



VÆRDIANSÆTTELSE AF INVESTERINGSEJENDOMME

Afgangsprøjt HD 2. Del - Regnskab og Økonomistyring - AAU

Anslag: 150.801

Normsider: 74

Udarbejdet af

Marcus Kiefert Nonboe

Anders Simoni Nielsen

Nicolaj Østergaard Bak

Mathias Nyholm

Vejleder

Allan Damsgaard

Afleveringsdato

12. Maj 2025

Abstract

This project, undertaken as part of the final stage of the HD2 program in Accounting and Economic Management at Aalborg University and has been prepared in the period January to May 2025. It investigates the challenges involved in determining the fair value of investment properties, with a particular emphasis on companies based in the Northern Jutland region of Denmark. The study's primary objective is to examine the challenges involved in adhering to the Danish Annual Accounts Act (Årsregnskabsloven) and effectively meeting the diverse informational needs of financial statement users, thereby enabling sound financial decision-making. This is addressed through the central research question: "What challenges are associated with the valuation of investment properties in North Jutland, and how is it ensured that both the requirements of the Danish Financial Statements Act are complied with, and the accounting user's decision-making basis is covered?"

To address this research question, the project employs a mixed-methods approach. It begins with a thorough review of the relevant provisions within the Danish Annual Accounts Act that pertain to the accounting treatment and disclosure requirements for investment properties. This set of rules is then compared with an analysis of different valuation methods, including market-based approaches and income-based techniques such as Discounted Cash Flow (DCF) models. Subsequently, the project includes a detailed analysis of four annual reports from Northern Jutland companies, carefully selected to represent a spectrum of auditing practices, from firms associated with the "Big 4" to smaller, regional firms. These analyses focus on how valuation methods are applied in practice and the extent to which companies disclose key assumptions and sensitivities underlying their valuations. Finally, the project assesses the impact of these disclosure choices on the financial reporting process, particularly from the perspective of financial statement users and their decision-making. This analysis addresses the key question of what effect the selection of information within the annual report has on the information available to and ultimately utilized by users of financial statements. The aim of this project is to determine the overall effectiveness of the currently implemented valuation methods in terms of both reliability and relevance, promote greater transparency, encourage informed investment decisions, and uphold trust and credibility in corporate financial statements.

Indholdsfortegnelse

1 Forord	4
2 Indledning	5
3 Problemstilling	7
3.1 Interesse for projektskrivning.....	7
3.2 Problemformulering.....	8
3.3 Arbejdsspørgsmål	8
4 Afgrænsning.....	9
5 Metode	11
5.1 Vidensproduktionsprocessen.....	11
5.2 Valg af metode.....	13
5.3 Dataindsamling.....	13
5.4 Kildekritik	14
5.5 Disposition	15
5.5.1 Den redegørende del.....	15
5.5.2 Den analyserende del.....	16
5.5.3 Den diskuterende del	17
6 Grundlæggende redegørelse for årsregnskabslovens krav til årsrapporten	18
6.1 Generel introduktion til lovens formål og anvendelsesområde.....	18
6.2 Regnskabsklasse B.....	19
6.3 Definition af det retvisende billede.....	20
6.4 Hvad er en investeringsejendom.....	20
7 Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme	21
7.1 Indregning og måling af investeringsejendomme	21
7.2 Dagsværdihierakiet	23
7.3 Oplysningskrav	24
7.4 Udfordringer ved forskellige målemetoder	25
8 Værdiansættelsesmetoder for investeringsejendomme.....	26
8.1 Markedsmetoden (Niveau 1 & 2)	27
8.2 Afkastbaserede metode (Niveau 3).....	28

8.3 Indkomstmetoden (DCF-modellen) (Niveau 3)	30
8.4 Sammenholdelse af metoder	32
9 Analyse af faktorer som kan påvirke målingen af værdiansættelsen	33
9.1 Inflation.....	33
9.2 Renteniveau	34
9.3 Lejeindtægter	35
9.4 Tomgang	36
9.5 Beliggenhed.....	39
9.6 Forrentningsfaktor	41
10 Værdiansættelse af investeringsejendomme i Nordjylland.....	43
10.1 Analyse af regnskaber i Nordjylland	43
10.2 Boligselskabet Vigen ApS (EY Godkendt revisionspartnerselskab).....	44
10.3 Lykkebo A/S (Beierholm Godkendt Revisionspartnerselskab)	47
10.4 Østre Havnepromenade A/S (BDO Statsautoriseret Revisionspartnerselskab)	50
10.5 Budolfi Plads A/S (Deloitte Statsautoriseret Revisiosnpartnerselskab)	53
10.6 Sammenholdelse af årsrapporterne med Erhvervsstyrelsens vejledning	56
10.7 Forslag til korrekt noteoplysning af investeringsejendomme i årsrapporten	59
11 Effekt af valget af oplysninger for regnskabsbrugeren.....	61
11.1 Observeret punkter i årsrapporterne.....	61
11.2 Manglende følsomhedsanalyse	63
11.3 De centrale forudsætninger	64
11.4 Tomgang.....	65
11.5 Delkonklusion.....	67
12 Konklusion	68
13 Perspektivering.....	70
14 Bibliografi	71
15 Bilag.....	74

1 Forord

Dette projekt er blevet udviklet som en del af afslutningen på HD2-uddannelsen i Regnskab og Økonomistyring ved Aalborg Universitet, og det strækker sig over perioden fra januar til maj 2025. Hovedformålet med projektet er at demonstrere vores evne til at identificere, analysere, diskutere og vurdere komplekse problemstillinger inden for de fagområder, der er dækket af uddannelsen. Projektet fokuserer primært på emnet eksternt regnskab, men inddrager også relevante aspekter fra regnskabsanalyse og virksomheders finansielle planlægning.

I dette projekt vil vi dokumentere og synliggøre de kompetencer, vi har opnået gennem hele vores HD-studie. Disse kompetencer omfatter evnen til at anvende videnskabelige teorier, udføre grundige analyser af gældende lovgivning og implementere metoder, der er relevante for det valgte og afgrænsede emne: "Værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi". Projektet vil derfor omfatte en dybdegående teoretisk og praktisk undersøgelse af, hvordan selskaber indregner investeringsejendomme, og hvordan denne indregning bidrager til at skabe et retvisende billede af virksomhedens økonomiske tilstand.

Desuden vil vi gerne takke vores vejleder, Allan Damsgaard, samt vores kolleger for at have ydet faglig sparring og vejledning, som har været stor hjælp gennem hele projektforløbet.

Projektet har udfordret vores færdigheder og udvidet vores viden inden for emnet. Vi er overbeviste om, at en dybere undersøgelse og forståelse af problemstillingen kan føre til en mere ensartet fortolkning af de oplysninger, der gives om investeringsejendomme vurderet til dagsværdi.

2 Indledning

I en tid, hvor økonomiske aktiviteter bliver mere komplekse og varierede, er behovet for præcis og gennemsigtig regnskabsaflægning blevet en nødvendig faktor. Regnskaberne spiller en essentiel rolle i at give alle relevante interessenter – fra investorer og kreditorer til selskabets ledelse og tilsynsmyndigheder – et solidt grundlag for at træffe informerede beslutninger. Dette behov er særligt udtalt inden for investeringsejendom, hvor udgør en betydelig del af virksomhedens samlede aktiver. I denne sektor er det afgørende, at værdien af ejendom og andre investeringer vurderes og indregnes korrekt, da fejl i vurderingen kan underminere tilliden til selskabets økonomiske rapporter. (BDO, 2025)

Investeringsejendomme er en særlig kompleks kategori af aktiver, fordi de har forskellige karakteristika, geografisk placering og formål. Disse faktorer skaber udfordringer med at fastlægge den rette værdi i regnskabet. Selskaber står derfor over for en stor opgave med at håndtere vurderinger og usikkerheder, som kan påvirke det endelige resultat i årsregnskabet. (Statsaut, 2025)

Ejendomssektoren spiller en central rolle både i den danske og den globale økonomi, og dens betydning er stor. Ejendomme udgør ofte en stor del af et selskabs samlede aktiver, hvilket gør det vigtigt at vurdere deres værdi præcist. En korrekt værdiansættelse er nødvendigt for at give et retvisende billede af selskabets økonomi og resultater. (BDO, 2025)

Ifølge de gældende krav for regnskabsaflægning skal danske selskaber præsentere deres finansielle resultater og økonomiske stilling i overensstemmelse med den danske årsregnskabslov (ÅRL). Inden for lovens rammer skal investeringsejendomme indregnes og værdiansættes i regnskabet efter principperne for aktivers indregning og måling, herunder vurderingen af deres værdi. (FSR, 2025)

Årsrapporten er en vigtig informationskilde for interessenter, da den giver indsigt i selskabets resultater og fremtidsudsigter. Interessenter bruger regnskabet til at vurdere selskabets økonomiske stabilitet, risikoprofil og vækstpotentiale. Derfor er det essentielt, at investeringsejendomme værdiansættes præcist, så de reelle økonomiske forhold afspejles, hvilket muliggør velinformerede beslutninger. (FSR, 2025)

Branchen for investeringsejendomme er præget af komplekse forhold, der kan påvirke vurderingsprocessen. Elementer som ejendomstype, geografisk placering, driftsforhold og markedsdynamikker kan skabe usikkerhed og kræve vurderingsskøn. Derfor er det vigtigt, at selskaber har en solid forståelse af og følger de rette regnskabsmæssige principper og metoder. Dette sikrer, at ejendommenes værdi afspejler deres reelle økonomiske betydning og giver en retvisende præsentation af selskabets finansielle situation.

Dette projekt undersøger de udfordringer, der knytter sig til værdiansættelsen af investeringsejendomme i henhold til den danske årsregnskabslov. Fokus er på, hvordan virksomheder kan sikre overholdelse af lovgivningens krav og samtidig imødekomme interessenters behov for pålidelig og relevant information. Projektet har til formål at belyse de centrale problemstillinger i værdiansættelsesprocessen og give indblik i, hvordan virksomheder kan præsentere en retvisende økonomisk status. Endvidere forventes projektet at have praktisk relevans for selskaber, revisorer, tilsynsmyndigheder og andre interessenter ved at give konkrete vurderinger af den nuværende praksis inden for regnskabsaflæggelse og værdiansættelse af investeringsejendomme.

3 Problemstilling

3.1 Interesse for projektskrivning

Den nuværende udvikling på ejendomsmarkedet i Nordjylland har skabt en øget interesse for investeringsejendomme blandt vores kunder. Som revisorer opleves der, at mange udvider deres investeringsporteføljer og i stigende grad fokuserer på ejendomsinvesteringer. Denne tendens er særlig relevant, da markedet er præget af usikkerhed, hvilket kan føre til væsentlige forskelle i værdiansættelser og potentielt påvirke det retvisende billede i virksomhedernes årsrapporter.

Markedsværdier på investeringsejendomme medfører store værdiansættelser og potentielle gevinster, men samtidig kan de skabe udfordringer i forhold til korrekt indregning og måling af ejendommene i regnskabet. Det er afgørende, at værdiansættelsen afspejler en retvisende økonomisk situation, da dette er fundamentalt for regnskabsbrugernes beslutningsgrundlag. Forskellige metoder til måling og indregning kan dog give forskellige resultater, hvilket gør det relevant at undersøge, hvilke metoder der anvendes, og hvilke udfordringer der er forbundet med dem.

Dette projekt vil derfor fokusere på de gældende krav i årsregnskabsloven samt analysere de forskellige værdiansættelsesmodeller og deres konsekvenser for regnskabsaflæggelsen. Desuden vil vi undersøge, om de oplysninger, der gives i årsrapporterne, er tilstrækkelige til at sikre gennemsigtighed for regnskabsbrugere.

Dette er i relation til vores eget arbejde som revisorer, hvor vi med egne erfaringer har oplevet at erhvervsstyrelsens vejledning kan være svær at fortolke. I forbindelse med opstilling og revision af årsrapport, har vi yderligere oplevet at ledelsen for selskaberne også har fundet erhvervsstyrelsens vejledning svær at fortolke. Hensigten med udarbejdelsen af projektet er b.l.a. for at udvide vores egen videns horisont indenfor emnet. Yderligere er interessen for en specifik gennemgang af årsrapporter med anden revisor også stor, for at skabe et indtryk af anden revisors og ledelses fortolkning af erhvervsstyrelsen.

3.2 Problemformulering

Hvilke udfordringer er forbundet med værdiansættelsen af investeringsejendomme i Nordjylland, og hvordan sikres det, at både årsregnskabslovens krav overholdes og regnskabsbrugerens beslutningsgrundlag dækkes?

3.3 Arbejdsspørgsmål:

1. Hvilke metoder anvendes til værdiansættelse af investeringsejendomme, og hvilke udfordringer er forbundet med disse?
2. Hvilke krav er der til indregning, måling og oplysninger for selskaber, der investerer i investeringsejendomme efter den danske årsregnskabslov?
3. Hvordan har valg af informationer i årsrapporten effekt for regnskabsbrugeren og deres beslutningsgrundlag?

4 Afgrænsning

Dette projekt koncentrerer sig om værdiansættelse af investeringsejendomme i Nordjylland, som reguleret af den danske årsregnskabslov. Vi vil dække forskellige metoder til værdiansættelse, men hovedsageligt med afsæt i metoden dagsværdi. Ved at fokusere udelukkende på investeringsejendomme afgrænser vi os fra andre aktiver, såsom værdipapirer, der også kan vurderes til dagsværdi. Dette valg sikrer en dybdegående behandlingen af de specifikke udfordringer og metoder relateret til ejendomsmarkedet. Hertil har vi afgrænset os til branchekoden: 682040 "udlejning af erhvervsejendomme", som omfatter udlejning af investeringsejendomme og herunder også privatbeboelse. (CVR, 2025)

Vores analyse anvender udelukkende kravene fra den danske årsregnskabslov og ekskluderer derfor internationale standarder såsom IFRS med undtagelse af IFRS 13. Selvom IFRS kan være relevant for nogle virksomheder, vil vi i projektet fokusere på nationale standarder for at sikre præcision og relevans for vores målgruppe. For så vidt angår regnskabsklasser, vil vi undersøge og præcisere de specifikke krav for hver enkelt klasse, men vi begrænser os fra redegørelse og diskussion af forskelle mellem stand-alone regnskaber og koncernregnskaber. Vi vil heller ikke beskæftige os med problematikker vedrørende indregning af dattervirksomheder med investeringsejendomme, da dette ikke er centralt for vores fokus.

Afgrænsning indebærer også en begrænsning til udelukkende at beskæftige sig med investeringsejendomme uden hensyn til de konkrete formål bag ejendomsinvesteringerne. Vi baserer vores analyse på et velovervejede udvalg af virksomheder og deres årsrapporter. Selvom dette udvalg ikke er udtømmende, anser vi det for repræsentativt og tilstrækkeligt til at underbygge vores konklusioner. Projektet er afgrænset til kun at fokusere på selskaber, som er en del af regnskabsklasse B, således sammenligneligheden bliver mere ensartet. Hertil har vi sikret, at de regnskaber, som inkluderes i projektet, er med en revisionspåtegning, således der er en revisorerklæring med sikkerhed.

Vi foretager beregninger for at forstå de forskellige indregningsmetoder. Dog vil disse beregninger kun tage udgangspunkt i de poster, der indgår direkte i beregningen af investeringsejendomme. På denne måde sikres det, at vores analyser forbliver fokuserede og relevante for projektets

overordnede mål. Samlet set søger denne afgrænsning at opretholde en klar og fokuseret tilgang til vores undersøgelse af værdiansættelse af investeringsejendomme, mens de regnskabsmæssige og lovgivningsmæssige aspekter prioriteres.

Det anerkendes, at alternative udvælgelsesmetoder kunne føre til forskellige resultater, men det vurderes at valg af data er både relevant og omfattende, for ved udvælgelse af 4 forskellige revisionsårsrapporter fra forskellige revisionshuse opnåes 4 forskellige bud på oplysninger af investeringsejendomme til dagsværdi. Der kunne ved udvælgelse af flere årsrapporter været gennemgået et større spektrum af fortolkninger af loven og Erhvervsstyrelsen vejledning og det kunne give et bredere repræsentativt resultatet samt en større spredning. Det kunne have afsløret mønstre i fejl eller afsløret fejl eller fortolkninger, som ikke blev fundet igennemgangen af de 4 årsrapporter. En anden tilgang og udvælgelse kunne derfor potentielt kaste lys over andre problemstillinger, som ikke blev identificeret. Der bruges årsrapporter fra 2023, da alle årsrapporterne 2024 ikke var publiceret ved projektskrivnings start. Endvidere er der ikke sket ændringer i lovgivningen mellem 2023 og 2024, hvorfor dette vurderes ok.

I analysen er der foretaget gennemgang af de enkelte årsrapporter. Det er ikke alle pointer i analysen, som er blevet diskuteret, da de mest væsentlige er blevet udvalgt. Der kunne potentielt være draget andre konklusioner eller diskuteret andre pointer, hvis alle observationer fra analysen var blevet brugt.

5 Metode

Formålet med dette afsnit er at præsentere den valgte metode til at besvare opgavens problemstilling samt de underliggende arbejdsspørgsmål. Metoden har til formål at beskrive og systematisere de tilgange, der er anvendt i projektets udarbejdelse, for at kunne danne konklusioner til problemstillingen, samt at vurdere konsekvenserne af de valgte undersøgelsesmetoder.

Metoden vil blive konkretiseret gennem en redegørelse for de overvejelser, der er gjort vedrørende kildebehandling og projektets struktur. Den videnskabelige metode, der anvendes, vil blive defineret og forklaret, og det vil blive belyst, hvordan den påvirker besvarelsen af problemformuleringen samt sikrer validiteten af de konklusioner, der drages i opgaven.

Samlet set har metodeafsnittet til formål at sikre en grundig og systematisk tilgang til undersøgelsen af problemstillingen, samt at alle valg og overvejelser vedrørende metode og kildebehandling præsenteres på en transparent og velbegrundet måde.

5.1 Vidensproduktionsprocessen

Vidensproduktionsprocessen i dette projekt bygger på anvendelsen af to centrale videnskabelige metoder: den deduktive og den induktive metode, som begge spiller en afgørende rolle i undersøgelsen af projektets problemstilling. De valgte metoder er ikke kun valgt ud fra deres teoretiske grundlag, men også ud fra det specifikke formål om at opnå viden om det undersøgte fænomen.

I den deduktive metode er udgangspunktet i eksisterende viden og teori, som anvendes til at opstille hypoteser, der derefter testes empirisk. Denne metode, der anvender kvantitative metoder, sigter mod at be- eller afkræfte hypoteser gennem dataindsamling. I projektet vil den deduktive metode blive anvendt i de indledende og behandlende dele, hvor eksisterende lovgivning og teori anvendes til at opstille hypoteser. Ved hjælp af empirisk data, indsamlet via kvantitative metoder som spørgeskemaer eller analyser af statistiske data, vil der blive forsøgt at finde objektive lovmæssigheder og konkludere på hypotesernes validitet. (Dramer, Paradigmer i praksis, 2020)

I den induktive metode er fokus i stedet rettet mod empirien, og der søges at danne generelle regler og teorier ud fra konkrete observationer. Her anvendes kvalitative metoder som casestudier, deltagerobservation og semistrukturerede interviews til at indsamle og analysere data. I den

behandlende del vil den induktive metode blive brugt til at fortolke og analysere de data, der er indsamlet i undersøgelsen. Gennem denne tilgang vil der blive fokuseret på at finde sammenhænge og mønstre i observationerne, som kan danne grundlag for en dybere forståelse af de komplekse områder, der undersøges. (Dramer, Paradigmer i praksis, 2020)

En tredje videnskabelig metode, der også kunne anvendes, er den abduktive metode, som adskiller sig fra både den deduktive og den induktive metode. Abduktion handler om at finde en teori eller hypotese, der kan forklare modstridende observationer. Når de forventede resultater ikke stemmer overens med de observerede data, kan den abduktive metode bruges til at formulere en ny hypotese, som kan forklare de uventede resultater. Denne metode kombinerer elementer fra både deduktion og induktion, da den involverer både observation og teoretisk forklaring. Selvom abduktion er en anerkendt metode i nogle forskningsfelter, er den ikke valgt til dette projekt, da den betragtes som mindre systematisk og mere udfordrende at operere med på en pålidelig måde.

Ved at kombinere den deduktive og den induktive metode sigter projektet mod at opnå både objektive og nuancerede forståelser af det undersøgte emne. Den deduktive metode giver et solidt fundament til at teste eksisterende teorier og love, mens den induktive metode muliggør en dybere fortolkning af data, hvilket skaber en helhedsorienteret tilgang til vidensproduktion. (Dramer, Paradigmer i praksis, 2020)

5.2 Valg af metode

I projektet bruges både kvalitative og kvantitative metoder. Opgaven starter med en deduktiv tilgang i de første dele. Denne tilgang anvender fastlagte regler og nøje udvalgte variabler sammen med statistiske analyser for at opnå præcise og pålidelige resultater. Dette hjælper med at teste hypoteser og finde mønstre i, hvordan ejendomsinvesteringer værdiansættes. (Dramer, Paradigmer i praksis, 2020)

I diskussionen og konklusionen anvendes en mere åben tilgang. Her tolkes resultaterne, og der ses på, hvad de kan afsløre ud over det umiddelbart indlysende. Selvom disse indsigter måske ikke kan generaliseres bredt, bidrager de til en dybere forståelse af emnet. Kombinationen af disse metoder skaber et solidt grundlag for at analysere de pågældende udfordringer.

5.3 Dataindsamling

I dette afsnit beskrives de metoder og tilgange, der anvendes til indsamling af data til projektet. Undersøgelsen fokuserer på både kvalitative og kvantitative data, hvilket giver en varieret forståelse af værdiansættelse af investeringsejendomme.

I den indledende del vil data primært stamme fra årsregnskabsloven og relevante regnskabsstandarder. Disse kilder vil danne grundlaget for projektets teoretiske fundament og vil blive suppleret med relevante fagartikler og publikationer for at sikre et solidt fundament.

Til den behandlende del af projektet vil der blive udvalgt konkrete eksempler fra årsrapporter fra virksomheder, der arbejder med investeringsejendomme. Disse rapporter vil indeholde kvantitative data, der belyser de anvendte værdiansættelsesmetoder og deres konsekvenser. Der vil også blive indsamlet information fra Erhvervsstyrelsen, som kan bidrage med indsigter om gældende praksis og reguleringer. Informationsmateriale fra Erhvervsstyrelsen fungerer som ekspertinformation fra en offentlig myndighed og giver adgang til data, der ikke er offentligt tilgængelige. Kvalitativt data vil blive indsamlet gennem sparring med statsautoriseret revisorer og eksperter inden for ejendomsvurderinger, som kan uddybe de praktiske udfordringer og overvejelser, der knytter sig til værdiansættelse.

For at sikre pålideligheden af de anvendte data vil der fokusere på validiteten af kilderne, som udelukkende vil være fra anerkendte fagpersoner og institutioner. Den samlede litteratur vil omfatte

lovgivning, regnskabsstandarder samt relevante bøger og artikler, hvilket vil blive dokumenteret i projektets bibliografi.

Ved at kombinere kvantitative og kvalitative data søger projektet at præsentere en nuanceret analyse af de problemstillinger, der knytter sig til værdiansættelse af investeringsejendomme. Dette vil give solid støtte til projektets konklusioner. (Harboe, 2020)

5.4 Kildekritik

Ved bearbejdelsen af projektet er det vigtigt at vurdere, hvilke kilder der bliver brugt. Kildekritik handler om at vurdere, hvor troværdige og relevante informationerne er, vi baserer vores arbejde på. Der er primært fokus på teoribøger og faglige artikler fra videnskabelige tidsskrifter, fordi de har den højeste validitet – sådanne kilder giver en god baggrund og faglig indsigt.

Derudover vil der også blive brugt kvantitative data fra offentlige årsrapporter. Denne information er generelt pålidelig, fordi den følger lovgivningen som årsregnskabsloven og andre relevante regler, hvilket sikrer, at tallene er korrekte og er blevet godkendt af en statsautoriseret revisor.

Det er vigtigt at være opmærksom på, at sekundære kilder nogle gange kan være påvirket af forfatterens egne holdninger. Derfor vil vi sørge for at finde supplerende data og forskning, der kan støtte eller supplere de oplysninger, vi får fra disse kilder. På den måde kan vi opnå et mere nuanceret billede af emnet.

Alt i alt handler det om at vælge kilder med omhu for at sikre, at vores analyser og konklusioner hviler på et solidt grundlag. Ved at være kritiske over for vores kilder kan vi udføre et stærkere og mere troværdigt projekt.

5.5 Disposition

I nedenstående afsnit vedrørende disposition redegøres der for dispositionen hvorpå problemformuleringen og de tilhørende arbejdsspørgsmål bliver løst. Dette kan opdeles i den redegørende del, den analyserende del og den diskuterende/konkluderende del af projektet som er de overordnede dele af projektet.

5.5.1 Den redegørende del

I den redegørende del præsenteres læseren for projektets hovedemne, de centrale arbejdsspørgsmål samt problemformuleringen. Derudover vil vi diskutere den motivation og interesse, der ligger til grund for valget af dette emne. Formålet med den redegørende del er at give læseren både information og indsigt i de grundlæggende elementer af årsregnskabsloven samt de specifikke krav til årsrapporten.

Her introduceres begrebet "det retvisende billede," som er centralt i regnskabsfaglig praksis (Danske Love, 2025) ette princip sikrer, at regnskaberne ikke blot er nøjagtige, men også giver et klart og korrekt billede af virksomhedens økonomiske situation. Derudover vil læseren få en generel forståelse af, hvad der definerer en investeringsejendom, samt hvilke krav der gælder for regnskabsklasse B. Denne del vil forklare, hvordan klassificeringen påvirker indregning og måling, og hvordan disse kan variere afhængigt af virksomhedens størrelse og kompleksitet. Læseren vil dermed blive introduceret til forskellige metoder til indregning af investeringsejendomme, samt hvilken betydning disse har for den regnskabsmæssige behandling. Den teoretiske indsigt, som opnås i den redegørende del, vil danne et solidt fundament for den analytiske og diskuterende del af projektet. En klar forståelse af lovgivningen og de regnskabsmæssige rammer vil være afgørende i forbindelse med den efterfølgende analyse af de problemstillinger, der skal undersøges. Selvom den redegørende del primært har til formål at skabe et fundament for den videre analyse, vil de indsigter, der præsenteres, være væsentlige for en dybere forståelse af emnet. Samlet set bidrager den redegørende del til at sikre, at læseren er godt rustet til at følge med i de mere komplekse diskussioner og analyser i de følgende afsnit af projektet. Denne grundlæggende viden vil være en vigtig ressource for at forstå de regnskabsmæssige problemstillinger, der vil blive belyst, analyseret og diskuteret.

5.5.2 Den analyserende del

Den analyserende del af projektet vil indeholde en dybdegående forståelse af de forskellige værdiansættelsesmodeller, som først er præsenteret i den redegørende del. Dette omfatter især faktorer, der kan påvirke modellerne, samt vigtigheden af at være kritisk over for den data, der bruges som input i modellerne.

Modellernes relevans for besvarelse af problemformuleringen vil blive vurderet analytisk, herunder hvorvidt validiteten af de forskellige modeller er mere udtalt for værdiansættelsen, når de sammenlignes. For at afprøve modellerne og opnå en forståelse af, hvilke modeller større ejendomsvirksomheder i Nordjylland benytter for at opnå et retvisende billede i årsrapporten, vil fire årsrapporter blive gennemgået. Her analyseres, hvordan forskellige virksomheder samt revisionshuse og ledelser anvender modellerne til værdiansættelsen af investeringsejendomme i deres årsregnskaber.

Det forventes, at revisionshuse med deres ekspertviden og fortolkning af årsregnskabsloven samt vejledningen offentliggjort af Erhvervsstyrelsen vedrørende indregning af investeringsejendomme, i nogen grad har justeret modelvalg og vurderinger ud fra revisors kommentarer, inden rapporten bliver publiceret.

Derudover tages der højde for makroøkonomiske faktorer såsom inflation, renteniveau og andre relevante forretningsfaktorer. Her analyseres også indtjening fra lejeindtægter, tomgang i ejendommene og beliggenheden i region Nordjylland.

Der er udvalgt årsrapporter, som er underskrevet af forskellige revisionshuse, da fortolkning af oplysningskrav og detaljegrad kan variere. På den måde inddrages også forskelle i holdninger og vurderinger, hvilket er vigtigt for forståelsen af, hvordan forskellige aktører bruger modellerne i praksis.

5.5.3 Den diskuterende del

Formålet med diskussionen er at samle alle på øvrigt indhold og herunder diskutere relevant problemstillinger, som er i sammenhæng med problemformulering samt arbejdsspørgsmål, som er opstået i forbindelse med projektet. Herunder diskuteres, hvordan det sikres at regnskabsbrugers beslutningsgrundlag dækkes og herunder hvilke effekter regnskabsoplysningerne kan have for regnskabsbruger baseret på analysen af de 4 årsrapporter.

Derudover vil der blive præsenteret et perspektiverende afsnit, der belyser projektets resultater i en bredere samfundsmæssig kontekst. I dette perspektiverende afsnit vil vi undersøge relevante og aktuelle emner, som kan spille en væsentlig rolle for investeringsejendomme.

Afslutningsvis tages der udgangspunkt i den konkluderende sektion, som vil indeholde en opsummering af de opnået erfaringer, der er blevet udviklet gennem projektets indledende og behandlende dele, for at kunne give et klart svar på problemformuleringen samt arbejdsspørgsmål.

6 Grundlæggende redegørelse for årsregnskabslovens krav til årsrapporten

Årsrapporten er et centralt dokument for virksomheder, årsrapporten indeholder en redegørelse for virksomhedens økonomiske situation og resultater i løbet af foregående regnskabsår.

6.1 Generel introduktion til lovens formål og anvendelsesområde

Regnskabspraksis: Virksomheden skal anvende en konsistent regnskabspraksis, der er i overensstemmelse med gældende regnskabsstandarder og lovgivning. Dette inkluderer valg af indregnings- og målemetoder.

Årsregnskabets Indhold: Årsrapporten skal indeholde en resultatopgørelse, balance og noter, der forklarer de anvendte regnskabsprincipper samt yderligere oplysninger om specifikke poster, som er relevant for den anvendte regnskabsklasse.

Ledelsesberetning: Der skal inkluderes en ledelsesberetning, der giver en overordnet vurdering af virksomhedens udvikling, resultater og fremtidsudsigter. Denne beretning skal også belyse væsentlige risici og usikkerheder, som er relevant for den anvendte regnskabsklasse.

Oplysningskrav: Årsrapporten skal opfylde specifikke oplysningskrav, herunder oplysninger om virksomhedens aktiver, forpligtelser, egenkapital, indtægter og omkostninger. Der skal også gives oplysninger om eventuelle hændelser efter balancedagen, der kan påvirke regnskabet.

Revision: Hvis virksomheden er underlagt revisionspligt, skal årsrapporten revideres af en uafhængig revisor. Revisors erklæring skal inkluderes i årsrapporten og bekræfte at regnskabet giver et retvisende billede af virksomhedens økonomiske stilling, eller oplyse om eventuelle modifikationer i påtegningen, hvis revisor ikke kan bekræfte det retvisende billede af årsrapporten.

Væsentlighed og Præsentation: Oplysningerne i årsrapporten skal præsenteres på en klar og forståelig måde, så regnskabsbrugeren let kan få indsigt i virksomhedens økonomiske forhold. Der skal tages hensyn til væsentlighed, så uvæsentlige oplysninger ikke overbelaster rapporten.

Overholdelse af Lovgivning: Årsrapporten skal overholde alle relevante love og reguleringer, herunder årsregnskabsloven og eventuelle specifikke krav, der gælder for den pågældende branche.

Sammenlignelighed: Det er vigtigt, at årsrapporten muliggør sammenligning med tidligere års regnskaber samt med andre virksomheder i samme branche. Dette kan opnås ved at anvende ensartede regnskabsprincipper og præsentationsmetoder.

Disse grundlæggende krav sikrer, at årsrapporten er et pålideligt og informativt dokument, der kan bruges af interessenter, herunder investorer, kreditorer, medarbejdere og andre, til at vurdere virksomhedens økonomiske sundhed og fremtidige potentiale. (FSR, 2025)

6.2 Regnskabsklasse B

Som benævnt i vores afgrænsning fokuseres der i projektet udelukkende på regnskabsklasse B, hvorfor følgende afsnit kun omhandler reglerne for regnskabsklasse B. Regnskabsklasse B omfatter virksomheder, der ikke i to på hinanden følgende regnskabsår på balancetidspunktet overskrider to af følgende størrelser:

- a) Balancesum 55 mio. DKK
- b) Nettoomsætning 111 mio. DKK – finansielle indtægter eller indtægter fra investeringsvirksomheder skal medtages.
- c) Gennemsnitligt antal heltidsbeskæftigede 50 personer. (beregnes efter Selskabsloven § 143, som henviser til Selskabsloven § 140 samt § 141)

Der henvises til ”Figur 9” for oplysninger heraf. (EY, 2025)

Hertil skal den aflagte årsrapport udarbejdes på dansk eller engelsk, hvor årsrapporten indeholder en forside med betegnelsen ”årsrapport”, virksomhedens fulde navn samt øvrige kraelige oplysninger. Herunder skal der ligeledes udarbejdes en ledelsespåtegning, revisorerklæring (for udvidet gennemgang og revision, som projektet er afgrænset til), ledelsesberetning, resultatopgørelse, balance, anvendt regnskabspraksis samt noteoplysninger. Med projektets fokus og dermed afsæt i investeringsejendomme er det ikke et krav for regnskabsklasse B at inddrage note herpå. Det skal dog vurderes om regnskabsposten er væsentlig del for interessenter, hvilket ofte er tilfælde med selskaber med investeringsejendomme. (Erhvervstyrelsen, 2025)

6.3 Definition af det retvisende billede

Den mest fundamentale bestemmelse i Årsregnskabsloven er generalklausulen, som fremgår af ÅRL § 11. Denne Generalklausul fastslår, at det udgivet årsregnskab skal give et retvisende billede af selskabets aktiver, passiver, finansielle situation og resultat. Derudover kræver den, at ledelsesberetningen indeholder en fyldestgørende og præcis redegørelse for de relevante forhold.

Generalklausulen anses for at være den overordnede retningslinje i Årsregnskabsloven, da den i ÅRL § 11, stk. 2, tillader afvigelser fra lovens øvrige bestemmelser, hvis dette er nødvendigt for at sikre et mere retvisende billede af virksomhedens økonomiske situation. (Danske Love, 2025) *”Årsregnskabet og et eventuelt koncernregnskab skal give et retvisende billede af virksomhedens [...] finansielle stilling samt resultatet. Ledelsesberetningen skal indeholde en retvisende redegørelse for de forhold, som beretningen omhandler.”* (Danske Love, 2025)

6.4 Hvad er en investeringsejendom

Lovens krav fortolkes ved hjælp af den internationale regnskabsstandard IAS 40 for investeringsejendomme. Ifølge lovbemærkningerne til Årsregnskabsloven (ÅRL) er det en bestemmelse, at loven følger udviklingen i de internationale regnskabsstandarde. Der henvises løbende til IAS-standarderne i denne sammenhæng.

Det gøres opmærksom på, at ÅRL ikke indeholder en beskrivelse på investeringsejendomme. IAS 40.5 beskriver investeringsejendomme som grunde, bygninger og en del af en bygning eller både grunde og bygninger, hvis formålet på at opnå lejeindtægter, kapitalgevinster eller begge dele, vil ejendommen blive klassificeret som investeringsejendom. Modsat er andre ejendomme, som ikke vurderes at være investeringsejendomme følgende to ejendomme:

Domicilejendom, en ejendom ejet af virksomheden, hvor virksomheden selv anvender bygningen. Hvis ejendommen benyttes af virksomheden selv, men dele af ejendommen udlejes med henblik på at opnå lejeindtægter, skal den del af ejendommen som udlejes klassificeres som en investeringsejendom, hvis dette kan opdeles.

Handelsejendomme, som er erhvervet med formål for videresalg som led i det normale forretningsforløb. (EY, 2025)

7 Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme

Dette afsnit beskriver, hvad investeringsejendomme er, samt hvordan de skal behandles regnskabsmæssigt i henhold til Årsregnskabsloven (ÅRL) og IFRS.

7.1 Indregning og måling af investeringsejendomme

Selskaber skal indregne investeringsejendomme i balancen, når det er sandsynligt, at ejendommen vil tilflyde med økonomiske fordele i fremtiden og når anskaffelsesprisen kan fastlægges med tilstrækkelig sikkerhed jf. ÅRL § 33. Ved første indregning sker målingen til kostpris jf. ÅRL § 36. Kostprisen inkluderer alle udgifter, der direkte relaterer sig til anskaffelsen – det vil sige både udgifter frem til ejendommen tages i brug samt visse indirekte omkostninger, der kan henføres til ejendommens fremstilling. (EY, 2025)

Når ejendommen først er indregnet, har virksomheden to valgmuligheder for den efterfølgende måling: Enten kan ejendommen fortsat måles til kostpris med fradrag af af- og nedskrivninger, eller den kan måles til dagsværdi (ÅRL § 38).

Indtil nu har der desuden eksisteret en tredje metode, hvor investeringsejendomme kunne opskrives til dagsværdi, og forskellen blev indregnet direkte i egenkapitalen. Denne mulighed, som havde hjemmel i ÅRL § 41, er dog blevet afskaffet pr. 1. juni 2024, jf. Erhvervsministeriet, 2024, § 1, nr. 10. Ændringen betyder, at investeringsejendomme fremover udelukkende kan måles efter én af de to førnævnte metoder. (Retsinformation, 2025)

Dermed er de danske regler nu fuldt ud harmoniseret med de internationale regnskabsstandarder (IAS 40), som heller ikke tillader opskrivning over egenkapitalen. Ifølge IAS 40.32A kan investeringsejendomme kun måles til kostpris med efterfølgende af- og nedskrivninger eller til dagsværdi.

Selskaber kan have aktiver i forskellige typer af ejendomme. Disse tæller investeringsejendomme, handelsejendomme og domicilejendomme. Hertil afhænger den regnskabsmæssige behandling af, hvilken type ejendom selskabet besidder. For at benytte sig af reglerne om måling til dagsværdi skal selskabets ejendomme være typen af investeringsejendom og indregnes efter årsregnskabsloven § 38, stk. 1. Selskabet skal dermed anvende fortolkningsgrundlaget i den internationale regnskabsstandard, IAS 40. Der ligeledes følger årsregnskabslovens § 38, stk. 3, at

en sådan dagsværdimåling foretages efter årsregnskabslovens bestemmelser om dagsværdimåling i § 37, stk. 1, 2.-5. pkt. (Erhvervstyrelsen, 2025)

Selskaber, der vælger at måle investeringsejendomme til dagsværdi i henhold til årsregnskabslovens § 38, stk. 1, står over for betydelige udfordringer. Dette frivillige tilvalg kræver, at virksomheden nøje overvejer, om den har de nødvendige ressourcer til at gennemføre en korrekt dagsværdimåling.

Når en investeringsejendom første gang indregnes, skal der fastlægges en konsekvent praksis for efterfølgende måling, enten til kostpris eller dagsværdi. Ændringer i målemetoden kræver, at ledelsen kan dokumentere, at den nye metode giver et mere retvisende billede, hvilket kan være vanskeligt at opnå, især ved skift fra dagsværdi til kostpris.

Dagsværdi, som defineret i årsregnskabsloven jf. § 38, stk. 1 som tidligere beskrevet, refererer til det beløb, hvormed et aktiv kan udveksles mellem uafhængige parter. Målingen skal følge IFRS 13, der giver vejledning om, hvordan dagsværdien beregnes, herunder de forudsætninger, der skal tages i betragtning.

Dagsværdien skal fastsættes ud fra markedsdeltagernes perspektiv og deres antagelser om aktivets højeste og bedste anvendelse. Det er vigtigt at anvende relevante observerbare inputs og minimere ikke-observerbare inputs. Virksomheder skal tage hensyn til ejendommens karakteristika, såsom beliggenhed og lovgivningsmæssige begrænsninger, når de fastsætter dagsværdien.

Investeringsejendomme som hovedregel skal måles til dagsværdi efter årsregnskabslovens § 37, stk. 1, som tidligere beskrevet. Målingen baseres på ikke-observerbare inputs og almindeligt accepterede værdiansættelsesmodeller. De to mest anvendte modeller: den afkastbaserede model og Discounted Cash Flow (DCF) modellen, samt de nødvendige forhold ved fastsættelse af dagsværdien.

Ledelsen har ansvaret for at sikre, at dagsværdien er korrekt fastsat, og kan vælge at beregne dagsværdien selv eller søge ekstern bistand fra valuarer. Det er vigtigt, at den dokumentation, der anvendes til dagsværdimålingen, er tilstrækkelig og opfylder lovens krav. Erhvervsstyrelsen har observeret, at mange virksomheder ukritisk anvender salgsopstillinger eller markedsvurderinger som grundlag for dagsværdien, hvilket ofte ikke indeholder de nødvendige oplysninger.

For at overholde årsregnskabslovens krav skal virksomheder redegøre for indregningsmetode og målegrundlag, herunder brugen af eksterne vurderinger og de anvendte forudsætninger. Det er ledelsens ansvar at sikre, at disse forudsætninger er relevante og baseret på faktiske forhold. (Erhvervstyrelsen, 2025)

Det er vigtigt, at noteoplysningerne er tilstrækkelige til, at regnskabsbrugeren kan forstå, hvordan dagsværdien er fastsat. Oplysningskravet tillader gruppering af oplysningerne, hvilket kan være nyttigt for virksomheder med investeringsejendomme i forskellige geografiske områder eller med forskellige karakteristika.

Selskaber skal også tage hensyn til væsentlighed, så uvæsentlige oplysninger ikke specificeres unødigt. For eksempel kan det være irrelevant at oplyse om afkastkrav for ejendomme, der er uvæsentlige både individuelt og samlet.

7.2 Dagsværdihierarkiet

Dagsværdihierarkiet (niveau 1, 2 og 3): Ifølge IFRS 13 og ÅRL §37, skal dagsværdien måles i henhold til et hierarki:

Niveau 1 omfatter input i form af uændrede, offentligt tilgængelige priser på identiske aktiver eller forpligtelser, der handles på aktive markeder. Eksempler herpå er børsnoterede værdipapirer, råvarer og CO₂-kvoter, hvor prisfastsættelsen sker i realtid og afspejler markedsbaserede vurderinger uden behov for yderligere tilpasninger. Da disse input er fuldt observerbare, anses niveau 1 for at være den mest pålidelige kilde til dagsværdi.

Niveau 2 omfatter input, som ikke er direkte observerbare i form af markedspriser på identiske aktiver, men som stadig er baseret på markedsdata. Dette inkluderer for eksempel renteswaps og valutaterminskontrakter, hvor værdiansættelsen sker ud fra afledte input som rentekurver og valutakurser. Det afgørende kriterium for klassificering i niveau 2 er, at input er markedsbaserede og ikke i væsentlig grad afhænger af virksomhedens egne forudsætninger. Justeringer for egen kreditrisiko kan dog medføre, at målingen falder uden for niveau 2.

Niveau 3 anvendes, når der ikke findes tilstrækkelige observerbare input til rådighed. Målingen beror da i væsentlig grad på interne vurderinger og skøn, som f.eks. fremtidige pengestrømme, diskonteringsrater eller andre ikke-markedsbaserede forudsætninger. Typiske eksempler på aktiver

i denne kategori er unoterede aktier og investeringsejendomme. Da dagsværdien i niveau 3 hviler på subjektive antagelser, indebærer disse målinger en højere grad af usikkerhed og kræver derfor øget oplysningspligt og dokumentation i regnskabet.

Samlet set bidrager hierarkiet i IFRS 13 til at øge gennemsigtigheden og forståelsen af dagsværdimålinger, idet det giver regnskabsbrugerne indsigt i, hvor markedsbaserede og pålidelige målingerne er. Klassificeringen i niveau 1, 2 eller 3 siger således ikke noget om dagsværdiens beløbsmæssige størrelse, men om kvaliteten og karakteren af de anvendte input. (Erhvervstyrelsen, 2025)

7.3 Oplysningskrav

Erhvervstyrelsen understreger vigtigheden af tinglysning ved ejendomsovertagelse for at sikre virksomhedens rettigheder. Ifølge tinglysningsloven skal rettigheder over fast ejendom tinglyses for at være gyldige mod aftaler og retsforfølgning. Manglende tinglysning kan føre til, at virksomheden ikke har kontrol over ejendommen, hvilket betyder, at den ikke kan indregnes som et aktiv i årsregnskabet.

Det er fast praksis, at tinglysning sker hurtigt efter ejerskifte for at sikre nye ejeres beføjelser, såsom salg eller optagelse af gæld. Uden tinglysning kan sælgers kreditorer gøre krav på ejendommen, hvilket yderligere komplicerer situationen.

Styrelsen har observeret, at nogle virksomheder undlader tinglysning for at spare omkostninger, hvilket kan resultere i, at ejendommen ikke kan indregnes i årsregnskabet. Hvis tinglysningsprocessen er påbegyndt inden balancetidspunktet, og tinglysningen er gennemført før offentliggørelse af årsrapporten, kan ejendommen dog indregnes.

Dette gælder ikke kun for ejendomme i Danmark, men også for ejendomme i lande med lignende sikringssystemer. Det er essentielt, at tinglysning eller tilsvarende sikringsakter er gennemført for at opfylde kravene i årsregnskabsloven og sikre, at regnskabsbrugerens informationsbehov dækkes. (Erhvervstyrelsen, 2025)

7.4 Udfordringer ved forskellige målemetoder

Udfordringer ved dagsværdimåling: Virksomheder kan have svært ved at opgøre en pålidelig dagsværdi, især ved ombygninger eller opførelser, hvor ejendommens værdi kan være usikker. I sådanne tilfælde kan investeringsejendommen midlertidigt måles til kostpris, indtil en pålidelig dagsværdi kan fastsættes. Det er vigtigt, at virksomhederne overholder lovens krav om løbende regulering af dagsværdien, da manglende overholdelse kan føre til en skævvridning af regnskabsresultaterne.

Udfordringer ved fastsættelse af dagsværdi: Erhvervsstyrelsen har observeret, at nogle virksomheder fastsætter dagsværdien baseret på ledelsens vurdering snarere end faktiske markedsforhold. Dette kan føre til, at dagsværdien ikke afspejler ejendommens reelle værdi, hvilket kan påvirke egenkapitalen negativt. Desuden kan virksomheder undlade at justere dagsværdien af forsigtighedsgrunde, hvilket strider mod lovens krav. (Erhvervsstyrelsen, 2025)

Udfordringer ved værdiansættelse: En væsentlig udfordring ved værdiansættelsen af investeringsejendomme er fastsættelsen af forrentningskravet, som har stor indflydelse på ejendommens værdi. Virksomheder skal kunne redegøre for, hvordan forrentningskravet er fastlagt, hvilket involverer både det generelle markedsrenteniveau og specifikke risici knyttet til den enkelte ejendom. Disse risici kan inkludere beliggenhed, lejernes bonitet og ejendommens stand.

Det er også vigtigt, at virksomhederne vurderer, om det oplyste forrentningskrav i markedsrapporter, er anvendeligt, eller om der skal justeres for at afspejle ejendommens unikke forhold. Manglende dokumentation for fastsættelsen af forrentningskravet kan føre til ukorrekte vurderinger.

Udfordringer ved oplysningskrav: En betydelig udfordring er at sikre, at alle relevante oplysninger præsenteres klart og forståeligt for regnskabsbrugeren. Utilstrækkelige eller manglende oplysninger kan føre til misforståelser omkring ejendommens værdi og de forudsætninger, der ligger til grund for vurderingen.

Virksomheder skal også tage hensyn til væsentlighed, så uvæsentlige oplysninger ikke præsenteres unødigt. For eksempel kan det være irrelevant at oplyse om afkastkrav for ejendomme, der er uvæsentlige, både individuelt og samlet.

8 Værdiansættelsesmetoder for investeringsejendomme

Der fokuseres i følgende afsnit på at analysere, hvordan værdiansættelsen af investeringsejendomme er målt til dagsværdi, og hvilke udfordringer, der forbundet hermed.

Ved måling af dagsværdien for investeringsejendomme anvendes typisk indkomstbaserede modeller, hvor ejendommens værdi fastsættes som kapitalværdien af fremtidige pengestrømme. Dette krav indebærer, at værdiansættelsen skal ske på baggrund af metoder, der tager højde for den forventede indtjeningsevne, og dermed udelukkes brugen af markedsmetoden og omkostningsmetoden i denne sammenhæng. De to sidstnævnte metoder er i højere grad anvendelige i situationer, hvor der foreligger et væsentligt omfang af observerbare markedssdata – typisk for aktiver, der henføres til niveau 1 eller niveau 2 i dagsværdihierarkiet. Markedsmetoden baserer sig på sammenlignelige handler, mens omkostningsmetoden tager udgangspunkt i genanskaffelsesværdi med fradrag for forringelse. Fælles for begge metoder er, at de ikke direkte resulterer i en kapitalværdi, hvilket gør dem mindre egnede til værdiansættelse af investeringsejendomme i niveau 3.

Derfor skal dagsværdien for denne type af aktiver i stedet fastsættes ved anvendelse af nutidsværdibaserede modeller – eksempelvis diskontering af fremtidige nettolejeindtægter – hvilket er i overensstemmelse med de krav, der gælder for værdiansættelse under indkomstmetoden.

I praksis benyttes data fra offentliggjorte markedsanalyser ofte som grundlag for visse input i værdiansættelsen af investeringsejendomme – særligt ved fastlæggelsen af afkastkrav og diskonteringsrenter i indkomstbaserede modeller. Selvom sådanne rapporter kan give nyttige indikationer om generelle markedstendenser og niveauer, er det afgørende, at værdiansættelsen tilpasses de specifikke forhold, der gør sig gældende for den enkelte ejendom.

Standardiserede markedssdata kan ikke uden videre anvendes som direkte input, da investeringsejendomme ofte har unikke egenskaber og risikoprofiler, som adskiller sig væsentligt – selv inden for samme geografiske område. Eksempelvis vil det være metodisk utilstrækkeligt at anvende gennemsnitsdata fra en rapport om ejendomsmarkedet i Aalborg uden at tage højde for forhold som beliggenhed i byen, ejendommens stand, lejersammensætning og kontraktlige forhold. Der kræves således en konkret vurdering og justering af inputdata, så værdiansættelsen reflekterer de faktiske forhold knyttet til den specifikke investeringsejendom.

8.1 Markedsmetoden (Niveau 1 & 2)

Med udgangspunkt i den redegørende beskrivelse tidligere i projektet, vil niveauerne bliver yderligere uddybet i dette afsnit.

Niveau 1 dækker over aktiver, der handles på et aktivt marked, hvor der findes præcise markedspriser for identiske aktiver. Dette niveau muliggør en værdiansættelse uden justeringer, idet priserne er direkte observerbare og afspejler den aktuelle markedsværdi. For investeringsejendomme er det sjældent muligt at finde sådanne markeder, hvilket gør det vanskeligt at anvende niveau 1. Idet der ikke findes helt identiske investeringsejendomme.

På lavpraktisk niveau kan en investeringsejendom være en lejlighed i en opgang, hvortil man kan argumentere for lejligheden ved siden af i samme opgang muligvis er identisk. Dette er også korrekt med henblik på beliggenheden, men standen af den selve lejlighederne kan være forskellige. Derudover kan lejlighederne kvadratmetermæssigt være forskellige. Der kan være bedre udsigt eller en bedre altan fra den ene lejlighed til den anden. Der er mange forskellige faktorer som spiller ind for investeringsejendommene, som gør at man ikke kan finde en identisk investeringsejendom. Ovenstående er årsagen til at dagsværdi niveau 1 ikke bliver anvendt til opgørelse af ejendomsværdien for investeringsejendomme i de fleste tilfælde.

Når der ikke er et aktivt marked for det specifikke aktiv, træder niveau 2 i kraft. Her kan dagsværdimålingen baseres på markedspriser for sammenlignelige aktiver eller de seneste transaktioner. Selvom niveau 2 giver mulighed for at anvende priser fra lignende aktiver, er det ofte forbundet med en høj grad af skøn og subjektivitet, da det kan være udfordrende at finde præcise sammenligninger. Hertil kan ovenstående eksempel ved niveau 1 også anvendes, idet der er stor grad af skøn og subjektivitet forbundet med vurderingen om de to lejligheder er i samme stand eller om udsigten er bedre i den ene end den anden lejlighed.

Den væsentligste forskel mellem niveau 1 og 2 ligger i tilgængeligheden af observerbare markedsdato. Niveau 1 kræver direkte og ujusterede markedspriser fra et aktivt marked, mens niveau 2 tillader brug af priser fra sammenlignelige aktiver, hvilket kan føre til større usikkerhed i værdiansættelsen. I praksis vil anvendelsen af niveau 1 og 2 for dagsværdiansættelsen af investeringsejendomme ikke være det mest optimale og bruge, men derimod dagsværdi niveau 3.

8.2 Afkastbaserede metode (Niveau 3)

Værdiansættelsen via den afkastbaserede model tager afsæt i ejendommens forventede, normaliserede driftsaktivitet og ligeledes et fastsat forretningskrav. Det vil herfor sige, at med en forventning om stabile lejeindtægter samt driftsudgifter i de kommende år, hvor der også er taget højde for eventuelle større, periodiske vedligeholdelsesomkostninger. Den afkastbaseret model karakteriseres også som normalindtjeningsmetoden, fordi den tager udgangspunkt i selskabets normale årlige indtjening samt udgifter. Forretningskravet meget afgørende for dagsværdien investeringsejendommen bliver opskrevet/nedskrevet til. Dagsværdien er herfor følsom overfor eventuelle udsving i forretningskravet, hvorfor det er et centralt input for værdien gennem den afkastbaseret model. Den afkastbaseret model ligeledes skabe usikkerhed ved indregning, som følge af skønnet kan ændres gennem faktorerne for lejeindtægter, hvor der skal tages stilling til, om lejeindtægterne er på niveau med markedslejen, efterspørgslen på marked, samt om der er risiko for, at der kan blive godkendt en klage til huslejenævnet om for høj husleje. Hertil skal der tages stilling fra selskabets side, om forventede, fremtidige tomgangsprocent er på niveau med dens tomgangsprocent for regnskabsåret. I forhold til driftsudgifter, vedligeholdelsesomkostninger og skatter kan være vanskelige at estimere korrekt, især hvis der ikke er præcise historiske data. Hvis fremtidige omkostninger undervurderes, kan ejendommens værdi blive kunstigt høj, mens en overvurdering kan føre til en for lav værdiansættelse. (EY, 2025) Der henvises til figuren nedenfor for et eksempel af en model for den afkastbaseret model.

Værdiansættelse af investeringsejendomme			
Ejendom:		Fiktiv ejendom i Aalborg	
Opførelse pr.:		31.12.2024	
Opførelse af nettleje			
Bruttolleje	2024	2023	
+ Årlig lejeindtægt	174.081	171.508	
Bruttollejeindtægt i alt	174.081	171.508	
Ejendomsudgifter			
- Ejendomsskat	9.000	9.000	
- Forsikring	15.000	15.000	
- Honorar, vand og varmeregnskab	6.000	6.000	
- Vand, kloak og renovation	2.000	2.000	
- Administrationshonorar	14.768	12.975	
- Vicevært, snerydning / saltning	9.000	9.000	
- Rengøring fælles	0	0	
- El fælles	6.657	6.657	
- Alarmudgifter	3.000	3.000	
- Ventilationsanlæg	2.000	2.000	
- Elevator	4.000	4.000	
- Vedligeholdelsesudgifter påhviler udlejer - Afsat kr. 25/m² *800 m²	20.000	20.000	
Ejendomsudgifter i alt	91.425	89.632	
Nettleje	82.656	81.876	
Forrentningsprocent			
Forrentningsprocent:	4.50%	4.50%	
Markedsværdi	1.836.800	1.819.467	17.333 Ændring i dagsværdi

Figur 1 - Afkastbaseret model, selvlavet

Hvis en investeringsejendom har et normaliseret driftsresultat på 83 t.kr., og et afkastkrav er 4,5% vil dagsværdien blive indregnet til 1.837 t.kr. Modellen tager udgangspunkt i nedenstående formel:

$$\text{Dagsværdi} = \text{Nettoleje} / \text{Forrentning i \%}$$

I praksis ses det, at visse selskaber, hvis primære aktivitet består i at eje og forvalte investeringsejendomme, anvender det regnskabsmæssige årsresultat som grundlag for værdiansættelse efter den afkastbaserede metode. Erhvervsstyrelsen har imidlertid præciseret, at dette som udgangspunkt ikke er en passende fremgangsmåde, da årsresultatet ofte ikke giver et retvisende billede af det forventede afkast, som en markedsdeltager ville tage udgangspunkt i ved vurdering af ejendommens værdi. (Erhvervsstyrelsen, 2025)

Årsresultatet kan afvige betydeligt fra et normaliseret driftsafkast på grund af en række forhold, som ikke er repræsentative for et langsigtet afkastniveau. Eksempler herpå inkluderer:

- lejeindtægter, der afviger fra markedsniveauet
- usædvanlige vedligeholdelsesomkostninger i det pågældende regnskabsår
- midlertidigt høj eller lav tomgang i lejemålene.

Såfremt årsresultatet anvendes som beregningsgrundlag, er det derfor nødvendigt at justere for disse og lignende forhold med henblik på at opnå et mere retvisende og stabilt udtryk for ejendommens fremtidige indtjeningsevne – typisk i form af et normaliseret driftsafkast.

Den afkastbaserede model er særligt attraktiv i situationer, hvor der er tale om ejendomme med stabil indtjening og begrænsede udsving i de forventede pengestrømme. Modellens styrke ligger i dens relative enkelhed og overskuelighed. Til gengæld kan den være mindre egnet i tilfælde, hvor større fremtidige ændringer i indtægter eller omkostninger forventes, da modellen i sit udgangspunkt hviler på ét års data og dermed har begrænset kapacitet til at indarbejde dynamiske fremtidsscenarier.

8.3 Indkomstmetoden (DCF-modellen) (Niveau 3)

Denne model tillader en mere detaljeret specifikation af fremtidige pengestrømme og omkostninger. Budgetperioden kan tilpasses ejendommens specifikke forhold, og inflation skal indarbejdes i indtægter og udgifter. Terminalperioden skal dog beregnes uden inflationstillæg, hvilket kan være en udfordring, hvis der har været store renoveringsudgifter.

Det er afgørende, at alle beregningsmodeller og de underliggende forudsætninger er dokumenterede for at sikre overholdelse af årsregnskabslovens krav og for at imødekomme regnskabsbrugerens beslutningsgrundlag.

Ved fastsættelse af dagsværdien af investeringsejendomme er der specifikke oplysningskrav, der skal overholdes i noterne til årsregnskabet samt i ledelsesberetningen. Disse krav er afgørende for at sikre, at både årsregnskabslovens bestemmelser overholdes, og at regnskabsbrugerens informationsbehov dækkes.

Ifølge årsregnskabsloven § 53, stk. 1, skal virksomheder redegøre for de anvendte indregningskriterier og målegrundlag. For virksomheder, der måler investeringsejendomme til dagsværdi i henhold til § 38, er der yderligere krav om at oplyse om de anvendte værdiansættelsesmodeller og teknikker (§ 53, stk. 2, nr. 1, litra a). (Danske Love, § 53, 2025)

I henhold til § 58 a, stk. 1, skal der for hver kategori af investeringsejendomme, der måles til dagsværdi, oplyses om dagsværdien ultimo regnskabsåret samt ændringer i dagsværdien, der er indregnet direkte i resultatopgørelsen. Hvis en virksomhed ejer forskellige typer investeringsejendomme, som f.eks. beboelses- og erhvervsejendomme, skal oplysningerne gives for hver kategori. (Danske love, § 58 a, 2025)

Hvis dagsværdien ikke måles på baggrund af observationer fra et aktivt marked, skal der ifølge § 58 a, stk. 2, oplyses om de centrale forudsætninger, der er anvendt ved beregningen af dagsværdien. Dette inkluderer oplysninger om ejendommens kategori, beliggenhed, forrentningskrav, tomgang, forventede stigninger i lejeindtægterne og hvordan inflation er taget i betragtning. (Danske love, § 58 a, 2025)

DCF-modellen bygger på estimer af fremtidige lejeindtægter, driftsomkostninger og kapitaludgifter. Eventuelle fejl eller unøjagtigheder i disse forudsigelser kan føre til en forkert

værdiansættelse af ejendommen. Faktorer som lejeudvikling, tomgangsrisiko og vedligeholdelsesbehov kan være vanskelige at forudsige præcist.

Diskonteringsrenten har en afgørende betydning for værdien i DCF-modellen, da den anvendes til at tilbagediskontere de fremtidige pengestrømme til nutidsværdi. Fastlæggelsen af den rette diskonteringsrente er dog kompleks, da den afhænger af markedsrenten, inflationsforventninger og ejendommens risikoprofil. En lille ændring i diskonteringsrenten kan føre til store udsving i den beregnede værdi.

Der henvises til nedenstående model for opstilling af DCF-modellen, hvor der den er opstillet med en budgetperiode på 10 år.

ÅR	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Terminal-periode
<i>Indtægter</i>											
Lejeindtægter	174.081	176.692	179.343	182.033	184.763	187.535	190.348	193.203	196.101	199.042	202.028
<i>Omkostninger</i>											
Driftsudgifter	91.425	93.254	95.119	97.021	98.961	100.941	102.959	105.019	107.119	109.261	111.447
Pengestrømme	82.656	83.439	84.224	85.012	85.802	86.594	87.388	88.184	88.982	89.781	90.582
Nutidsværdi pengestrømme	77.977	78.716	79.457	80.200	80.945	81.693	82.442	83.193	83.945	84.699	
Terminalværdi											2.012.923,17
Sum af nutidsværdi af pengestrø	813.266										
Nutidsværdi af terminalværdi	1.023.534										
Dagsværdi	1.836.800										
Diskonteringsrente	6,0%										
Afkastkrav	4,5%										

Figur 2 - DCF model, selv lavet

Hertil er der lagt op til et driftsresultat 1 år på 83 t.kr. grundet nettoinvesteringer, hvorefter den i årlige periode har pengestrømme på 91 t.kr. for at gøre det reelt for Nordjylland området er der taget udgangspunkt i en inflation på 1,5 %, en diskonteringsrente på 6 % og et afkastkrav på 4,5 %, opgøres dagsværdien til 1.837 t.kr. i lighed med den afkastbaseret model.

Det er væsentligt at understrege, at både den afkastbaserede model og DCF-modellen i sidste ende kan føre til den samme dagsværdi, forudsat at resultat, selvom de anvender forskellige tilgange. En af de væsentlige de underliggende antagelser er de samme. Som nævnt tidligere, skal begge metoder føre til et sammenligneligt fordele ved DCF-modellen er dens høje grad af detaljering, da den giver mulighed for at placere specifikke pengestrømme – herunder lejeindtægter og driftsomkostninger – i de perioder, hvor de forventes at finde sted. Denne model muliggør derfor en præcis indarbejdelse af fremtidige forudsigelser, hvilket gør den mere fleksibel i forhold til at

tilpasse sig specifikke forventninger. Modsat den afkastbaserede model, der kræver en generalisering og normalisering af fremtidige indtægter og udgifter, tilbyder DCF-modellen et detaljeret billede af, hvordan pengestrømmene kan udvikle sig over tid.

Ulempen ved DCF-modellen er dog dens kompleksitet og den tidsmæssige investering, der kræves for at opstille og justere modellen korrekt. Modellen er utrolig data tung og påkræver at man i en hvis grad kender omkostninger og lejeindtægter i dette tilfælde de kommende 10 år. Denne øgede specificering gør modellen særdeles nyttig, når man forventer betydelige udsving i en investeringsejendoms pengestrømme, da den tillader en præcis justering for faktorer som planlagt tomgang og uforudsete vedligeholdelsesomkostninger. I sådanne tilfælde vil det være vanskeligt at opnå et pålideligt normaliseret driftsafkast ved brug af den afkastbaserede model, hvorfor DCF-modellen vil være den mest hensigtsmæssige tilgang.

8.4 Sammenholdelse af metoder

Dagsværdihierakiet af niveau 1-3, fremkommer af IFRS 13, hvilket er sammenlignelig med Årsregnskabslovens §37, ved opgørelse af dagsværdien af investeringsejendomme. Dette er oplistet af §37 stk. 1, pkt. 2-5, hvor den eneste forskel er punkt 5, som giver mulighed for at indregne investeringsejendomme til kostpris, hvis der ikke kan opgøres en pålidelig salgsværdi af investeringsejendommen. Idet punkt 2 og 3, vedrører markedsmetoden, som gennemgået ovenfor, er disse opgjort på baggrund af et aktivt marked eller tilgængelige markedsoplysninger, som salgsværdi på sammenlignelige ejendomme, hvilket dog kan være besværligt at definere. Det er dermed Erhvervsstyrelsen hovedregel at der indregnes efter punkt 4 (Dagsværdiniveau 3) i ÅRL §37 stk. 1. Dette vedrører den tilnærmede salgsværdi på baggrund af en beregnet kapitalværdi ved hjælp af accepterede værdiansættelsesmetoder, som eksempelvis DCF-modellen eller den afkastbaserede model. DCF-modellen og den afkastbaserede model er markant forskellige idet DCF-modellen er en mere detaljeret end den afkastbaserede model, men man får derved også en tilnærmelsesvis mere retvisende dagsværdi af investeringsejendommen. Såfremt man har en simpel og stabil aktivitet i ejendommen, kan det give mening, grundet detaljeringsgraden at benytte den afkastbaserede model, da begge modeller som udgangspunkt skal opnå den samme dagsværdi. Det er derfor besværligt at konkludere at den ene model er bedre end den anden, da forudsætningerne for beregningen i hver model er de vigtigste parametre, og at disse ved ændringer, kan medføre en fejl i dagsværdiberegningen. For mere komplekse investeringsejendomme, eller med en del

variabler, vil det være en fordel at anvende DCF-modellen, hvor det i mindre og ukomplekse investeringsejendomme giver mening at anvende den afkastbaserede model. Herudover vil det ligeledes være op til ledelsen at vurdere hvilken model de mener kan give det mest retvisende billede af dagsværdien for investeringsejendomme. Der fastsættes således ikke et fokus mod en bestemt værdiansættelsesmetode, da det ikke vil være retvisende at udelukke den ene model fremfor den anden, inden der analyseres på de forskellige udvalgte årsrapporter.

9 Analyse af faktorer som kan påvirke målingen af værdiansættelsen

9.1 Inflation

Inflationen har en væsentlig indvirkning på værdiansættelsen af investeringsejendomme. Tidligere har man i Danmark og herunder Nordjylland været præget af en stabil inflation på ca. 2-3% (Trading Economics, 2025), hvilket er særdeles stabilt sammenholdt med øvrige lande. Dog er der jf. figur 11 og figur 12 oplevet øget inflation i år 2022, som har skabt makroøkonomisk uro i Danmark samt hele verden, som skyldes Ruslands invasion af Ukraine, hvor den toppede i 2022 på 10,1% mens den på årsbasis var 7,7%, hvilket er den højeste inflation i 4 årtier. Inflationen steg voldsomt, som følge af øget energipriser (Danmarks Nationalbank, 2022). Med øget inflation stiger priserne, og dermed bliver den enkelte danskers penge mindre værd. Hertil opleves der ligeledes rentestigninger på boligmarkedet, da centralbankerne forsøger at justere på inflationen. (Beierholm, 2025). Det medfører at selskaber med investeringsejendomme med en fast lav rente, fik muligheden for at konvertere deres lån og dermed sikre en kursgevinst. Med afsæt i de 4 selskaber, som kigges ind i næste afsnit kan det ses, at man i årsrapporten for 2022 i selskabet ”Budolfi Plads A/S” har valgt at konvertere deres lån og dermed indfrier en kursgevinst på 46.000 t.kr. (Budolfi-plads, 2022). Med en høj inflation vil købelysten for boligejere ligeledes sænkes, da det bliver sværere at blive kreditgodkendt og finansiering hertil. har det ligeledes. Ud fra figur 11, at inflationen er på et stabilt niveau igen, hvorfor ligeledes har set rentenedsættelser i 2024 og 2025. (Finans, 2025). Det analyseres herfor, at en øget inflation påvirker værdien af investeringsejendomme ved ændring af afkastkravet/forretningsfaktoren.

$$\text{Værdi} = \frac{\text{Nettolejeindtægt}}{\text{Afkastkrav (yield)}}$$

Figur 3 - Selvlavet

9.2 Renteniveau

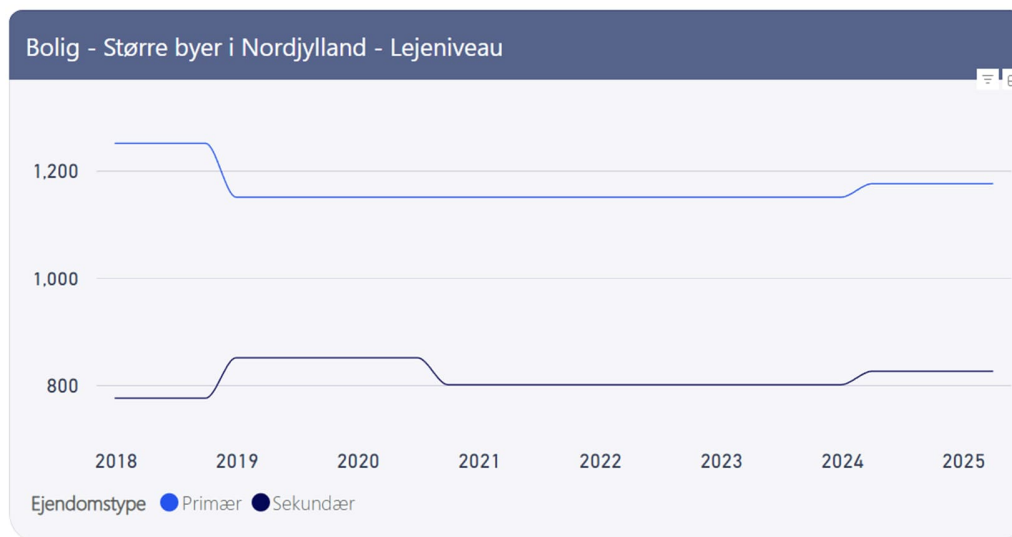
I forbindelse med projektets gennemgang af DCF-modellen blev der oplyst om den risikofrie rente af diskonteringsrenten til opgørelse af dagsværdien for investeringsejendomme. Ud fra renteniveauet kan den risikofrie rente påvirkes negativ og positivt.

Stigende renter vil resultere i en lavere dagsværdi af investeringsejendommen, da diskonteringsrenten bliver højere, hvilket medfører, at man tilbagediskonterer flere pengestrømme, hvorfor det vil give en lavere nutidsværdi. En faldende rente vil herimod resultere i en højere dagsværdi af investeringsejendommene, da pengestrømmene vil dermed blive tilbagekonteret mindre, og derfor vil nutidsværdien af pengestrømme blive højere.

På tilsvarende måde påvirker renteniveauet afkastkravet. Når renterne er lave, er markedsdeltagerne generelt villige til at acceptere et lavere afkast. Omvendt vil højere renter føre til, at investorer kræver et højere afkast for at kompensere for den øgede alternativomkostning. Et lavere afkastkrav medfører en stigning i dagsværdien, mens et højere afkastkrav vil få dagsværdien til at falde. Som analyseret i afsnittet om inflationen, så hænger renteniveauet meget sammen med inflationen rent makroøkonomisk og forbrugerøkonomisk. Dette er ligeledes muligt at følge, når man sammenligner figur 11 og figur 12 (inflationen i perioden 2021-2025) med figur 13 (renteniveauet i perioden 2021-2025). De 3 figurer følger hinanden, hvilket vil sige, at når inflationen stiger, så stiger renteniveauet ligeledes samt omvendt. Dette skyldes, at renten benyttes til at styre pengepolitikken, hvorfor en renteforhøjelse vil dæmpe den økonomiske aktivitet. En rentenedsættelse vil ligeledes øge den økonomiske aktivitet. Årsagen er, at højere renter betyder større renteudgifter for både husholdninger og virksomheder, hvilket reducerer deres disponible indkomst og dermed forbruget. (Dansk Industri, 2025). Når forbruget falder, så falder efterspørgslen på varer og tjenester typisk også. Det lægger et nedadgående pres på priserne og kan føre til lavere inflation eller en opbremsning i prisstigningerne. Når inflationen i en periode har været stabil og lav, vil centralbanken ofte reagere ved at sænke renten for at fremme økonomisk vækst. (Danmarks Nationalbank, 2025). Renteændringer påvirker ikke blot afkastkrav og diskonteringsrente, men har også stor betydning for forbrugeradfærd. Lavere aktivitet i økonomien har ofte en negativ effekt på værdien af investeringsejendomme, mens en stigende aktivitet typisk fører til stigende dagsværdier på investeringsejendommene.

9.3 Lejeindtægter

Lejeindtægterne er en væsentlig forudsætning for beregningen af dagsværdien uagtet om der bliver benyttet den afkastbaserede eller DCF-modellen, dette skyldes at de er en del af driftsafkastet, som giver en indikation på, hvordan forrentningskravet skal fastsættes i forhold til at kunne opgøre en retvisende dagsværdi. Lejeindtægterne skal også ses i lyset af den type lejere der er i bygningerne, samt hvilke lejekontrakter der er indgået i forhold til længde. Der udgives af flere større ejendomsmæglere kvartalsrapporter, som angiver lejeniveauer på henholdsvis primære og sekundære placeringer i forskellige områder. Dette kan give en indikation på om de lejeindtægterne som virksomheden opkræver, men også benytter i de 2 modeller, som udgangspunkt for beregningen af dagsværdien er retvisende. Der skal dog altid vurderes i den konkrete investeringsejendom på hvilket niveau lejeindtægterne skal ligge henset til beliggenhed, vedligehold, købekraft og efterspørgsel. Colliers, der er en større ejendomsmæglerkæde, har opgjort et lejeniveau for større byer i Nordjylland, hvilket stemmer overens med afgrænsningen til Nordjylland som fokusområde for investeringsejendomme. Denne viser at lejeniveauet siden 2018 er nogenlunde stabilt både for primære og sekundære placeringer, med en lille stigning indenfor et sidste år (Colliers, n.d.).



Figur 4 Bolig - Større byer i Nordjylland, Colliers 2025

Dette skal dog betragtes som en grov rettesnor, da der er mange forhold omkring forskellen på markedslejen og den opkrævede leje. Såfremt lejerne betaler til tiden og der er høj efterspørgsel,

kan det indikere at den opkrævede leje enten passer med markedslejen eller er en anelse for lav, hvilket kan give indikationer på at dagsværdien er for lav, og modsat vil en dårlig bonitet, samt lav efterspørgsel indikere at dagsværdien er for høj, da den opkrævede leje er for høj. Dette skal som beskrevet vurderes for hver enkelt investeringsejendom, da forskellene på disse, uagtet at de ligger i samme område, og har samme karakteristika, stadig kan være forskellige.

9.4 Tomgang

Ved investeringsejendomme til erhverv og private er tomgangen en af de primære risikopunkter ved den daglige drift af disse typer af udlejningsejendomme, men også en stor risikofaktor ved værdiansættelsen af investeringsejendomme. For at kunne skabe en samlet vurdering af hvor stor risikoen for tomgang kan være ved erhvervsejendomme og udlejningsejendomme til private er det vigtigt at forstå selve beregningen og principperne for tomgang. Tomgang som begreb kan defineres ved ledighed af lejemål, når de specifikke lejemål altså ikke har nogen udlejere og dermed står tom. Tomgang er altså et udtryk for et lejemål, som ikke giver en lejeindtægt. Den største risiko, som i værste tilfælde kan opstå ved tomgang ved flere lejemål, er likviditetsproblemer for virksomheden. Men den generelle risiko som er ved tomgang, er hvilken måde den opgøres på og indregnes på i dagsværdiopgørelsen af investeringsejendommene. Tomgang kan som udgangspunkt beregnes ud fra en økonomisk månedsvis tankegang, som en enheds tomgang eller som arealmæssig tomgang. Den økonomiske månedsvise tankegang tager udgangspunkt i hvilke reelle måneder ejendommen har stået med tomgang og den eventuelle huslejeindtægt for ejendommen. Tomgangen med udgangspunkt i enhed er til ejendomsselskaber med flere ejendomme, hertil udregnes den procentvise ledighed ejendommene samlet har, hvis en af ejendommene ikke er udlejet. Den arealmæssige tomgang er udregnes tæt op af de andre metoder bare med antal kvadratmeter. Altså hvis et ejendomsselskab har flere ejendomme med et samlet kvadratmeterareal, udregnes tomgangen med udgangspunkt i de kvadratmeter som står ledige.

Eksempel for de 3 beregningsmetoder kan ses nedenfor.

Økonomisk		Enhed		Areal	
Årlig huslejeindtægt	90.000,00	Antal lejemål	10	Lejemål kvm i alt	675,00
Antal måneder pr. år	12	Antal lejemål med tomgang	1	Antal kvm for lejemål med tomgang	85,00
Antal måneder med tomgang	1				
Tomgangsprocent	8%	Tomgangsprocent	10%	Tomgangsprocent	13%

Tabel 1 - Eksempel på tomgangs beregning - Egen tilvirkning

Tomgangen kan altså beregnes og men hertil også fastsættes ud fra givende beregninger, idet det kan være svært ud fra et normaliseret driftsbudget at vurdere hvor meget tomgang der skal indregnes. Det er ikke et krav fra erhvervsstyrelsen om at indregne en tomgangsprocent, men det forventes derimod at der tages stilling til tomgangen. Det kan godt forekomme at der ingen tomgang er indregnet i værdiansættelsen af investeringsejendomme, det er dog vigtigt at ledelsen forholder sig hertil og har gode begrundelser, hvorfor der ikke skal indregnes tomgang. Ved erhvervslejemål med kontraktbunde lejeperioder på flere år, behøves det ikke være nødvendigt at indregne tomgang, idet udlejer har en bunden lejeindtægt. Lejemål til private i meget attraktive områder, hvor udlejer typisk kan finde en ny udlejer inden den generelle 3 måneders opsigelse periode er gået behøves der nødvendigvis heller ikke være indregnet tomgang.

Hvis man skal tage udgangspunkt i projektets tidligere beregnet afkastbaseret eksempel for dagsværdiberegning af en fiktiv ejendom, for at illustrere den værdimæssige påvirkning af indregning af tomgang. I det tidligere afkastbaseret eksempel er der ikke indregnet nogen tomgangsprocent i dagsværdien af ejendommen. For at beregne effekten af tomgang for dagsværdien bliver tomgangen fastsat til 2% med udgangspunkt i den økonomiske beregning. Med udgangspunkt i den økonomiske beregning vil det betyde at 2% af de opsatte huslejeindtægter i eksemplet trækkes ud af værdiberegningen. For den nye beregning med en tomgangsprocent på 2% vil herefter give en dagsværdi på 1.759 t.kr. kontra det første beregnede eksempel uden tomgang på 1.819 t.kr. det vil altså give en forskelsværdi på -77.359 kr. svarende til et fald på 4,2%.

Det ovenstående beregnet eksempel, viser hvor stor påvirkningen kan være, hvis tomgangsprocenten bliver medregnet i dagsværdien og omvendt. Det er derfor vigtigt for virksomheder med investeringsejendomme at forholde sig til tomgang. Virksomhederne kan bruge egne erfaringer fra tidligere år med tomgang på deres investeringsejendomme eller

anvende ”markedssatsen” for tomgang. Rådgivningsvirksomheder som Colliers og Nordicals udkommer med ejendomsrapporter flere gange om året som b.la. indeholder tomgangsprocent.

Tomgang, %	2024			
	K1	K2	K3	K4
København By	6,2	6,8	6,5	7,2
Københavns omegn	5,0	5,4	6,2	6,8
Nordsjælland	5,4	5,1	4,5	4,5
Østsjælland	3,0	2,9	3,8	3,5
Vest- og Sydsjælland	4,0	4,0	4,0	4,0
Fyn	6,3	6,7	6,1	6,8
Syddjylland	4,8	5,0	5,4	5,4
Østjylland	6,3	7,0	7,0	7,2
Vestjylland	1,8	2,3	2,6	2,6
Nordjylland	3,8	3,8	4,3	4,6

Figur 5- Colliers PULS - 1. Kvartal 2025

Figuren ovenfor illustrere den tomgangsprocent Colliers har opgjort for erhvervsejendomme hen over kvartalerne for 2024. Men henblik på Nordjylland, som de kommende analyserede årsrapporter ligger sig indenfor beliggenhedsmæssigt, kan det konstateres at udviklingen af tomgangen er stigende fra 1 kvartal til 4 kvartal for 2024. Udviklingen er med til at understøtte påstanden om usikkerhed ved tomgang og fastsættelsen af denne i en dagsværdi beregning af ejendomme. Hvis man skulle dagsværdi beregne samme ejendomsportefølje i 1 kvartal kontra 4 kvartal vil det give et udsving i dagsværdien af ejendomsporteføljen. Dette reelle udsving vil få konsekvenser for en potentiel dagsværdiregulering af ejendomsporteføljen. Hvis dagsværdireguleringen ændrer sig, vil det betyde at virksomhedens resultat og aktivmasse vil ændre sig, hermed have direkte påvirkning på regnskabet. Det ses yderligere på figuren at tomgangsprocenten er markant svingende ud fra hvilken del af landet man aflæser. Beliggenheden har altså stor betydning for tomgangsprocenten, hvilket er noget projekt vil belyse nærmere i næste afsnit.

9.5 Beliggenhed

Beliggenheden har væsentlig betydning for investeringsejendomme, da der kan være stor forskel på forrentningskrav og markedsleje, samt tomgang (Ejendomstorvet.dk, 2022). Da beliggenheden kan have stor effekt på dagsværdien, vurderes det også at være centralt at der oplyses forholdsvis specifikt i noterne omkring denne, da der kan være store udsving i for eksempel København, i forhold til hvilket område, investeringsejendommen er beliggende i. Dette bliver også lagt til grund fra forskellige ejendomsvaluarer, som giver primær og sekundær placeringer for givne byer og regioner. Dette betyder at man for henholdsvis markedsleje og forrentningskrav har et interval, man kan benytte for at sammenligne om de værdier der bliver brugt til at fastsætte dagsværdien, men samtidig også at fastsætte eventuel husleje er markedssvarende, og dermed retvisende, dog med hensyntagen til mange andre forudsætninger. Erhvervsstyrelsen har en også forventning om at beliggenhed i langt de fleste tilfælde er en central forudsætning for indregning af dagsværdi på investeringsejendomme, og således skal oplyses i regnskabet, enten som by eller region, alt efter hvad der er mest retvisende. Med udgangspunkt i region Nordjylland, kan der være stor forskel på hvor i regionen man befinder sig, og hvilket forrentningskrav, samt markedslejen herpå. Forrentningskravet baseret på Colliers er ligeledes i den høje ende, imens markedslejen er i den lave ende, hvilket giver god mening, da investeringsejendommene i nogle dele af Region Nordjylland kan være markant billigere end f.eks. universitetsbyerne, hvorfor Aalborg også er opgjort særskilt.

Jf. Colliers 2023 Q4 har man i Aalborg en markedsleje (kr./m²/år ekskl. driftsomkostninger og skatter) på 1.300 kr. for primær karakter mod en værdi på 1.075 kr. for sekundær karakter. For Nordjylland er markedslejen lavere, hvorfor primær karakter er på 1.150 kr. mod sekundær karakter er på 800 kr. Det har herfor en stor betydning hvorfor investeringsejendommene er beliggende, da det er afgørende for værdien af investeringsejendommen. (Colliers Puls - 1. kvartal 2024, 2023)

		Bolig**			
		2023			
		K1	K2	K3	K4
		Kr./m²/år. Driftsomkostninger og skatter er indeholdt i lejen			
Aalborg	Primær	1.300	1.300	1.300	1.300
	Sekundær	1.075	1.075	1.075	1.075
Nordjylland	Primær	1.150	1.150	1.150	1.150
	Sekundær	800	800	800	800

Figur 6 - Colliers PULS - 1. Kvartal 2024

Jf. Colliers 2023 Q4 har man i Aalborg en forretningsfaktor (kr./m²/år ekskl. driftsomkostninger og skatter) på 4,50% for primær karakter mod en forretningsfaktor på 5,13% for sekundær karakter. For Nordjylland er forretningsfaktoren for primær karakter på 5,75% mod en sekundær karakter på 6,25%. (Colliers Puls - 1. kvartal 2024, 2023)

		Bolig**			
		2023			
		K1	K2	K3	K4
		Kr./m²/år. Driftsomkostninger og skatter er indeholdt i lejen			
Aalborg	Primær	4,38	4,38	4,50	4,50
	Sekundær	4,88	5,00	5,13	5,13
Nordjylland	Primær	5,50	5,75	5,75	5,75
	Sekundær	6,25	6,25	6,25	6,25

Figur 7 - Colliers PULS - 1. Kvartal 2024

Primær beliggenhed vurderes jf. Colliers at være ”Topbeliggenhed og -kvalitet for ejendommen. Enten ny og moderne eller istandsat, så den er tidssvarende og fremtidssikret. Høj genudlejningssikkerhed.” (Colliers Puls - 1. kvartal 2024, 2023)

Sekundær beliggenhed vurderes jf. Colliers at være ”Gennemsnitlig beliggenhed og stand for ejendommen. Genudlejningsmulighederne afspejler de generelle markedsforhold.” (Colliers Puls - 1. kvartal 2024, 2023)

9.6 Forrentningsfaktor

Forrentningsfaktoren, som også er benævnt i projektet som afkastgraden, er et væsentligt punkt for investeringsejendomme og beregning af deres dagsværdi. Dette skyldes at afkastningsgraden er et direkte billede af det forventede afkast, en investering skal give før investeringen anses for at være tilfredsstillende i forhold til risikoen. Dette betyder konkret set, at afkastgraden er den forventede fortjeneste, investorer finder tilstrækkelig for deres risiko, ved at investere i investeringsejendomme. (Bitzer, 2024) Det er vigtigt at forstå at afkastkravet ikke det samme som realiserede afkast, men den kapitalværdi en investering kan have. For at vurdere betydningen af afkastningsgraden for værdiberegningen af investeringsejendomme, er det centralt at forstå beregning af værdien. I henhold til beregningen for effekten af tomgang tidligere i opgaven, anvendes igen den afkastbaserede model igen for at illustrere effekten af ændringen ved afkastgraden. I det tidligere eksempel med den afkastbaserede model blev der anvendt en afkastgrad på 4,5%, hvilket resulterede i en dagsværdi på 1.837. t.kr. Hvis investorer vurderer, at risikoen ved investeringen er højere end forventet, og derfor sætter afkastgraden op til 4,75%, vil dette give en dagsværdi på 1.740 t.kr. hvilket er en ændring på -96.674 kr. svarende til et fald på -5,26%. En beslutning som påvirker dagsværdien af ejendommen, men som vil få investorerne til at have mindre risiko ved deres investering, idet de kræver et større afkast.

Det kan altså konstateres at afkastgraden har stor indflydelse på værdiberegningen for investeringsejendomme. Det er derfor vigtigt at forstå, hvilke faktorer som kan spille ind på fastsættelsen af afkastgraden. De tidligere nævnte faktorer som renteniveau, tomgang og beliggenhed har indflydelse på, hvordan investorer fastsætter afkastgraden. Hvis tomgangen er høj og derfor større usikkerhed ved investeringsejendommen, men afkastgraden alt andet lige stige. Hvis beliggenheden er dårlig og derfor også har indflydelse på tomgangen, vil afkastgraden alt andet lige også stige. Hvis renteniveauet er højt og investorerne derfor vil have større afkast vil afkastgraden alt andet lige stige (Winther, 2025). Endnu en faktor som kan have indflydelse på afkastgraden, er udviklingsmuligheder eller renoveringsprojekter for ejendommen. En af de mest væsentlige faktorer som spiller ind på afkastgraden, er beliggenheden.

Figuren nedenfor fra Nordicals illustrerer afkastgraden for boliger under 65 m². Med henblik på en af landet bedstelokaler i København er afkastgraden nede på 3,75% for primære ejendomme, hvortil afkastgraden er helt oppe på 6,75% for primære ejendomme i Frederikshavn. Nordicals definition af primære ejendomme betegner ejendomme med top beliggenhed og høj kvalitet i området af den geografiske lokation. Colliers Puls - 1. kvartal 2024, 2023)

AFKAST					
FORRETNINGER		4. kvartal 2023	3. kvartal 2023	2. kvartal 2023	1. kvartal 2023
HILLERØD	PRIMÆR	4,75	4,75	4,75	4,75
	SEKUNDÆR	5,25	5,25	5,25	5,25
KØBENHAVN	PRIMÆR	3,75	3,75	3,75	3,50
	SEKUNDÆR	4,25	4,25	4,25	4,25
ROSKILDE	PRIMÆR	4,75	4,75	4,75	4,75
	SEKUNDÆR	6,00	5,50	5,50	5,50
KØGE	PRIMÆR	4,75	4,75	4,75	4,75
	SEKUNDÆR	6,00	5,50	5,50	5,50
NÆSTVED	PRIMÆR	5,25	5,25	5,25	5,25
	SEKUNDÆR	6,00	6,00	6,00	6,00
SLAGELSE	PRIMÆR	5,25	5,25	5,25	5,00
	SEKUNDÆR	6,25	6,50	6,00	6,00
HOLSTEBRO	PRIMÆR	5,75	5,75	5,75	5,75
	SEKUNDÆR	8,00	8,00	8,00	8,00
AALBORG	PRIMÆR	4,50	4,50	4,25	4,25
	SEKUNDÆR	4,75	4,75	4,50	4,50
FREDERIKSHAVN	PRIMÆR	6,75	6,75	6,75	6,75
	SEKUNDÆR	8,00	7,75	7,75	7,75

Figur 8 - Nordicals - MarkedsForesight Q1 2024

10 Værdiansættelse af investeringsejendomme i Nordjylland

Nedenstående afsnit tager udgangspunkt i information, som er opnået i forbindelse med projektet herunder empirien publiceret af erhvervsstyrelsen, der tages udgangspunkt i fire selskaber med investeringsejendomme i Nordjylland, hvor der er forsøgt at differentiere sig ved at vælge fire selskaber med fire forskellige revisionshuse. Det er sikret, at der bliver afgivet en revisionspåtegning med sikkerhed herunder revision på de fire selskaber. De fire selskaber som kigges ind i er oplistet nedenfor:

- Boligselskabet Viglen ApS (årsrapport for 2023)
- Lykkebo A/S (årsrapport for 2023)
- Østre Havnepromenade A/S (årsrapport for 2023)
- Budolfi Plads A/S (årsrapport for 2023)

For de fire udvalgte selskaber er de tilknyttet revisionshuse EY Godkendt Revisionspartnerselskab, Beierholm Godkendt Revisionspartnerselskab, Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab og BDO Statsautoriseret Revisionsaktieselskab.

10.1 Analyse af regnskaber i Nordjylland

I forbindelse med gennemgang af de 4 forskellige virksomheders årsrapporter med indregning af investeringsejendomme er Erhvervsstyrelsen blevet kontaktet, da de hvert år foretager kvalitetskontroller på årsrapporter. Kvalitetskontrollerne bliver lavet for at sikre, at regnskaberne overholder de krav, som der tidligere er nævnt. Forbedringspunkterne bliver givet til revisionshusene, som de skal følge op, hvis de er væsentlige. Dette gælder både den interne dokumentation for revisoren, hvor der kan være mangler, men kan også gælde mangler i årsrapporten. (Kvalitetskontrol Erhvervsstyrelsen, 2025) Erhvervsstyrelsen har besvaret, at de har observeret fejl vedrørende dokumentering af planlægning, dokumentering af indregning af investeringsejendomme og fejl vedrørende manglende/utilstrækkeligt kontrol af overholdelse af den regnskabsmæssige begrebsramme i årsrapporter med investeringsejendomme i perioden 2020-2022. Det oplyses ikke, hvor mange årsrapporter der er testet, og hvilke regnskabsklasser der fundet fejl i – Der henvises til figur 14, som vedrører mailkorrespondance med Erhvervsstyrelsen. Ud fra vores problemstilling er det hovedsageligt væsentligt at tage udgangspunkt i fejlene, som vedrører

årsregnskabet, med følge af regnskabsbrugers informationsbehov kan udelukkende dækkes her. Tendens viser, at der siden 2020 og frem til 2022 er sket øget fejl i årsrapporterne for investeringsejendomme. Hertil tyder det på, at ledelsen/revisionshusene har forringet sig samt der er kommet øget krav til anvendt regnskabspraksis samt noteoplysninger for årsrapporter med investeringsejendomme. (Erhvervstyrelsen, 2025)

Selvom det er ledelsen, der aflægger regnskabet, har revisionshusene en betydelig rolle i revisionen og den tilbagemelding der gives til ledelsen ved oplysningen og indregningen af investeringsejendommene til dagsværdi. Der er således taget udgangspunkt i 4 forskellige virksomheder, som benytter sig af 4 forskellige revisorer, da det vurderes at der er forskellige holdninger fra de enkelte revisorer, til nødvendigheden af de enkelte centrale forudsætninger. Da Erhvervsstyrelsen, som nævnt kontrollerer revisionshusenes dokumentation af dagsværdien for investeringsejendommene for de reviderede virksomheder, vurderes det også at virksomhederne korrigerer dagsværdiberegningen og noterne i henhold til de oplysninger de får fra revisionshusene. Udgangspunktet er således at gennemgå regnskaberne for de centrale forudsætninger og analysere på mangler i henhold til særligt Erhvervsstyrelsen vejledning.

10.2 Boligselskabet Vigen ApS (EY Godkendt revisionspartnerselskab)

Til nedenstående gennemgang af årsrapporten for Boligselskabet Vigen ApS er årsrapporten for 2023 anvendt til vores gennemgang. (Boligselskabet Vigen ApS, 2023)

Måling: Investeringsejendomme måles til dagsværdi med værdiregulering over resultatopgørelsen jf. reglerne i årsregnskabslovens § 38 udgangspunkt.

Værdiansættelse: Dagsværdien fastsættes for hver ejendom individuelt baseret på ejendommens budget for det kommende år, justeret for ikke-tilbagevendende begivenheder. Dette justerede budget afspejler et "normaliseret" driftsresultat.

Dagsværdimodel: Det normaliserede driftsresultat anvendes sammen med et relevant afkastkrav til at beregne dagsværdien ved hjælp af den afkastbaseret model (niveau 3 i dagsværdihierarkiet).

Lejeindtægter: Lejeindtægterne justeres i henhold til lejekontrakterne, der oplyses i årsrapporten, hvor lejekontrakterne er prisreguleret, og årets indeksregulering udgør gennemsnitlig ca. 3 %.

Driftsomkostninger: Driftsomkostningerne justeres også i henhold til kendte prisændringer, hvorfor man ligeledes har indeksreguleret i henhold til kendte prisændringer.

Anlægsnoten for investeringsejendomme: Der oplyses om primo og ultimo kostpris, dagsværdireguleringer/værdireguleringer og ultimo regnskabsmæssige værdi. Det er kontrolleret, at man har benyttet de korrekte primo-værdier fra ultimo årsrapporten for 2022. Jf. anlægsnoten været tilgange i året for 645 t.kr., mens der er foretaget en negativ værdiregulering på 2.175 t.kr. for investeringsejendomme. Med en negativ værdiregulering har man herfor forringet dagsværdien på investeringsejendomme i 2023.

I noten for investeringsejendomme har Boligselskabet Vigen ApS medtaget, at det er ledelsen, som har ansvaret for fastsættelsen af dagsværdien. Herunder inkluderes det, at det er en langsigtet investering, som ligeledes er et krav for en investeringsejendom.

Afslutningsvis er en følsomhedsanalyse medtaget, som viser effekten ved ændringer i forretningsfaktorerne. Regnskabsbrugeren bliver ikke oplyst om dagsværdi pr. kvadratmeter og årlige leje pr. kvadratmeter, kr., hvilket kan være have en effekt på regnskabsbrugers beslutningsgrundlag.

Afkastkrav: Afkastkravet fastsættes af ledelsen og er i overensstemmelse med tidligere år, hvilket et pointerer, da det er ledelsens ansvar, at de kan stå inde for de opgivne oplysninger. I 2023 lå afkastkravet i intervallet 4,40-6,00 %, hvilket er en stigning på 0,15-0,25 % i forhold til sidste år, baseret på den aktuelle markedssituation. Det store interval mellem afkastkravet skyldes 18-20% af ejendommene består af erhverv, hvor afkastkravet er højere end for privatbeboelse.

I noten for investeringsejendomme bliver det oplyst, at ejendommene er centralt beliggende i Aalborg og Nørresundby. Jf. Colliers Q4 2023 er afkastkravet i Aalborg med primær karakter 4,50 % mens sekundær karakter er 5,13 %. (Colliers, 2023) Dermed har ledelsen skrevet, at de har ejendomme i Aalborg/Nørresundby, som har et lavere afkastkrav end primær karakter for Aalborg, hvorfor de skulle være bedre end "topbeliggenhed og -kvalitets for ejendommen. Enten ny og moderne eller istandsat, så de er tidssvarende og fremtidssikret Høj genudlejningssikkerhed." Det vurderes herfor, at de har ejendomme, som skulle være af yderst kvalitet, hvis de skal følge Colliers "Markeds puls for Aalborg/Nordjylland".

Tomgang: Det fremgår, at der ikke inkluderet tomgang i dagsværdiberegningerne på grund af ejendommens attraktive beliggenhed og vedligeholdelse.

Ingen afskrivninger: Der foretages ingen systematiske afskrivninger på investeringsejendomme.

Anvendt regnskabspraksis:

I anvendt regnskabspraksis bliver man vejledt til, hvordan nettoomsætningen indregnes med huslejeindtægter, herunder at huslejeindtægterne indregnes i resultatopgørelsen i takt med, at ydelsen leveres til lejer i henhold til huslejekontrakt, og de beløb der vedrører regnskabet.

For ejendomsomkostningerne oplyses regnskabsbruger, at selskabet indregner ejendomsomkostninger vedrørende udlejning af virksomhedens investeringsejendomme, herunder omkostninger til drift og vedligeholdelse af investeringsejendomme.

I balancen i anvendt regnskabspraksis oplyses regnskabsbruger indregningen af investeringsejendomme, herunder hvilket målegrundlag, som benyttes, hvordan værdireguleringerne reguleres. Regnskabsbruger bliver oplyst, at Boligselskabet Vigen ApS opgør dagsværdien pr. 31. december 2022, hvilket er en fejl, og dermed forvirrer regnskabsbruger, da dagsværdien er opgjort pr. 31. december 2023. Afslutningsvis bliver regnskabsbruger oplyst om dagsværdihierarkiet.

Værdireguleringer: Værdireguleringer indregnes i resultatopgørelsen under posten "regulering til dagsværdi, netto".

Generelle regnskabsoplysninger: Ledelsesberetningen beskrives der kort, hvordan årets resultat før skat er påvirket af dagsværdiregulering af investeringsejendomme i 2023, som er blevet færdigopført i 2023, sammenholdt med 2022, som følge af det er en væsentlig regnskabsoplysning for regnskabsbruger.

10.3 Lykkebo A/S (Beierholm Godkendt Revisionspartnerselskab)

Til nedenstående gennemgang af årsrapporten for Lykkebo A/S er årsrapporten for 2023 anvendt. (Lykkebo A/S, 2023)

Måling: På baggrund af anvendt regnskabspraksis måles investeringsejendomme i Lykkebo A/S ved erhvervelse til kostpris, med tillæg af omkostninger, der direkte kan henføres til anskaffelsen, samt efterfølgende klargøring til brug. Efterfølgende måling af investeringsejendommene foretages til dagsværdi. Der oplyses dog ikke om henvisning til årsregnskabslovens § 38, selvom man oplyser at dagsværdien reguleres i resultatopgørelsen, som modsvarer ordlyden i § 38.

Generelle regnskabsoplysninger

Ledelsesberetningen: Virksomheden oplyser i ledelsesberetningen om udviklingen af de økonomiske forhold i relation til investeringsejendommene, hvor der gives oplysninger om nogle af de forudsætninger der ligger til grund for dagsværdireguleringen i året. Dette gør sig for 2023 især gældende, da dagsværdireguleringen er negativ, og således gør at regnskabet viser et negativt resultat efter skat på -6.297 t.kr. I ledelsesberetningen er der også givet oplysning om selskabets væsentligste aktiviteter, som for Lykkebo A/S vedrører udlejning af bolig- og erhvervsejendomme centralt beliggende i Aalborg. Dette giver oplysning om beliggenhed for de investeringsejendomme der er en del af virksomheden, og kan bruges til at vurdere fastsættelsen af dagsværdien og intervallerne på de centrale forudsætninger. De oplyser desuden om renterisici, der ikke er et krav for en regnskabsklasse B virksomhed, da det må vurderes at det er relevant for regnskabsbrugeren. Det vurderes dog at være en ubetydelig oplysning i ledelsesberetningen, da man udelukkende beskriver, hvorfor man ikke vurderer at der er nogle væsentlige risici ved renten, og dermed ikke foretages afdækning af renterisici.

Værdiansættelse: Det fremgår at virksomheden beregner dagsværdien med en individuelt fastsat diskonteringsfaktor, der indebærer et markedsbaseret afkast. Herunder oplyser man at der ikke anvendes en valuar i forbindelse med fastsættelse af dagsværdien. Dog oplyses der i dagsværdinoten at der anvendes eksterne markedsanalyser og ekstern vurderingsmand ved fastsættelsen af udvalgte investeringsejendomme, hvilket i nogen grad ikke modsvarer oplysningerne i anvendt regnskabspraksis. Af oplysninger om dagsværdi fremgår det ligeledes at fastsættelsen af dagsværdien er baseret på et forventet normaliseret driftsresultat for året. Det kan ikke tydes ud af

årsrapporten, hvorvidt benyttelsen af eksterne parter udelukkende er benyttet til dokumentationen af den fastsatte dagsværdi, eller for at understøtte dagsværdi.

Dagsværdimodel: Virksomheden anvender normalindtjeningsmodellen, som svarer til den afkastbaserede model til beregningen af dagsværdien for investeringsejendommene. Dette er én af de to mest anvendte modeller og er anerkendt af Erhvervsstyrelsen. Der er i virksomheden ikke givet oplysninger om hvilket dagsværdihierarki der er anvendt, hvilket Erhvervsstyrelsen ellers kræver, da de er en del af årsregnskabslovens § 37 stk. 1 2.-5. pkt., som for hvert niveau giver forklaring på hvordan investeringsejendommen kan indregnes til dagsværdi. Erhvervsstyrelsens hovedregel er at der indregnes til dagsværdi på baggrund af niveau 3, som er et ikke-reguleret eller aktivt marked, som er baseret på kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller. Da virksomheden ikke aktivt anviser det valgt dagsværdihierarki, kan det være besværligt at vurdere om det konkret betyder at de indregner efter niveau 2 eller niveau 3, da man enkelte steder i årsrapporten nævner at der benyttes eksterne vurderinger til fastsættelse af dagsværdien, da kan antyde niveau 2, men samtidig at man bruger normalindtjeningsmetoden til at fastsætte dagsværdien med.

Afkastkrav: Fastsættelse af afkastkravet er i overensstemmelse med tidligere år og udgør for regnskabsåret 2023 et interval på 4,0 - 4,50 %, sammenlignet med året før hvor afkastkravet havde et interval på 4,0 – 5,00 % (Lykkebo, 2022). Det relevante anvendte afkastkrav er baseret på ejendommenes beliggenhed, alder, vedligeholdelsesstand og udlejningsgrad og relevante vilkår og betingelser i lejekontrakterne. Både Nordicals og Colliers angiver et afkastkrav i niveauet 4,5%, hvis man tager udgangspunkt i primære ejendomme for Colliers vedkommende, hvilket dog har været stigende i 2023, grundet forskellige faktorer, der tidligere er kortlagt. Der kan således ligges til grund at intervallet anvendt som afkastkrav ligger i den lave ende af hvad markedet har en forventning om, og samtidig at man ændrer intervallet ned fra 5% til 4,5%, når markedet har en opadgående trend for afkastkravet i Aalborg og Nordjylland. Der skal således ligge en del gode argumenter og eventuel dokumentation til grund for at man vælger at benytte et afkastkrav, der har stor indvirkning på dagsværdi, i den lave ende af intervallet, der gør at dagsværdien således ikke forringes i større grad, end hvad der er tilfældet for årsrapport 2023.

Lejeindtægter: Lykkebo oplyser ikke specifikt omkring lejeindtægterne i forhold til beregningen af dagsværdien. Dette forventes dog at være en del af det normaliserede driftsresultat, hvori betingelser for lejekontrakter er nævnt. Det kan således være besværligt at vurdere om de

lejeindtægter virksomheden anvender for beregningen af dagsværdien er på markedsniveau i henhold til Nordicals og Colliers. Hvorvidt lejeindtægterne er normaliseret og vurderet indenfor et interval der underbygger andre centrale forudsætninger, samt afkastkravet, kan derfor være besværligt at konkludere på ud fra årsrapporten.

Driftsomkostninger: Virksomheden benytter i regnskabet benævnelsen produktionsomkostninger, som i nogen grad vurderes misvisende, da det kan antyde at det ikke vedrører den normale drift, men egentlig produktion. Produktionsomkostningerne vedrører omkostninger til at opnå nettoomsætningen, hvorfor det på baggrund af beskrivelsen i afsnittet vurderes at vedrører egentlig driftsomkostninger, men som samtidig indeholder leasing og af- eller nedskrivninger af anlægsaktiver, som ikke vurderes at være normale driftsomkostninger for en investeringsejendom.

Tomgang: Virksomheden tager fradrag for tab af lejeindtægter for ikke udlejede arealer, som vurderes at være virksomhedens beskrivelse af tomgang. Niveauet er ikke angivet for en egentlig tomgangsprocent, hvilket heller ikke er et krav, og såfremt det ikke vurderes relevant for regnskabsbrugeren i Lykkebos tilfælde, kan det være nok blot at nævne, at man har taget stilling til det i opgørelsen af dagsværdien.

Afskrivninger: Der foretages ingen systematiske afskrivninger på investeringsejendomme, hvilket nævnes enkelte steder i årsrapporten, og bekræfter at der indregnes til dagsværdi.

Værdireguleringer: Værdireguleringer indregnes i resultatopgørelsen under posten "Dagsværdiregulering af investeringsejendomme". Dagsværdireguleringen for 2023 har haft en negativ påvirkning på resultatet med – 46.025 t.kr. I noteoplysningerne fremgår det af noten om opgørelse af dagsværdi ligeledes årets urealiserede dagsværdiregulering andrager, samt hvor i regnskabet det er indregnet.

Følsomhedsanalyse: Der er ikke oplyst om følsomhedsberegninger for investeringsejendommene i årsrapporten. Det er derfor ikke muligt ud fra årsrapporten at konkludere på dagsværdireguleringen af ejendommene med en ændring i afkastkravet. Da afkastkravets interval er relativt lavt henset til markedets vurdering, og det forhold at virksomhedens dagsværdiregulering er lige under 4% af dagsværdien ultimo 2023, burde man have oplyst omkring følsomheden af de anvendte centrale forudsætninger, målt op imod relevante nøgletal. Alternativt kunne der oplyses en følsomhedsbetragtning på baggrund af opgørelsen af dagsværdien, så regnskabsbruger ville

have en mulighed for at vurdere, hvorvidt ændringen i forskellige forhold ville ændre regnskabsbrugers holdning til årsrapporten.

Anlægsnoten for investeringsejendomme: Anlægsnoten for investeringsejendomme er indeholdt i Materielle anlægsaktiver, hvilket vurderes retvisende for regnskaber. Der oplyses om primo og ultimo kostpris, af- og nedskrivninger, dagsværdireguleringer og ultimo regnskabsmæssige værdi. Der har ikke været til- eller afgang i løbet af året, hvorfor der ikke er forskel mellem primo og ultimo på kostprisen. Dagsværdireguleringen primo stemmer til dagsværdireguleringen ultimo for regnskabsåret 2022. Dagsværdireguleringen i året modsvarer ligeledes oplysningerne i resultatopgørelsen og noten omkring opgørelse af dagsværdi, hvilket giver den regnskabsmæssige værdi for investeringsejendomme på 1.192.000 t.kr.

10.4 Østre Havnepromenade A/S (BDO Statsautoriseret Revisionspartnerselskab)

Til nedenstående gennemgang af årsrapporten for Østre Havnepromenade A/S er årsrapporten for 2023 anvendt til vores gennemgang. (Østre Havnepromenade A/S, 2023)

Måling: Investeringsejendomme måles til dagsværdi, der er dog ikke oplyst omkring hvordan det måles ift. årsregnskabsloven.

Værdiansættelse: Dagsværdien fastsættes på baggrund af en afkastbaseret model, som fastsættes individuelt for ejendommene på baggrund af selve driftsafkastet og en fastsatte afkastkrav, baseret på ejendomstypen.

Dagsværdimodel: Det normaliserede driftsresultat anvendes sammen med et relevant afkastkrav til at beregne dagsværdien ved hjælp af den afkastbaseret model, der bliver dog ikke beskrevet om, hvilket niveau i årsrapporten, som den afkastbaseret model indgår i ift. dagsværdihierarkiet.

Lejeindtægter: Der oplyses ikke hvorvidt lejeindtægterne reguleres og eventuelt hvordan de bliver reguleret.

Driftsomkostninger: I lighed med lejeindtægter, oplyses der ikke om reguleringer, foruden at der tages højde for omkostninger afholdt i forbindelse med et normalt år ved driftsafkastets fastsættelse.

Anlægsnoten for investeringsejendomme: Der oplyses om primo og ultimo kostpris, overførsel, tilgang, afgang, dagsværdireguleringer og ultimo regnskabsmæssige værdi. Det er kontrolleret, at man selskabet ikke har benyttet de korrekte/samme primo-værdier fra ultimo årsrapporten for 2022, hvorfor dette kan være med til at give udfordringer for beslutningsgrundlaget for regnskabsbrugeren.

Jf. anlægsnoten været tilgange i året for 5.229 t.kr., mens der er foretaget en positiv værdiregulering på 29.381 t.kr. for investeringsejendomme. Der er foretaget en overførsel på 222.992 t.kr., som følge af man har været ved at opføre ejendomme.

Med en positiv værdiregulering har man herfor forbedret dagsværdien på investeringsejendomme i 2023.

I noten for investeringsejendomme har Østre Havnepromenade A/S medtaget, at det er ledelsen, som har ansvaret for fastsættelsen af dagsværdien. Herunder inkluderes det, at det er en langsigtet investering, som ligeledes er et krav for en investeringsejendom.

Afslutningsvis er en følsomhedsanalyse medtaget, som viser effekten ved ændringer i forretningsfaktorerne. Regnskabsbrugeren bliver ikke oplyst om dagsværdi pr. kvadratmeter og årlige leje pr. kvadratmeter, kr., hvilket kan være have en effekt på regnskabsbrugers beslutningsgrundlag.

Afkastkrav: Da virksomheden har flere forskellige typer af udlejningsejendomme, har de i noterne oplyst om afkastkrav og driftsafkast for hver type af udlejning. Da fokus er på boligudlejning i projektet, fokuseres der på dette afkastkrav i denne sektion, og hvorvidt virksomheden forholder sig til de oplysninger der bør være en del af noten. Virksomheden oplyser at afkastkravet er fastsat i niveauet 4,25-4,75% med et driftsafkast på 8,8 til 9,2 mio. kr. Der er ikke givet oplysning om forskellen til sidste år, hvorfor det ikke er muligt i regnskabet at kunne afgøre om dagsværdireguleringen skyldes en ændring i afkastkravet.

I noten for investeringsejendomme bliver det oplyst, at beboelsesejendommene er centralt beliggende i Aalborg. Jf. Colliers Q4 2023 er afkastkravet i Aalborg med primær karakter 4,50 % mens sekundær karakter er 5,13 %. (Colliers, 2023) Dermed har ledelsen skrevet, at de har ejendomme i Aalborg/Nørresundby, som har et lavere afkastkrav end primær karakter for Aalborg,

hvorfor de skulle være bedre end ”topbeliggenhed og -kvalitets for ejendommen. Enten ny og moderne eller istandsat, så de er tidssvarende og fremtidssikret Høj genudlejningssikkerhed.” Det vurderes herfor, at de har ejendomme, som skulle være af yderst kvalitet, hvis de skal følge Collieres ”Markeds puls for Aalborg/Nordjylland”.

Tomgang: Der er taget højde for tidsbegrænsede omkostninger, indgående rabatter, tomgang og forhold i øvrigt ved at korrigere herfor i værdiansættelsen.

Afskrivninger: Der foretages ikke afskrivninger på investeringsejendommene, hvilket ikke oplyses, men da der oplyses at de indregnes til dagsværdi, vil der logisk ikke afskrives herpå.

Anvendt regnskabspraksis:

I anvendt regnskabspraksis bliver man vejledt til, at huslejeindtægter og omkostninger er periodiseret således, at de dækker perioden frem til regnskabsårets udløb. Endvidere er der ikke givet oplysninger omkring, hvordan ejendomsomkostningerne måles/hvad det består af.

Der nævnes i anvendt regnskabspraksis for investeringsejendomme, hvordan selskaberne indregnes og selskabets målegrundlag.

Østre Havnepromenade A/S henviser flere steder til dagsværdihierarkiet, men oplyser ikke, hvordan dagsværdihierarkiet defineres og hvilket niveau der benyttes til at værdiansættelsen af investeringsejendommen, hvorfor det kan være misvisende for regnskabsbruger. Dette er væsentligt for regnskabsbruger med størrelsen på værdien af investeringsejendommene, da man ikke ved om investeringsejendommene er indregnet til niveau 1-3.

Værdireguleringer: Værdireguleringer indregnes i resultatopgørelsen under posten ”Dagsværdiregulering af investeringsejendomme”. Dette er i noten opdelt for hver type af ejendom; Projektejendomme, investeringsejendomme og investeringsejendomme under opførelse.

Generelle regnskabsoplysninger: Ledelsesberetningen beskrives der kort, hvordan årets resultat er påvirket positivt påvirket af dagsværdiregulering af investeringsejendomme i 2023 sammenholdt med 2022, som følge af det er en væsentlig regnskabsoplysning for regnskabsbruger

10.5 Budolfi Plads A/S (Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab)

Til nedenstående gennemgang af årsrapporten for Budolfi Plads A/S er årsrapporten for 2023 anvendt. (Budolfi Plads A/S, 2023)

Måling: På baggrund af anvendt regnskabspraksis måles investeringsejendomme i Budolfi Plads A/S ved erhvervelse til kostpris, tillagt omkostninger der direkte kan henføres til anskaffelsen. Efterfølgende måling af investeringsejendommene foretages til dagsværdi, hvilket svarer til det som den enkelte ejendom vurderes at kunne sælges for af en uafhængig køber. Erhvervsstyrelsen beskriver i sin vejledning, ikke det ikke i sig selv skal gøres gældende for den retvisende værdi, hvad en eventuel salgspris vil være. Der oplyses ikke om henvisning til årsregnskabslovens § 38, selvom man oplyser at dagsværdien reguleres i resultatopgørelsen, som modsvarer ordlyden i § 38.

Generelle regnskabsoplysninger

Ledelsesberetningen: Virksomheden oplyser i ledelsesberetningen ikke om udviklingen af de økonomiske forhold i relation til investeringsejendommene, hvilket virker mærkværdigt, da man til sammenligning med året før forringer resultatet efter skat med 45,5 mio. kr., hvoraf dagsværdireguleringen kun andrager 7,4 mio. kr. For regnskabsklasse B, skal der kun medtages væsentlige ændringer i aktivitet eller økonomiske forhold, hvilket der kunne være begrundelse for i dette tilfælde. I ledelsesberetningen er der også givet oplysning om selskabets væsentligste aktiviteter, som for Budolfi Plads A/S vedrører udvikling, administration og udlejning af fast ejendom.

Værdiansættelse: Det Virksomheden opgør dagsværdien ved den beregnede kapitalværdi af de fremtidige forventede pengestrømme fra ejendommen. Der tager udgangspunkt i nettolejen for det kommende år fratrasket normaliserede driftsomkostninger, hvilket betyder at faktisk tomgang, større renoverings- og vedligeholdelsesarbejder, ikke medregnes, da det vurderes som værende ekstraordinære omkostninger.

Dagsværdimodel: Virksomheden anvender den afkastbaserede model til beregningen af dagsværdien for investeringsejendommene. Dette er én af de to mest anvendte modeller og er anerkendt af Erhvervsstyrelsen. Der er i virksomheden ikke givet oplysninger om hvilket dagsværdihierarki der er anvendt, hvilket Erhvervsstyrelsen ellers kræver, da det er en del af årsregnskabslovens § 37 stk. 1 2.-5. pkt., som for hvert niveau giver forklaring på hvordan

investeringsejendommen kan indregnes til dagsværdi. Erhvervsstyrelsens hovedregel er at der indregnes til dagsværdi på baggrund af niveau 3, som er et ikke-reguleret eller aktivt marked, som er baseret på kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller. Da virksomheden ikke aktivt anviser det valgt dagsværdihierarki, kan det være besværligt at vurdere om det konkret betyder at de indregner efter niveau 2 eller niveau 3, dog giver oplysningerne i årsrapporten som helhed en indikation af at der benyttes dagsværdiniveau 3, da det tydeliggøres, at der ikke anvendes eksterne vurderingsfolk til fastsættelse af dagsværdien. I modsætning til dette, er det oplyst at dagsværdien er fastsat på baggrund af en forudsat salgspris af ejendommene.

Afkastkrav: Fastsættelse af afkastkravet er i forøget til sammenligning med tidligere år og udgør for regnskabsåret 2023 5,11 %, sammenlignet med året før hvor afkastkravet var fastsat til 4,18 % (Budolfi Plads A/S, 2022). Det relevante anvendte afkastkrav er baseret på ejendommens normaliserede driftsafkast for året, der andrager 18,5 mio. kr., samt aktuelle markedsdata på afkastkrav for lignende ejendomme i samme område. Både Nordicals og Colliers angiver et afkastkrav i niveauet 4,5%, hvis man tager udgangspunkt i primære ejendomme for Colliers vedkommende, hvilket dog har været stigende i 2023, grundet forskellige faktorer, der tidligere er kortlagt. Der kan således ligges til grund at stigningen i afkastkravet fra 2022 til 2023, samt niveauet for afkastkravet i 2023, svarer til de forskellige markedsrapporter, der også har en negativ udvikling på dagsværdien i 2023. Det oplyses også i noten for materielle aktier at ejendommen er beliggende i Aalborg, hvilket bekræfter ovenstående tal.

Lejeindtægter: Der oplyses ikke om niveauet for lejeindtægterne i årsrapporten, men der oplyses om det normaliserede driftsafkast på 18,5 mio. kr., der ligger til grund for beregningen af dagsværdien. Heri er omkostninger og indtægter indregnet, og det beskrives ligeledes at dagsværdien er fast på baggrund af underliggende lejekontrakter, samt det forhold at ledelsen grundigt har vurderet nettolejen for sikring af det retvisende billede heraf. Driftsafkastet er ændret fra 15,5 mio. kr. i 2022 til 18,5 mio. kr. i 2023.

Driftsomkostninger: Virksomheden indeholder driftsomkostninger i Andre eksterne omkostninger, som i resultatopgørelsen er sammendraget til bruttofortjeneste/-tab. Dette indgår ligeledes i det normaliserede driftsafkast og der beskrives i noten en vis form for usikkerhed i beregningen af særligt de anvendte normaliserede driftsomkostninger, med stigende priser i en usikker verden.

Tomgang: Virksomheden indregner ikke tomgang i ejendommen, hvilket de begrundet i ejendommens beliggenhed og beskaffenhed, samt baseret på den aktuelle udlejningssituation for 2023 regnskabsåret, og udlejningssituationen pr. 31.12.2023. Der reguleres også for faktisk tomgang af det normaliserede driftsafkast, hvilket vurderes acceptabelt på baggrund af den information der er til rådighed, samt den viden der kan opnås fra eksempelvis Nordicals og Colliers.

Afskrivninger: Det nævnes ikke specifikt i årsrapporten at der ikke foretages afskrivninger på investeringsejendommen, men da der indregnes på baggrund af dagsværdi, og dette aktivt oplyses, vurderes det ikke relevant at der samtidig skal oplyses om at der ikke afskrives på ejendommen.

Værdireguleringer: Værdireguleringer indregnes i resultatopgørelsen under posten "Dagsværdiregulering af investeringsejendomme". Dagsværdireguleringen for 2023 har haft en negativ påvirkning på resultatet med – 7.403.200 kr. I noteoplysningerne fremgår det af noten om materielle aktiver ligeledes hvad årets dagsværdireguleringer andrager.

Følsomhedsanalyse: Der er oplyst at der ved en ændring på 0,25%-point i henhold til det anvendte afkastkrav vil ske en stigning eller et fald i dagsværdireguleringen, samt egenkapitalen. Dette vurderes som en vigtig oplysning for regnskabsbrugeren, da det kan have stor betydning for særligt egenkapitalen i virksomhedens tilfælde, hvorvidt man enten øger eller nedjusterer afkastkravet i forhold til det anvendte, hvilket særligt for soliditeten har en effekt.

Anlægsnoten for investeringsejendomme: Anlægsnoten for investeringsejendomme er indeholdt i Materielle aktiver, hvilket vurderes retvisende for regnskaber. Heri er også givet oplysninger om dagsværdien, samt de centrale forudsætninger for beregningen af dagsværdien, og eventuelle oplysninger der kan være relevante til at vurdere det retvisende billede af de anvendte forudsætninger og dagsværdiberegningen. Der oplyses om primo og ultimo kostpris, af- og nedskrivninger, dagsværdireguleringer og ultimo regnskabsmæssige værdi. Der har ikke været mindre tilgange i løbet af året, hvilket dog som helhed for regnskabet er ubetydelig. Dagsværdireguleringen primo stemmer til dagsværdireguleringen ultimo for regnskabsåret 2022. Dagsværdireguleringen i året modsvarer ligeledes oplysningerne i resultatopgørelsen.

10.6 Sammenholdelse af årsrapporterne med Erhvervsstyrelsens vejledning

Overordnet vurdering af måling og vurderingsgrundlag

Erhvervsstyrelsens vejledning fastslår, at investeringsejendomme skal måles til dagsværdi, primært baseret på modeller som de afkastbaserede (normalindtjenings- eller DCF-model). Modellen skal efter Erhvervsstyrelsens holdning benyttes på niveau 3 i dagsværdihierarkiet, hvilket betyder, at der skal anvendes ikke-observerbare inputs, og der skal foretages tydelig dokumentation og oplysning om vurderingsgrundlag.

Et eksempel er, at Lykkebo A/S anvender den afkastbaserede model baseret på forventet normaliseret driftsresultat, og oplyser om afkastkrav, men angiver ikke præcist hvilket niveau i hierarkiet vurderingen ligger på. Det er i strid med vejledningen, der klart anbefaler at opstille dette niveau. Østre Havnepromenade A/S benytter også den afkastbaserede model, men tillige uden at angive niveauet, hvilket vejledningen kræver, for at øge gennemsigtigheden for regnskabsbrugere, men ikke alle selskaber følger vejledningens princip om at bruge den afkastbaserede model for ejendomme målt efter niveau 3, men mangler at tydeliggøre, hvilket niveau vurderingen egentlig er foretaget på. Dette er vigtigt, fordi vejledningen specificerer, at niveauet skal oplyses på baggrund af ÅRL § 37, stk. 1, 2.-5. pkt., hvilket samtidig tydeliggøre, hvordan dagsværdien er beregnet og eventuelt vurderet af ledelsen, samt i hvilken grad der er usikkerhed om dagsværdiens fastsættelse.

Brug af ekstern vurdering og dokumentation

Erhvervsstyrelsens vejledning understreger, at vurderinger skal baseres på eksplicit dokumentation og, hvis ekstern vurdering er anvendt, skal dette præcist oplyses, herunder vurderingsmandens rolle, vurderingsmetoden og vurderingsniveauet. Endvidere skal det fremgå, om vurderinger i rapporten er baggrund for vurderingen eller kun til dokumentation. Et eksempel her kan være Lykkebo A/S angiver brug af ekstern markedsanalyse og vurderingsmand, men uden klar angivelse af hierarkiniveau, og det er ikke tydeligt, om ekstern vurdering har været det primære værktøj eller blot til understøttelse. Østre Havnepromenade A/S nævner, at eksterne vurderinger er foretaget, men uden at angive niveau, hvilket strider med vejledningens krav om tydelige oplysninger af de anvendte vurderinger. Budolfi Plads A/S bruger forventede pengestrømme og markedsdata, men giver ikke eksplicit oplysning om ekstern vurdering eller på hvilken måde de data der er anvendt,

er blevet benyttet til fastsættelsen af dagsværdien. Vigen ApS nævner eksterne analyser og vurderingsmand, men mangler at præcisere vurderingsniveau og vurderingsgrundlag. Vejledningen siger som allerede nævnt, at virksomheder bør give “oplysning om den vurderingsproces, der er anvendt, herunder om vurderingen er foretaget af en ekstern vurderingsmand eller baseret på markedsdata”. Disse forhold bør forbedres, da det kan være vigtigt for regnskabsbrugeren at vide i hvilket omfang og på hvilken måde virksomheden har benyttet sig af eksterne data, og personer til fastsættelsen af dagsværdien, og i hvilket omfang dagsværdien er et udtryk for beregningsmodellerne og ledelsens skøn eller beslutning. Erhvervsstyrelsen lægger også vægt på at man ved indregning til dagsværdi efter niveau 3, fastsætter en dagsværdi på baggrund af ikke-observerbare data, som er offentligt tilgængelige, hvilket således bør underbygges af observerbare data, som eksempelvis rapporter fra ejendomsmægler vedrørende afkastkrav og markedsleje, hvilke dog ikke kan stå alene.

Følsomhedsanalyser

Vejledningskrav: Styrelsen anbefaler, at virksomheder oplyser følsomhedsanalyser for vurderingsparametre såsom afkastkrav, lejeindtægter og tomgang, så regnskabsbrugere kan vurdere, hvor kraftigt ændringer i disse parametre påvirker dagsværdien. Et eksempel er igen Lykkebo A/S, der ikke har oplyst følsomhedsanalyser, men blot oplyser det samlede afkastkrav i intervallet 4,0-4,5%. Det giver ikke information om, hvordan ændringer i eksempelvis afkastkrav eller lejeindtægter ville påvirke værdiansættelsen, hvilket vejledningen anbefaler. Østre Havnepromenade A/S angiver, at de har medtaget en følsomhedsanalyse, men uden præcise beløb eller scenarier for, hvor meget vurderingen påvirkes af ændringer i eksempelvis afkastkrav. Budolfi Plads A/S oplyser om følsomhedsanalysen, hvori de angiver effekten af en ændring af afkastkravet, for både dagsværdien og egenkapitalen, hvilket giver regnskabsbrugeren mulighed for at vurdere effekten og værdien af ændringen. Det vurderes at hensigten med følsomhedsanalysen derfor er dækket i regnskabet for Budolfi Plads A/S, med henvisning til de anbefalinger Erhvervsstyrelsen har til denne. Boligselskabet Vigen ApS har ligeledes tilføjet en følsomhedsanalyse, der angiver beløbsmæssig størrelse af ændringen af afkastkravet for de regnskabsmæssige nøgletal, der vurderes relevante for regnskabsbruger. Alle fire selskaber bør i overensstemmelse med vejledningen “udarbejde og præsentere følsomhedsanalyser for væsentlige parametre”, hvilket vil styrke forståelsen og transparensen i deres regnskaber, som er konstateret foretaget i to af de

gennemgåede regnskaber, hvilket vurderes at give regnskabsbruger et markant bedre informationsniveau til at vurdere, de risici eller muligheder der kan foreligge ved en ændring af afkastkravet.

Noteoplysninger og centrale forudsætninger

Virksomheder skal give tilstrækkelige oplysninger om vurderingsgrundlaget, herunder metoder, vurderingsniveau, centrale forudsætninger (fx afkastkrav, leje, tomgang) og eventuelle usikkerheder. Der skal også fremgå, hvilke vurderingsmetoder der er benyttet, og hvordan vurderingen er opgjort. Generelt så har årsrapporterne en del forudsætninger med som grundlag for de indregnede dagsværdier. Der er dog markant forskel mellem virksomhederne, og det vurderes også at der for nogle virksomheder burde have været flere forudsætninger og oplysninger med i årsrapporterne. Lykkebo A/S giver i nogen grad oplysninger om de centrale forudsætninger, som Erhvervsstyrelsen har medtaget i vejledningen, men da de har oplyst omkring benyttelse af eksterne markedsanalyser og vurderingsmænd, men uden at give en indikation af niveauet eller anvendelsen af disse oplysninger, vurderes de ikke for at være fyldestgørende for regnskabsbrugers informationsbehov. Der mangler ligeledes mere specifikke oplysninger omkring niveau for lejeindtægter, samt driftsomkostninger, samt dagsværdiniveauet. Sammenlagt bør man således vurdere om det for regnskabsbruger kan være relevant at medtage disse oplysninger i en årsrapport i efterfølgende regnskabsår. Østre Havnepromenade A/S har i hovedtræk også de centrale forudsætninger med, hvor de eneste forhold kan være en tydeliggørelse af niveauet og intervallet for eksempelvis lejeindtægter og driftsomkostninger, som dog er sammenlagt og benævnt driftsafkast. Det beror på en konkret vurdering i det enkelte tilfælde om oplysningen er tilstrækkelig henset til værdien af oplysningen. Det vurderes ikke at være af tilstrækkelig væsentlig betydning for regnskabsbrugeren, men det kan forhøje kvaliteten af årsrapporten og informationsniveauet, uden at det afgiver oplysninger fra virksomheden, som er for detaljerede. Boligselskabet Vigen ApS oplyser om de centrale forudsætninger, som Erhvervsstyrelsen har fremhævet i vejledning, men det kan være lidt svært at vurdere om der skulle være opdelt i kategorier, da der både er erhverv og bolig i investeringsejendommene, såfremt det er muligt at dele disse op. Ved gennemgangen af Budolfi Plads A/S er der ikke fundet markante forskelle mellem Erhvervsstyrelsens vejledning og de i årsrapporten oplyste forudsætninger. Det er således andre forhold der er konstateret, som allerede er gennemgået.

10.7 Forslag til korrekt noteoplysning af investeringsejendomme i årsrapporten

På baggrund af de analyserede regnskaber, sammenholdt med den af Erhvervsstyrelsen udgivne vejledning til indregning af investeringsejendomme til dagsværdi har det været muligt at fremsætte et forslag til noteoplysning af investeringsejendomme i en årsrapport. Heri er der inkluderet de væsentligste oplysninger der vurderes relevant for regnskabsbruger, dog kan der være særskilte oplysninger for den enkelte virksomhed, som kan være relevant at inddrage i noteoplysningen, hvis det er væsentligt eller relevant for at give et retvisende billede af dagsværdien, og grundlaget for beregningen heraf. Det kunne eksempelvis være budgetperioden, samt væksten heri, såfremt DCF-modellen benyttes.

Investeringsejendomme

Virksomheden foretager investering i udlejningsejendomme. Investeringsejendomme indregnes til dagsværdi med værdiregulering over resultatopgørelsen, jf. reglerne i årsregnskabslovens § 38.

Investeringsejendomme består af kombinerede erhvervs- og beboelsesejendomme i Aalborg samt selskabets domicilejendom. Beboelsesejendomme udgør ca. # % af selskabets samlede investeringsejendomme.

Opgørelse af dagsværdi

Dagsværdien af investeringsejendomme er opgjort for hver enkelt ejendom med udgangspunkt i ejendommens budget for det kommende år, korrigeret for udsving, der har karakter af enkeltstående begivenheder. Dette korrigerede budget udtrykker et "normaliseret" driftsresultat og anvendes sammen med et relevant afkastkrav til at beregne dagsværdien efter en afkastbaseret model (niveau 3 i dagsværdihierarkiet).

Selskabet værdiansætter investeringsejendomme til dagsværdi ud fra ønsket om en langsigtet investering, hvorfor værdiansættelserne ikke påvirkes væsentligt af midlertidige udsving i markedet.

Afkastkravet er fastsat af ledelsen, og den anvendte værdiansættelsesmodel er uændret i forhold til tidligere år.

Centrale forudsætninger for den opgjorte dagsværdi

Virksomheden værdiansætter investeringsejendomme til dagsværdi. De anvendte forrentningsfaktorer udgør # % - # % for beboelsesejendomme og # % for erhvervsejendomme. Forrentningsfaktoren for selskabets domicilejendom udgør # %.

Lejeindtægterne er i henhold til lejekontrakterne pristalsreguleret, og årets indeksregulering udgør gennemsnitligt ca. #, #%. Ejendommens forventede driftsomkostninger er ligeledes indeksreguleret i henhold til kendte prisændringer. Historisk er der ikke væsentlig tomgang i selskabets lejemål til beboelse, da de med deres attraktive beliggenhed og vedligeholdelsesstand kan genudlejes inden for det gældende opsigelsesvarsel, hvorfor der ikke er indregnet tomgang i dagsværdiberegningen. I selskabets erhvervslejemål er der modregnet tomgang på # t.kr. svarende til 12 måneders tomgang. Dagsværdien af ejerlejligheder er opgjort med udgangspunkt i forventet salgsværdi baseret på realiserede salg.

De væsentligste ikke observerbare input ved opgørelse af dagsværdien er:

	2024	2023
Dagsværdi pr. kvadratmeter	##	##
Årlig leje pr. kvadratmeter, kr.	##	##

Følsomhedsanalyse

For at illustrere følsomheden og effekten ved ændringer i forrentningsfaktorerne på selskabets investeringsejendomme i 2024 er i nedenstående matrix vist værdi af ejendomme, egenkapital og resultat før skat ved ændringer på +/- 0,25 %.

t.kr.	-0,25 %	Anvendt	+0,25 %
Værdi af ejendomme	#	#	#
Egenkapital	#	#	#
Resultat før skat	#	#	#

11 Effekt af valget af oplysninger for regnskabsbrugeren

Baseret på analysen af regnskaberne kan det konstateres, at der er stor forskel på fortolkning af loven samt erhvervsstyrelsen vejledning. Der er derfor mulighed for at diskutere mange af de forskellige oplysninger, hvor det skinner igennem, at virksomhederne oplyser mere end andre. Der er derfor valgt forskellige punkter, som giver anledning til diskussion af hvad virksomhedernes valg af oplysninger, har af effekt for regnskabsbrugeren, samt fejl i årsrapporterne.

11.1 Observeret punkter i årsrapporterne

Som allerede oplyst i punkt 10, så fandt Erhvervsstyrelsen fejl i deres kvalitetskontroller af årsrapporter med investeringsejendomme. Dette blev i analysen bekræftet, da der blev fundet flere fejl. Disse fejl kan have også have en effekt for regnskabsbrugeren. To af fejlene skinner igennem,

I Lykkebo A/S's årsrapport er der en mangel i specifikationen af, hvilket dagsværdihierarki der anvendes, på trods af kravet fra Erhvervsstyrelsen i henhold til årsregnskabsloven. Man kan spørge sig selv, hvor kritisk denne mangel egentlig er. Er det blot en formel mangel, hvis virksomheden alligevel anvender en anerkendt model og begrunder sine valg? Eller er det netop transparensen omkring hierarkiet, der giver regnskabsbrugeren indsigt i de underliggende antagelser og dermed muliggør en kritisk vurdering af dagsværdien? Uden denne information bliver det svært at differentiere mellem en konservativ og en mere aggressiv værdiansættelse, og regnskabsbrugeren er potentielt overladt til at stole blindt på ledelsens skøn.

Men er det rimeligt at forvente, at en regnskabsbruger selvstændigt kan rekonstruere den underliggende model og antagelser ud fra de øvrige oplysninger i årsrapporten? Det kræver en vis grad af ekspertise og ressourcer, som ikke alle regnskabsbrugere har. Her kommer netop kravene til dagsværdihierarkiet ind i billedet. Ved at oplyse, om man er på niveau 1 (noterede priser), niveau 2 (observerbare input) eller niveau 3 (ikke-observerbare input), giver man regnskabsbrugeren et hurtigt overblik over pålideligheden af værdiansættelsen.

Hvis Lykkebo A/S f.eks. har anvendt niveau 3, men undlader at oplyse det, kan regnskabsbrugeren fejlagtigt antage, at værdiansættelsen er mere sikker, end den i virkeligheden er. Dette kan have konsekvenser for risikovurderingen og dermed for investeringsbeslutninger. Erhvervsstyrelsen fremhæver desuden, at oplysning om dagsværdihierarkiet sikrer at ledelsens vurdering er mere

velovervejet i og med at årsrapporten skal følge oplysningskravet, hvilket der kan gøre beslutninger mere gennemsigtige for regnskabsbruger.

I Østre Havnepromenade A/S har ledelsen ikke benyttet de korrekte/samme primo-værdier fra ultimo årsrapporten for 2022, hvorfor dette kan være med til at give udfordringer for beslutningsgrundlaget for regnskabsbruger. Hvor stor betydning dette har, vil afhænge af fejls størrelse og karakter, men det kan potentielt give anledning til mistillid. Umiddelbart kan en fejl i primo-værdierne i anlægsnoten synes at være en mindre detalje, men det kan have vidtrækkende konsekvenser. For det første undergraver det tilliden til hele årsrapporten, for hvis selv simple data ikke er korrekte, kan regnskabsbruger begynde at tvivle på pålideligheden af mere komplekse oplysninger og vurderinger i rapporten. Regnskabsbrugerne stoler på at informationerne i årsrapporten er præcise og retvisende. En åbenlys fejl indikerer en mangel på opmærksomhed på detaljer eller en svag intern kontrolprocedure. For det andet kan en fejl i primo-værdierne forplante sig og påvirke efterfølgende beregninger og analyser. For eksempel kan fejlagtige primo-værdier føre til forkerte beregninger af afskrivninger, værdireguleringer eller andre nøgletal, som regnskabsbruger bruger til at vurdere virksomhedens performance. Regnskabsbrugerne kan begynde at danne tvivl om hele årsrapporten, og undlade at stole på oplysningerne. Afslutningsvis for det tredje kan en fejl i primo-værdierne være et tegn på mere alvorlige problemer. Kan det være udtryk for manglende kompetence eller illoyalitet? I det hele taget kan en regnskabsbruger begynde at overveje. Måske er der bevidst manipulation eller sløseri med regnskabsføringen, der har til hensigt at skjule noget. Naturligvis behøver det ikke at være tilfældet, men det er en mulighed, som regnskabsbruger må tage i betragtning.

Derfor er det vigtigt at understrege, at selv tilsyneladende mindre fejl kan have en stor indvirkning på regnskabsbrugerens vurdering af virksomheden. I tilfældet med Østre Havnepromenade A/S bør regnskabsbruger være opmærksom på denne fejl og undersøge, om der er andre inkonsistenser eller uregelmæssigheder i årsrapporten, før de træffer beslutninger baseret på den.

11.2 Manglende følsomhedsanalyse

På baggrund af de analyserede regnskaber, sammenholdt med den af Erhvervsstyrelsen vejledning diskuteres det effekten af en manglende følsomhedsanalyse.

I de tidligere analyser ovenfor er det understreget, at indregning af investeringsejendomme til dagsværdi i høj grad baseres på skøn og antagelser baseret på et normaliseret driftsresultat for fremtiden. Ved at medtage følsomhedsanalysen får regnskabsbrugeren et indblik i, hvor robuste de oplyste dagsværdier er overfor ændringer i resultatet og dermed egenkapital for den enkelte virksomhed. Det kan derfor diskuteres at den manglende følsomhedsanalyse i Lykkebo A/S's regnskabs begrænser regnskabsbrugeren mulighed for at vurdere risikoen i evt. investering, da det ellers normalt ville give regnskabsbrugeren mulighed for at se, hvor følsom dagsværdien er overfor ændringer i f.eks. afkastkrav eller lejeindtægter. Dette kan f.eks. have den risiko for regnskabsbrugeren, at de kommer få en undervurdering af risikoen forbundet med investeringer. Det mindsker også sammenlignelighed for regnskabsbrugeren der f.eks. nu har sværere ved at sammenligne investeringsmulighederne i Lykkebo A/S' med de resterende regnskaber. Den manglende følsomhedsanalyse kan være med til at regnskabsbrugeren et billede af, at det kun er det mest positive billede af ejendommens værdi, som bliver fremført, mens potentielle negative scenarier ikke bliver medtaget. Det kan dog også være fordi, at ledelsen eller måske revisoren mener, at dagsværdien er meget robust. Dog fremgår det kun af årsrapporten for Lykkebo A/S, at der er i dagsværdien, er foretaget fradrag for tab af lejeindtægter for ikke udlejede arealer, hvorfor det kan diskuteres, at der burde være nævnt/medtaget yderligere faktorer i beregningen for at kompensere for den manglende følsomhedsanalyse. Undladelsen kan derfor være strategisk og hjælpe med at præsentere et attraktivt investeringsbillede for markedet.

11.3 De centrale forudsætninger

Som allerede nævnt under punkt 8.3 fremgår det af årsregnskabsloven §58a, stk. 2, at hvis aktiver måles til dagsværdi, jf. §§ 37-38, og måles dagsværdien ikke på grundlag af observationer på et aktivt marked, skal der oplyses om de centrale forudsætninger, som er anvendt ved beregningen. (Danske love, § 58 a, 2025). Loven præciserer ikke, hvilke oplysninger der udgør de centrale forudsætninger og efterlader udover erhvervsstyrelsen vejledning forholdsvis fri fortolkning.

Afkastkravet er, som allerede slået fast, en hjørnesten i værdiansættelsen af investeringsejendomme, særligt under en afkastbaseret model. Men teori og praksis kan være to vidt forskellige ting, og det er her, de konkrete eksempler fra årsrapporterne bliver relevante.

Det kan være en smule problematisk, at loven ikke definerer "centrale forudsætninger." Dette giver virksomheder mulighed for at fremhæve visse aspekter og nedtone andre. For eksempel giver Boligselskabet Vigen ApS detaljer om stigningen i afkastkravet, men Lykkebo A/S oplyser kun et interval for afkastkravet uden at uddybe, hvorfor det er valgt. Dette skaber en ubalance: Er alle væsentlige forhold belyst, eller er nogle regnskaber mere transparente end andre? Er det til gavn for regnskabsbrugeren, at disse oplysninger ikke er lige tydelige eller grundige? Årsregnskabet skal betjene flere forskellige interessenter, hver med forskellige behov. Investorer vil fokusere på afkastkravet, mens långivere måske er mere interesserede i tomgangsniveauet. Tag for eksempel Budolfi Plads A/S, der ikke inkluderer tomgang i beregningerne, med den begrundelse, at ejendommen er attraktiv. Men hvordan påvirker dette långivere? Risikerer de en overvurdering af ejendommens værdi? Den ulige information der gives, er derfor ikke alle regnskabsbrugere til gavn.

Det kan være afgørende, at regnskabsbrugeren kan efterprøve dagsværdierne. Men i praksis er det ofte svært. Østre Havnepromenade A/S oplyser om risici, der påvirker afkastkravet, men giver ingen tal for, hvordan disse risici kvantificeres. Det gør det svært for regnskabsbrugeren at vurdere, om afkastkravet er realistisk. På den anden side er der dilemmaet om konkurrencefølsomhed. For detaljerede oplysninger kan give konkurrenterne en fordel.

Tag f.eks. Budolfi Plads A/S, der angiver, at afkastkravet på 5,11% er baseret på "markedets afkastkrav for tilsvarende ejendomme i samme område og stand." Dette antyder en forsøg på at forankre afkastkravet i konkrete markedsdata. Omvendt er Boligselskabet Vigen ApS, hvor afkastkravet fastsættes af ledelsen. Selvom ledelsen utvivlsomt har et dybtgående kendskab til sine

ejendomme, opstår spørgsmålet: Hvor meget er baseret på kvantificerbare data, og hvor meget er ledelsens subjektive vurdering af risici og muligheder?

Der er argumenteret for, at transparens er afgørende, og her er Østre Havnepromenade A/S interessant. Selvom de ikke angiver en konkret metode til fastsættelse af afkastkravet, giver de en oversigt over "de specifikke risici, som ledelsen mener har effekt på afkastkravet og værdireguleringen af ejendommen." Denne indsigt i ledelsens tanker er værdifuld. Men på den anden side mangler der hos samme selskab oplysninger om forskellen i afkastkravet i forhold til sidste år, hvilket gør det svært at vurdere, om ændringer i dagsværdien skyldes reelle markedsændringer eller andre faktorer.

Brugen af intervaller vs. præcise tal er et andet vigtigt punkt. Lykkebo A/S oplyser et afkastkrav i intervallet 4,00-4,50%, mens Budolfi Plads A/S bruger et præcist tal på 5,11%. Hvad betyder det? Intervallet kan afspejle usikkerhed eller variation i risikoprofilen for forskellige ejendomme, men det giver også mere rum for ledelsens skøn. Et præcist tal kan give indtryk af større præcision, men det kan også skjule underliggende usikkerheder. Henviser man til eksterne markedsrapporter og kommer med valide grund får et troværdigt og validt syn.

De analyserede årsrapporter viser tydeligt, at oplysningerne om centrale forudsætninger varierer betydeligt. Det giver anledning til et større behov for mere specifikke retningslinjer for, hvad der udgør "centrale forudsætninger." En standardiseret tilgang vil øge relevansen og gøre det muligt for regnskabsbrugere at sammenligne virksomheder og vurdere pålideligheden af dagsværdierne.

11.4 Tomgang

Spørgsmålet om, hvorvidt tomgang skal indregnes og hvordan det oplyses i årsrapporter for investeringsejendomme, er komplekst og kan have effekt for regnskabsbrugere. Som det fremgår af analysen af årsrapporterne fra Boligselskabet Vigen ApS, Lykkebo A/S, Østre Havnepromenade A/S og Budolfi Plads A/S, er der ikke en entydig tilgang til tomgang blandt de nordjyske virksomheder. Dette rejser spørgsmål om konsistens og sammenlignelighed i regnskabspraksis. På den ene side kan det argumenteres, at regnskabsbrugere har brug for så realistiske og retvisende oplysninger som muligt for at vurdere en virksomheds finansielle stilling. Manglende oplysninger om tomgang kan potentielt skjule risici og overvurdere ejendommens reelle værdi. I den forbindelse er det bemærkelsesværdigt, at Boligselskabet Vigen ApS eksplicit angiver, at de ikke

indregner tomgang i deres dagsværdiberegninger, begrundet i ejendommens attraktive beliggenhed og gode vedligeholdelse. Mens dette kan være en valid vurdering, er der en risiko for, at det kan give et for optimistisk billede af ejendommens indtjeningspotentiale, især hvis markedsforholdene ændrer sig. På den anden side kan det forsvares, at indregning af tomgang kan være vanskelig og baseret på subjektive skøn. En for høj eller for lav tomgangsprocent kan ligeledes give et misvisende billede af ejendommens værdi. Derudover kan det argumenteres, at tomgang er et dynamisk element, der varierer over tid. I de tilfælde, hvor der er kontraktbundne lejeperioder over flere år, som ved erhvervslejemål, kan det argumenteres, at indregning af tomgang er mindre relevant, da der er en stabil lejeindtægt i perioden. Lykkebo A/S indregner dog tomgang vedrørende ikke-udlejede arealer, hvilket viser, at dette selskab har et andet syn på sagen. Østre Havnepromenade A/S korrigerer også for tomgang i deres værdiansættelse, hvilket indikerer en tilgang til at give et mere forsigtigt skøn over ejendommens værdi. Fra et revisionsmæssigt synspunkt kan være det afgørende, at virksomhedens tilgang til tomgang er velbegrundet og dokumenteret. Det kan diskuteres, om de anvendte forudsætninger er realistiske og i overensstemmelse med gældende regnskabsstandarder. En af udfordringerne ved de fire nordjyske selskaber er, at de ikke alle giver lige mange oplysninger i deres årsrapporter, hvilket gør det svært at vurdere konsistensen i regnskabspraksis. I lyset af disse forskellige perspektiver kan det konkluderes, at oplysningerne om tomgang i årsrapporter for investeringsejendomme kan forbedres for at sikre en større transparens og sammenlignelighed. Der kan derfor argumenteres, at Erhvervsstyrelsens vejledning, for hvordan tomgang skal indregnes og oplyses, ikke er konkret nok og at der dannes et for stort fortolkningsgrundlag for ledelsen.

11.5 Delkonklusion

Der er generelt for mange fejl i de udvalgte årsrapporterne, og det kan have konsekvenser for regnskabsbrugeren og påvirke gennemsigtigheden vurdering af investeringsejendomme. Det er vendt og drejet, at fastsættelse og potentielt oplysningskrav kan potentielt hjælpe med at sikre, at regnskabsbrugere får de nødvendige oplysninger, som de har brug for. Det kan konkluderes, at fraværet af følsomhedsanalyser, som det observeres i Lykkebo A/S' regnskab, kan potentielt begrænse regnskabsbrugernes evne til at foretage en grundig risikovurdering af investeringer, da det besværliggør sammenligningen med andre investeringsmuligheder, hvor følsomhedsanalysen er tilgængelige. Herudover er virksomhederne fortolkninger af oplysninger om centrale forudsætninger, såsom afkastkrav, en ubalance, meget forskellige, og det kan gøre det udfordrende for regnskabsbrugere at vurdere og sammenligne dagsværdierne på tværs af forskellige virksomheder. Endelig understreger den inkonsistente tilgang til håndtering og oplysning om tomgang blandt nordjyske virksomheder behovet for en mere ensartet praksis, da det rejser spørgsmål om sammenlignelighed og fortolkningsfrihed. Samlet set indikerer disse observationer et behov for mere specifikke og detaljerede retningslinjer fra Erhvervsstyrelsen, der kan sikre en større grad af transparens, ensartethed og sammenlignelighed i regnskabspraksis. En mere standardiseret tilgang vil styrke regnskabsbrugernes mulighed for at træffe velinformerede beslutninger og bidrage til et mere effektivt og velfungerende marked for investeringsejendomme.

12 Konklusion

Projektet har detaljeret undersøgt de komplekse problemstillinger, der opstår ved værdiansættelsen af investeringsejendomme i Nordjylland i henhold til den danske årsregnskabslov. Gennem analysen er der fokuseret på at besvare problemformuleringen om, hvilke udfordringer virksomheder står overfor ved værdiansættelsen af investeringsejendomme, og hvordan de sikrer, at årsregnskabslovens krav overholdes, samtidig med at regnskabsbrugeres beslutningsgrundlag styrkes. Det er undersøgt og analyseret, at de største udfordringer, der er forbundet med værdiansættelsen af investeringsejendomme, vedrører et tilstrækkeligt datagrundlag til beregning af værdiansættelsen, samt usikkerhederne i et volatilt marked, som i sidste ende skal give udtryk for en salgsværdi af en ejendom. Derudover er det konstateret at der er udfordringer med fortolkningen af oplysningskravene i årsrapporterne, hvilket gør det svært at sammenligne årsrapporter for virksomheder med investeringsejendomme, uagtet at de på et overordnet niveau er sammenlignelige. Værdiansættelsen af investeringsejendomme er ofte baseret på skøn og subjektive vurderinger, især når det gælder fremtidige pengestrømme og afkastkrav. Dette gør det vanskeligt at sikre en ensartet og objektiv værdiansættelse.

Det er blevet identificeret, at værdiansættelsen som regel udføres ved hjælp af to primære metoder: DCF-metoden og den afkastbaserede metode. Valget mellem disse skal tage højde for de tilgængelige data og nøjagtigheden af skønnene, der indgår i input til modellerne. Da der ofte mangler observerbare markedsdato, bliver antagelserne i modellerne centrale for deres troværdighed. Disse metoder kræver præcise vurderinger af makroøkonomiske faktorer som renteniveau, inflation og specifikke ejendomsmæssige forhold som beliggenhed og lejeindkomspotentiale.

Et væsentligt problem er, at lovkravene i årsregnskabslovens §37 og §58a ikke altid specificerer præcist, hvad der bør inkluderes som centrale forudsætninger, hvilket har ført til varierende fortolkninger blandt forskellige virksomheder og i sidste ende de revisionshuse der har revideret årsrapporterne. Dette har praktiske konsekvenser, for hvordan virksomhederne rapporterer på de centrale forudsætninger til beregning af værdiansættelsen, og i hvilket omfang de oplyser dette til regnskabsbrugeren. Dette giver ligeledes en skævvridning i sammenligneligheden virksomhederne imellem, hvis ikke de centrale forudsætninger er tilstrækkeligt oplyst i årsrapporten. Blandt de udvalgte virksomheder blev det observeret at oplysninger om dagsværdihierarki og

følsomhedsanalysen ofte manglede, eller ikke var beskrevet med den ønskede detaljeringsgrad. Disse oplysninger er afgørende for at kunne efterprøve og forstå de værdiansættelser, der præsenteres.

For at sikre, at både lovgivningsmæssige krav overholdes, og at regnskabsbrugerne modtager tilstrækkeligt informativt materiale af værdiansættelsen, skal virksomheder sørge for at levere fyldestgørende beskrivelser af de centrale forudsætninger bag deres værdiansættelser. Dette kan omfatte detaljeret information om beregningsmodeller og en grundig følsomhedsanalyse, der demonstrerer, hvordan ændringer i faktorer som afkastkrav eller lejeindtægter ville påvirke den samlede værdiansættelse, hvilket vil styrke forståelsen for den økonomiske situation overfor regnskabsbrugerne.

På et mere overordnet niveau har analysen vist, at en standardisering af oplysningskravene, især vedrørende information om værdiansættelsesmetoder og de tilknyttede antagelser, er nødvendig. En sådan standardisering vil lette regnskabsbrugernes mulighed for at foretage præcise vurderinger og sammenligninger på tværs af sektoren og dermed bidrage betydeligt til at øge tilliden til de finansielle rapporter. Denne tillid er afgørende for beslutningstagere, der skal evaluere virksomhedernes økonomiske sundhed og potentiale. I sidste ende konkluderer projektet, at det kun er gennem en klarere og mere konsistent rapportering, at virksomheder kan formidle de reelle økonomiske situationer og imødekomme både reguleringskravene og brugernes forventninger effektivt. Det er gennem sådanne forbedringer, at både transparens og regelefterlevelse kan opnås, hvilket vil styrke både markedets stabilitet og tillid.

13 Perspektivering

Ejendomsbranchen har været i fortsat udvikling de seneste år, hvor investeringsejendomme i branchen som tidligere nævnt i projektet er påvirket af flere forskellige faktorer. Et forhold som har haft mindre betydning de seneste år, men fremadrettet vil have større indflydelse på branchen er bæredygtighed. Fra samfundets side er der større fokus på bæredygtige investeringer, politikkerne har b.la. lavet en klimaplan frem til 2030 med fokus på at mindske klimaaftrykket. (Nordicals, 2024) Hertil har politikere og banker arbejdet på at gøre det mere attraktivt at investere i grønne projekter. Bankerne har oprettet grønne realkreditlån, som giver en mere fordelagtig rente både til private, men også til erhverv der investerer i bæredygtige og grønnere løsninger. Alt sammen eksterne faktorer som kan have indflydelse for investorer, når de skal investere i ejendomme fremadrettet, idet dette kan påvirke værdiansættelsen af ejendommene.

Allerede nu kan branchen mærke interesse fra pensionskasserne, som er markante investorer i ejendomsbranchen. Pensionskasserne har større fokus på DGNB-certificeringer for deres investeringsejendomme. Denne certificering er en miljømærkning af bygninger i Danmark, som måler på b.la. byggematerialer, drifts- og vedligeholdelsesplan, klimaaftryk m.m. Certificeringen bruges hovedsageligt som et anerkendende stempel for et grønt ejendomsbyggeri. (Bisp, Glatz, Jensen, & Sander, 2025) Efterspørgslen for certificeringerne som DGNB-certificeringen er stigende blandt aktorerne på markedet, hertil i forbindelse forholdet med samarbejdspartnere og lejere for investeringsejendommene.

Med det generelle fokus, og de unges holdning til klimaet, vil det i fremtiden også være yderst relevant at forholde sig til den efterspørgsel der vil være for de kommende unge lejere af boliger. (Linkhorst, 2024) Det skyldes nok særligt de klimaforandringer der er i fuld gang, og som der i nyhederne ofte bliver rapporteret omkring og diskuteret, både i medierne, men også politisk. (EJENDOMDANMARK)

Alt i alt peger disse tiltag i retning af, at markedet for investeringsejendomme er ved at blive mere bæredygtigt drevet. Disse tiltag understreger en langsigtet trend mod et mere bæredygtigt ejendomsmarked, som både kan skabe økonomisk værdi for investorer og samtidig tage hensyn til miljøet.

14 Bibliografi

- BDO. (2025). *BDO Danmark*. Hentet fra Regnskabsmæssige kategorier af ejendomme: https://www.bdo.dk/da-dk/faglig-info/brancher/real-estate/regnskabsm%C3%A6ssige-kategorier-af-ejendomme?utm_source=chatgpt.com
- Beierholm. (2025). *Beierholm*. Hentet fra Hvorfor gør renten som den gør?: <https://www.beierholm.dk/viden-og-indsigt/nyheder-og-artikler/hvorfor-goer-renten-som-den-goer>
- Bisp, H., Glatz, S. S., Jensen, M., & Sander, K. (19. Marts 2025). *Generelt om bæredygtige boliger*. Hentet fra bolius.dk: <https://www.bolius.dk/generelt-om-baeredygtige-boliger-17871>
- Bitzer, J. (05. November 2024). *Værdiansættelse af investeringsejendomme*. Hentet fra Resights: <https://resights.dk/blog/vaerdiansaettelse-af-investeringsejendomme/>
- Boligselskabet Vigen ApS. (2023). *Årsrapport 2023 for Boligselskabet Vigen ApS*. Aalborg: Boligselskabet Vigen ApS.
- Budolfi Plads A/S. (2022). *Budolfi Plads A/S, Årsrapport 2022*. Hentet fra CVR| VIRK: <https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkczoVLzAzLzEyLzUyL2UyL2U3LzlhOGYtNDBiZi1iODlmLTExY2ZlNjIzM2I5Yg&cvrNummer=37987298>
- Budolfi Plads A/S. (2023). *Årsrapport 2023 for Rudolfi Plads A/S*. Aalborg: Rudolfi Plads A/S.
- Budolfi-plads. (2022). *Budolfi Plads A/S årsrapport 2022*. Aalborg.
- Colliers. (2023). Hentet fra Colliers PULS - 4. kvartal 2023: <https://www.colliers.com/da-dk/markedsindsigt/2023-q4-colliers-puls>
- Colliers Puls - 1. kvartal 2024. (2023). *Colliers*. Hentet fra Colliers PULS - 1. kvartal 2024: <https://www.colliers.com/da-dk/markedsindsigt/2025-q1-colliers-puls>
- Colliers. (u.d.). *Colliers Research*. Hentet fra <https://www.colliers.com/da-dk/services/research-services>: <https://www.colliers.com/da-dk/services/research-services>
- CVR. (2025). *Virk.dk*. Hentet fra Branchekode: <https://virk.dk/myndigheder/stat/ERST/selvbetjening/Branchekode/>
- Danmarks Nationalbank. (2022). Hentet fra Krig i Ukraine dæmper væksten og øger priserne: <https://www.nationalbanken.dk/da/viden-og-nyheder/publikationer-og-taler/arkiv-publikationer/2022/udsigter-for-dansk-oekonomi-krig-i-ukraine-daemper-vaeksten-og-oeger-priserne>

- Danmarks Nationalbank. (2025). *Danmarks Nationalbank*. Hentet fra Pengepolitikken er stram og dæmper inflationen: https://www.nationalbanken.dk/da/viden-og-nyheder/publikationer-og-taler/analyse/2024/pengepolitikken-er-stram-og-daemper-inflationen?utm_source=chatgpt.com
- Dansk Industri. (2025). *Dansk Industri*. Hentet fra Danskernes rentebetalinger stiger med 6 mia. i 2024: https://www.danskindustri.dk/arkiv/analyser/2024/3/danskernes-rentebetalinger-stiger-med-6-mia.-i-2024?utm_source=chatgpt.com
- Danske Love. (2025). *Årsregnskabsloven § 11*. Hentet fra Danskelove.dk: <https://danskelove.dk/%C3%A5rsregnskabsloven/11>
- Danske Love, § 53. (2025). *Danske Love, § 53*. Hentet fra Danske Love: <https://danskelove.dk/%C3%A5rsregnskabsloven/53>
- Danske love, § 58 a. (2025). *Danske love, § 58 a*. Hentet fra Årsregnskabsloven § 58 a: <https://danskelove.dk/%C3%A5rsregnskabsloven/58a>
- Dramer. (2020). *Paradigmer i praksis*. Djøf Forlag.
- Dramer. (2020). *Paradigmer i praksis*. Djøf forlag.
- EJENDOMDANMARK. (u.d.). *EN GRØN BRANCHE*. Hentet fra ejd.dk: <https://ejd.dk/vi-mener/groen-branche/>
- Ejendomstorvet.dk. (06. September 2022). *Ejendomsinvestering i 2022: Få succes med investering i fast ejendom*. Hentet fra Ejendomstorvet.dk: <https://www.ejendomstorvet.dk/ejendomsinvestering/saadan-faar-du-succes-med-investering-i-fast-ejendom/>
- Erhvervstyrelsen. (2025). *Måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter årsregnskabsloven*. Hentet fra Erhvervstyrelsen.dk: <https://erhvervsstyrelsen.dk/vejledning-maaling-af-investeringsejendomme-til-dagsvaerdi-efter-aarsregnskabsloven#chapter7>
- EY. (2025). *Indsigt i årsregnskabsloven 2024/25*. Hentet fra EY: https://www.ey.com/da_dk/insights/assurance/indsigt-i-aarsregnskabsloven
- Finans. (2025). Hentet fra Al snak om pause er skudt til hjørne - nu ventes årets tredje rentehug fra ECB: <https://finans.dk/okonomi/ECE18093629/al-snak-om-pause-er-skudt-til-hjoerne-nu-ventes-aarets-tredje-rentehug-fra-ecb/>
- FSR. (2025). *FSR.dk*. Hentet fra Regnskabsvejledning for klasse B- og C-virksomheder: https://www.fsr.dk/Files/Files/Dokumenter/Faglig/Regnskab/Dokumenter/Danske%20regnskabsvejledninger/Samlet%20fil_RV%20for%20B%20og%20C_2020_2.pdf

- FSR. (2025). *Regnskabsvejledning for klasse B- og C-virksomheder*. Hentet fra https://www.fsr.dk/Files/Files/Dokumenter/Faglig/Regnskab/Dokumenter/Danske%20regnskabsvejledninger/Regnskabsvejledningens%20tekstdel_2.pdf
- Harboe, T. (2020). *Metode og projektskrivning 3. udgave 2. oplag*. Samfundslitteratur.
- Kvalitetskontrol Erhvervsstyrelsen. (2025). *Kvalitetskontrol Erhvervsstyrelsen*. Hentet fra Ordinaer kvalitetskontrol af revisorer og revisionsvirksomheder: <https://erhvervsstyrelsen.dk/ordinaer-kvalitetskontrol-af-revisorer-og-revisionsvirksomheder>
- Linkhorst, M. (31. Oktober 2024). *En fjerdel af de unge tænker på klimaet hver uge: 'De er kede af at tænke på fremtiden'*. Hentet fra dr.dk: <https://www.dr.dk/nyheder/indland/over-en-fjerdel-af-de-unge-taenker-paa-klimaet-hver-uge-de-er-kede-af-taenke-paa>
- Lykkebo A/S. (2023). *Årsrapport 2023 for Lykkebo A/S*. Aalborg: Lykkebo A/S.
- Lykkebo, A. (2022). *Lykkebo A/S Årsrapport for 2022*. Hentet fra CVR | VIRK: <https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkczoVLzAzLzMyL2UzL2JjL2RmL2I4Y2EtNDM3ZS04N2Y3LTZyYmlyOTM1NmQ2Ng&cvrNummer=73562910>
- Nordicals. (30. Maj 2024). *Derfor vil bæredygtige boliger vinde mere frem*. Hentet fra nordicals.dk: <https://nordicals.dk/om-nordicals/nyheder/derfor-vil-baeredygtige-boliger-vinde-mere-frem/>
- Retsinformation. (2025). *LBK nr 1057 af 29/09/2024*. Hentet fra Retsinformation: <https://www.retsinformation.dk/eli/lta/2024/1057>
- Statsaut. (2025). *Statsaut*. Hentet fra Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme: <https://statsaut.dk/regnskabsmaessig-behandling-af-investeringsejendomme/>
- Trading Economics. (2025). *Trading Economics*. Hentet fra Danmark - Inflation-Rate: <https://da.tradingeconomics.com/denmark/inflation-cpi>
- Winther, P. (18. Februar 2025). *Lejestigninger driver ejendomspriser op trods højere afkastkrav*. Hentet fra colliers.dk: <https://www.colliers.com/da-dk/nyheder/lejestigninger-driver-ejendomspriser-op-trods-hoejere-afkastkrav>
- Østre Havnepromenade A/S. (2023). *Årsrapport 2023 for Østre Havnepromenade A/S*. Aalborg: Østre Havnepromenade A/S.

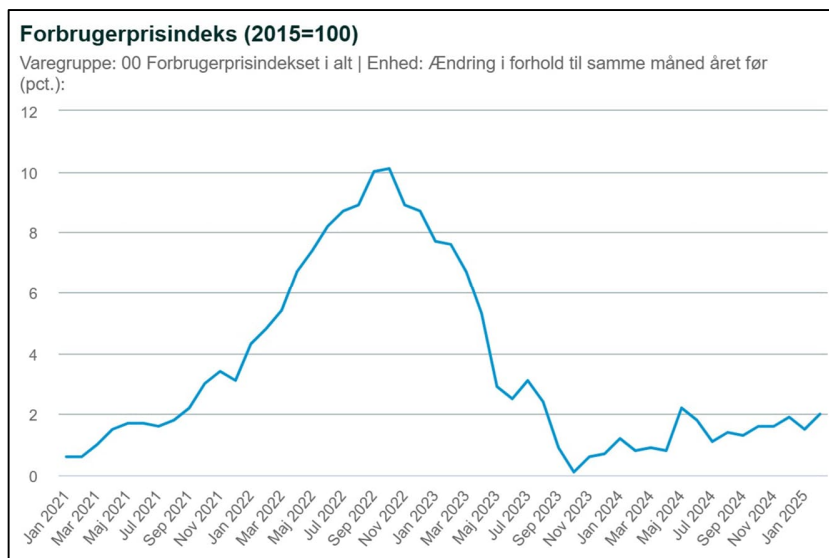
15 Bilag

Klasse B Små virksomheder	Små virksomheder³ Balance 0-55 mio. kr. Omsætning 0-111 mio. kr. Ansatte ² 0-50
2) Defineret i loven som "et gennemsnitligt antal heltidsbeskæftigede" 3) Der skal skiftes regnskabsklasse, hvis 2 af de 3 kriterier overskrides i 2 på hinanden følgende år.	

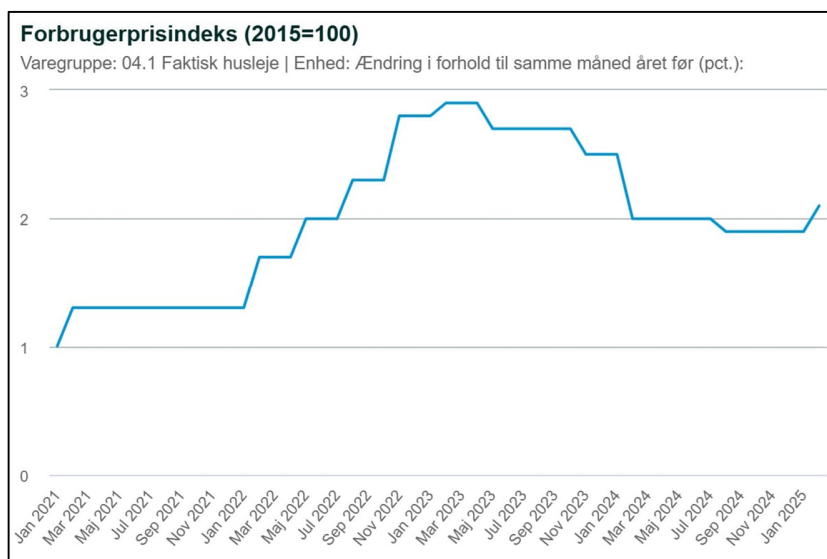
Figur 9 - Byggeklodsmodellen ("indsigt i årsregnskabsloven 2024/25 - 11. udgave, EY side 27 (03-04-2025)

Regnskabsklasse	B	C (mellem)	C (stor)	D
Lovens hovedregel for investeringsejendomme	Kostpris med fradrag af af- og nedskrivninger (§ 36)			
Alternativ 1 for investeringsejendomme	Dagsværdi med værdiregulering i resultatopgørelsen (§ 38)			
Alternativ 2 for investeringsejendomme (udgår ¹)	Dagsværdi med opskrivning over egenkapitalen, fradrag af afskrivninger og bindingskrav på egenkapitalen (§ 41)			
Måling af finansielle forpligtelser tilknyttet investeringsejendomme	Amortiseret kostpris Dog mulighed for måling til dagsværdi ved tilvalg af § 37, stk. 5, hvis alle finansielle instrumenter behandles efter IFRS-standarderne			

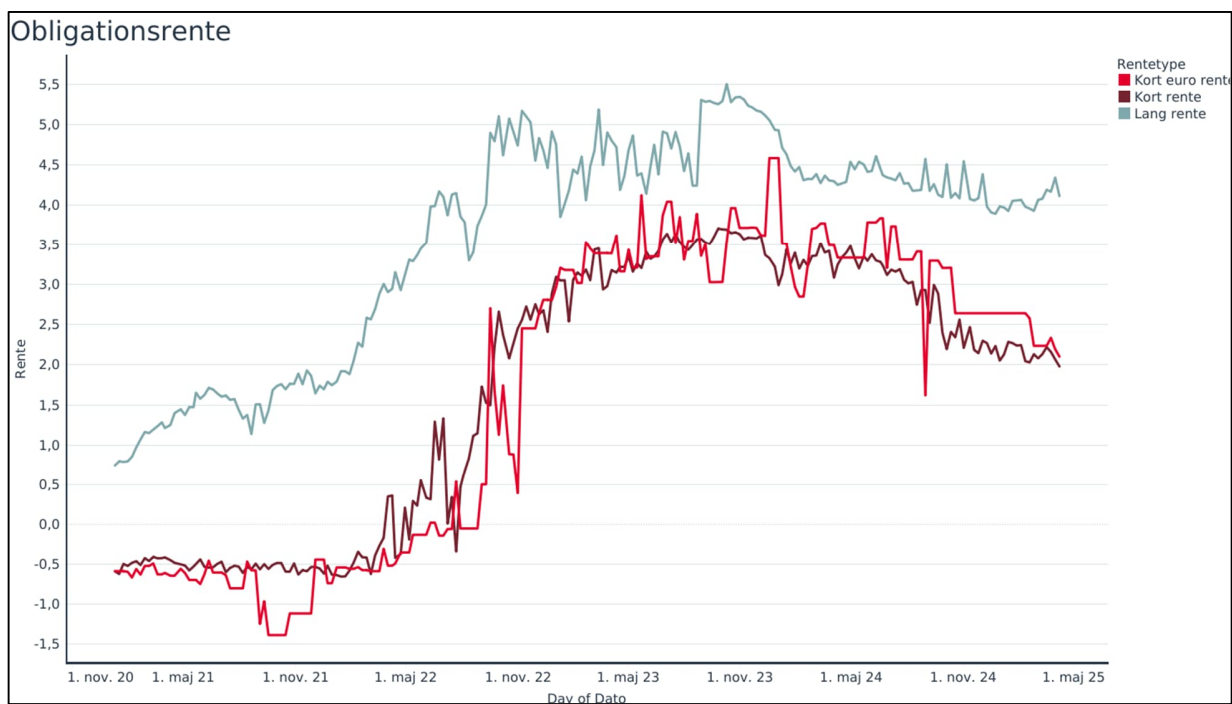
Figur 10 – Investeringsejendomme ("indsigt i årsregnskabsloven 2024/25 - 11. udgave, EY side 304 (08-04-2025)



Figur 11 - Inflationen i Danmark, Danmarks statistik, Forbrugerprisindeks i alt



Figur 12 - Inflationen i Danmark, Danmarks statistik, Forbrugerprisindeks, Faktisk husleje



Figur 13 - Obligationsrente, Finans Danmark, perioden 1. januar 2021 – 7. april 2025

I Erhvervsstyrelsens Regnskabskontrol, har vi ikke, ud fra få og enkle kommandoer, haft mulighed for at kunne opgøre antal sager, hvor der er konstateret fejl vedr. indregning af investeringsejendomme i årsrapporten, hvorfor vi ikke kan meddele jer indsigt herind, som følge af offentlighedslovens § 11.

Men vores revisortilsyn, har nedenfor opgjort oversigt over observationer vedrørende investeringsejendomme i forbindelse med kvalitetskontrollen i perioden 2020-2022.

Observationer vedrørende investeringsejendomme i forbindelse med kvalitetskontrollerne i 2020-2022:				
	2020	2021	2022	
Planlægning				
Manglende/ utilstrækkelig planlægning	4	1	5	
Udførelse				
Manglende/ utilstrækkelig dokumentation for udført arbejde/Utilstrækkelige handlinger/ ej indhentet tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis	10	3	7	
Årsregnskabet				
Manglende/ Utilstrækkelig kontrol af overholdelse af den regnskabsmæssige begrebsramme	2	1	6	

Nævnte oplysninger er meddelt jer, jf. offentlighedslovens § 7.

Hvis det har interesse, har jeg udarbejdet Erhvervsstyrelsens vejledning om *Måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter årsregnskabsloven*.

Såfremt I har andre forespørgsler, er I velkommen til at kontakte undertegnet.

God dag.

Med venlig hilsen

Bo Friis Løvenhardt
Chefkonsulent

ERHVERVSSTYRELSEN
Regnskabskontrol

Dahlerups Pakhus
Langelinie Allé 17
2100 København Ø
Telefon: +45 35291000
Direkte: +45 35291656
E-mail: BoFriis@erst.dk
www.erhvervsstyrelsen.dk

Figur 14 - mail fra erhvervsstyrelsen (Bo Friis, Chefkonsulent)