperioden, og perioden efter budgetperioden kalder man terminalperioden. I terminalperioden vil diskonteringsfaktoren ikke indeholde et inflationstillæg, og man bruger således forrentningskravet. Man beregner terminalværdien ved at tage cash flowet i terminalåret og dividere med forrentningskravet. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

Tilbagediskontering af terminalværdi

Terminalværdien skal også tilbagediskonteres til nutidsværdien, ligesom det var tilfældet med de fremtidige cash flows. Tilbagediskonteringen sker over det antal år, som er budgetperioden.

Bestemmelse af ejendommens værdi

Summen af tilbagediskonteret cash flow og tilbagediskonteret terminalværdi giver nu tilsammen ejendommens værdi.

6.1.4. Faktorer i modellerne

De faktorer, som indgår i værdiansættelsesmodellerne ovenfor, bruges både ved den afkastbaserede model og DCF-modellen, hvorfor de derfor beskrives samlet herunder.

Normaliseret driftsbudget

Det normaliserede driftsbudget består af de lejeindtægter, man forventer i det kommende år, og de normaliserede driftsomkostninger for ejendommen.

Når man kigger på lejeindtægterne, skal man se på, om de nuværende lejeindtægter er på niveau med markedslejen. Hvis dette ikke er tilfældet, skal man bruge markedslejen, da markedslejen er det, man kan forvente at få i lejeindtægt ved en ny lejer. Ligeledes skal der tages højde for midlertidige lejerabatter. Derudover skal man være opmærksom på, at der ved udlejning til privatpersoner er en risiko for, at lejer klager til Huslejenævnet på grund af for høj husleje, hvor Huslejenævnet derefter kan træffe afgørelse om, at virksomheden skal reducere huslejen. På grund af dette er det også vigtigt, at virksomheden er forsigtig i forhold til fastsættelse af dagsværdien. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

Driftsomkostninger omfatter blandt andet omkostninger til administration, forsikring, ejendomsskatter og vedligeholdelse. Omkostninger til administration, forsikring og ejendomsskatter er ofte stabile fra det ene år til det andet, hvorimod omkostninger til vedligeholdelse er mere varierende. Hvis der er ekstraordinære vedligeholdelsesomkostninger, skal der derfor korrigeres for dette, så vedligeholdelsesomkostningerne er på niveau med et normaliseret år. Her kan

man eventuelt gennemgå historiske og fremtidige vedligeholdelsesomkostninger, og på baggrund af dette fastsætte et skøn. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

Derudover skal der korrigeres for forventet tomgangsleje, da man i driftsbudgettet forudsætter, at ejendommen er fuldt udlejet.

Forrentningskrav

Forrentningskravet er også bedre kendt som afkastkravet. Dette skal afspejle det minimumsafkast, en hvilken som helst køber ønsker, målt op imod risikoen, man har ved sådan en investering. Forrentningskravet er fastsat på baggrund af eksterne faktorer samt ejendomsspecifikke faktorer. (EY, 2023)

Flere større mæglere udfører oftest analyser på gennemførte handler og udsender kvartalsvise rapporter for specifikke områder, der viser den generelle udvikling. Publikationerne er vejledende og kun til inspiration, da afkastkravet på en ejendom er meget specificeret til den pågældende ejendom. (EY, 2023)

De eksterne faktorer, der påvirker afkastkravet, er renteniveauet. Her vil man tage udgangspunkt i den risikofrie rente, og den vil oftest være det samme som renten på en 10 – 20-årig statsobligation. Man bruger dette i vurderingen af afkastkravet for, hvad en investor vil kunne opnå i afkast på en risikofri investering. Renten på en 10 – 20-årig statsobligation følger det generelle renteniveau i samfundet. Dette renteniveau har tidligere år været meget lavt og dermed også sænket afkastkravet generelt. I 2023 oplevede man rentestigninger, der har været med til at hæve mange afkastkrav. (EY, 2023)

Udover eksterne forhold bliver afkastkravet også påvirket af ejendomsspecifikke forhold. Når man ser på ejendomsspecifikke forhold, bliver vurderingen lavet op imod risikoen for tomgang. Ejendomsspecifikke forhold kan udledes til nedenstående fire områder:

- Beliggenhed
- Type
- Lejers bonitet
- Stand

Ovenstående ejendomsspecifikke forhold beror sig til, hvor stor risikoen er for tomgang og dermed ikke at opnå indtægter. Beliggenhed er en væsentlig faktor, når man kigger på risikoen for tomgang. Det er lettere at genudleje ejendomme/lejemål ud i de områder, hvor efterspørgslen er størst. Man ser oftest størst efterspørgsel i større byer målt mod mindre byer. Dette taler for, at ejendomme beliggende i storbyer kræver et lavere afkastkrav end ejendomme beliggende i mindre byer. Typen af lejemål er ydermere et vigtigt parameter i fastsættelsen af et afkastkrav. Ejendomstypen henvender sig til, hvad ejendommen bliver anvendt til. Risikoen for tomgang i en ejendom der anvendes til boligudlejning, er mindre end på ejendomme, der anvendes til udlejning til erhverv. Dette skyldes blandt andet, at man på erhvervslejemål oftest binder sig til lejemålet i flere år, hvorimod der i udlejning til private er en maksimal opsigelse på 3 måneder. Man oplever ofte udskiftning i lejemål til privatbeboelse, men man forventer heller ikke, at lejemålet står tomt i flere måneder. Det betyder, at indgåelse af aftale på et erhvervslejemål oftest er en større beslutning, og man binder sig i flere år. Det sidste vigtige parameter er ejendommens stand. Denne påvirker attraktiviteten af et lejemål, og det må antages, at ejendomme i bedst stand er ejendomme med mindst risiko for tomgang i en længere periode. (EY, 2023)

6.1.5 Ekstern vurderingsmand

Ledelsen kan alternativt anvende ekstern bistand fra f.eks. en valuar i forbindelse med fastsættelsen af dagsværdien. Selvom ledelsen indhenter ekstern bistand, er det stadig ledelsens ansvar, at dagsværdien er fastsat i henhold til kravene i årsregnskabsloven. Ledelsen har det endelige ansvar for de anvendte forudsætninger, og ledelsen skal derfor være kritiske over for de forudsætninger, som den eksterne part bruger til fastsættelse af dagsværdien. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

Erhvervsstyrelsen har i deres vejledning om måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter årsregnskabsloven fra november 2023 givet nogle eksempler på, hvad der er utilstrækkeligt og tilstrækkeligt dokumentation.

Erhvervsstyrelsen oplever, at virksomheder indsender en salgsoptilling med en udbudspris som dokumentation for dagsværdien, og dette vurderes nødvendigvis ikke at svare til dagsværdien ifølge Erhvervsstyrelsen, ligesom der i en salgsoptilling ikke bliver oplyst om de anvendte forudsætninger. Derudover oplever Erhvervsstyrelsen, at virksomheder ukritisk har benyttet salgsoptillinger inkl. salgsbudgetter, markedsvurderinger eller lignende til værdiansættelse af

investeringsejendomme. Disse rapporter indeholder nødvendigvis ikke de relevante og nødvendige oplysninger, der kræves, da de ofte ikke er udarbejdet med det formål at fastsætte dagsværdien. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

Tilstrækkelig dokumentation i henhold til lovens bestemmelser kan være en rapport, som er udarbejdet med det konkrete formål at fastsætte dagsværdien for en investeringsejendom, og hvor de anvendte forudsætninger samt grundlaget for forudsætningerne er oplyst i rapporten. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

Hvis virksomheden vælger at bruge en ekstern vurderingsmand, skal dette oplyses i anvendt regnskabspraksis. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

6.1.6. Forskelle på modellerne

Den afkastbaserede model er forholdsvis simpel, hvorimod DCF-modellen er mere omfattende.

Ved brug af den afkastbaserede model tages der kun udgangspunkt i en 12 måneders periode, når det normaliserede driftsbudget fastsættes.

Ved brug af DCF-modellen tages der udgangspunkt i hele budgetperioden, når det normaliserede driftsbudget fastsættes, hvilket er mere omfattende. Der er en større specificeringsgrad i dagsværdiberegningen, da den omfatter en budgetperiode, hvor man kan indarbejde forventede fremtidige huslejestigninger, vedligeholdelses- og forbedringsomkostninger, særlige indtægter og udgifter mv. (Erhvervsstyrelsen, 2023) DCF-modellen er derfor god at bruge, når der er store udsving i virksomhedens cash flows. Der er flere skøn forbundet med DCF-modellen, og det er svært at vurdere, hvordan ejendomsmarkedet samt inflationen udvikler sig i budgetperioden.

I DCF-modellen tages der højde for den forventede inflation ved beregning af forrentningskravet, idet der for budgetperioden vil blive brugt en diskonteringsfaktor bestående af forrentningskravet tillagt inflation, hvorimod det blot er forrentningskravet, der anvendes i den afkastbaserede model.

Som tidligere nævnt er det valgfrit for virksomhedens ledelse, om man anvender den afkastbaserede model eller DCF-modellen. Begge modeller er godkendte værdiansættelsesmodeller af Erhvervsstyrelsen. (Erhvervsstyrelsen, 2023) Ledelsen bør vurdere, om man har de fornødne kompetencer, samt om en DCF-model vil give et mere retvisende billede end anvendelse af en

afkastbaseret model. Derudover bør man i overvejelserne også inddrage ejendommens kompleksitet, herunder om man har fastsat et specifikt vedligeholdelsesprogram 10 år ud i fremtiden.

6.2. Oplysningskrav

Ved indregning af investeringsejendomme til dagsværdi er der en høj grad af regnskabsmæssige skøn tilknyttet. Man indregner værdien på baggrund af et driftsbudget og et fastsat afkastkrav. Disse skal stemme overens med årsregnskabslovens bestemmelse om, at indregninger skal ske forsigtigt og med en vis form for neutralitet. Derudover kræver regnskabsbruger at kende til de fastsatte skøn på en ejendom. ÅRL §53, stk. 2, nr. 1 litra a oplyser, at ejendomme der indregnes efter reglerne i ÅRL §38, skal give yderligere oplysninger om de anvendte modeller og teknikker, der har været med til at fastsætte dagsværdien. Denne oplysning gives i den anvendte regnskabspraksis. Erhvervsstyrelsen har udsendt en vejledning, der giver en præcisering af, hvilke oplysninger der er væsentlige for regnskabsbrugere. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

Virksomheder skal i årsrapporten give oplysninger i noterne om, hvad dagsværdien er ultimo regnskabsåret, samt hvordan ændringen har påvirket resultatopgørelsen. Dette vil oftest blive gjort via noten ”oplysninger om dagsværdi”. Ved en virksomhed der ejer flere ejendomme, hvoraf ejendommene bliver brugt til både erhvervsejendomme samt beboelsesejendomme, skal noten vises fordelt på ejendoms kategorier. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

Som tidligere nævnt er der forskellige metoder til beregning af dagsværdi. Hvis et aktiv kan indregnes via et aktivt marked, skal aktivet indregnes på baggrund af denne værdi. Det er ikke muligt at indregne ejendomme til denne dagsværdi, da der er tale om et meget specifikt aktiv og oftest begrænset sammenlignelighed. Ejendommens værdier er fastsat på baggrund centrale forudsætninger specifikt for en given ejendom, herunder blandt andet placering og stand. Ifølge ÅRL §58a stk. 2 skal virksomheder, hvoraf aktiver ikke kan måles på baggrund af observationer på et aktivt marked, give oplysninger omkring centrale forudsætninger, der danner grundlag for den beregnede dagsværdi. I Erhvervsstyrelsens vejledning fra november 2023 fremgår det også, at man i noten for investeringsejendomme skal give oplysninger om de centrale forudsætninger for beregningen. Dette har til formål, at regnskabsbruger kan forstå den fastsatte dagsværdi. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

Som nævnt ovenfor bliver værdiansættelsesmetoden oplyst i den anvendte regnskabspraksis, hvorfor der i noten for investeringsejendomme ikke er krav om oplysninger om, hvilken værdiansættelsesmetode der er anvendt. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

Der skal i lighed med noten ”oplysninger om dagsværdi”, segmenteres på ejendomstyper, herunder om der tale om retail, detail, logistik eller beboelse, i noten for investeringsejendomme. Derudover skal man i noten for investeringsejendomme også give oplysninger om placeringen af virksomhedens ejendomme. Det er tilladt at gruppere ejendomme af samme type, der har samme geografiske placering (by eller region). Grupperingen afhænger af konkrete forhold. Erhvervsstyrelsen mener ikke, at der er facit for, hvor specifikt der skal specificeres. Der lægges vægt på, at noteoplysningerne skal være tilstrækkelige for regnskabsbruger, således regnskabsbruger kan træffe sin egen økonomiske beslutning. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

Erhvervsstyrelsen vurderer ydermere, at centrale forudsætninger beror sig til oplysninger omkring forrentningskravet, der er anvendt til fastsættelse af dagsværdien. Forrentningskravet skal også oplyses pr. segment, så der gives oplysninger om det anvendte forrentningskrav på ejendomstype og beliggenhed. Tomgang i ejendommene samt lejeniveau pr. kvadratmeter menes også at være centrale forudsætninger for regnskabsbruger. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

Ved anvendelse af DCF-modellen skal ovenstående oplysninger gives. Derudover skal der også angives oplysninger om den anvendte budgetperiode, den forventede vækst for indtægterne i budgetperioden, væksten i terminalåret, forventet inflation, og til sidst skal der gives oplysninger om, om der i budgetperioden er indregnede større renoveringsprojekter for ejendommene. (Erhvervsstyrelsen, 2023)

6.3 Revisionshuses fortolkninger af oplysningskrav

Revisionshuse kan have forskellige holdninger til, hvad der skal oplyses i regnskabet omkring dagsværdi af investeringsejendomme. Dette skyldes, at der i årsregnskabsloven kun er få krav, og de forskellige revisionshuse har forskellige fortolkninger og dermed interne retningslinjer for, hvad de anser for fyldestgørende oplysninger omkring de centrale forudsætninger. Der vil derfor i de følgende afsnit blive beskrevet, hvilke retningslinjer tre af de store revisionshuse har i forhold til oplysningskrav. Her tages udgangspunkt i EY, PwC og Deloitte. Derefter foretages der en sammenligning af dem for at se, hvilke forskelle der er.

6.3.1. EY

EY skriver i deres indsigt i årsregnskabsloven, at hvis investeringsejendomme måles til dagsværdi efter ÅRL § 38 på grundlag af væsentlige ikke-observerbare input, skal der gives oplysninger om de centrale forudsætninger, som er anvendt ved opgørelsen af dagsværdien. Her skal blandt andet oplyses værdiansættelsesmetoder og -teknikker, hvilket kan være den afkastbase-rede model, DCF-modellen, valurvurdering, sammenlignelige transaktioner mv. Det er EY's opfattelse, at investeringsejendomme og værdireguleringer af investeringsejendomme præsenteres som særskilte regnskabsposter i resultatopgørelsen og balance. (EY, 2023)

For at regnskabsbruger kan vurdere en virksomheds opgørelse af dagsværdien, skal der oplyses om de centrale forudsætninger, som er nødvendige. EY mener, at der som minimum skal oplyses om ejendomstype, beliggenhed, afkastkrav eller diskonteringsfaktor, forventet inflation eller stigning i lejeindtægter og tomgangsprocent i noten for investeringsejendomme. Der kan være yderligere centrale forudsætninger, som har stor betydning for dagsværdiberegningen, hvilket blandt andet er, hvis man bruger DCF-modellen, da det her vil være væsentligt at oplyse diskonteringsperiode og terminalværdi. Derudover er det EY's opfattelse, at en følsomhedsanalyse vil være relevant at medtage, da den fortæller, hvordan udsving i de centrale forudsætninger vil påvirke dagsværdien.

Yderligere er der oplysningskravene i IFRS 13, som EY også mener kan være relevante. Disse oplysninger gives pr. investeringsejendom eller for kategorier af investeringsejendomme og omfatter: dagsværdi, beliggenhed, antal kvadratmeter, karakteristika, lejeindtægter og driftsomkostninger, udlejningsgrad, lejekontrakternes løbetid og opsigelsesvarsel, modtagne sikkerheder for lejeindtægter, garantier, deposita og faste forudbetalinger og følsomhedsoplysninger. (EY, 2023)

I EY's eksempelregnskab i overensstemmelse med årsregnskabslovens klasse C-stor er der eksempel på dagsværdioplysninger på investeringsejendomme. (EY, 2023) Her fremgår det, at de centrale forudsætninger, som EY mener, at der som minimum skal oplyses i noten for investeringsejendomme, er blevet oplyst.

6.3.2. PwC

PwC oplyser i deres regnskabshåndbog, at ÅRL §58a, stk. 2 fortæller, at hvis virksomheder indregner aktiver og forpligtelser til dagsværdi, der ikke kan måles på baggrund af observationer på et aktivt marked, skal der gives oplysninger om centrale forudsætninger, der ligger til grund for beregningen for at assistere regnskabsbruger med at danne en holdning om værdiansættelsen af ejendommens værdi. Derudover oplyses det, at der ikke er krav om direkte beløbsangivelser for de centrale forudsætninger. PwC vurderer, at det skal vurderes på specifikke investeringsejendomme, hvad der anses for at være centrale forudsætninger. Yderligere vurderer PwC, at nogle forudsætninger altid vil være centrale, og disse kan derfor ikke undlades, herunder værdiansættelsesmetode, som skal oplyses i anvendt regnskabspraksis. I noten for investeringsejendomme vurderer PwC følgende forudsætninger som centrale for regnskabsbruger; afkastsats/diskonteringsfaktor, tomgang/udlejningsprocent, forventede ændringer i lejeniveau samt eventuelt fremtidig vedligeholdelsesprogram. PwC mener ydermere, at det i de fleste tilfælde vil være relevant at lave en følsomhedsberegning. (PwC, 2024)

Det er til sidst tilladt at gruppere sine forudsætninger, hvis forudsætningerne ikke afviger væsentligt inden for grupperingen. Det vil være muligt for forudsætninger på baggrund af blandt andet ejendomstype samt den geografiske placering. (PwC, 2024)

PwC har i deres vurdering opdelt krav, alt efter om det er krav efter ÅRL eller IFRS. Da IFRS anvendes som fortolkningsgrundlag til ÅRL, er disse medtaget med henvisning til, at der er tale om IFRS' krav. Der er blandt andet tale om oplysninger, der vedrører lejeindtægter, driftsomkostninger, kontraktens løbetid samt anvendelse af ekstern vurderingsmand. (PwC, 2024)

6.3.3. Deloitte

Deloitte udarbejdede ultimo 2017 seneste vejledning omkring investeringsejendomme og oplysninger i årsrapporten. (Deloitte, 2017) Deloitte har ikke lavet en revideret vejledning på trods af Erhvervsstyrelsens opdaterede vejledning i ultimo 2023. Deloitte har i et nyhedsbrev ultimo 2023 nævnt Erhvervsstyrelsens fokus på investeringsejendomme (Deloitte, 2023), hvorfor det vurderes, at Deloitte vurderer, at deres oprindelige vejledning fortsat er aktuel.

Deloitte oplyser i lighed med EY og PwC, at der efter ÅRL §58a, skal gives alle nødvendige oplysninger til brug for regnskabsbrugerens vurdering af virksomhedens beregninger.

Deloitte vurderer, at nødvendige oplysninger ved anvendelse af DCF-modellen udgøres af diskonteringsrente, forventet inflation, tomgang i ejendommen, ændringer i lejeindtægter samt vedligehold. Regnskabsbrugeren skal kunne vurdere de anvendte forudsætninger, og vurderingen om de er over eller undervurderet. For den afkastbaserede model vurderes det relevant at oplyse afkastkravet. Uanset om virksomheder anvender den afkastbaserede model eller DCF-modellen, vurderer Deloitte, at oplysninger om ejendomstype, beliggenhed, udlejningsprocenten, restløbetid på lejeperiode, lejeindtægt pr. m2 og oplysninger om anvendt vurderingsmand for relevante. Derudover vurderer Deloitte også, at oplysninger til fremtiden er relevante, herunder fremtidige udlejningsprocenter samt forventede renoveringsomkostninger. Værdiansættelsen foretages på baggrund af beregninger og ikke observerbare handelstransaktioner. Deloitte vurderer, at man altid bør oplyse følsomhedsberegning, hvis der er væsentlig usikkerhed ved fastsættelse af et afkastkrav, fremtidige lejestigninger og udlejningsprocenter, og dette bør derfor også omtales i ledelsesberetningen. (Deloitte, 2017)

6.3.4. Sammenligning af fortolkninger

De forskellige revisionshuses fortolkninger af centrale forudsætninger samt Erhvervsstyrelsens fortolkninger er sammenholdt i nedenstående tabel 1, som viser både fællestræk og forskelle.

	Erhvervsstyrelsens vejledning	EY	PwC	Deloitte
Værdiansættelsesmetode	Oplyses i anvendt regnskabspraksis	Oplyses i anvendt regnskabspraksis	Oplyses i anvendt regnskabspraksis	Oplyses i anvendt regnskabspraksis
Dagsværdi	X	X	X	X
Ejendomstype	X	X	X	X
Beliggenhed	X	X	X	X
Afkastkrav	X	X	X	X
Inflation	X	X	X - DCF	X
Tomgangsprocent	X	X	X	X
Forventet vedligehold			X	
Antal kvadratmeter		X		X
Leje pr. m2	X			X
Ændringer i lejeniveau			X	
Lejeindtægter og driftsomkostninger		X	X (henvisning til IFRS)	
Lejekontraktens løbetid og opsigelsesvarsel		X	X (henvisning til IFRS)	X
Modtagne sikkerheder		X	X (henvisning til IFRS)	
Diskonteringsfaktor (ved DCF-model)	X	X	X - DCF	X
Diskonteringsperiode (ved DCF-model)	X	X	X - DCF	
Terminalværdi (ved DCF-model)	X	X		
Følsomhed	X	X	X	X
Anvendelse af uvildig vurderingsmand	X	X	X (henvisning til IFRS)	X

Tabel 1 - Overblik over fortolkninger af oplysningskrav fra de store revisionshuse

Som det fremgår af tabellen, har de enkelte revisionshuse og Erhvervsstyrelsen overordnet set mange af de samme fortolkninger af, hvad de anser for centrale forudsætninger. Dog vurderer EY og PwC flere oplysninger som centrale forudsætninger, end Erhvervsstyrelsen og Deloitte

gør. Der er enkelte oplysninger, som forventet vedligehold og ændringer i lejeniveau, hvor kun PwC vurderer disse som centrale forudsætninger.

6.4. Delkonklusion

Der er indarbejdet et dagsværdihierarki i ÅRL § 37 med 4 niveauer til værdiansættelse af investeringsejendomme, hvor niveau 3, som er kapitalværdi beregnet ved hjælp af almindeligt accepterede værdiansættelsesmodeller og teknikker, typisk bruges til værdiansættelse. Der er i årsregnskabsloven ikke fastsat specifikke metoder til opgørelse af dagsværdien, men de mest anvendte metoder er DCF-modellen og den afkastbaserede model.

Den afkastbaserede model tager udgangspunkt i ejendommens forventede driftsafkast, forrentningskrav samt særlige forhold. Den afkastbaserede model tager kun udgangspunkt i en 12 måneders periode, og derfor forventes det, at investeringsejendommens fremtidige pengestrømme er nogenlunde stabile i de kommende år.

DCF-modellen bygger på en budgetperiode på typisk 5-10 år, hvilket er mere omfattende, da ledelsen skal have et overblik over de fremtidige budgetter langt ud i fremtiden, og budgetteringen er derfor påvirket af en høj grad af skøn. I DCF-modellen beregner man de fremtidige frie pengestrømme, og tilbagediskonterer dette til nutidsværdien, som er værdien i dag.

Alternativt kan ledelsen også anvende ekstern bistand fra f.eks. en valuar til værdiansættelse af en investeringsejendom.

Den model, som virksomheden bruger til værdiansættelse, skal oplyses i anvendt regnskabspraksis. I årsregnskabsloven er der kun få krav til, hvad der skal oplyses i årsrapporten. Der står blandt andet, at virksomheder skal give oplysninger omkring de centrale forudsætninger, der danner grundlag for den beregnede dagsværdi. Der står ikke, hvilke oplysninger, der anses for centrale forudsætninger, men EY, PwC, Deloitte og Erhvervsstyrelsen har beskrevet, hvad de mener er fyldestgørende oplysninger omkring de centrale forudsætninger. Det er blandt andet ejendomstype, beliggenhed, afkastkrav eller diskonteringsfaktor, forventet inflation, tomgangsprocent, diskonteringsperiode, terminalværdi, følsomhedsanalyse og forventet vedligeholdelse.

7. Analyse af årsrapporter

I dette afsnit vil der blive foretaget en analyse af udvalgte årsrapporter med investeringsejendomme. Her er i alt udvalgt fem årsrapporter, hvor der er en fra hvert af de større revisionshuse Beierholm, PwC, Deloitte, BDO og EY. Der er udvalgt årsrapporter for flere forskellige revisionshuse, da revisionshuse har forskellige fortolkninger og retningslinjer i forhold til oplysning af investeringsejendomme i årsrapporten, hvilket man kan se i afsnit 6.3. Selskaberne bruger enten den afkastbaserede model eller DCF-modellen til værdiansættelse af selskabets investeringsejendomme.

Analysen omfatter en efterregning af selskabernes værdiansættelse af investeringsejendomme ud fra de oplysninger, som fremgår af årsrapporten. Derudover vil der blive kigget på, hvorvidt selskaberne overholder de oplysningskrav, der er til investeringsejendomme i årsregnskabsloven samt Erhvervsstyrelsens vejledning. Oplysningskravene er beskrevet i afsnit 6.2.

7.1. EY – Partnerselskabet Tangen 17, Aarhus N

Partnerselskabet Tangen 17, Aarhus N er ejet af Pensiondanmark Ejendomme Holding K/S, hvor det ultimative moderselskab i koncernen er Pensiondanmark Holding A/S. Selskabets formål er at investere i og udleje fast ejendom. (Erhvervsstyrelsen, 2024)

Selskabets ejendomsportefølje udgør Tangen 17 beliggende i Aarhus N. Der er tale om et ny-opført erhvervslejemål, der er opført i 2019. Ejendommen er blandt andet lejet ud til Willis Towers Watson. Der er udelukkende tale om udlejning af en kontorejendom. (Pensiondanmark, 2024) Selskabets regnskabsår følger kalenderåret, og regnskabet blev godkendt på generalforsamling d. 7. februar 2024. (Erhvervsstyrelsen, 2024)

Regnskabet er revideret af EY Godkendt Revisionspartnerselskab, og revisor har afgivet en revisionspåtegning med høj grad af sikkerhed uden modifikationer eller fremhævelser.

Selskabets resultat for 2023 udgør t.kr. 7.814. Selskabets omsætning omfatter udelukkende lejeindtægter og udgør t.kr. 9.126. Derudover har selskabet t.kr. 591 i andre eksterne omkostninger. Ifølge selskabets anvendte regnskabspraksis udgøres disse af omkostninger medgået til ejendommens drift samt administration. Omkostninger til ejendommens drift omfatter reparation og vedligeholdelse samt skatter og afgifter, der ikke betales af lejerne.

Selskabets investeringsejendomme udgør på statusdagen t.kr. 151.789. I noten for investerings-ejendomme er der givet oplysninger omkring årets værdiregulering over resultatopgørelsen, der udgør t.kr. -2.390 samt den regnskabsmæssige værdi ultimo, der er nævnt ovenfor. Selskabet oplyser, at der er anvendt et forrentningskrav på 5,50%. Selskabet nævner ydermere, at det normaliserede driftsafkast ikke afviger væsentligt fra driftsresultatet, der regnskabsmæssigt er realiseret i 2023.

Ledelsen oplyser derudover i noten for investeringsejendomme, at den anvendte værdiansættelsesmodel i årsrapporten er uændret i forhold til 2022. I den anvendte regnskabspraksis får man oplyst, at selskabets dagsværdi er beregnet på baggrund af den afkastbaserede metode med forventede driftsindtægter samt udgifter. Forrentningskravet er fastsat på baggrund af ejendommens karakter, beliggenhed, stand, udviklingsmuligheder samt renteniveauet. Til sidst bliver der i den anvendte regnskabspraksis oplyst, at man har inddraget en uvildig vurderingsmand til fastsættelse af dagsværdien på ejendommen.

Nedenstående tabel viser hvilke centrale forudsætninger, som bliver oplyst i årsrapporten.

	Erhvervsstyrelsens vejledning	Partnerselskabet Tangen 17, Aarhus N
Værdiansættelsesmetode	Oplyses i anvendt regnskabspraksis	Ja, oplyst i anvendt regnskabspraksis
Dagsværdi	X	Ja
Ejendomstype	X	Nej
Beliggenhed	X	Ja
Afkastkrav	X	Ja
Inflation	X	Nej
Tomgangsprocent	X	Nej
Leje pr. m2	X	Nej, realiseret indtægter er vist i regnskabet
Følsomhed	X	Nej
Anvendelse af uvildig vurderingsmand	X	Ja

Tabel 2 - Oplysninger af centrale forudsætninger - Partnerselskabet Tange 17 Aarhus N

Det fremgår, at selskabet direkte giver oplysninger omkring seks ud af ti forudsætninger, som Erhvervsstyrelsen mener er centrale forudsætninger for regnskabet. Derudover bliver der indirekte oplyst, at der er tale om en kontorejendom. Ledelsen oplyser ikke om udlejnings- og/eller tomgangsprocent pr. 31. december 2023. Der henvises blot til et langsigtet lejepotentiale, og dette kan tolkes som fuld udlejning.

På baggrund af de givne oplysninger i årsrapporten er der udarbejdet en efterregning af dagsværdien. Denne fremgår af tabel 3.

	2023
	T.kr.
Lejeindtægter jf. resultatopgørelsen	9.126
Eksterne omkostninger jf. resultatopgørelsen	-591
Driftsresultat	8.535
Afkastkrav	5,50%
Beregnete dagsværdi	155.182
Indregnede værdi	151.789
Forskel	3.393
%-vis forskel	2,24%

Tabel 3 - Beregning af dagsværdi – Partnerselskabet Tangen 17 Aarhus N

I den udarbejdede efterregning af ledelsens beregning er der anvendt realiserede lejeindtægter for 2023 samt alle eksterne omkostninger, da det ikke er muligt at få oplyst, hvad der vedrører administration af selskabet. Der kan ydermere ikke ved hjælp af gennemgang af gældsforpligtelser samt anvendt regnskabspraksis for området udledes størrelsen af omkostninger til administration samt revisor. Ledelsen oplyser, at selskabets realiserede driftsindtægter samt omkostninger ikke afviger væsentligt fra det normaliserede driftsafkast, og derfor vurderes det, at dette kan anvendes. Ledelsen oplyser indirekte driftsafkastet. I beregningen ud fra de givne oplysninger i årsrapporten kommer man frem til en dagsværdi, der er t.kr. 155.182, svarende til t.kr. 3.393 højere end den indregnede værdi i regnskabet. Forskellen imellem den efterregnede værdi og den indregnede værdi er på 2,24%. Denne forskel vurderes ikke at ændre regnskabsbrugers holdning til regnskabet, og værdien af ejendommen bør fortsat vurderes som retvisende i lighed med revisors afgivne erklæring. Forskellen på t.kr. 3.393 kan udgøres af flere forskellige faktorer, der ikke er oplyst i regnskabet, da disse ikke vurderes centrale samt væsentlige. Det er for eksempel særlige forhold, som man regulerer for, efter man har fundet frem til en dagsværdi ved hjælp af et afkastkrav og et normaliseret driftsbudget. Særlige forhold kan blandt andet være udskudt vedligehold.

7.2. PwC – KLP Teglholmsgade 1-3 A/S

KLP Teglholmsgade 1-3 A/S er stiftet i 2011, og er ejet af moderselskabet KLP Ejendomme A/S, der ejes af pensionsselskabet KLP. Selskabets formål er at drive virksomhed med investering inden for fast ejendom. Selskabet udlejer en kontorejendom i Københavns Sydhavn, som er udlejet i en samlet lejekontrakt til en stor dansk virksomhed.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser for virksomheder i regnskabsklasse B med tilvalg af regler fra regnskabsklasse C. Selskabets regnskabsår følger kalenderåret, og regnskabet for 2023 blev godkendt på generalforsamlingen d. 20. februar 2024.

Regnskabet er revideret af PwC Statsautoriseret Revisionspartnerselskab, og revisor har afgivet en revisionspåtegning med høj grad af sikkerhed og uden modifikationer og fremhævelser.

Af anvendt regnskabspraksis fremgår det, at dagsværdien for investeringsejendomme er opgjort ved DCF-modellen, hvor beregningerne tager udgangspunkt i ejendommens budgetter for de kommende år, hvor der tages højde for lejeudvikling, tomgang, driftsomkostninger, vedligeholdelse, administration mv.

Selskabet har investeringsejendomme for t.kr. 1.604.753, hvor der i året er en værdiregulering på t.kr. 6.824, og værdiansættelsen ud fra DCF-modellen underbygges af værdivurdering indhentet fra eksterne mæglere, hvilket fremgår af ledelsesberetningen.

Selskabets nettoomsætning udgør t.kr. 92.830, og dette omfatter opkrævet leje fra udlejning af ejendommen. Ejendomsomkostningerne udgør t.kr. 905 og udgør omkostninger til ejendommens drift.

I note for investeringsejendomme i årsrapporten er det oplyst, at dagsværdien er opgjort på baggrund af følgende forudsætninger:

- Budgetperiode: 20 år
- Inflation: 2%
- Stigning i markedsleje: 2%
- Forventet tomgangsleje: 0%
- Diskonteringssats: 6,85%

Derudover er det oplyst, at ændringer i afkastkravet på -0,5% vil påvirke dagsværdien af investeringsejendomme med t.kr. 107.095, og at ændringer i afkastkravet på +0,5% vil påvirke dagsværdien af investeringsejendomme med t.kr. 98.296.

Selskabet giver således oplysninger om 11 ud af 13 af de krav vedrørende oplysninger, som Erhvervsstyrelsen mener er centrale forudsætninger for regnskabet. Se nedenstående tabel for et overblik over kravene, og hvilke krav selskabet overholder.

	Erhvervsstyrelsens vejledning	KLP Teglholmsgade 1-3 A/S
Værdiansættelsesmetode	Oplyses i anvendt regnskabspraksis	Ja, oplyst i anvendt regnskabspraksis
Dagsværdi	X	Ja
Ejendomstype	X	Ja
Beliggenhed	X	Ja
Afkastkrav	X	Ja
Inflation	X	Ja
Tomgangsprocent	X	Ja
Leje pr. m2	X	Nej, realiseret indtægter er vist i regnskabet
Diskonteringsfaktor	X	Ja
Diskonteringsperiode	X	Ja
Terminalværdi	X	Nej
Følsomhed	X	Ja
Anvendelse af uvildig vurderingsmand	X	Ja, oplyst i ledelsesberetningen

Tabel 4 - Oplysninger af centrale forudsætninger - KLP Teglholmsgade 1-3 A/S

Ud fra oplysningerne i årsrapporten foretages der en beregning af dagsværdien ud fra DCF-modellen. Denne beregning er opstillet i t.kr. og fremgår af tabel 5:

<u>Cash flowet i budgetperioden</u>						
	<u>År 1</u>	<u>År 5</u>	<u>År 10</u>	<u>År 15</u>	<u>År 20</u>	<u>Terminalår</u>
Lejeindtægter	92.830	100.482	110.940	122.487	135.236	137.940
Tomgang	0		0	0	0	0
Bruttoleje	92.830	100.482	110.940	122.487	135.236	137.940
Driftsomkostninger i alt	-905	-980	-1.082	-1.194	-1.318	-1.345
Driftsresultat / Cash flow	91.925	99.503	109.859	121.293	133.917	136.596
<u>Tilbagediskontering af cash flow fra budgetperiode</u>						
Diskonteringsfaktor	6,85%					
Tilbagediskonterede værdier fra år:						
År 1	91.925					
År 5	76.337					
År 10	60.515					
År 15	47.973					
År 20	38.030					
Sum af tilbagediskonterede værdie	1.225.397					
<u>Terminalværdi</u>						
Afkastkrav	4,85%					
Terminalværdi	2.816.406					
<u>Tilbagediskontering af terminalværdi</u>						
Beregnet nutidsværdi	748.522					
<u>Ejendommens værdi</u>						
Ejendommens værdi	1.973.919					
Ejendommens værdi jf. årsrapport	1.604.753					
Forskel	369.166					
%-vis forskel	23,00%					

Tabel 5 - Beregning af dagsværdi – KLP Teglholtsgade 1-3 A/S

Når man beregner ejendommens værdi ud fra DCF-modellen med udgangspunkt i de oplysninger, som fremgår af årsrapporten, bliver dagsværdien af ejendommen beregnet til t.kr. 1.973.919. Der er således en forskel mellem den ovenstående beregning af dagsværdien og den oplyste dagsværdi i årsrapporten på t.kr. 369.166, svarende til 23%.

Der kan være flere grunde til forskellen. Det er driftsresultatet i 2023, der er taget udgangspunkt i, i beregningen af dagsværdien. Det står ikke oplyst i årsrapporten, om driftsresultatet for 2023

svarer til det normaliserede driftsresultat. Derudover kan der være andre faktorer, som ikke er oplyst i årsrapporten, såsom ekstraordinære vedligeholdelsesomkostninger.

Den beregnede værdi af investeringsejendommen er højere end det oplyste i årsrapporten, og derfor vurderes der ikke at være risiko for, at ejendommen er værdiansat for højt i regnskabet, og dermed at regnskabsbruger vil træffe en anden beslutning, henset til at foretage en eventuel investering. Regnskabsbruger vil måske vurdere, hvad der overses i efterregningen, for at man kommer frem til en dagsværdi, der er 23% højere end den indregnede værdi.

Det kan konkluderes, at KLP Teglholmsgade 1-3 A/S overholder de fleste krav, som er til oplysninger om centrale forudsætninger til brug for værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi. Yderligere kan det konkluderes, at der ikke er givet nok oplysninger i årsrapporten til, at kunne foretage en beregning af dagsværdien, svarende til den indregnede værdi.

7.3. BDO – Egeborg A/S

Egeborg A/S er stiftet i 2008. Selskabet er ejet af forskellige investorer, og har derfor ikke et moderselskab. Selskabets aktivitet består af drift og udlejning af investeringsejendomme. Egeborg A/S samt selskabets investeringsejendommene er beliggende omkring Viborg.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser for regnskabsklasse B og med tilvalg af regler fra regnskabsklasse C. Selskabets regnskabsår følger kalenderåret, og årsrapporten for 2023 blev godkendt på den ordinære generalforsamling d. 22. januar 2024.

Selskabets revisor er BDO i Viborg, der afgiver en erklæring om udvidet gennemgang på regnskabet. Revisoren oplyser, at årsrapporten for 2023 giver et retvisende billede af selskabets finansielle stilling pr. 31. december 2023.

Selskabets resultat var i 2023 på t.kr. 341, hvoraf driftsresultatet udgjorde t.kr. 1.277. I t.kr. 1.277 er der indeholdt en nedskrivning til dagsværdi på t.kr. -437. I 2023 udgjorde bruttofortjenesten t.kr. 1.715. Ledelsen oplyser i den anvendte regnskabspraksis, at bruttofortjenesten udgøres af lejeindtægter, omkostninger til at opnå lejeindtægterne, hvilket vurderes til at være omkostninger vedrørende investeringsejendomme samt andre eksterne omkostninger, der omfatter omkostninger til administration mv.

Værdien af selskabets investeringsejendomme udgør på balancedagen t.kr. 50.160. I noten for investeringsejendomme gives der oplysninger om årets regulering af selskabets investeringsejendomme, og at denne regulering føres over resultatopgørelsen. I noten for investeringsejendomme bliver der ydermere oplyst om primo- og ultimo værdier samt årets ændringer, herunder tilgange og værdireguleringer. Der bliver oplyst i regnskabet, hvad det anvendte afkastkrav for året er samt følsomheden af beregningen, hvis man hævede afkastkravet på 0,5% point.

I noten bliver der ydermere oplyst om placeringen af selskabets investeringsejendomme samt hvilken værdiansættelsesmodel, der er anvendt. Til sidst oplyses, hvilke forudsætninger, der ligger til grund for beregningen, herunder at normalindtjeningen beregnes på baggrund af lejeindtægter fratrukket forventede omkostninger til drift af selskabets ejendomme, og man har i beregningen gjort brug af et forventet driftsafkast på t.kr. 2.308.

Ud fra gennemgangen af årsrapporten, herunder noten for investeringsejendomme samt anvendt regnskabspraksis, kan det ses, at ledelsen oplyser syv ud af ti af de forudsætninger, som Erhvervsstyrelsen vurderer som centrale forudsætninger for regnskabsbrugere. Tabel 6 viser, hvilke oplysninger, som fremgår af årsrapporten.

	Erhvervsstyrelsens vejledning	Egeborg A/S
Værdiansættelsesmetode	Oplyses i anvendt regnskabspraksis	Ja, oplyst i anvendt regnskabspraksis
Dagsværdi	X	Ja
Ejendomstype	X	Ja
Beliggenhed	X	Ja
Afkastkrav	X	Ja
Inflation	X	Nej
Tomgangsprocent	X	Nej
Leje pr. m ²	X	Nej, anvendt driftsafkast er oplyst i noten
Følsomhed	X	Ja
Anvendelse af uvildig vurderingsmand	X	Ikke oplyst

Tabel 6 - Oplysninger af centrale forudsætninger – Egeborg A/S

Det er en individuel vurdering fra ejendom til ejendom, hvad der reelt er centrale forudsætninger. Det er vurderet, at når der i årsrapporten ikke står oplyst, om der anvendes en uvildig vurderingsmand, så skyldes dette, at der ikke anvendes en ekstern uafhængigpart, der har assisteret med dagsværdiberegningen. I noten vurderes det relevant at oplyse, om der i beregningen er taget højde for tomgang, eller at beregningen er forudsat på baggrund af 100% udlejning.

Ud fra de angivne oplysninger i årsrapporten, er der udarbejdet en efterregning af værdiansættelsen for selskabets investeringsejendom, som fremgår af tabel 7.

	2023
	T.kr.
Driftsresultat	2.308
Afkastkrav	4,60%
Beregnete dagsværdi	50.174
Indregnede værdi	50.160
Forskel	14
%-vis forskel	0,03%

Tabel 7 - Beregning af dagsværdi – Egeborg A/S

Den udarbejdede beregning kommer meget tæt på ledelsens egen beregning, og dette sker, da beregningen er udarbejdet på baggrund af oplysninger i noten, herunder afkastkrav samt det anvendte driftsafkast. Forskellen vurderes at udgøre afrunding. Ud fra de givne oplysninger kommer man naturligvis frem til samme dagsværdi. Det er meget relevant, at man i noten får oplyst, hvilket driftsafkast der anvendes, da man som regnskabsbruger kan vurdere, hvilke omkostninger og indtægter der er medtaget, og om dette vurderes anvendeligt henset til et selskab med lignende investeringsejendomme samt større ejendomsmæglere og kreditinstitutters gennemsnitlige vurdering af markedslejeindtægter samt omkostninger.

7.4. Deloitte – Stockholmsgade 23 P/S

Stockholmsgade 23 P/S er stiftet i 2022, og er ejet af Stockholmsgade Holding P/S, hvor det ultimative moderselskab i koncernen er Danica Ejendomme P/S. Selskabets formål er investering, udvikling og udlejning af fast ejendom. Selskabets investeringsejendom består af en boligejendom beliggende på Stockholmsgade og Upsalagade i København Ø.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser for klasse B-virksomheder med tilvalg af enkelte bestemmelser for klasse C. Selskabets regnskabsår følger kalenderåret, og regnskabet for 2023 blev godkendt på generalforsamlingen d. 25. januar 2024.

Regnskabet er revideret af Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab, og revisor har afgivet en revisionspåtegning med høj grad af sikkerhed og uden modifikationer og fremhævelser.

Ifølge anvendt regnskabspraksis indregnes selskabets investeringsejendomme ved køb til kostpris inklusive transaktionsomkostninger og værdiansættes efterfølgende til dagsværdi. Dagsværdien opgøres ved hjælp af DCF-modellen, hvor forventningen til afkast modtages fra eksterne vurderingsmænd halvårligt. I beregningen af ejendommens dagsværdi bruges der en afkastprocent på 4,43% for hele ejendommen. Derudover indgår de aktuelle budgetter for vedligehold og lignende, forventet inflation på 2% og opgjort tomgang.

Selskabet har investeringsejendomme for t.kr. 240.802, hvor der i året er en værdiregulering på t.kr. 58.193. Selskabets nettoomsætning udgør t.kr. 6.559, hvilket omfatter huslejeindtægter og selskabets eksterne omkostninger vedrørende investeringsejendomme udgør t.kr. 6.276, hvilket omfatter alle omkostninger forbundet med drift og administration af investeringsejendomme, reparation og vedligeholdelse mv. jf. anvendt regnskabspraksis.

I note for investeringsejendomme i årsrapporten er følgende oplyst:

- Ejendommen har et samlet areal på 7.667 m², og den gennemsnitlige leje for ejendommen ved udgangen af 2023 var 927 kr./m².
- Diskonteringsfaktor (inkl. inflation) er fastsat til 5,4%
- En forøgelse af diskonteringsfaktoren med 0,5% vil reducere dagsværdien med ca. 20 mio. kr.
- Terminalværdien er opgjort som den budgetterede og normaliserede nettopengestrøm i år 10, divideret med den fastsatte diskonteringsfaktor (ekskl. inflation)
- Den samlede tomgang udgjorde 0,4% pr. 31.12.23

Derudover oplyses det, at der er væsentlig usikkerhed forbundet med fastsættelsen af diskonteringsfaktoren, da der i området, hvor selskabets ejendom er beliggende, er et begrænset antal af ejendomme. Desuden er det forudsat, at den nuværende udlejning fastholdes, mens boliger renoveres i takt med fraflytning for at kunne opnå leje svarende til det lejedes værdi.

Selskabet giver oplysninger om 12 ud af 13 af de krav om oplysninger, som Erhvervsstyrelsen mener er centrale forudsætninger for regnskabet. Se nedenstående tabel for et overblik over kravene, og hvilke krav selskabet overholder.

	Erhvervsstyrelsens vejledning	KLP Teglholtsgade 1-3 A/S
Værdiansættelsesmetode	Oplyses i anvendt regnskabspraksis	Ja, oplyst i anvendt regnskabspraksis
Dagsværdi	X	Ja
Ejendomsstype	X	Ja
Beliggenhed	X	Ja
Afkastkrav	X	Ja
Inflation	X	Ja
Tomgangsprocent	X	Ja
Leje pr. m2	X	Ja
Diskonteringsfaktor	X	Ja
Diskonteringsperiode	X	Ja
Terminalværdi	X	Nej, der står hvordan den er opgjort
Følsomhed	X	Ja
Anvendelse af uvildig vurderingsmand	X	Ja, oplyst i anvendt regnskabspraksis

Tabel 8 - Oplysninger af centrale forudsætninger – Stockholmsgade 23 P/S

Ud fra oplysningerne i årsrapporten foretages der en beregning af dagsværdien ud fra DCF-modellen. Beregningen er opstillet i t.kr. og fremgår herunder:

Cash flowet i budgetperioden	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Lejeindtægter	7.107	7.249	7.394	7.542	7.693	7.847	8.004	8.164	8.327	8.494	8.664
Øvrige indtægter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tomgang	-28	-29	-30	-30	-31	-31	-32	-33	-33	-34	
Bruttoleje	7.079	7.220	7.365	7.512	7.662	7.816	7.972	8.131	8.294	8.460	8.664
Driftsudgifter											0
Ejendomsskat og forsikring	-6.276	-6.402	-6.530	-6.660	-6.793	-6.929	-7.068	-7.209	-7.353	-7.500	-7.650
Administration											0
El, vand og varme											0
Renovation											0
Forbedringer											0
Vedligehold											0
Forbedringer											0
Udgifter i alt	-6.276	-6.402	-6.530	-6.660	-6.793	-6.929	-7.068	-7.209	-7.353	-7.500	-7.650
Cash flow	803	819	835	852	869	886	904	922	941	960	1.013
Tilbagediskontering af cash flow fra budgetperiode			Terminalværdi					Ejendommens værdi			
Diskonteringsfaktor	3,40%		Afkastkrav			3,43%		Sum af tilbagediskonteret cash flow og tilbagediskonteret terminalår			
Tilbagediskonterede værdier fra år:											
År 1	803		Terminalværdi:			29.544		Ejendommens værdi			
År 2	792										28.705
År 3	781										
År 4	771		Tilbagediskontering af terminalværdi								240.802
År 5	760		Nutidsværdi af terminalværdi ved 10-årig								
År 6	750		budgetperiode ift. diskonteringsfaktor ekskl. inflation								212.097
År 7	740										
År 8	730		Beregnet nutidsværdi			21.148					88,08%
År 9	720										
År 10	710										
Sum af tilbagediskonterede værdier	7.557										

Tabel 9 - Beregning af dagsværdi – Stockholmsgade 23 P/S

Ud fra de oplysninger som fremgår af årsrapporten, beregnes ejendommens dagsværdi til t.kr. 28.705. Der er således en forskel mellem ovenstående beregning og den oplyste dagsværdi i årsrapporten på t.kr. 212.097. Dette svarer til 88,08%, hvilket er en meget stor forskel.

Denne forskel kan skyldes flere forskellige ting. Der er i beregningen taget udgangspunkt i den gennemsnitlige leje for ejendommen ved udgangen af 2023 samt i de eksterne omkostninger vedrørende investeringsejendomme i 2023. Der står ikke oplyst i årsrapporten, om disse indtægter og omkostninger svarer til det normaliserede driftsresultat. Der står dog oplyst, at boligerne renoveres i takt med at de fraflyttes, for derved at kunne opnå leje svarende til lejedes værdi. Dette kan betyde, at den gennemsnitlige leje for ejendommen ved udgangen af 2023 ikke svarer til det lejedes værdi, og selskabet kan i deres dagsværdiberegning have brugt en leje svarende til det lejedes værdi efter renoveringer i stedet for den leje, der er brugt i beregningen i tabel 9. Derudover kan det også forventes, at driftsudgifterne indeholder høje vedligeholdelsesomkostninger, der ikke fortsætter i alle 10 budgetår samt i terminalåret.

Ejendommen blev handlet i medio 2022 og handlen blev også beskrevet i ejendomswatch.dk. Her oplyste direktøren Michael Nielsen, at man forventer at lave en gennemgribende renovering af tagetagen (Klintorp, 2022), hvorfor dette må vurderes at indgå i de realiserede tal for 2022 samt 2023. Der er på baggrund af ovenstående informationer, udarbejdet en beregning mere på værdiansættelsen, hvorpå det er forudsat, at i år 3 (svarende til 2026) vil driftsudgifterne for ejendommene falde med 6 mio. kr., og hvor den nuværende leje fastholdes. I denne beregning kommer man frem til en dagsværdi på t.kr. 218.223, der mindsker afvigelsen til 9,38%, svarende til en forskel imellem den indregnede værdi og den efterregnede værdi på t.kr. 22.579.

Cash flowet i budgetperioden	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår	Inflation
Lejeindtægter	7.107	7.249	7.394	7.542	7.693	7.847	8.004	8.164	8.327	8.494	8.664	2,00%
Øvrige indtægter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2,00%
Tomgang	-28	-29	-30	-30	-31	-31	-32	-33	-33	-34		
Bruttoleje	7.079	7.220	7.365	7.512	7.662	7.816	7.972	8.131	8.294	8.460	8.664	
Driftsudgifter	-6.276	-6.402	-530	-541	-551	-562	-574	-585	-597	-609	-621	
Ejendomsskat og forsikring											0	2,00%
Administration											0	2,00%
El, vand og varme												
Renovation											0	2,00%
Forbedringer												
Vedligehold											0	
Forbedringer												
Udgifter i alt	-6.276	-6.402	-530	-541	-551	-562	-574	-585	-597	-609	-621	
Cash flow	803	819	6.835	6.972	7.111	7.253	7.398	7.546	7.697	7.851	8.043	
Tilbagediskontering af cash flow fra budgetperiode			Terminalværdi				Ejendommens værdi					
Diskonteringsfaktor	3,40%		Afkastkrav				3,43%					
Tilbagediskonterede værdier fra år:							Sum af tilbagediskonteret cash flow og tilbagediskonteret terminalår					
År 1	803		Terminalværdi:				234.484					
År 2	792										218.223	
År 3	6.393											
År 4	6.306		Tilbagediskontering af terminalværdi								240.802	
År 5	6.221		Nutidsværdi af terminalværdi ved 10-årig budgetperiode ift. diskonteringsfaktor ekskl. inflation									
År 6	6.137										22.579	
År 7	6.054											
År 8	5.972		Beregnet nutidsværdi				167.845				9,38%	
År 9	5.891											
År 10	5.811											
Sum af tilbagediskonterede værdier	50.378											

Tabel 10 - Beregning af opdateret dagsværdi – Stockholmsgade 23 P/S

Det kan konkluderes, at Stockholmsgade 23 P/S overholder de fleste af kravene til oplysninger om centrale forudsætninger til brug for værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi. Derudover kan det konkluderes, at der ikke er givet nok oplysninger i årsrapporten til beregning af dagsværdien, da der er en forskel på 88,08% i beregningerne. Herunder vil det være optimalt, at der i noten for investeringsejendomme gives oplysninger om terminalværdien, som Erhvervsstyrelsen vurderer som en central forudsætning til brug for at kunne fastsætte en retvisende værdi af ejendommene. Ud fra nuværende oplysninger i årsrapporten er det derfor svært at komme frem til samme værdiansættelse.

7.5. Beierholm – Sydbyen Århus Invest A/S

Sydbyen Århus Invest A/S er stiftet tilbage i 2007, og selskabet er placeret i Aarhus. Selskabets formål er investering i og drift af ejendomme samt øvrige investeringsaktiviteter. Selskabet har ikke et moderselskab med bestemmende indflydelse.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med reglerne for regnskabsklasse B og enkelte tilvalg fra regnskabsklasse C. Selskabets regnskabsår følger kalenderåret, og årsrapporten for 2023 blev godkendt på den ordinære generalforsamling den 25. januar 2024.

Regnskabet er revideret af Beierholm, og revisor har afgivet en revisionspåtegning med høj grad af sikkerhed og uden modifikationer og fremhævelser.

Selskabets resultat for 2023 udgør t.kr. 10.620, hvoraf dagsværdireguleringen af selskabets investeringsejendomme påvirker årets resultat positivt med t.kr. 6.727. Selskabets bruttofortjeneste udgør t.kr. 3.991. Bruttofortjenesten udgøres ifølge den anvendte regnskabspraksis af lejeindtægter, omkostninger vedrørende investeringsejendomme samt andre eksterne omkostninger, der omfatter omkostning til salg og administration.

Selskabets investeringsejendomme udgør på balancedagen t.kr. 75.500. I noten for investerings-ejendomme bliver der ydermere givet oplysninger om årets regulering af investeringsejendomme, der er indregnet i resultatopgørelsen samt primo- og ultimo værdier og årets tilgange af investeringsejendomme. I teksten under noten oplyser ledelsen flere centrale forudsætninger for fastsættelse af dagsværdien. Der bliver givet oplysninger om afkastkravet på 5,75%, og at beregningen er sket på baggrund af et forventet normaliseret driftsresultat på t.kr. 4.336. Ledelsen oplyser derudover også, at de budgetterede lejeindtægter er t.kr. 4.566, og der er på balancedagen indgået lejekontrakter på hele investeringsejendommens areal. Der bliver i regnskabet ikke oplyst om arealets størrelse, samt om der er tale om en ejendom til bolig, retail og/eller produktion/logistik.

Ud fra gennemgangen af årsrapporten, herunder noten for investeringsejendomme samt anvendt regnskabspraksis, fremgår det, at ledelsen oplyser syv ud af ti af de forudsætninger, som Erhvervsstyrelsen vurderer som centrale forudsætninger for regnskabsbrugere. Disse forudsætninger ses i nedenstående tabel.

	Erhvervsstyrelsens vejledning	Sydbyen Århus Invest
Værdiansættelsesmetode	Oplyses i anvendt regnskabspraksis	Ja, oplyst i anvendt regnskabspraksis
Dagsværdi	X	Ja
Ejendomstype	X	Nej
Beliggenhed	X	Ja
Afkastkrav	X	Ja
Inflation	X	Nej
Tomgangsprocent	X	Ja
Leje pr. m2	X	Den samlede budgetterede leje oplyses
Følsomhed	X	Nej
Anvendelse af uvildig vurderingsmand	X	Oplyst, at der ikke anvendes eksterne parter

Tabel 11 - Oplysninger af centrale forudsætninger – Sydbyen Århus Invest A/S

Ledelsen oplyser specifikke oplysninger til brug værdiansættelsen, herunder blandt andet forventet normaliseret driftsresultat samt budgetterede lejeindtægter. Ledelsen oplyser ikke, hvilken type ejendom, der er tale om, hvilket vurderes at være en central forudsætning for at vurdere afkastkravet, da der er stor forskel i afkastkravet, om der er tale om boligudlejning eller udlejning til produktionsvirksomhed.

Ud fra de angivne oplysninger i årsrapporten er der udarbejdet en efterregning af værdiansættelsen på selskabets investeringsejendomme, som fremgår af tabel 12.

	2023
	T.kr.
Lejeindtægter jf. resultatopgørelsen	4.566
Omkostninger til investeringsejendomme	-230
Driftsresultat	4.336
Afkastkrav	5,75%
Beregnete dagsværdi	75.409
Indregnede værdi	75.500
Forskel	-91
%-vis forskel	-0,12%

Tabel 12 - Beregning af dagsværdi – Sydbyen Århus Invest A/S

Den udarbejdede beregning kommer meget tæt på ledelsens egen beregning, og dette sker på baggrund af, at beregningen er sket på baggrund af oplysninger i noten herunder afkast samt det anvendte driftsafkast. Forskellen vurderes til at udgøre afrunding.

7.6. Delkonklusion

Ud fra efterregningerne af selskabernes værdiansættelse ses det, at når selskaberne bruger den afkastbaserede model er det nemmere at komme frem til samme dagsværdi som selskaberne, ud fra oplysningerne som fremgår af selskabernes årsrapporter. Her er forskellen i forhold til den efterregnede værdi og den indregnede værdi i årsrapporterne mellem 0,03% og 2,24%.

Når selskaberne bruger DCF-modellen, kan man ud fra efterregningerne se, at det er sværere at komme frem til samme værdi, som i årsrapporten. Dette skyldes blandt andet, at der ikke er givet nok oplysninger i årsrapporten til beregningerne. Her er forskellen i forhold til den

efterregnede værdi og den indregnede værdi i årsrapporterne mellem 23% og 88%. Selskaberne har en budgetperiode på henholdsvis 10 og 20 år, og der er derfor en høj grad af skøn i beregningerne. Der er blandt andet ikke oplyst om de fremtidige budgetter eller om forventet vedligeholdelse, hvilket gør det svært at komme frem til samme værdi. Der er ikke nogen af selskaberne, som oplyser om alle de forudsætninger, som Erhvervsstyrelsen mener er centrale forudsætninger i årsrapporterne. Ledelsen i selskaberne vurderer ikke alle disse forudsætninger som centrale forudsætninger. Dog er de fleste, af de af Erhvervsstyrelsen vurderede centrale forudsætninger, oplyst i årsrapporterne.

8. Vurdering af centrale forudsætninger

Af ÅRL § 58a, stk. 2 fremgår det, at hvis aktiver og forpligtelser måles til dagsværdi efter §§37-38, og hvis dagsværdien ikke måles på grundlag af observationer på et aktivt marked, så skal der oplyses om de centrale forudsætninger, som er anvendt ved dagsværdiberegningen.

Det fremgår således ikke præcist, hvilke oplysninger der anses for centrale forudsætninger, og det er derfor en fortolkning, som virksomheden træffer og ofte sammen med revisionshuset. Ud fra lovgivningen er det derfor svært at vurdere, hvilke oplysninger der er centrale forudsætninger.

I afsnit 6.3 blev det beskrevet, hvilke retningslinjer tre af de store revisionshuse har i forhold til oplysningskrav, og herunder deres fortolkninger af de centrale forudsætninger samtidig med, at værdiansættelsen af investeringsejendomme blev efterregnet ud fra de oplysninger, som var oplyst i udvalgte årsrapporter i afsnit 7.

De centrale forudsætninger vil således i dette afsnit blive diskuteret og vurderet, hvor der vil blive kigget på, hvorvidt der bliver givet tilstrækkelige oplysninger til regnskabsbruger, således at regnskabsbruger kan efterregne virksomhedens værdiansættelse af investeringsejendomme. Der vil ligeledes blive taget udgangspunkt i analysen i afsnit 7 til vurdering af de centrale forudsætninger.

8.1. Regnskabsbruger

Regnskabsbrugere er også kendt som virksomhedens interessenter. Disse har interesse i at se, hvordan det går virksomheden. Som tidligere beskrevet i afsnit 4.2.4 er det forskelligt i alle virksomheder, hvem der er regnskabsbruger. I en virksomhed, der har til formål at investere og udleje fast ejendom, vil der være begrænset regnskabsbrugere, da virksomheden ofte ikke har ansatte, og ejendomsselskabet har heller ikke påvirkning på lokalsamfundet. Regnskabsbrugere vurderes til at være en begrænset kreds, herunder virksomhedens kreditfaciliteter, ejere samt offentlige instanser. Regnskabsbrugere vil ofte kende til processen ved fastsættelse af investeringsejendomme til dagsværdi, og de vil kræve nødvendige oplysninger, for at kunne vurdere ledelsens udførte skøn samt skabe deres egen vurdering af værdien af ejendommen samt regnskabet som helhed. Når man som regnskabsbruger ikke kender til processen samt de nødvendige oplysninger, kan det dog diskuteres, om regnskabsbruger har fået tilstrækkelige oplysninger i årsrapporten, om der er nogle risici, og om årsrapporten viser det retvisende billede.

8.2. Afkastkrav

Når ledelsen skal beregne dagsværdien af selskabets investeringsejendomme, er et centralt begreb afkastkravet. Et afkastkrav bliver fastsat på baggrund af, hvad en tilfældig mulig investor vil kræve i afkast for at kunne opveje risikoen i investeringen. Der er ikke et specifikt facit på afkastkravet, da det afhænger af flere forskellige faktorer. Afkastkravet er en særdeles følsom sats, der kan påvirke værdien af ejendommene med væsentlige beløb, og dermed påvirke regnskabsbrugers vurdering af regnskabet. Ved fastsættelse af en dagsværdi bliver der gjort brug af en lang række skøn, der påvirker valget af afkastkravet. For at regnskabsbruger kan vurdere værdien, oplyser man centrale forudsætninger i noten, der kan være med til at assistere regnskabsbruger i, hvordan man kommer frem til det fastsatte afkastkrav. I afsnit 6.1.4 er der beskrevet, hvilke forhold der påvirker fastsættelsen af et afkastkrav. Der er både tale om eksterne forhold og ejendomsspecifikke forhold. Hvad skal tages med i årsrapporten, og hvad kan undlades. Det vurderes, at eksterne forhold ikke er relevante at give oplysninger om i årsrapporten, da regnskabsbrugere selv vil kunne finde frem til den risikofrie rente og udviklingen i det generelle renteniveau. Da afkastkravet også er fastsat på baggrund af ejendomsspecifikke forhold, bør ledelsen have fokus på at fremhæve disse i årsrapporten, så det vil være muligt for regnskabsbrugere at vurdere disse. Virksomheden bør blandt andet give oplysninger om

ejendomsstypen, hvilket er meget essentielt for regnskabsbrugere til brug vurdering af afkastkravet. Et afkastkrav for boligudlejning og erhvervsudlejning vil som udgangspunkt være forskelligt, på trods af placering samt standen er identiske, og dermed vurderes ejendomsstypen som en central forudsætning, der bør oplyses i regnskabet. Erhvervsstyrelsen oplyser, at ejendommens beliggenhed er en central forudsætning. Beliggenheden er vigtig, da der er større risiko for tomgang i for eksempel udkantsdanmark i forhold til beliggenheder i større byer.

I afsnit 7.5 er der analyseret på dagsværdien af Sydbyen Aarhus Invest A/S, hvor man kom frem til samme dagsværdi, som der blev oplyst i regnskabet. I noten for investeringsejendomme oplyses der ikke specifikt, hvor ejendommen er beliggende samt hvilken ejendomsstype, der er tale om. Man får blot oplyst et afkastkrav på 5,75%, og at dette er fastlagt på baggrund af beliggenhed, alder, stand samt udlejningsgrad. For at se på om det er tilstrækkelig information, kan det diskuteres, om noten for investeringsejendomme skal kunne stå alene, eller om man skal se på regnskabet som helhed. I virksomhedsnavnet indgår Aarhus Syd, men det vides dog ikke, om det er den specifikke placering for ejendommen eller blot et tilfældigt valgt navn. I ledelsesberetningen oplyses det, at virksomhedens aktivitet består i at udleje erhvervsejendom. Det kan diskuteres, hvorvidt det er tilstrækkelige informationer. Her kan man henlede opmærksomheden til, hvem der er regnskabsbruger af regnskabet. Virksomheden har en positiv likvid beholdning og langfristede gældsforpligtelser, der vedrører ansvarlig lånekapital stillet af virksomhedens aktionærer. Det vurderes derfor, at virksomhedens regnskabsbrugere er virksomhedens ejere, lejere, pengeinstituttet samt offentlige instanser. De nævnte regnskabsbrugere har kendskab til, hvilken ejendom der er tale om, og vil derfor kunne træffe beslutninger på baggrund af deres vurdering af afkastkravet ved hjælp af kendskab til den specifikke ejendom. Omverdenen vil ikke kunne vurdere ledelsens fastsatte afkastkrav på ejendomsspecifikke forhold udover, at udlejningsprocenten er 100%, og der er tale om en erhvervsejendom, der må formodes at ligge i Aarhus. Det vurderes på baggrund af ovenstående, at til brug for vurdering af det fastsatte afkastkrav, skal der som minimum oplyses om beliggenhed samt hvilken type erhvervsejendom, der er tale om. Der er tale om en årsrapport, der er revideret af Beierholm, og det må forventes, at selskabets revisor har efterprøvet det valgte afkastkrav og fundet det retvisende.

Ejendomsstype samt beliggenhed vil, udover at blive brugt til vurdering af afkastkrav, også være relevant for regnskabsbruger, hvis regnskabsbrugeren ønsker at sammenligne ejendommen med lignende ejendomme i området. Med kendskab til ejendomsstype samt beliggenhed vil regnskabsbruger kunne sammenligne det valgte afkastkrav til benchmarks fra store

ejendomsmægler kæder, der løbende beregner og vurderer på afkastkrav i specifikke områder og ejendomstyper på baggrund af realiserede handler.

I årsregnskabsloven er der ikke krav om sammenligningstal på noten for investeringsejendomme. I IAS er der krav om sammenligningstal, og det kan diskuteres, hvorvidt dette er relevant for regnskabsbruger, der kan rekvirere en årsrapport fra tidligere år på Erhvervsstyrelsens hjemmeside. Ledelsen skal altid oplyse, hvorvidt der er sket ændringer i værdiansættelsesmetoden. Det vurderes ud fra ovenstående, at oplysninger om sidste års anvendte afkastkrav kan være relevant. Det kan gøre det mere overskueligt for regnskabsbrugere, der kan vurdere ændringen i afkastkravet, og dermed se om dette udelukkende er ændringer i forhold til makroøkonomiske faktorer.

8.3. Driftsafkast, vedligeholdelse og tomgang

Når man laver en værdiansættelse af en investeringsejendom, tager man blandt andet udgangspunkt i driftsafkastet på ejendommen, og driftsafkastet er blandt andet en central forudsætning. Herunder er forventet inflation og/eller stigning i lejeindtægter relevante oplysninger, som også bør oplyses i årsrapporten.

Det er relevant at kende til den forventede inflation og/eller forventede stigninger i lejeindtægter, når man beregner driftsafkastet. I forlængelse af dette vil det også være relevant at kigge på, hvorvidt det bør oplyses, om lejeindtægterne er på niveau med markedislejen og om midlertidige lejerabatter, hvis der er taget højde for det i dagsværdiberegningen. Da man skal bruge markedislejen i sin beregning af værdiansættelsen, vil det være relevant, at regnskabsbruger kender til dette, hvis de nuværende lejeindtægter ikke er på niveau med denne.

Ved brug af den afkastbaserede model korrigeres der for særlige forhold til sidst i beregningen, hvor der blandt andet tages højde for vedligeholdelse og tomgangsleje. Ved brug af DCF-modellen bliver der i opgørelsen af cash flowet taget højde for vedligeholdelse på ejendommen samt tomgangsleje.

Det er relevant at kende til forventede vedligeholdelsesomkostninger vedrørende ejendommen. De øvrige driftsomkostninger såsom omkostninger til administration, forsikring og

ejendomsskatter er ofte på samme niveau hvert år, men da omkostninger til vedligeholdelse kan være meget svingende, er det væsentligt at få oplyst dette.

Derudover er der tomgangsprocenten, som også er en central forudsætning. Ud fra denne procentdel kan man således se, hvor stor udlejningsprocenten er. Dog fremgår det ikke, hvad tomgangen skyldes. Det kan skyldes flere ting såsom renovering, mangel på lejere eller lignende. Mangel på lejere kan blandt andet skyldes prisen, beliggenheden, eller lejemålets stand. Det kan dermed diskuteres, om årsagen til tomgang er en central forudsætning, som bør oplyses i noten.

Hvis tomgangsprocenten historisk set er høj, vil det være betydningsfuldt for regnskabsbruger at vide hvorfor. Hvis tomgangsprocenten skyldes mangel på lejere, vil virksomheden skulle bruge yderligere ressourcer og omkostninger til gøre lejemålet attraktivt således, at tomgangsprocenten falder. Mangel på lejere kan derfor ses som en central forudsætning, som bør oplyses i årsrapporten.

8.4. Forudsætninger i DCF-modellen

Ud over de centrale forudsætninger som er diskuteret i de ovenstående afsnit, er der ved brug af DCF-modellen nogle yderligere forudsætninger, som er vigtige at kende til, når man skal beregne dagsværdien af en investeringsejendom. Disse centrale forudsætninger er diskonteringsfaktor, diskonteringsperiode og terminalværdien.

Diskonteringsfaktoren er afkastkravet inkl. inflation. Det er derfor relevant, at man kender til inflationen. Terminalværdien kan man blandt andet selv beregne sig frem til ud fra de givne oplysninger i årsrapporten, da denne beregnes som cash flowet i terminalåret delt med afkastkravet. Terminalværdien vurderes derfor ikke som en væsentlig forudsætning for regnskabsbruger.

Diskonteringsperioden er ofte en periode på 5, 10 eller 20 år, og det er derfor relevant for regnskabsbruger at kende til denne. I DCF-modellen indregner man blandt andet lejeindtægter, tomgang, ejendommens driftsomkostninger, vedligeholdelses- og forbedringsomkostninger, særlige indtægter og udgifter mv. for hele budgetperioden. Virksomheden skal på denne måde have et overblik over budgetter langt ud i fremtiden. Disse budgetter bliver ikke oplyst i noten i

årsrapporten, og det kan dermed diskuteres om disse er en central forudsætning, som bør oplyses i noten.

Det kan være svært for regnskabsbruger at efterregne virksomhedens værdiansættelse, når regnskabsbruger ikke kender til virksomhedens budgetter i de kommende 5-20 år, og man kan derfor komme meget langt fra virksomhedens værdiansættelse af ejendommen, når man prøver at efterregne dagsværdien. Regnskabsbruger skal derfor være opmærksom på dette ved beregning af dagsværdien. Virksomhedens budget eller blot dele fra budgettet, såsom større vedligeholdelses- og forbedringsomkostninger samt særlige indtægter og udgifter kan derfor ses som en central forudsætning, som bør oplyses i årsrapporten.

I analysen af udvalgte årsrapporter i afsnit 7 er der analyseret to årsrapporter, hvor værdiansættelsen bliver beregnet ud fra DCF-modellen. Dette er KLP Tegllholmsgade 1-3, som fremgår af afsnit 7.2, og Stockholmsgade 23 P/S, som fremgår af afsnit 7.4. I disse årsrapporter er diskonteringsfaktoren og diskonteringsperioden oplyst. Der bliver ikke oplyst om virksomhedernes budgetter eller dele af budgetter, som gør det svært at efterregne værdiansættelsen af selskabets ejendomme, hvilket fremgår af efterregningen i afsnit 7.2 og 7.4.

Hvis man kigger på årsrapporten for Stockholmsgade 23 P/S, oplyses følgende:

”Det er forudsat, at den nuværende udlejning fastholdes, mens boliger renoveres i takt med de fraflytter for derved at kunne opnå leje svarende til det lejedes værdi. Ved udgangen af 2023 var den gennemsnitlige leje for ejendommen på 927 kr./m2.”

Det er ikke oplyst, hvor høje renoveringsudgifterne forventes at være på de boliger som renoveres i takt med de fraflyttes, og derudover er det heller ikke oplyst, hvilken leje virksomheden forventer at kunne opnå, som svarer til det lejedes værdi. Det er kun oplyst, hvad den gennemsnitlige leje er på ejendommen ved udgangen af 2023. Det er oplyst, at tomgangsprocenten var 0,4% i 2023, hvor den var 16% i 2022, men det er ikke oplyst, hvad den forventede tomgangsprocent er i de kommende år. Da der var så stor forskel på tomgangsprocenten i 2022 og 2023, kan det indikere, at der er store udsving i tomgangsprocenten hvert år.

Virksomhedens budgetter eller dele af budgetter i diskonteringsperioden, herunder forventninger til fremtidig leje, renoveringsudgifter samt tomgangsprocenten, vurderes at være relevante oplysninger i årsrapporten. Da der er en forskel på efterregningen af dagsværdien og den oplyste

dagsværdi i årsrapporten på 88,08% vurderes det, at det er vigtigt at de ovennævnte oplysninger er tilgængelige i årsrapporten, da det ellers kan være svært at efterregne værdiansættelsen.

8.5. Det retvisende billede

Der blev i afsnit 4.2.2. beskrevet, at det er årsregnskabslovens målsætning, at når man aflægger en årsrapport efter reglerne i årsregnskabsloven, skal denne give et retvisende billede af virksomheden, jf. ÅRL § 11. Af stk. 2 fremgår det, at hvis oplysningerne i årsrapporten ikke er tilstrækkelige til at give et retvisende billede, skal der gives yderligere oplysninger.

Derudover er der 9 grundlæggende forudsætninger for aflæggelse af årsrapporten i ÅRL § 13. Her fremgår det blandt andet, at årsrapporten skal udarbejdes på en klar og overskuelig måde, så regnskabsbruger kan træffe beslutninger på baggrund af denne, samt at alle væsentlige forhold skal medtages i årsrapporten.

Hvis regnskabsbruger ikke har mulighed for at efterregne værdiansættelsen af investeringsejendomme ud fra de oplysninger, som er oplyst i årsrapporten, kan det dermed diskuteres, hvorvidt årsrapporten giver et retvisende billede, og om den udarbejdes således at regnskabsbruger kan træffe beslutninger på baggrund af denne, samtidig med at alle væsentlige forhold medtages i årsrapporten.

Når en revisor afgiver en erklæring med høj grad af sikkerhed, må det forventes, som offentlighedens tillidsrepræsentant, at årsrapporten og værdierne heri er retvisende. På den anden side vurderes det, at manglende oplysninger af centrale forudsætninger kan påvirke det retvisende billede, da regnskabsbruger ikke har mulighed for at vurdere på ledelsens forudsætninger for værdiansættelsen.

Hvis ledelsen giver regnskabsbruger alle oplysninger til beregning af dagsværdien, kan der være en risiko for, at det vil påvirke virksomhedens konkurrenceevne. Der kan være følsomme oplysninger i dagsværdiberegningen, som ledelsen ikke vil have ud til omverdenen, og disse kan påvirke virksomhedens konkurrenceevne, og oplysningerne bliver derfor ikke oplyst til regnskabsbruger, da det muligvis kan ende med at skade virksomheden.

Derudover kan årsrapporten risikere at blive uoverskuelig, hvis alle oplysninger til værdiansættelsen af investeringsejendomme bliver oplyst, da det kan virke som for mange oplysninger for

regnskabsbruger. Man skal derfor også huske på en af de grundlæggende forudsætninger for årsrapporten, som er, at den skal udarbejdes på en klar og overskuelig måde.

Der er derfor en svær balancegang i forhold til de oplysninger, som skal oplyses i årsrapporten. Man skal give så mange oplysninger, at regnskabsbruger har en forståelse for en virksomheds værdiansættelse af investeringsejendomme, men derudover skal man også passe på med at give alle eller for mange oplysninger, da det kan skade virksomhedens konkurrenceevne.

8.6. Revisors rolle

I afsnit 4.2.1 blev det oplyst, at det er ledelsens ansvar at aflægge en årsrapport, der er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabsloven, og at regnskabet giver et retvisende billede af selskabets finansielle stilling på balancedagen. Revisor reviderer herefter årsrapporten og konkluderer, hvorvidt man er enige med ledelsen i, at regnskabet giver et retvisende billede af den finansielle stilling på balancedagen. Udover at revidere regnskabet, ser man ofte også revisor assistere ledelsen med opstilling af regnskabet, så regnskabet opfylder formkravene i henhold til årsregnskabsloven.

ÅRL §58a stk. 2 oplyser, at centrale forudsætninger, der er anvendt ved beregningen, skal oplyses. Centrale forudsætninger er i lighed med de foregående afsnit i kapital 8 op til fortolkning og beror på den specifikke ejendom. Det er ledelsens ansvar, at noten for investeringsejendomme er ajour med de centrale forudsætninger for beregningen. Man kan diskutere, hvem der har ansvaret for, at ledelsen i selskaberne har kendskab til ÅRL §58a stk. 2, og hvad der vurderes at være centrale forudsætninger.

Erhvervsstyrelsen har i forbindelse med stikprøvevis kontrol af regnskaber med investerings-ejendomme konstateret forkert behandling heraf og dermed præciseret, hvad de mener er centrale forudsætninger. Erhvervsstyrelsen lægger op til, at vejledningen både henvender sig til virksomheders ledelse samt virksomheders rådgivere.

Ledelsen vil som udgangspunkt undlade så meget som mulig, for ikke at give oplysninger til regnskabsbrugere, herunder konkurrenter eller lejere. Flere revisionshuse laver retningslinjer til internt brug samt publikationer til fortolkning af ÅRL §58a stk. 2, som de kan bruge, når de skal assistere ledelsen med, hvad der skal medtages i noten.

Det vurderes, at når de centrale forudsætninger er med til at bidrage til, at årsrapporten giver et retvisende billede af virksomhedens finansielle stilling på balancedagen, bør revisor assistere ledelsen med oplysning af de centrale forudsætninger. Såfremt ledelsen ikke ønsker at give de nødvendige oplysninger, har revisor pligt til at kommentere dette i sin påtegning.

8.7. Værdiansættelsesmetode

I dette afsnit vil der blive vurderet på, hvilken værdiansættelsesmetode, der vurderes mest hensigtsmæssigt at benytte i forbindelse med værdiansættelse af investeringsejendomme. Der vil i afsnittet blive taget udgangspunkt i afsnit 6 og 7.

Ifølge ÅRL §37 er der oplyst om prioriteret rækkefølge til fastsættelse af, hvilke metoder der skal anvendes til brug for fastsættelse af en dagsværdi. Niveau 1 og 2 i hierarkiet omhandler direkte observerbare transaktioner på et aktivt marked. Det er ikke muligt at finde frem til observerbare transaktioner på ejendomme, der kan bruges til at fastsætte en værdi på balancedagen grundet individuelle forhold, der vægter særdeles højt i forbindelse med en værdiansættelse af ejendomme, herunder beliggenhed. Det er kun muligt at anvende niveau 1 og 2 i dagsværdihierarkiet såfremt, at den specifikke ejendom handles tæt på statusdagen, da værdien fastsættes på baggrund af to uafhængige parter, der bliver enige om, hvad ejendommen skal handles til.

Niveau 3 er den mest anvendte metode til fastsættelse af dagsværdi for investeringsejendomme. I dette niveau beregner man en kapitalværdi ved hjælp af accepterede værdiansættelsesmetoder, herunder DCF-modellen og den afkastbaserede model. For at kunne vurdere, hvilken metode, der vurderes mest hensigtsmæssigt for regnskabsbruger, er der en række forhold, der skal tages in mente.

Ledelsen, der står for at udarbejde værdiansættelsen, har mulighed for at få assistance af eksterne vurderingsmænd. Ledelsen skal overveje sine kompetencer samt deres fremtidige budgetter, inden man vælger at gøre brug af en given beregningsmetode, da en ændring i værdiansættelsesmetode vil være en praksisændring, og der skal redegøres for ændringer for at opnå genomsigtighed. Valg af værdiansættelsesmetode beror på en konkret vurdering fra virksomhed til virksomhed, da det er forskelligt, hvilken metode der vurderes mest hensigtsmæssig for den givne virksomhed.

DCF-modellen er en mere omfattende beregning, der tager højde for flere aspekter langt ud i fremtiden. Der stilles krav til ledelsen, da metoden er mere omfangsrig. I denne metode tager man blandt andet højde for specifikke tidspunkter for fremtidig vedligeholdelse samt den løbende indregning af inflation. Der skal gives yderligere oplysninger i årsrapporten, i det der er flere forudsætninger, der ligger til grund for værdiansættelsen.

Den afkastbaserede model tager udgangspunkt i et normaliseret driftsbudget, og der er mulighed for at regulere for fremtidige vedligeholdelsesomkostninger i fase 3 i modellen. Her er der ikke store påvirkninger på beregningen, hvorvidt vedligeholdelsen udføres i det kommende år

I opgaven er der taget udgangspunkt i to selskaber, der anvender DCF-modellen, og fælles for disse selskaber er, at de ultimative ejere er pensionskasser herunder Danica Pension og KLP Pension. Disse selskaber vurderes at have optimale kompetencer for at kunne gøre brug af DCF-modellen, da det vurderes, at selskaberne har flere ansatte med kompetencer til beregning af værdiansættelse ved brug af denne model. Analysen i afsnit 7 tager udgangspunkt i fem årsrapporter, og årsrapporterne med de største indregnede værdier af investeringsejendomme gør brug af DCF-modellen. Værdien af investeringsejendommene i årsrapporterne, hvor DCF-modellen bliver anvendt, udgør minimum 241 mio. kr.

De resterende tre anvendte årsrapporter anvender den afkastbaserede model som værdiansættelsesmetode. Der er tale om mindre investeringsselskaber udover Partnerselskabet Tangen 17, Aarhus N fra afsnit 7.1, der ultimativt ejes af Pensiondanmark. Den maksimale indregnede værdi af investeringsejendomme i de tre analyserede årsrapporter, hvori den afkastbaserede model bliver anvendt, udgør 152 mio. kr.

Begge værdiansættelsesmetoder omfatter mange skøn. Det kan derfor diskuteres, hvorvidt DCF-modellen er mere retvisende end den afkastbaserede model. Det vurderes, at DCF-modellen tager højde for flere fremtidige forhold end den afkastbaserede model. Hvis disse yderligere forhold og forudsætninger ikke er velovervejede samt sagligt underbygget, er der risiko for, at dette blot bliver overflødigt i værdiansættelsen og dermed gør, at værdien ikke er retvisende.

Henset til regnskabsbrugernes synsvinkel er de centrale forudsætninger for at kunne træffe økonomiske beslutninger på baggrund af årsrapporterne altafgørende. Når en virksomhed anvender DCF-modellen, kræves der flere oplysninger for centrale forudsætninger i forhold til den afkastbaserede model. Det kan diskuteres, hvorvidt anvendelsen af DCF-modellen er med til at

underbygge regnskabsbrugers forståelse af dagsværdien af den pågældende ejendom. Henset til den analyserede samt efterregnede værdi af Stockholmsgade 23P/S i afsnit 7.4 kommer man frem til en afvigelse på 88% imellem den indregnede værdi i balancen og den efterregnede værdi. Der er tale om ejendomme, der er handlet i medio 2022, og det vurderes, at ejendommene der er placeret på Østerbro i København, ikke kan være faldet med mere end 200 mio. kr. på 18 måneder. I de analyserede årsrapporter, hvori der er anvendt den afkastbaserede model til fastsættelse af dagsværdien, er afvigelsen mellem de efterregnede dagsværdier og de indregnede dagsværdier maksimalt 2,24%. Den uvæsentlige afvigelse kan henføres til, at man ved brug af den afkastbaserede model har behov for færre oplysninger for at kunne finde frem til dagsværdien af selskabernes investeringsejendomme.

Det vurderes derfor, at det er mest optimalt at gøre brug af den afkastbaserede model, hvis man som regnskabsbruger, skal komme frem til en dagsværdi med uvæsentlige afvigelser i efterregningen af dagsværdien. Oplysninger omkring driftsafkast samt afkastkrav er som regel oplyst, ligesom de er i de analyserede årsrapporter, og når de er det, er det nemmere at komme frem til den beregnede værdi.

DCF-modellen kræver flere oplysninger til beregningen for at komme frem til den beregnede værdi, da man i opgørelsen tager højde for specifikke transaktioner igennem budgetperioden. Dette betyder også, at der tages højde for flere forhold ud i fremtiden. Der kræves dermed flere oplysninger om centrale forudsætninger, som f.eks. fremtidige budgetter, som ofte ikke er oplyst i årsrapporterne, hvilket også fremgår af analysen af årsrapporterne.

Det kan diskuteres, hvorvidt den afkastbaserede model tager højde for forudsætninger nok, men da denne også anses for at være en anerkendt værdiansættelsesmodel, og man oplyser, hvilken værdiansættelsesmetode der anvendes, kan regnskabsbruger træffe beslutninger heraf.

9. Konklusion

Ved første indregning måles investeringsejendomme til kostpris, jf. ÅRL § 37. Ved efterfølgende indregning kan investeringsejendomme måles til dagsværdi, jf. ÅRL § 38 med værdiregulering over resultatopgørelsen. Til fastsættelse af ejendomme til dagsværdi anvender man dagsværdihierarkiet i ÅRL §37. Man anvender ofte niveau 3 i dagsværdihierarkiet, som er en beregnet kapitalværdi ved hjælp af almindeligt accepterede værdiansættelsesmodeller og teknikker. Årsregnskabsloven fastsætter ikke specifikke metoder til opgørelse af dagsværdien, men de mest anvendte metoder er den afkastbaserede model og DCF-modellen.

Den afkastbaserede model er forholdsvis simpel i forhold til DCF-modellen, som er mere omfattende. Ved den afkastbaserede model tager man kun udgangspunkt i en 12 måneders periode. Man fastsætter et normaliseret driftsafkast, forrentningskrav samt regulerer for særlige forhold, herunder ekstraordinært vedligehold eller tomgang. Ved DCF-modellen tager man udgangspunkt i en budgetperiode som typisk er en periode på 5-20 år, og her beregner man de fremtidige pengestrømme og tilbagediskonterer dette til nutidsværdien. Ledelsen skal således have et overblik over de fremtidige budgetter langt ud i fremtiden, og der er således flere skøn forbundet med DCF-modellen.

Når investeringsejendomme indregnes til dagsværdi, er der nogle oplysningskrav, som fremgår af ÅRL §58a. Her fremgår det blandt andet, at der skal oplyses om de centrale forudsætninger, som er anvendt ved dagsværdiberegningen. Der oplyses ikke hvilke oplysninger, der anses for centrale forudsætninger, og det er derfor en fortolkning, som virksomheden træffer sammen med revisionshuset. Større revisionshuse samt Erhvervsstyrelsen har beskrevet, hvad de mener er centrale forudsætninger, hvilket blandt andet omfatter ejendomstype, beliggenhed, afkastkrav eller diskonteringsfaktor, forventet inflation, tomgangsprocent, diskonteringsperiode, terminalværdi, følsomhedsanalyse og forventet vedligeholdelse. Alle fortolkninger lægger op til, at det beror til en konkret vurdering ejendom for ejendom, for at kunne fastsætte de centrale forudsætninger. Der er en svær balancegang i forhold til oplysning af de centrale forudsætninger i årsrapporten. Man skal give oplysninger, så regnskabsbruger har en forståelse for en virksomheds værdiansættelse af investeringsejendomme, men man skal heller ikke give for mange oplysninger, hvis det kan skade selskabets konkurrenceevne.

Ledelsen bestemmer selv, hvilken værdiansættelsesmetode de vil anvende, og det er forskelligt fra virksomhed til virksomhed, hvilken værdiansættelsesmetode der er mest hensigtsmæssig.

Der er mange skøn forbundet med begge værdiansættelsesmetoder. DCF-modellen tager højde for flere forhold ud i fremtiden end den afkastbaserede model, men hvis disse forhold ikke er velovervejet, betyder det nødvendigvis ikke, at DCF-modellen er mere retvisende end den afkastbaserede model. Der ligger flere skønsmæssige forudsætninger til grund for værdiansættelse ved brug af DCF-modellen, og som det fremgår i analysen, er det svært at komme frem til samme værdi, som i årsrapporten, når selskaberne bruger DCF-modellen, da der blandt andet ikke er oplyst om fremtidige budgetter og forventet vedligeholdelse. Ved efterregningerne ses det også, at det er nemmere at komme frem til samme dagsværdi som i årsrapporten, når virksomhederne bruger den afkastbaserede model, hvor afvigelserne er meget små. Man kan på den ene side sige, at den afkastbaserede model er mest hensigtsmæssig til regnskabslæsers forståelse af værdiansættelsen, da afvigelserne i efterregningerne er uvæsentlige. På den anden side bliver der i den afkastbaserede model ikke anvendt forhold, som vil blive anvendt i beregningen ved brug af DCF-modellen, der tager udgangspunkt i flere år end den afkastbaserede model. Dog er dette en begrænsning i beregningsmetoden ved den afkastbaserede model, og hvis man bruger denne, vurderes dagsværdien at være retvisende i forhold til denne model.

Udfordringerne ved indregning og måling af investeringsejendomme til dagsværdi er således de faktorer og forudsætninger, man bruger i de enkelte værdiansættelsesmetoder til fastsættelse af investeringsejendommenes dagsværdi. De centrale forudsætninger er vigtige for at imødekomme regnskabsbrugers forståelse af værdiansættelsen. Det fremgår ikke af årsregnskabsloven, hvilke oplysninger der anses for centrale forudsætninger. Det dermed er op til ledelsen at vurdere de centrale forudsætninger, og det kan være udfordrende for regnskabsbruger at forstå værdiansættelsen, hvis virksomheden ikke har nok oplysninger med om de centrale forudsætninger med i årsrapporten.

10. Perspektivering

Ejendomsbranchen er hele tiden i udvikling. Som nævnt i opgaven er værdien af fast ejendom fastsat på baggrund af eksterne og interne forhold. Eksterne forhold er blandt andet renteniveauet. Når renten stiger, falder værdien af ejendommen og omvendt. Interne forhold for den specifikke ejendom er blandt andet risikoen for tomgang, hvilket kan vurderes på baggrund af ejendommens type samt standen. Dette kan henlede til, at efterspørgslen efter en specifik ejendoms type er med til at påvirke afkastkravet og dermed værdiansættelsen.

Generelt inden for investeringer er der begyndt at være mere fokus på bæredygtighed. Dette gælder generelle investeringer i investeringsforeninger, der nu tilbyder en gruppe af bæredygtige aktier samt investeringer i ejendomme. (Forbrugerrådet tænktank, 2021)

Bæredygtighed i byggeri kan indarbejdes på mange måder. Det er muligt at indarbejde det i byggematerialerne til opførelse af ejendommen, hvor man vil undgå at gøre brug af ressourcerkrævende produkter, herunder cement og beton og derimod bygge i træ herunder mulighed for at genanvende træ. Bæredygtighed kan også anvendes i driften af ejendommen. Det vil blandt andet være igennem solceller eller anvendelse af regnvand. (Bæredygtigtbyggeri.dk, 2022)

Den øgede efterspørgsel efter bæredygtige investeringer skyldes blandt andet også den nye ESG-rapportering, som løbende bliver indført som et krav for virksomheder af EU. Det betyder, at ejendomssejere nu skal opfylde klimamål. Derudover vil erhvervslejerne fremover også ønske lejemål, der passer til virksomhedernes ESG-mål samt forpligtelser. (Colliers, 2023)

ESG-rapportering går ud på, at virksomheder skal rapportere indenfor tre områder: miljømæssige (E), sociale (S) og ledelsesmæssige (G) forhold. Rapportering er til brug for bedre styring af forholdene i virksomhederne. Miljømæssig rapportering kan henhøres til ressourceforbrug. Til en start vil det kun være Børsnoteret selskaber samt Regnskabsklasse C med mere end 250 ansatte, der skal udarbejde ESG-rapportering. Dog vil mange små og mellemstore virksomheder herunder ejendomsselskaber blive omfattet indirekte grundet afrapportering af data til deres store kunder, der skal anvende dette i sin egen ESG-rapportering. (PwC, 2023)

Ejendomsselskaber kan derfor overveje at investere bæredygtigt fremadrettet, da risikoen for blandt andet tomgang formentlig vil blive mindsket, grundet den øgede efterspørgsel efter bæredygtige lejemål, til brug for blandt andet ESG-rapportering for Erhvervslejerne.

11. Tabelfortegnelse

Tabel 1 - Overblik over fortolkninger af oplysningskrav fra de store revisionshuse	37
Tabel 2 - Oplysninger af centrale forudsætninger - Partnerselskabet Tange 17 Aarhus N.....	40
Tabel 3 - Beregning af dagsværdi – Partnerselskabet Tange 17 Aarhus N	41
Tabel 4 - Oplysninger af centrale forudsætninger - KLP Teglholtsgade 1-3 A/S.....	43
Tabel 5 - Beregning af dagsværdi – KLP Teglholtsgade 1-3 A/S	44
Tabel 6 - Oplysninger af centrale forudsætninger – Egeborg A/S	46
Tabel 7 - Beregning af dagsværdi – Egeborg A/S	47
Tabel 8 - Oplysninger af centrale forudsætninger – Stockholmsgade 23 P/S.....	49
Tabel 9 - Beregning af dagsværdi – Stockholmsgade 23 P/S.....	49
Tabel 10 - Beregning af opdateret dagsværdi – Stockholmsgade 23 P/S.....	51
Tabel 11 - Oplysninger af centrale forudsætninger – Sydbyen Århus Invest A/S.....	52
Tabel 12 - Beregning af dagsværdi – Sydbyen Århus Invest A/S	53

12. Litteraturliste

Andersen, I., 2019. *Den skinbarlige virkelighed, vidensproduktion i samfundsvidenskaberne*. 6 red. s.l.:Samfundslitteratur.

BDO, 2020. *Værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi*. [Online]
Available at: <https://www.bdo.dk/da-dk/faglig-info/depechen/depechen-artikler-2020/vaerdiansaettelse-af-investeringsejendomme-til-dagsvaerdi>

BDO, 2022. *Regnskabsmæssige kategorier af ejendomme*. [Online]
Available at: <https://www.bdo.dk/da-dk/faglig-info/brancher/real-estate/regnskabsm%C3%A6ssige-kategorier-af-ejendomme>

Bæredygtigtbyggeri.dk, 2022. *Bag om bæredygtighed*. [Online]
Available at: <https://www.xn--bredygtigtbyggeri-rrb.dk/hvad-er-baeredygtigt-byggeri>

Colliers, 2023. *Bæredygtige ejendomme*. [Online]
Available at: <https://www.colliers.com/da-dk/countries/denmark/b%C3%A6redygtige-ejendomme>

Deloitte, 2017. *Investeringsejendomme, oplysninger i årsrapporten*, s.l.: s.n.

Deloitte, 2022. *IAS 40 - Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme*. København: Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab.

Deloitte, 2023. *Deloitte ÅrsNyt 2023*. [Online]
Available at: <https://www2.deloitte.com/dk/da/pages/audit/articles/Deloitte-arsnyt-2023.html>

Egeborg A/S, 2024. *Årsrapport 2023*, Viborg: Egeborg A/S.

Erhvervsministeriet, 2022. *Bekendtgørelse af årsregnskabsloven*. [Online]
Available at: <https://www.retsinformation.dk/eli/lta/2022/1441>

Erhvervsstyrelsen, 2023. *Vejledning - Måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter årsregnskabsloven*. [Online]
Available at: https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/2023-11/Vejledning-maaling-investeringsejendomme-dagsvaerdi-efter-aarsregnskabsloven-nov2023_TA.pdf

Erhvervsstyrelsen, 2024. *CVR - Det Centrale Virksomhedsregister*. [Online]
Available at:

<https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/40795960?fritekst=40795960&sideIndex=0&size=10>

Erhvervsstyrelsen, 2024. *Krav til årsrapportens indhold*. [Online]
Available at: <https://erhvervsstyrelsen.dk/krav-til-aarsrapportens-indhold>

EY, 2023. Dagsværdimåling. I: *Indsigt i årsregnskabsloven 2023/24*. København: s.n., pp. 67-79.

EY, 2023. Generelt om balancen. I: *Indsigt i årsregnskabsloven 2023/24*. København: s.n., pp. 229-240.

EY, 2023. Grundlæggende krav til årsrapporten. I: *Indsigt i årsregnskabsloven 2023/24*. København: s.n., pp. 49-65.

EY, 2023. *Indsigt i årsregnskabsloven 2023/24*. 10 red. Danmark: EY Godkendt Revisionspartnerselskab.

EY, 2023. Investerings ejendomme. I: *Indsigt i årsregnskabsloven 2023/24*. København: s.n., pp. 280-292.

EY, 2023. Lovens opbygning - byggeklodsmodellen. I: *Indsigt i årsregnskabsloven 2023/24*. København: s.n., pp. 22-42.

EY, 2023. Materielle aktiver. I: *Indsigt i årsregnskabsloven 2023/24*. København: s.n., pp. 267-279.

EY, 2023. *Årsrapportmodel C-stor - eksempel 2023*, s.l.: EY Godkendt Revisionspartnerselskab.

EY, 2024. *Lovændringer til årsregnskabsloven er vedtaget den 2. maj 2024*. [Online]
Available at: https://www.ey.com/da_dk/assurance/lovaendringer-til-aarsregnskabsloven-er-vedtaget

Forbrugerrådet tænk, 2021. *Sådan investerer du etisk og bæredygtigt*. [Online]
Available at: <https://taenk.dk/privatoekonomi/investering/baeredygtig-etisk-investering-saadan>

FSR, 2018. *Årsregnskabet – hvilken sikkerhed skal du vælge?*. [Online]
Available at: <https://www.fsr.dk/aarsregnskabet-hvilken-sikkerhed-skal-du-vaelge>

Klintorp, E. B., 2022. *Pensionsselskab køber københavnske andelsboliger for knap 300 millioner*. [Online]

Available at: <https://ejendomswatch.dk/Ejendomsnyt/Investorer/article14149160.ece>

KLP Teglholmsgade 1-3 A/S, 2024. *Årsrapport 2023*, København: KLP Teglholmsgade 1-3 A/S.

Partnerselskabet Tangen 17, Aarhus N, 2024. *Årsrapport 2023*, København: Partnerselskabet Tangen 17, Aarhus N.

Pensiondanmark, 2024. *Alfa Company house*. [Online].

Petersen, L., 2022. *Eksternt regnskab - Årsregnskabsloven i praktisk perspektiv*. 5. red. s.l.:Hans Reitzels Forlag.

PwC, 2023. *ESG Rapportering - Sådan kommer du godt i gang*. [Online]
Available at: <https://www.pwc.dk/da/services/sme/artikler/esg-rapportering-saadan-kommer-du-godt-i-gang.html>

PwC, 2024. *Regnskabshåndbogen*. Hellerup: PwC.

Retsinformation, 2022. *Årsregnskabsloven*. [Online]
Available at: <https://www.retsinformation.dk/eli/lt/2022/1441>

Stockholmsgade 23 P/S, 2024. *Årsrapport 2023*, København: Stockholmsgade 23 P/S.

Sydbyen Århus Invest A/S, 2024. *Årsrapport 2023*, Aarhus: Sydbyen Århus Invest A/S.