

Speciale studerende: Henrik Lind Hansen

Vejledere: Jens Lunde
&
Peter Møgelvang-Hansen

"Hvorfor ejendomsselskaber bliver nødlidende og kreditors muligheder herefter"

Handelshøjskolen i København 9. marts 2012

Forord

Arbejdet med denne afhandling har været spændende, ufordrende og længe undervejs. Tiden fra de første tanker omkring emnet og indtil færdiggørelsen har strukket sig noget længere end de 7 måneder, der var afsat til selve skriveprocessen. Afhandlingen har fuldt sin egen vej, fra tanke til handling, som et naturligt udspring af de tankeprocesser der udspiller sig i et forløb som dette. Disse processer er blevet påvirket undervejs og jeg vil gerne i denne forbindelse takke mine vejledere Lektor Jens Lunde og Professor Peter Møgelvang-Hansen for at udfordre mine ideer og lede mig på rette vej. De har med inspirerende spørgsmål fået afhandlingens retning til at synliggøre sig.

Jeg vil ydermere gerne takke ekstern lektor ved Københavns Universitet, advokat Jacob Rix, Lund Elmer og Sandager for at tage sig tid til, at spare om nogle af de problemstillinger der har vist sig undervejs i denne proces. Tak til tidligere ekstern lektor ved Københavns Universitet, advokat Anne Louise Husen, Partner i Husen Advokater for at dele ud af sin enorme viden og ekspertise. Tak til revisor, Cand.merc.aud, Jørgen Lind Hansen, Partner i Beierholm for stor støtte, sparing og værdifulde input til store dele af afhandlingen. Tak til cand.jur Pernille Husen, jurist i Dan-Ejendomme for daglig sparing, input og for at kunne holde mig ud i de sidste mange måneder. Endelig en stor tak til Jane Myhre for en uvurderlig støtte og planlægning igennem hele forløbet.

Henrik Lind Hansen

Gentofte, 7. marts 2012.

Abstract

The Danish market for property investors has gone through a period of significant price changes. These negative changes in the price for real estate have been the reason for a large number of bankruptcies for property investors.

What causes these price changes and what can a creditor do when a property investor no longer can pay his debt?

These, often large, bankruptcies have been the cause of significant losses of a series of credit lenders. How can these credit lenders make more value regarding the inability of debt payment, taking into account the new law regarding reconstruction and existing bankruptcy law?

These are the topics of this paper.

The paper discusses the economic reality of a property investor, within a cradle to grave scope and the possibility of adding value to the company, by using the current reconstruction and bankruptcy laws.

Some of the key points is, the dividing of the company's economic reality into three separate groups, revenue, value growth and the macroeconomic fluctuations of the general economy.

This leads to a conclusion of the importance of a stable revenue despite of the macroeconomic fluctuations.

This is also the case if the company ends in bankruptcy and the question here will be how to sell the assets. Should this be done quickly or is it better to wait and "play" the economic fluctuations in hope of getting a better dividend, at the end.

It will no matter what, be a factor that should be taken into account.

1 Indledning	4
1.1 Problemformulering	4
1.2 Afgrænsning	4
1.3 Metode	6
2 Økonomi – Driftsafkast, værditilvækst og makroøkonomi	7
2.1 Driftsafkast – indtægter og udgifter	7
2.1.1 Indtægter	8
2.1.1.1 Optimering	10
2.1.1.2 Forbedringer	11
2.1.1.2.1 Generelle forbedringer	11
2.1.1.2.2 Individuelle forbedringer	12
2.1.2 Udgifter	12
2.1.3 Delkonklusion – driftsafkast	17
2.2 Regnskab	18
2.3 Værditilvækst – aktiver og passiver	20
2.3.1 Værdiansættelse	21
2.3.1.1 Værdiansættelse ved den afkastbaserede model	21
2.3.1.2 Værdiansættelse ved DCF-modellen	23
2.3.2 Belåning	28
2.3.3 Delkonklusion værditilvækst	30
2.4 Baggrunden for casen	30
2.4.1 Fremlæggelse af casen	31
2.5 Makroøkonomi – teorier og faktorer	36
2.5.1 Konjunkturer	36
2.5.2 Miller og Modigliani	39

2.5.3 Den boligøkonomiske grundmodel	43
2.5.3.1 Tobins Q	46
2.5.4 Delkonklusion makroøkonomi	47
3 Rekonstruktion	48
3.1 Indledning til rekonstruktion	48
3.1.1 Baggrund	49
3.1.2 Hvem kan rekonstrueres	50
3.1.3 Rekonstruktionens forløb	50
3.1.4 Rekonstruktionens formål	52
3.2 Særlige problemstillinger for ejendomsselskaber	53
3.3 Delkonklusion rekonstruktion	53
4 Konkurs	54
4.1 Indledning til konkurs	54
4.1.1 Forudsætninger for konkurs	54
4.1.2 Konkursens retsvirkninger	55
4.1.3 Omkostninger ved konkurs	56
4.2 Ejendomsforbedringer under konkurs	57
4.3 Tvangsauktionens rolle	58
4.3.1 Købers påtagelse af risiko	59
4.4 Delkonklusion konkurs	60
5 Rekonstruktion sammenholdt med konkurs	61
5.1 Behandlingstiden i henholdsvis konkurs og rekonstruktion	61
5.2 Lejers særrettigheder	62
6 Afhandlingens konklusion	63
Bilag	

1 "Den røde tråd"

2 Lejerets bilag

3 Værdireguleringsoversigt

4 Tidslinje for casen

5 "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", Miller og Modigliani

6 "Nye regler om rekonstruktion", Torben Kuld Hansen

7 "Rekonstruktion af insolvente virksomheder", Ketilbjørn Hertz

8 "Nye regler for rekonstruktion af nødlidende virksomheder", Dorthe Kjærgaard og Nicolai Dyhr

9 Bilag over hvilke virksomhedstyper der er afskåret fra at drive virksomhed under rekonstruktion

10 Tvangsauktionsopgørelser

Forkortelser

Domsregister

Litteraturliste

1 Indledning

Det danske ejendomsmarked har været igennem en omskiftelig periode, fra en tid med voldsomme prisstigninger til en periode med store prisfald. Disse prisfald har medført et større antal ejendomskonkurser og deraf følgende problemer for adskillige banker og øvrige kreditgivere.

Hvad er det der gør, at ejendomsselskaber er blevet nødlidende de senere år og hvilke mekanismer har forårsaget dette?

Disse, ofte store og omfattende konkurser, har skabt store tab hos flere kreditorer. Har disse kreditorer haft mulighed for at skabe merværdi til gavn for dem selv og i sidste ende ejerne i disse selskab, efter det er blevet konstateret, at ejendomsselskaberne er kommet i vanskeligheder? Og hvilke handlemuligheder kan en kreditor i et sådant ejendomsselskab benytte sig af?

Disse ting vil blive belyst i nærværende afhandling.

1.1 Problemformulering

Nærværende afhandling vil belyse, hvilken vægt en industrielle investorer, har haft tillagt driftsafkast kontra værditilvækst.

Ved vurderingen af, hvilken vægt investor tillægger driftsafkastet, vil der ske en analyse af investeringejendommes driftsøkonomi samt mulighed for lejeretlig optimering af afkast.

Ved vurderingen af hvilken vægt værditilvæksten tillægges, vil der ske en analyse af ejendommens driftsøkonomi set i forhold til ejendommens belåning og optimale gældsætnings.

Med baggrund i ovenstående vil herefter blive analyseret, hvilke konsekvenser, det har for investeringen, at højkonjunkturen afløses af en lavkonjunktur, samt foretage en vurdering af hensigtsmæssigheden af den vægt man tillagde driftsafkast kontra værditilvækst.

Såfremt konsekvenserne af en lavkonjunktur medfører, at et ejendomsselskab bliver nødlidende, hvilke muligheder og udfordringer er der så for kreditorerne og hvilke juridiske handlemuligheder, findes der.

Nærværende afhandling vil med udgangspunkt i behandlingstid og lejers særrettigheder vurdere hvilken merværdi der kan blive tilført ved enten rekonstruktionsbehandling eller konkursbehandling.

Endvidere vil afhandlingen redegøre for hvilke makroøkonomiske faktorer, der eventuelt kan indgå i vurderingen (eller burde indgå i vurderingen) af, hvorvidt ejendomskreditor med fordel kan vælge en rekonstruktion frem for en konkurs eller omvendt.

1.2 Afgrænsning

Der vil i nærværende afhandling, alene blive behandlet investeringejendomme, hvilket betyder, at almene boliger, ejerforeninger, andelsboligforeninger og private ejerboliger ikke vil blive omtalt. Ved

investeringsejendomme forstår i nærværende afhandling, privatejede udlejningsejendomme, disse kan være både boligejendomme, erhvervsejendomme og blandet bolig- og erhvervsejendomme. Disse kan være både nyopførte ejendomme og ældre ejendomme. Privatejede udlejningsejendomme er i denne sammenhæng defineret som ejendomme der udlejes for at få et løbende driftsafkast og / eller kapitalgevinster.

Lejeretlige regler vil have indvirkning på ejendomsselskabs driftsøkonomi og disse bestemmelser vil blive belyst i det omfang de er relevante. En dybdegående analyse, af de lejeretlige regler, vil ikke forekomme, men hvor de er relevante for afhandlingen, vil der blive henvist enten til bilag eller til mere uddybende litteratur.

Afhandlingen vil diskutere ejendommenes værditilvækst og målingen af denne. Til dette formål vil ejendommenes værditilvækst blive belyst ved hjælp af to forskellige værdiansættelsesmetoder, den afkastbaserede model og Discounted cash flow metoden (DCF-metoden). Dette vælges, da det er disse to metoder der er mest brugt i ejendomssektoren herhjemme¹.

Ved gennemgang af DCF-metoden vil Ejendomsforeningen Danmarks måde, at benytte DCF-metoden på, blive lagt til grund. Dette vælges da foreningen er den største brancheorganisationen indenfor privat ejendomsudlejning og foreningen udfører, i denne funktion, et stort lobbyarbejde, for at få gjort metoden ensrettet og almindelig brugt i markedet².

I forbindelse med betænkning 1512/2009, betænkning om rekonstruktion mv.³ har man fra lovgivers side forsøgt at smidiggøre behandlingen af konkurstruede virksomheder. Der er opstillet et regelsæt som angiver at have til formål, at ”en rekonstruktionsbehandling skal efter Konkursrådets opfattelse munde ud i, at skyldneren enten bliver solvent, typisk som følge af en stadfæstet rekonstruktion, eller at rekonstruktionbehandlingen bringes til ophør, og at skyldner overgår til konkursbehandling, hvis den pågældende er insolvent”⁴. Dette betyder, at såfremt virksomheden ikke er levedygtig, er målet at få opstartet konkursprocessen hurtigere end tidligere, for derved at reducere de potentielle tab for kreditorerne mest muligt.

De konkursretlige regler vil alene blive behandlet i et ejendomsperspektiv ved op- og nedgange i konjunkturerne, hvilket betyder, at dele af konkurslovgivningen vil blive udeladt. Endvidere vil konkurssituationen blive anskuet ud fra en forudsætning om, at der ikke er blevet begået strafbare forhold eller tvivlsomme dispositioner.

Der vil i afhandlingen blive fokuseret på sagsbehandlingstiden i konkurs kontra rekonstruktion samt lejers særrettigheder. Der er, udover de nævnte faktorer, flere ting der har betydning for kreditors stillingtagen til enten konkurs eller rekonstruktion, men det vil være for omfattende, at komme med en fuld analyse af alle relevante faktorer, hvorfor der er lagt vægt på fornævnte. Sagsbehandlingstiden og lejers særrettigheder er valgt, da det formodes, at der i disse to forhold vil være muligheder for at skabe merværdi for kreditorerne således, at tab minimeres eller måske helt kan undgås.

¹ ”Grundkursus i værdiansættelse ved DCF-metoden”, 5. december 2011, Ejendomsforeningen Danmark.

² ”Grundkursus i værdiansættelse ved DCF-metoden”, 5. december 2011, Ejendomsforeningen Danmark.

³ Senere vedtaget ved lov nr. 718 af 25. juni 2010

⁴ Betænkning 1512, side 18, afsnit 2.2

Der vil alene blive set på de skattemæssige konsekvenser, når disse er relevante og dermed når de kan have indflydelse på den optimale beslutning.

1.3 Metode

De driftsøkonomiske undersøgelser, vil blive foretaget på baggrund af en teoretiske behandling af ejendomsselskabers indtægts- og udgiftsforhold, sammenholdt med den praktiske håndtering af ejendomsdrift som det kendes fra de store administrationsselskaber⁵.

De steder i afhandlingen, hvor der er brug for eksempler til belysninger af særlige økonomiske eller regnskabsmæssige problemstillinger, vil der i videst mulig omfang blive benyttet eksempler fra faktiske ejendomme, for der igennem at opnå en realisme i beregningseksemplerne.

Afhandlingen vil indeholde en case omkring Bøje Nielsens konkurs. Dele af afhandlingens forskellige problemer vil blive belyst ud fra sammenligninger til casen. Det antages, at omstændighederne ved casen er, at sammenligne med de ejendomskonkurser, der er oplevet de senere år og derfor anvendelig. Formålet med anvendelsen af denne case, er ikke at analysere Bøje Nielsens konkurs eller de konkrete omstændigheder for denne konkurs, men alene at benytte casen som et pædagogisk eksempel til at forklare de problemstillinger, der er / kan opstå ved ejendomskonkurser samt at belyse de problemstillinger, der kan opstå, hvis ikke ejendomsinvestoren sikrer sig en ordentlig løbende drift af sine ejendomme. Casen vil også blive brugt til, at belyse de makroøkonomiske forhold, der påvirker ejendomsselskaber og som ejendomsselskaber skal være vidende om, for at kunne imødegå krisetider, hvor konjunkturerne er nedadgående.

Casens oplysninger baserer sig i vid udstrækning på interviews og samtalers med personer, der har haft tilknytning enten direkte til behandlingen af konkursen eller med personer med nært kendskab til persongalleriet omkring konkursen. Dette betyder, at visse af præmisserne for casen er 2. håndsudsagn, men da casen alene benyttes til at belyse problemstillinger på en pædagogisk og let tilgængelig måde, anses dette ikke for at være et problem.

Det er forfatteren bekendt, at afgrænsningen af nærværende afhandling har begrænset sig til investeringsejendomme, hvorfor den valgte case' omsætningsejendomme mv. ikke i regnskabsmæssig henseende er at sammenligne. Det vurderes dog, at casen stadig er brugbar til afhandlingen, da en væsentlig del af økonomien i denne afhandling omhandler værditilvækst, hvilket igen afhænger af "prissætningen på mursten". Disse makroøkonomiske mekanismer skønnes, at være ens uanset, at der regnskabsteknisk og ejendomsbegrebsmæssigt, er at gøre med forskellige ejendomstyper, hvorfor casen findes anvendelig til det skitserede formål.

De makroøkonomiske undersøgelser vil blive baseret på konjunkturerne bevægelser set i forhold til Miller og Modiglianis teorier om optimal gældsætning, den bolig økonomiske grundmodel og Tobins Q.

Undersøgelserne vedr. rekonstruktion vil alene foregå teoretisk, da der ikke foreligger data vedr. disse regler endnu.

⁵ Se evt. Ejendomsforeningen Danmarks retningslinjer for god administratorskik.

Konsekvenserne og de økonomiske virkninger ved ejendomskonkurser vil blive undersøgt og kommenteret.

Opbygningen af afhandlingen er således, at fokus først bliver på driftsindtjeningen, regnskabsaflæggelse og efterfølgende værdiansættelse og belåning. Herefter vil casen blive præsenteret og de makroøkonomiske forhold, der gør sig gældende vil blive behandlet i umiddelbar forlængelse heraf. Dette leder over i rekonstruktionsafsnittet for at afslutte med konkurs og særlige forhold omkring dette, se også bilag 1. Dette skønnes at give et naturligt flow i afhandlingen og naturligt lede fra et afsnit til det næste.

2 Økonomi – Driftsafkast, Værditilvækst og Makroøkonomi

I denne afhandling, vil de økonomiske aspekter af ejendomsselskabers virkelig blive belyst ud fra tre hovedoverskrifter.

- Driftsafkast
- Værditilvækst
- Makroøkonomi

Ved at opdele økonomien på denne måde, vil konklusioner omkring de enkeltes indvirkning på hinanden anskueliggøres, forklares og begrundes.

2.1 Driftsafkast – Indtægter og udgifter

Den vigtigste indtægt for ejendomme og dermed for ejendomsselskaber er selvfølgelig lejeindtægterne. Lejeindtægter er leje opnået ved udlejning af lokaliteter. Disse kan være enten beboelse, erhverv eller udlejning af en brugsrettighed for fx en p-plads eller antenneplass⁶ (jf. lejelovens § 1 Leje/fremleje af hus eller husrum til beboelse og Erhvervslejelovens § 1 – Leje/fremleje af hus eller husrum til andet end beboelse⁷). En væsentlig måde, hvorpå udlejer (eller investor) har mulighed for at påvirke sine lejeindtægter er gennem forbedringer, enten i de enkelte lejemål fx lejlighedsmoderniseringer efter enten BRL § 5,1 eller BRL § 5,2⁸ eller for hele ejendommen ved fx vinduesudskiftninger eller tilsvarende forbedringer. Forbedringer bliver behandlet i afsnit 2.1.1.2.

En anden indtægtskilde vil være renter af indestående deposita. Det er ikke lovpligtigt at forrente indestående deposita overfor lejer⁹, hvorfor udlejer selv vil oppebærer en sådan renteindtægt, dette kan godt, over tid, andrage betydelige beløb.

⁶ Med dette menes telefonantennemaster, typisk placeret på taget

⁷ Det skal dog bemærkes at p-pladser, antenneplasser og lignende er ikke omfattet af lejeloven og erhvervslejeloven.

⁸ Boligreguleringslovens § 5, stk. 1: beregnet leje på baggrund af den omkostningsbestemte leje med tillæg for forbedringer. Boligreguleringslovens § 5, stk. 2: Leje fastsat til det lejedes værdi når lejligheden er individuelt forbedret for minimum, det i bestemmelsen fastsatte beløb der for 2012 er 241.506 kr. eller 2.112 kr. pr. kvm..

⁹ Se evt. U.2004B.121, U.2004.422 og U.2005B.80

En væsentlig betragtning for lejeindtægterne er forfaldstidspunktet. Lejebetalingen kan foregå månedlig, kvartalsvis, halvårlig eller årlig (principielt er der aftalefrihed jf. LL § 33 jf. § 35 og ERHL § 43 jf. § 44)¹⁰, dette kan have en ikke uvæsentlig betydning for likviditeten på den enkelte ejendom og derfor også for ejendomsselskabet som helhed.

Modsat lejeindtægterne findes omkostningerne til ejendommens drift. Disse omkostninger kan være mange og forskelligartede. Der kan være tale om skatter og afgifter til det offentlige, driftsudgifter til den sædvanlige drift af ejendommen og der kan være tale om vedligeholdesesudgifter til opretholdelse af ejendommens stand og funktionsuelighed. Der kan være betydelige forskelle mellem forskellige ejendomsejeres syn på disse omkostninger og dermed også på deres driftsstrategier. Dette forhold vil blive nærmere behandlet i afsnit 2.1.2.

2.1.1 Indtægter

Lejeindtægter er den primære indtægtskilde for ejendomme og ejendomsselskaber. Lejeindtægterne vil være sammensat forskelligt, afhængig af hvilken type ejendom, der er tale om (ren boligejendom, ren erhvervsejendom eller blandet bolig og erhvervsejendom).

Ved den rene boligejendom vil det være af betydning, hvornår ejendommen er opført. Ejendomme der er i brugtaget efter 31. december 1991 er omfattet af reglerne om markedsleje, hvilket vil sige en fri lejefastsættelse¹¹. Boligejendomme, der er taget i brug før denne dato, er for en meget stor dels vedkommende omfattet af reglerne om omkostningsbestemt leje (jf. BRL kap. II-IV). Dog i mange forskellige uformninger og med mange undtagelser. Lejefastsættelse og regulering for en ejendom er i første omgang afhængig af, hvor ejendommen ligger. Ligger den i en ureguleret kommune, gælder lejelovens regler om det lejedes værdi ligger ejendommen i en reguleret kommune, gælder boligreguleringslovens regler primært om omkostningsbestemt leje. Der er i BRL § 4 indført en række undtagelser fra den omkostningsbestemte leje¹². For at se nærmere om lejemål omfattet af den omkostningsbestemte husleje og undtagelserne herfor henvises til bilag 2.

En væsentlig ting, man som ejendomsinvestor bør gøre sig klart, er, at den socialpolitiske dagsorden igennem de seneste 100 år har sat sit tydelige spor på lejelovgivningen og dermed reguleringen af den private lejebolig. Dette har bl.a. haft den virkning, at der har fundet en væsentlig subsidiering af lejerne sted på bekostning af ejerne af private udlejningsejendomme. Den væsentligste af subsidieringerne er reglerne om lejereguleringer, hvor den mest komplicerede af disse formentlig er reglerne omkring omkostningsbestemt husleje. At reglerne for det private udlejningsmarked gennem de seneste 100 år er blevet tilpasset de sociale retninger, den på ethvert tidspunkt siddende regering har anset som værende beskyttelsesværdige, betyder således, at reguleringen af det private boligmarked ikke har meget at gøre

¹⁰ For boligejemål gælder dog, at lejen maksimalt kan aftales til kvartalsvis forud.

¹¹ LL § 53, stk. 3 og BRL § 15 A, stk. 1.

¹² En reguleret kommune er en kommune hvor Boligreguleringsloven er gældende jf. BRL § 1. En ureguleret kommune er således en, hvor Boligreguleringsloven ikke er gældende. Pt. er det kun 18 ud af 98 kommuner som ikke er reguleret og disse kommuner er af beskeden størrelse.

med en velfunderet, gennemarbejdet holdning til den private boligudlejnings rolle i samfundet, men alene har fungeret som en socialøkonomisk reguleringsmekanisme. Dette betyder reelt, at der er tale om et marked, hvor markedsmekanismerne (i hvert fald mellem lejer og udlejer) i større eller mindre grad er sat ud af kraft¹³.

Et par eksempler på ovenstående er perioden mellem 1. og 2. verdenskrig hvor konjunkturudviklingen gjorde, at det fra regeringsside blev anset som værende nødvendigt at indføje en omfattende regulering af boligmarkedet. Denne blev gennemført i 1939, med loven om midlertidig regulering af boligforholdene (boligreguleringsloven) – som stadig er gældende!

I 1991¹⁴ blev reglerne om udlejning til markedsleje for boligejendomme opført efter d. 1. januar 1992¹⁵ indført, hvilket igen muliggjorde udlejning på almindelige markedsvilkår for boliglejemål. Denne bestemmelse blev vedtaget, efter en lejelovskommision havde konkluderet, at bestemmelsen ikke ville have nogen reel virkning, da fremtidsudsigterne for boligmarkedet ikke viste nybyggeri af nogen væsentlig størrelse. Altså, man indførte en markedslejebestemmelse (eller deregulering som nogen vil sige) på et tidspunkt, hvor man fik at vide, at det ville være "ufarligt", fordi man ikke formodede, at bestemmelsen ville få indvirkning på lejeniveauerne¹⁶.

Denne afhandlings sigte er ikke at kommentere på hensigtsmæssigheden af beslutningsprocesserne omkring den gældende lejelovgivning, men ovenstående er væsentligt, da det viser hvilket marked man som investor arbejder på og fordi ovenstående viser, at private udlejningsejendomme oftere bliver brugt som socialpolitisk redskab frem for at udvikle et velfungerede marked for denne bestemte ejendomstype.

For erhvervsejendomme er lejefastsættelsen noget anderledes, da erhvervslejeloven som udgangspunkt forudsætter, at parterne i aftalen begge er professionelle og dermed ligeværdige parter. Grundet dette princip er der en meget bredere mulighed for individuelle aftaler i de enkelte lejemål og en noget løsere regulering. I professionelle kredse er der en holdning om at "alt kan aftales i et erhvervslejemål"¹⁷. Det er dog vigtigt at være opmærksom på ældre kontrakter¹⁸, hvor der kan være begrænsninger for lejereguleringen.

Lejeindtægternes forfaldstid vil være en vigtig faktor for ejendommens løbende likviditet ligesom det vil gøre en forskel for ejendommens nøgletal i forhold til kreditgivning og periodisering af indtægter. For boliglejemål er det typiske at lejen forfalder månedsvis forud, dette har tidligere været kvartalsvis. For erhvervslejemål ser man oftere, at lejen stadig forfalder kvartalsvis. Likviditetsproblematikken kan for visse erhvervsejendomme også være noget mindre, da det ikke er sjældent for erhvervslejemål, at erhvervslejerne selv betaler både skatter, el, varme, vand og andre ydelser direkte til forsyningsvirksomhederne. Dermed er udlejer ikke en del af transaktionen og skal ikke først på et senere

¹³ For en nærmere belysning af dette se bl.a. "den private ejendomsudviklings betydning for samfundet"

¹⁴ Ved lov nr. 1991.234 og lov nr. 1991.931

¹⁵ BRL § 15 A, stk. 1.: "...der er taget i brug efter 31. december 1991."

¹⁶ "den private ejendomsudviklings betydning for samfundet", s. 123.

¹⁷ ERHL §§ 4, 5 og 9

¹⁸ Indgået før 2000 hvor Erhvervslejeloven trådte i kraft.

tidspunkt have refunderet sit udlæg fra lejer via, varme-, vand-, driftsregnskab eller via skatte og afgiftsvarslinger¹⁹.

Det skal også bemærkes, at den mest mærkbare måde, hvorpå man kan optimere sine lejeindtægter er ved mulige forbedringer.

2.1.1.1 Optimering

For at forstå hvorledes man som ejendomsinvestor kan optimere sit driftsafkast er det nødvendigt at forstå hvilke præmisser, der er gældende for driftsafkastet. Der er makroøkonomiske markedstendenser, som yder indflydelse på udlejningsgraden, renteniveaueret som påvirker finansieringsomkostningerne og udviklingen i driftsomkostningerne, som alle har indflydelse i større eller mindre grad på ejendommens driftsafkast. Men for alvor at kunne optimere driftsafkastet for en ejendom er det en nødvendighed at kende grundpræmisserne for lejelovgivningen²⁰. Det er den gældende lejelovgivning, som er den væsentligste reguleringsmekanisme for indtægterne på en ejendom, hvilket gør det nødvendigt, at man som investor kender lejelovgivningens muligheder for at:

- gennemfører lejeforhøjelser
- genforhandle kontraktvilkår med sine lejere
- pålign lejerne forbedringsforhøjelser for de arbejder der bliver foretaget på ejendommen

alle måder hvorpå ens indtægter, kan øges gennem de regler der findes i lovgivningen. Det er også vigtigt, at man som investor gør sig det klart, at der findes flere formkrav i lejelovgivningen og at disse skal overholdes, sommetider relativt regidt, for at man lovligt kan opkræve de forhøjelser, man påtænker²¹.

Der er flere af disse lovbestemmelser, som er overordentlige væsentlige og som, hvis de bliver overset eller negligeret, kan have virkning for ejendommens driftsresultat. Nogle af disse bestemmelser er blevet samlet i bilag 2 og der henvises derfor til dette. Nogle bestemmelser bliver ikke behandlet i bilaget, men der vil i stedet henvisninger til specialliteraturen på området. Det skal endnu engang bemærkes, at der her er at gøre med et meget reguleret område, især for boligejendommene, hvilket gør, at det kan være vanskeligt at kontrollere sin indtægtsside i forbindelse med driften af ejendommen. Det er set i praksis at flere investorer, måske særligt de mindre, ikke for alvor magter at tage dette punkt helt seriøst, hvilket også betyder, at flere og flere ejendomsinvestorer vælger at lade deres ejendomme administrere af professionelle ejendomsadministratorer (herunder ses også et større skift fra advokatkontorer, som tidligere har administreret deres egen og klienters ejendomme, til decidedede administrationsselskaber). Om dette er en naturlig udvikling eller om det også er et resultat af finanskrisen skal i denne forbindelse være usagt, men det er i hvert fald værd at bemærke at særligt mindre udlejere ikke har evnet at maksimere deres indtægter²².

¹⁹ For en uddybning af varsling af skatter og afgifter henvises der til bilag 2.

²⁰ "Den private ejendomsudlejnings betydning for samfundet", del. 1.

²¹ Særligt vedr. forbedringsforhøjelser i boligejendomme. Dette er nærmere belyst i bilag 2.

²² Se evt. "Privat boligudlejning – motiver, strategier og økonomi".

2.1.1.2 Forbedringer

Ved at forbedre sin ejendom har udlejer mulighed for at øge lejeindtægterne. Forbedringer defineres i LL § 58 og ERHL § 31 som arbejder, der medfører en brugsværdiforørgelse af det lejede. Denne brugsværdiforørgelse kan være generel for hele ejendommen²³ eller individuel for det enkelte lejemål²⁴ (se nærmere nedenfor om generelle og individuelle forbedringer). Brugsværdiforørgelsen beregnes på baggrund af de udgifter, der er anvendt til arbejdet jf. LL § 58, stk. 2 og ERHL § 31, stk. 2. I beregningen skal der tages højde for den del af arbejdet, der er vedligeholdelse i form af det lejeretlige begreb "sparet vedligeholdelse". Udlejer skal være klar over, at beregningen af forhøjelsen i høj grad er praksisreguleret. Det betyder også, at arbejder, som ikke nødvendigvis medfører en bedre brugsværdi for lejerne, kan medføre en forbedringsforhøjelse. Der er i lovgivningen fastsat arbejder, der fastslås som forbedringer (fx opsætning af vandmålere jf. LL § 46j, stk. 3), dels er det i praksis anerkendt, at lovpåbudte arbejder medfører en forbedringsforhøjelse (fx HPFI-relæer jf. Lov om fremme af energibesparelser i bygninger eller opsætning af postkasser i opgangene jf. nye regler om postbudes arbejdsvilkår).

Som udgangspunkt er en forbedringsforhøjelse evigtvarende²⁵. Se nærmere om beregning af forhøjelser og praksis i "Dons og Bang, Boliglejemål" samt noterne i Karnov til LL § 58 og ELL § 31.

I forhold til forbedringer er det ekstremt vigtigt for udlejer, at være opmærksom på de særlige varslingsreglerne, der gælder for varsling af iværksættelse, varsling af lejeforhøjelsen og varsling af adgang til lejlighederne. Hvis ikke udlejer er helt klar på, hvilke regler der skal følges og i hvilken rækkefølge, risikerer han at afskære sig selv fra at opkræve lejeforhøjelse overfor boende lejere i ejendommen²⁶.

2.1.1.2.1 Generelle forbedringer

Generelle forbedringer kan gennemføres enten som en ren optimering med henblik på en lejeforhøjelse eller som følge af vedligeholdelsesarbejder på ejendommen. I enkelte tilfælde kan der som nævnt være tale om lovpåbudte arbejder, som iht. til praksis anerkendes som forbedringer.

I forbindelse med at ejendommen skal vedligeholdes, kan det i mange tilfælde betale sig at udvide de nødvendige vedligeholdelsesmæssige arbejder til at omfatte forbedringer. I nogle tilfælde vil det være obligatorisk iht. til det gældende bygningsreglement, at opgradere ejendommen. Hvis ejendommens tag skal udskiftes vil det fx ofte være obligatorisk, at efterisolere tag og loft. Hvis man udskifter vinduer, vil det i dag ofte være til væsentligt bedre isolerende og støjdempende vinduer, som vil kunne medføre en lejeforhøjelse. Fordelene her er dels muligheden for lejestigning, men også muligheden for udgiftsbesparelser. Fx hvis man udskifter tag, vinduer og efterisolerer på en gang, så kan man spare omkostninger til stilladsleje, byggeplads og byggeperiode i det hele taget.

²³ eks. nye vinduer, isolering eller centralvarme.

²⁴ Nyt køkken eller nyt badeværelse.

²⁵ Der er dog påbuddt begrænset periode for enkelte forbedringer jf. LL § 61 om konvertering til fjernvarme.

²⁶ Se hertil særligt LL § 66, stk. 1, samt BRL §§23-24, BRL §§ 27-29, LL §§ 58-59, LL §§ 54-57 og for erhverv ELL §§ 25-32.

Et eksempel på en forbedring som en ren optimering kan være en gavlisolering, installation af centralvarmeanlæg eller nyinstallations af porttelefonanlæg²⁷.

2.1.1.2 Individuelle forbedringer

Individuelle forbedringer gennemføres som oftest som ren optimering. Dels fordi et lejemål med et nyt køkken ofte er nemmere at leje ud end med et køkken fra '40'erne, dels fordi udlejer kan lave en direkte afkastberegnning på sin udgift til forbedringen og dermed den forhøjelse, han kan få.

For erhvervslejemål er det ikke brugbart at forklare noget generelt om mulighederne for individuelle forbedringer. For individuelle forbedringer i forhold til erhvervslejere vil der være tale om så konkrete situationer i hvert enkelt tilfælde, hvor det eneste, der betyder noget er, hvad udlejer og lejer aftaler sig frem til. Udlejer vil som udgangspunkt aldrig forbedre et erhvervslejemål individuelt uden aftale med lejer, hvorfor den slags forbedringer i praksis altid vil være aftalte jf. bilag 2.

For boliglejemål deles individuelle forbedringer populært op i to, 5,1-forbedringer og 5,2-forbedringer. Navnene henviser til BRL § 5, stk. 1 og § 5, stk. 2, som kun gælder for ejendomme, der har omkostningsbestemt leje, jf. bilag 2. Reglerne er dog i praksis meget relevante, dels fordi de gælder for størsteparten af investeringejendomme med boliger, dels er det med udgangspunkt i disse bestemmelser, at udlejer har mulighed for den mest markante optimering af lejeindtægterne. I de fleste tilfælde er der ikke tale om varslede forhøjelser for forbedringerne, men om forbedringstillæg, der pålægges i forbindelse med et lejerskifte.

I ejendomme, der ikke har omkostningsbestemt leje, afhænger beregning eller fastsættelse af leje til det lejedes værdi som udgangspunkt af, om forbedringen laves i lejepериодen eller i forbindelse med lejerskifte. Hvis forbedringen laves i lejepериодen, vil der som oftest blive anvendt en beregning af tillægget. Hvis forbedringen laves ved lejerskifte, så fastsættes lejen efterfølgende blot på normal vis til det lejedes værdi, som naturligvis er under hensyn til lejemålets stand.

Individuelle forbedringer i lejepериодen laves oftest efter reglerne i LL § 62A, § 62B eller § 63. § 62A giver lejer ret til at foretage forbedringer i lejemålet for egen regning, mod en godtgørelse ved fraflytning. Udlejer kan ved genudlejning beregne sig sædvanligt forbedringstillæg. § 62B giver mulighed for at aftale forbedring og lejeforhøjelse lejer og udlejer imellem. Udlejer betaler for arbejdet og lejer betaler en beregnet lejeforhøjelse.

For en nærmere gennemgang af forbedringsforhøjelser efter BRL §§ 5, stk. 1 og 5, stk. 2 henvises til bilag 2.

2.1.2 Udgifter

Udgifterne forbundet med ejendommens drift er mange, men kan inddeltes i følgende 3 kategorier:

²⁷ Man skal være opmærksom på, at der gælder særlige regler for så vidt angår antenner, signalforsyning og elektroniske kommunikationstjenester jf. Lejelovens §§ 28-29 og Lejelovens kap. VII A.

- Offentlige skatter og afgifter
- Driftsudgifter
- Vedligeholdelsesudgifter

I dette afsnit vil der blive fokuseret på de to sidste.

Baggrunden for dette er, at disse to sidste kan påvirkes afhængig af ejendomsejerens driftsstrategi og overordnede formål med ejendommen. Skatter og afgifter til det offentlige er uden for en sådan kontrol og anses derfor i denne sammenhæng for at være statiske (i hvert fald indenfor det givne regnskabsår) og analyse af disse vil derfor ikke ske her.

Det vil være væsentligt at definere henholdsvis driftsudgifter og vedligeholdelsesudgifter.

Driftsudgifter er i denne forbindelse alle udgifter, der vedrører ejendommens løbende drift. Det være sig, forsikringsudgifter²⁸, viceværtomkostninger, snerydning, graffiti abonnementer og lignende.

Ved vedligeholdelsesudgifter forstås omkostninger til at bibeholde ejendommens aktuelle funktionsniveau. Det være sig udgifter til reparation eller udskiftning af el-installationer, vvs-installationer, reparation af tag, facade eller lign., altså omkostninger til reparation eller udskiftning af eksisterende bygningsdele.

Da omfanget af og holdningen til, hvilken drift og hvilket niveau af vedligeholdelse, der er nødvendigt, er forskellig fra ejendomsejer til ejendomsejer, kan der med fordel defineres forskellige typer af ejendomsejere ud fra de karakteristika, de enkelte ejere besidder. Hans Skifter Andersen og Morten Skak har i deres undersøgelse af den private boligudlejning fra 2008²⁹, brugt følgende inddeling, som således også vil blive benyttet her (Datagrundlaget er baseret på en spørgeskemaundersøgelse med 2000 ejere af fast ejendom med 3 eller flere boliger).³⁰:

1. Privat person med ejendomme som hovederhverv
2. Privat person med ejendomme som bierhverv (40 % af ejerne, 14 % af ejendommene og 8 % af boligerne)
3. Ejendomsselskab med boligejendomme som hovederhverv
4. Ejendomsselskab med erhvervsejendomme som hovederhverv
5. Selskab med anden erhvervsvirksomhed som hovederhverv
6. Selvejende fond eller stiftelse
7. Pensionskasse, bank eller forsikringsselskab mv.
8. Byggevirksomhed

For enkelthedens skyld og da visse af ovenstående kategorier godt kan blive bearbejdet sammen er der foretaget en kategorisering således:

²⁸ Typisk ejendomsforsikring, men der kan også være tale om andre typer af forsikringer afhængig af ejendommens størrelse, vedligeholdelsesniveau, fastansatte viceværter (arbejdsskade forsikring) og flere andre forhold.

²⁹ "Privat boligudlejning – motiver, strategi og økonomi", Hans Skifter Andersen og Morten Skak, 2008, Staten bygeforskningsinstitut, Aalborg Universitet.

³⁰ "Privat boligudlejning – motiver, strategi og økonomi", s. 7.

1. *Professionelle udlejere* (dette er private ejere og selskaber, der har boligudlejning som deres primære erhverv med det hovedformål at få en løbende indtjening eller et godt langsigtet afkast af deres investering. Pensionskasser mv. regnes med til denne gruppe.) – Mindre end 40 % af udlejerne hører til denne gruppe, men 60 % af ejendommene og 75 % af boligerne.
2. *Små investorer* (Privatpersoner og selskaber med udlejning som bierhverv og som ikke selv bruger ejendommene.)
3. *Brugerne* (Privatpersoner og selskaber, som har erhvervet ejendommene for at bruge dem til egne formål.)
4. *Nonprofit udlejerne* (Udlejere, hvis primære formål med at købe ejendommene har været at stille boligerne til rådighed for specifikke grupper, herunder ansatte)

For hver af ovenstående grupper af udlejere er der forskellige begrundelser for at investere i fast ejendom og således også i deres fokus på omkostningssiden. Nogle fokuserer mest på et positivt driftsafkast år efter år, andre har fokus på værditilvæksten og kapitalgevinsterne, mens andre udlejergrupper fokuserer meget mere på lejerne og deres behov og ønsker. Derfor er det vigtigt at gøre sig klart, hvilken type udlejer der er tale om og deres respektive bevæggrunde for deres strategier.

Som det fremgår af nedenstående punktopstilling, så spænder de enkelte motiver og underliggende strategier bredt over økonomiske, sociale og arbejdsmæssige begrundelser. Det viser også, at der er stor forskel på, om de økonomiske motiver skyldes et ønske om overskud her og nu (et solidt løbende driftsafkast) eller om investeringshorisonten er længere og at den økonomiske gevinst primært skal bestå af værditilvækst. Det er her væsentligt at skelne mellem den værditilvækst, der forventes, da denne både kan være et udtryk for investeringer i forbedringer i ejendommen (og dermed lejestigninger) eller om det alene er værditilvækst grundet højere prissætninger på ejendommen (altså værditilvækst grundet makroøkonomiske faktorer).

Nedenfor er en punktopstilling over de forskellige udsagn som ejerne blev bedt om at tage stilling til.

De forskellige ejere blev bedt om at redegøre for deres strategi for deres drift af ejendommene ud fra følgende udsagn:

1. At hver enkelt ejendom, hvert enkelt år har økonomisk overskud eller balance
2. At de ejendomme, I ejer, som helhed giver overskud hvert enkelt år
3. At der på længere sigt er et afkast på ejendomsinvesteringerne, som mindst svarer til afkastet af andre investeringer
4. At der er mulighed for at få en kapitalgevinst når ejendomspriserne stiger
5. At der er mulighed for at øge ejendommens værdi ved at gennemfører forbedringer og ombygning af ejendommen.
6. At der er mulighed for at øge huslejeindtægterne ved at gennemfører forbedringer og ombygning af ejendommen
7. At ejendommen er pæn og ikke ser nedslidt ud
8. At lejerne er tilfredse med at bo i ejendommen
9. At undgå konflikter med lejerne

10. Andet

Ejernes besvarelse af ovennævnte spørgsmål viser, overraskende nok, stor forskel på ejendomsinvestorernes tilgang til deres ejendomsinvesteringer. Udsagn nr. 3 om, at investeringerne skal give et fornuftigt afkast på lang sigt, er kun vigtigste parameter for 15 % af ejerne³¹ og kun 27 % af ejerne har som vigtigst strategi, at hver ejendom skal give overskud hvert år. Sidstnævnte er dog alligevel det udsagn med størst tilslutning. Det bør bemærkes, hvor lav tilslutning, de økonomiske årsager har for størsteparten af ejendomsbesidderne. Dog skal det siges, at for professionelle investorer og for de små investorer, så har de økonomiske bevæggrunde noget større tilslutning, hvad også er at forvente, da disse ejere har færre sociale eller beskæftigelsesmæssig grunde for deres ejendomsinvesteringer. Det skal nævnes, at visse af svarene omkring ejendommens tilstand og lejernes tilfredshed godt kan være begrundet i en økonomisk betragtning omkring udlejningsstrategien for ejendommen og at der dermed er et investeringsmæssigt rationale i at tilgodehuse lejerne på bekostning af ejendommens umiddelbare økonomi³².

Set i denne kontekst er det da også primært de professionelle investorer (og til dels de små investorer), der har betydning. For ejendomsejere, der køber deres ejendomme for selv at bruge dem, for at opnå håndværksmæssig beskæftigelse eller for non-profit ejerne, vil de udfordringer, der i denne afhandling behandles, i forhold til både makroøkonomiske svingninger og de rekonstruktions- og konkursmæssige overvejelser være begrænsede. Dette konkluderes ikke, fordi samfundets økonomiske udsving ikke har betydning i værdiansættelsen (og måske også for driftsoverskud mv. grundet tomgang og lign.), men fordi, disse ejendomsejere typisk ikke har mange ejendomme og der derfor ikke er en idiosynkratisk sammenhæng i selskabernes økonomi og fordi, det for disse ejere ofte gælder, at der enten er andre indkomstmuligheder, der kan tilføre likviditet til ejendomsdriften eller fordi driften af ejendommen på andre måder kan sikres.

Når ovennævnte er sagt omkring den forskellige tilgang til ejendomsdriften for de forskellige ejergrupperinger, skal det også belyses, at der er forskellige indtægts-, udgifts- og afkastniveauer, som bliver illustreret af nedenstående skema.

³¹ Disse 15 % besidder 21 % af boligerne jf. s. 80.

³² Dette kan være vanskeligt at skabe fuld klarhed over, da det bl.a. ville kræve, at man nøjagtig kender udlejningsgraderne for den individuelle ejendom ved forskellige vedligeholdelsesstande og ved forskellige serviceniveauer fra ejerens side. Dette må nok betragtes for at være ganske vanskeligt og de ubekendte faktorer er nok for mange til at man for alvor vil være i stand til at lave en fuld økonomisk analyse af det.

	Husleje-indtægter	Andre leje-indtægter	Drifts-udgifter	Vedligeholdelse	Resultat før skat	Investering i forbedring
Professionalle	876	38	348	293	273	364
Små investorer	521	73	172	80	341	198
Brugere	456	11	240	45	181	81
Non-profit	910	88	966	108	-77	37
Alle	780	48	353	222	253	289
Beliggenhed						
Større byer og forstæder	859	52	388	293	230	294
Mindre byer og land	569	84	173	61	418	125
Opførelsesår						
før 1940	842	43	433	287	165	401
1940-59	489	40	177	90	262	71
1960 - 70	511	130	187	190	264	18
1971 -	761	46	251	71	485	45
Ejendomsterrelse						
3-5 boliger	622	109	216	77	438	740
6 - 10 boliger	651	40	217	86	388	204
11 - 20 boliger	563	133	196	79	422	121
> 20 boliger	929	7	502	337	97	277
Markeds situation						
Udlejes uden annoncering	786	24	401	265	145	323
Normalt udlejes, evt. annonc.	772	109	237	82	561	194
Vanskeligheder med udlejning	453	0	339	93	21	55

Figur 1 - Privat boligudlejning - motiver, strategier og økonomi, s. 99

Skemaet kan bruges til at opdele de enkelte ejergruppers holdning til driften af deres ejendomme. Dermed kan man et stykke hen ad vejen, sige noget omkring deres indstilling til økonomien i deres ejendomme og de underliggende motiver. Som det bl.a. fremgår af skemaet, så bruger de professionelle investorer betydelig flere penge, på forbedringer af deres ejendomme. Det viser noget om, at de er mere tilbøjelige til at optimere og udvikle deres ejendomme. På denne måde kan der drages konklusioner omkring ejernes strategier for deres ejendomme.

Det ses at de professionelle investorer bruger væsentlig flere penge til både drift og vedligeholdelse³³ af deres ejendomme og de bruger væsentlig flere penge på forbedringer. På trods af dette har de stadig et resultat før skat, der ligger over gennemsnittet. Dette højere niveau kan være et udtryk for flere forskellige ting. Først bør nævnes, at der i denne gruppering findes mange pensionskasser, banker og lign., som anser deres investeringer som meget langsigtede. Disse ejere vil ofte modernisere ejendommene og på anden vis forbedre ejendommene for derigennem at opnå højere afkast. Dette er muligt, da likviditet, som sådan, ikke er et problem i dette ejersegment. Det højere udgiftsniveau til drift og vedligeholdelse kan også udtrykke et ønske om at holde ejendommenes værdi på et vist niveau, (altså at ejendommene ikke må stå og forfalde).

³³ Her ses der bort fra non-profit ejernes driftsudgifter, da disse er ekstremt høje og ikke er et udtryk for en "normal" ejendomsdrift.

Et forhold som undersøgelsen ikke forholder sig til er, de enkelte ejeres behov for at opnå et driftsafkast, som er stort nok til, at de kan servicere den gæld, der er på ejendommen, altså gearingen af ejendommen. Denne må ikke være højere end, at renter og afdrag på gæld kan holdes indenfor det overskud, der er på driften.

Et eksempel på dette er konkursen af CenterPlan (Bovista). CenterPlan købte i efteråret 2006 en stor ejendomsportefølje af pensionsselskabet PFA, men prisen for porteføljen var så høj, at selskabet havde vanskeligt ved at servicere gælden. Formålet med købet var at udskytte ejendommene i ejerlejligheder og herefter frasælge lejlighederne stykvis, hvilket man ikke formåede. Da prisen for porteføljen var for høj i forhold til driften i ejendommene, endte det til sidst med, at CenterPlan blev erklæret konkurs, da man ikke kunne få likviditet i selskabet.

Dette eksempel viser med al tydelighed vigtigheden af altid, at kunne servicere gælden på ejendommene, dette vil bliver nærmere belyst i afsnit 2.3.2 omkring belåning af ejendommen / ejendomsporteføljen. Endvidere vil pointen om serviceringen af gælden blive eksemplificeret i casen om Bøje Nielsen.

2.1.3 Delkonklusion driftsafkast

Indtægtssiden af ejendomsdrift kan, som forklaret, godt være en vanskelig størrelse og det kræver betydelig ekspertise at manøvrere på dette marked. Lejelovgivningen er kompliceret og ugenemsigtig, hvilket bevirker, at der nemt kan opstå muligheder, hvor man som investor ikke får udnyttet hele sit indtjeningspotentiale.

Forholdet er, at investoren efter at have maksimeret sin lejeindtægt har et mere realistisk billede af sin ejendoms driftsindtjenning og dermed også et billede af, hvad ejendommens indtjeningspotentiale er, ude i fremtiden. Det er særligt her det begynder at blive interessant i forhold til værdiansættelse, yderligere udviklingspotentiale i ejendommen og alternativ belåning. Herefter vil det også være nemmere, at beregne hvilke konsekvenser, i den makroøkonomiske udvikling, der vil påvirke indtjeningen i ejendommen og hvor meget indtjeningen vil blive påvirket i forskellige senarier.

Som det er fremgået har de fleste investorer en klar driftsstrategi for deres ejendomme og dermed også klarer holdninger til deres omkostninger ud fra deres syn på vedligeholdelse af ejendommene, risikovurdering i finansieringsformerne (hvilke lånetyper, variable lån, fastforrentede lån mv.) og forsikringsforhold.

Af ejendommens driftsresultat skal investor kunne servicere sin gæld. Det er hermed essentielt, at investor kan få et tilstrækkeligt overskud på driften og at der ikke opstår et underskud efter renter og afdrag. Såfremt der er et sådant underskud efter renter og afdrag vil investor ende med at blive illikvid, hvilket vil være katastrofalt. Et ejendomsselskab kan ikke tåle at blive illikvid.

"Privat boligudlejning – motiver, strategi og økonomi" konkludere, at det har været vanskeligt at få overskud på den løbende drift, men at overskuddet på investeringer i fast ejendom for en stor dels vedkommende har været begrundet i prisstigninger og at dette ikke kan blive ved, hvilket vi også har set de senere år.

I sidste ende må det konkluderes, at på trods af de forskellige ejertypers begrundelse for deres erhvervelse og drift af deres ejendomme og uanset, hvor vanskelig lejelovgivningen kan være at manøvrere i, så handler det om bundlinjen. Likviditeten i et ejendomsselskab er altafgørende.

2.2 Regnskaber

Regnskaber (og budgetter) er den grundlæggende præmis for drift af en hver type af virksomhed og derfor også for ejendomsselskaber. Der er en del problemstillinger, der er særlig afgørende ved arbejdet med ejendommes regnskaber

- 1) Hvad er en ejendom?
- 2) Hvordan værdiansættes den?
- 3) Hvilken betydning har værdireguleringen af ejendommen for den underliggende økonomi i selskabet?

For først at definere hvad en ejendom er, eller i denne sammenhæng, en investeringsejendom er, må det klarlægges hvilke begreber der skal arbejdes ud fra. Da der her skal kigges på den regnskabsmæssige side af en investeringsejendom, må det være naturligt, at arbejde med en definition som den findes i revisionsmæssig henseende.

Dansk regnskabspraksis baserer sig på Årsregnskabsloven og de internationale regnskabsstandarder (IAS). Årsregnskabsloven har ingen regnskabsmæssig definition på en investeringsejendom, men en sådan findes til gengæld i IAS 40³⁴. Ifølge IAS 40.5 er en investeringsejendom en ejendom, grund, bygning eller dele af bygninger som er blevet købt med henblik på at få et løbende driftsoverskud og / eller for at få en fremtidig kapitalgevinst. Dette udelukker eksempelvis domicilejendomme, hvor en virksomhed har købt en ejendom for selv at drive virksomhed derfra, det udelukker ejendomme under opførsel samt handelsejendomme. Handelsejendomme er ejendomme købt af en virksomhed alene med videresalg for øje.

Når en investeringsejendom er klassificeret, skal det bestemmes, hvorledes ejendommen skal værdiansættes. I forbindelse med værdiansættelsen skal almindelig regnskabsmæssig praksis om at regnskabet skal give "et retvisende billede" opfyldes. Regnskabet skal med andre ord informere regnskabslæseren og denne information skal være pålidelig og relevant. Informationerne i regnskabet skal derfor gøre læseren klogere på den ejendom det omhandler og regnskabet skal kunne sammenlignes med andre ejendomsregnskaber. I denne sammenhæng vil det også være væsentligt at vurdere informationerne omkring værdiansættelsen af ejendommen, hvilken metode er brugt, hvilke forudsætninger er defineret og hvor sandsynlige er disse forudsætninger.

Ejendommen vil første gang optræde i selskabets regnskab i det år den bliver købt eller sagt på en anden måde, når kostprisen for ejendommen kan måles pålideligt og det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele og risici vedrørende ejendommen vil tilgå virksomheden jf. ÅRL § 33³⁵. På dette tidspunkt vil ejendommen blive optaget til kostpris og kostprisen vil også omfatte advokathonorarer i forbindelse med

³⁴ International Accounting Standards.

³⁵ IAS 40.16 har en tilsvarende definition.

købet, tinglysningsomkostninger, mægleromkostninger og andre tilsvarende omkostninger forbundet med købet. Ikke inkluderet er dog omkostninger til finansiering.

Det skal bemærkes, at når et aktiv skal optages til dagsværdi i regnskabet jf. ÅRL § 38, så er der visse oplysninger der skal gives til regnskabsbrugeren / eller oplysninger der skal redegøres for. Disse oplysninger er:

- Indregningsmetode / værdireguleringsmetode
- Opgørelse af dagsværdi (værdiansættelse og forudsætninger for denne – fx DCF, vurderingsmand, afkastbaseret værdiansættelse)
- Beliggenhed
- Ejendommens karakteristika
- Indtægter, udgifter og diskonteringsfaktor
- Udlejningsgrad
- Løbetid og opsigelsesvarsel for lejemålene
- Anlægsnote der angiver kostpris, værdiregulering og regnskabsmæssig værdi (dette er dog kun et krav for virksomheder der aflægger regnskab efter regnskabsklasse C og D³⁶)

Disse regnskabskrav betyder, at regnskabslæseren, teoretisk, har mulighed for at efterprøve værdiansættelsen og dermed selv afgøre om denne er troværdig. Forholdet anses som værende en teoretisk formodning, da der er store forskelle på ejendommens generelle karakteristika, belåningsgrader, indtægter og udgifter, forudsætninger for værdireguleringer herunder metoder til værdiansættelse og lejernes bonitet, at en oplistning af ovennævnte oplysninger i de fleste tilfælde, ikke vil være fyldestgørende, for at danne sig et ”retvisende billede” af ejendommen, dens drift og dens værdiansættelse. Endvidere anbefaler regnskabsvejledning 16, at virksomheden bør oplyse om følsomheden ved værdiansættelsen, hvis diskonteringsfaktoren bliver henholdsvis højere eller lavere (dette vil blive nærmere diskuteret i afsnittet 2.3.1 om værdiansættelse).

Når ejendommen skal værdireguleres i regnskabet vil det være afgørende om, hvorvidt selskabet har investering som hovedaktivitet eller ej. Såfremt selskabet har investering som hovedaktivitet vil ejendommen kunne optages til dagsværdi eller til kostpris. Definitionen på om en virksomhed har investering som hovedaktivitet er:

”Virksomheder der udelukkende beskæftigere sig med anbringelse af deres midler i forskellige former for fx fast ejendom, værdipapirer eller i andre aktiver. Med det eneste formål at resultaterne af denne forvaltning af virksomhedens midler skal give fordele for virksomhedens aktionærer eller deltagere.”³⁷

I bilag 3 ses hvorledes ejendommen skal værdiansættes i regnskabet ud fra virksomhedens hovedaktiviteter.

³⁶ ”Regnskabshåndbogen 2010”, 1. udgave 2010, PriceWaterhouseCoopers, s. 165.

³⁷ ”Indsigt i årsregnskabsloven – KPMG’s praktiske guide til forståelse af loven”, 4. udgave 2009/2010, KPMG, s. 155.

Ifølge IAS 40.45 pointeres det at den bedste dokumentation for dagsværdien af en ejendom er aktuelle priser på en tilsvarende ejendom med samme beliggenhed, samme vedligeholdelsesstand, tilsvarende kontraktsforhold og med et tilsvarende indtægtsgrundlag i et aktivt ejendomsmarked. Da det sjældent er muligt, at finde ejendomme med præcis de samme karakteristika og særlige forhold, som for den ejendom man ønsker at værdiansætte, åbnes der mulighed for brug af vurderingsmand eller, som nævnt i IAS 40.46, ved at sammenligne med en ejendom, som ikke deler de samme forhold som den ejendom man søger, at vurdere og herefter regulere for de forskelle der er på de to ejendomme eller ved at sammenligne handelspriser på et mindre aktivt marked og herefter igen regulere for forskellen mellem de to ejendomme. Et sådant aktivt marked er dog ikke til stede på nuværende tidspunkt og har ikke været det siden finanskrisens begyndelse i 2007. Når det ikke er muligt, at foretage sammenligninger grundet et ejendomsmarked der er "frosset til is", er det nødvendigt, at opgøre dagsværdien på anden måde og det er således især her, at diverse værdiansættelsesmodeller har deres berettigelse. Det er naturligvis også fornuftigt i et "normalt" marked, at kunne dokumentere (ved hjælp af målbare parametre) sin værdiansættelse og dermed have et mere objektivt grundlag for værdiansættelsen. Særligt i et marked, hvor der ingen handler er og hvor markedet ikke er "normalt" og ikke er "aktivt" vil det være ganske vanskeligt, at værdiansætte uden brug af objektive modeller. Denne sidste mulighed at værdiansætte ved hjælp af tilbagediskonterede pengestrømme er samtidig den sidste mulighed der bliver nævnt i IAS 40.46. Af de her nævnte opgørelsес metoder er det alene værdiansættelse gennem tilbagediskonterede pengestrømme, altså en værdiansættelse enten efter den afkastbaserede metode eller ved hjælp af DCF-metoden, som reelt har været mulig gennem de seneste år (i hvert fald når man kigge på markedet for investeringsejendomme under et. Det skal nævnes at for primære-ejendomme³⁸ har der ikke været det samme problem, da disse ejendomme, også under krisen, har kunnet handles på "almindelige" vilkår).

I forbindelse med den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, er det ekstremt vigtigt, hvorledes, man optager ejendommens værdi i regnskabet, da dette har en direkte indflydelse på selskabets balance og derfor regnskabsmæssige værdi (dette skal ses i modsætning til selskabets driftsmæssige værdi eller indtjeningsværdi). Værdiansættelsen af aktiverne eller, den regnskabsmæssige optagelse af værdien af aktiverne har direkte indflydelse på belåningen af ejendommene og hvilket gearingsniveau der er optimalt for ejendommen eller for ejendomsselskabet. Dette vil blive nærmere berørt i afsnit 2.3. Hvorledes denne værdiregulering skal foretages, når man som investor (eller selskab) vælger at benytte en model baseret på ejendommens forventede pengestrømme, vil blive behandlet nedenfor i afsnit 2.3.1. Den afkastbaserede model og særligt DCF-modellen bliver gennemgået med henblik på at vise, hvilke fordele og ulemper der er forbundet med benyttelsen af sådanne værdiansættelsesmodeller.

2.3 Værditilvækst – Aktiver og passiver

Værditilvækst er en måde at skabe værdi for et ejendomsselskab. Værditilvæksten kan være udtryk for en optimering af driften, som bl.a. gennemgået i det foregående om forbedringer, men det kan også skyldes et skift i prisformodningen i markedet fx grundet ændringer i de makroøkonomiske faktorer. Denne værditilvækst skal kunne kvantificeres og måles, hvilket kan ske ved brug af værdiansættelsesmodeller. Det skal bemærkes at værditilvæksten også kan være negativ.

³⁸ Dette er ejendomme med de bedste beliggenheder og med stabile lejere

Værdien af ejendommene skal herefter sættes i forhold til belåningen af ejendommen. Ved at gøre dette, kan der konkluderes på ejendommens eller porteføljens gearing og på sårbarheden i investeringen.

2.3.1 Værdiansættelse

Værdiansættelsen af en ejendom, er en essentiel del af ejendommens regnskab. Værdiansættelsen kan ske på flere måder, men ifølge IAS, skal værdiansættelsen ske til den værdi ejendommen kan sælges til i en fri handel (arms length transaktion) mellem to jævnbyrdige parter. Denne værdi kan ofte være vanskelig at bestemme. Der er dog metoder, hvorpå værdiansættelsen af en ejendom kan ske på et mere objektivt grundlag end blot et kvalificeret gæt. En af disse metoder er *Den afkastbasere model* og en anden er *Discounted cash flow modellen* (DCF-modellen). Disse to modeller vil blive forklaret og analyseret i det følgende.

2.3.1.1 Værdiansættelse ved afkastmetoden

Værdiansættelse af fast ejendom ved hjælp af afkastmetoden (også kaldet normalindtjeningsmetoden), er den mest anvendte model til beregning af dagsværdien af ejendomme³⁹. Metoden er dog på tilbagegang i forhold til DCF-metoden (som bliver behandlet i afsnit 2.3.1.2). Modellen opererer med 3 faser i værdiansættelsen, som tilsammen beregner ejendommens forventede driftsafkast for det kommende budgetår, hvilket bliver divideret med investors afkastkrav. En af grundforudsætningerne for denne værdiansættelsesmetode er at ejendommen giver et stabilt og uendeligt fremadrettet afkast, hvorfor modellen ikke tilbagediskontere pengestrømmene.

Modellen kan skematisk sættes op som følger:

³⁹ Jf. IPD Dansk ejendomsindeks. Gengivet på kurset "Grundkursus i værdiansættelse ved DCF-metoden", 5. december 2011, Ejendomsforeningen Danmark.

Værdiansættelse af investeringsejendom efter den afkastbaserede model	
(Alle tal er normaliserede tal for det kommende år) (TDKK)	Budget 2011 I alt
FASE I:	
Indtægter	
Årlig lejeindtægt	467.843
Andre indtægter	0
Indtægter i alt	467.843
Driftsomkostninger	82.892
Administration	24.380
Løbende vedligeholdelse	45.947
Omkostninger i alt	153.219
Nettodriftsresultat før finansiering	314.624
FASE II	
Forrentningskrav	7%
Beregnet dagsværdi for øvrige reguleringer	4.494.629
FASE III	
Fradrag for tab af lejeindtægt på ikke udlejede lokaler (tomgangsleje)	-5.000
Fradrag for udgifter til udskudt vedligeholdelse	-50.000
Fradrag for indretningsudgifter	-50.000
Fradrag for ejendommens andel	-2.000
Deposita	4.628
Beregnet dagsværdi	4.392.258

Figur 2 - Beregningsskema, afkastmodellen, Ejendomsforeningen Danmark

Som det ses, så bliver der i fase 1 udregnet et driftsresultat (netto) for ejendommen. Dette vil i de fleste tilfælde være relativt enkelt for en ejendomsejer, at gøre rimelig præcist. Denne øvelse er ikke væsentlig anderledes end når ejeren en gang om året, udarbejder et driftsbudget for ejendommen. Problemet med modellen er ikke, at beregne sig frem til et driftsresultat, men at indkalkulere, at især vedligeholdesesudgifterne ændrer sig over tid og nogle gange voldsomt.

Argumentet for at benytte sig af de samme udgiftsposter er, at det antages at driftsresultatet kan estimeres relativt præcist, de første år. Når tidshorizonten kommer så langt ud, at driftsresultat begynder at fluktuere mere end den sikkerhedsmargin der bliver arbejdet med, så er nutidsværdien af de pågældende pengestrømme så lav, set relativt til værdien af de oprindelige beløb, at udsvingene anses som værende minimale.

Denne metode, at bedømme driftsøkonomien i en ejendom på, er meget simpel og det er nødvendigt at overveje om det er den korrekte metode for den pågældende ejendom.

I fase 2 bliver investors forrentningskrav indført i modellen og der fremkommer hermed en værdi for ejendommen. Investors forrentningskrav vil der altid kunne stilles spørgsmålstegn ved, da dette sjældent er fremkommet ud fra objektive kriterier, men oftere vil være fremkommet ved subjektive holdninger eller interne politikker ud fra foranderlige forudsætninger.

Ved fastsættelsen af investors forrentningskrav i denne model, vil inflationen være indeholdt i den fastsatte procentsats. Dette faktum er ikke noget, man som bruger, umiddelbart kan se og derfor er det et væsentligt punkt at være opmærksom på. Som det vil fremgå ved gennemgangen af DCF-modellen nedenfor, så bliver inflationen håndteret separat i DCF-modellen og dermed bliver problemstilling visualiseret således, at læseren kan gøre sig klart, at der er blevet foretaget et skøn om inflationen over den årrække der bliver arbejdet med.

Fase 3 af modellen tager højde for særlige forhold på ejendommen, det være sig tomgang, indretningsudgifter, mv. (som det også fremgår af skemaet). Visse af disse forhold kan ændre sig betydeligt fra år til år, hvorfor det vil være anbefalelsesværdigt, at arbejde med gennemsnitstal. Visse af disse poster er også forbundet til hinanden, fx vil der ofte forekomme tomgang, hvis der samtidig er indretningsudgifter, da disse udgifter som udgangspunkt forekommer i forbindelse med et lejerskifte.

Denne del af modellen kan være vanskelig at estimere korrekt. Det pointeres, at såfremt man har haft en ejendom over en årrække, så vil man typisk være i stand til at kunne udarbejde gennemsnitstal i forhold til antal fraflytninger og hvor længe lejemålene typisk står tomme inden genudlejning. Når man kender disse tal, så vil man også kunne beregne sig frem til sit lejetab i perioden. Hvis man ydermere forbedrer lejemålene ved fraflytning (for boliger) eller særindretter (for erhvervslejemål) vil man også typisk kende, udgifterne for dette og dermed begynder der, at tegne sig et fornuftigt billede i forhold til estimaterne i fase 3.

Dette viser egentlig også hvorfor denne model kan være "lidt for simpel". Den tager ikke højde for forbedringsforhøjelser på indtægtssiden og arbejder ikke med ændringer i hverken indtægter, udgifter eller investeringer fra år til år.

Dette betyder også, at man kan sige, at den afkastbaserede model har en klar fordel som værdiansættelsesmetode, da den er nem at bruge og relativ simpel. Dette er dog også samtidig modellens svaghed, da den til tider vil være "for simpel". Modellen kan vanskeligt håndtere komplekse problemstillinger og arbejder egentlig ud fra nogle for simple antagelser.

2.3.1.2 Værdiansættelse DCF-metoden

Modellen går kort fortalt ud på, at værdiansætte ejendommen ud fra tilbagediskontering af de fremtidige pengestrømme og efter en, af investor sat, kalkulationsrente. Modellen tager højde for fremtidige indtægter, driftsudgifter, forbedringsforhøjelser mv. Endvidere forudsætter modellen, at det er urealistisk at forudse en ejendoms drift længere end 10 år frem (10 år kan virke som en meget lang tidshorisont) og at påvirkningerne af fremtidige pengestrømme så langt frem i tid, vil have en relativ lille procentvis indflydelse på prissætningen i dag. Grunden til at denne model, som værdiansættelsesredskab er væsentlig er, at det er denne model, som Ejendomsforeningen Danmark søger at gøre til den almindelig brugte model

i ejendomsverdenen herhjemme⁴⁰. Argumentet er, at ”det er nemmere at snakke sammen, hvis vi alle snakker samme sprog”. Anvendeligheden af denne model vil blive nærmere belyst i det følgende.

DCF-modellen tager højde for flere forskellige faktorer, herunder inflation, investors forrentningskrav, deposita og forrentning af dette samt forventede indtægter og udgifter i perioden. Det kræver et betydeligt kendskab til ejendomsdrift for, at kunne bruge denne model optimalt. Særligt budgetlægningen for udgifter 10 år ud i fremtiden vil være vanskeligt uden et godt kendskab til ejendomsøkonomi. Ligeledes vil de indtægtsmæssige konsekvenser af investeringer (forbedringer) kontra vedligeholdelse vil være særlig vanskeligt uden et godt kendskab til de i afsnit 2.1.1.2 diskuterede regler. I nedenstående model kommer denne sondring til udtryk ved, at holde planlagt vedligeholdelse og investering adskilt. Ofte vil, ikke ejendomskyndige, kategorisere mange planlagte vedligeholdelsesarbejder som forbedringer, fx udskiftning af vinduer, men her er det væsentligt, at holde sig klart, at det kun vil være en procentdel af arbejdet som kan anses som forbedring (og dermed som investering). Der vil derfor være en del tilbage, som skal benævnes planlagt vedligeholdelse og som derfor alene vil resultere negativt til ejendommens cash-flow. Derfor ser man også ofte ejendomsbesiddere, som opprioriterer arbejder som kan resultere i lejeforhøjelser og nedprioriterer arbejde, som alene er vedligeholdelse, uden at tage hensyn til ejendommens egentlige behov. Man ser også ofte på en ejendoms 10-års budget⁴¹, at ”rent” vedligeholdelsesarbejde bliver rykket år for år, hvormed ejendommen reelt forfalder⁴², men at ejendommens ejer udskyder dette, således at nutidsværdien af arbejdet bliver mindre og derfor har en mindre negativ virkning på cash-flowet (og dermed værdien af ejendommen) i dag. Det at rykke vedligeholdelsesarbejdet, har naturligvis ikke kun betydning i forhold til værdiberegningen, men har naturligvis også betydning for den aktuelle likviditet (hvilket måske nogen gange har en større indflydelse end værdiansættelsen) og dermed kan begrunde en udskydelse af det pågældende arbejde.

Udgifternes indflydelse på værdiansættelsen kan illustreres ved følgende eksempel:

Der er tale om en ejendom beliggende på Frederiksberg i København, der er 10 lejemål (udelukkende beboelse) og ejendommen er købt i slutningen af 1999.

Forudsætningerne for erhvervelsen fremgår af nedenstående skema:

⁴⁰ ”Grundkursus i værdiansættelse ved DCF-metoden”, 5. december 2011, Ejendomsforeningen Danmark.

⁴¹ Dette er et særligt vedligeholdelsesbudget over ejendommen planlagte vedligeholdelsesarbejder de næste 10 år, der som udgangspunkt bliver opdaterede én gang årligt.

⁴² I hvert fald ud fra en teoretisk tanke om, at såfremt en ejendomskyndig bygningsinspektør el. lign. Mener arbejdet skal udføres i år X og ejer herefter rykker arbejdet til år X+2, så er ejendommen reelt blevet ringere, uanset om der er en mærkbar brugseffekt for ejendommens brugere.

Alle tal i t.kr.	År	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Terminalår
Investors afkastkrav %		5,00										
Inflation %		2,00										
Kalkulationsrente %	7,00	0,93	0,87	0,82	0,76	0,71	0,67	0,62	0,58	0,54	0,51	
Forrentning deposita %		2,00										
Måneders deposita		6,00										
Administration %		3,00										
Lejeindtægter		275.000	280.500	316.110	322.432	358.881	366.058	403.380	411.447	449.676	458.670	467.843
Andre indtægter		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tomgang		0	0	-15.000	0	-10.000	0	-10.000	0	-10.000	0	-5.000
Forrentning deposita		2.750	2.805	3.011	3.224	3.489	3.661	3.934	4.114	4.397	4.587	4.628
Bruttonleje		277.750	283.305	304.121	325.657	352.370	369.719	397.313	415.562	444.073	463.256	467.472
Driftsudgifter		-68.000	-69.360	-70.747	-72.162	-73.605	-75.077	-76.579	-78.111	-79.673	-81.266	-82.892
Ejendommens andel af varme/fellesudgifter		-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
Administration		-20.000	-20.400	-20.808	-21.224	-21.649	-22.082	-22.523	-22.974	-23.433	-23.902	-24.380
Løbende vedligeholdelse		-60.000	-61.200	-62.424	-40.000	-40.800	-41.616	-42.448	-43.297	-44.163	-45.046	-45.947
Planlagt vedligeholdelse		-50.000	-50.000	-50.000	0	0	-50.000	0	0	0	0	-50.000
Indretningsudgifter / investeringer		0	0	-250.000	0	-250.000	0	-250.000	0	-250.000	0	-50.000
Udgifter i alt		-200.000	-202.960	-455.979	-135.386	-388.054	-190.775	-393.551	-146.382	-399.269	-152.215	-255.219
Driftsresultat / cash flow		77.750	80.345	-151.858	190.270	-35.684	178.944	3.763	269.180	44.804	311.042	212.253
DCF-metode												
NV cash flows												4.245.052
NV terminalværdi												
Markedsværdi DCF-metode												2.757.296

Figur 3 - Beregningsskema 1, DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark

Som det fremgår, burde salgsprisen, ud fra de forventninger, der er til ejendommens drift, være ca. 2,8 mio. kr.⁴³. Det fremgår, at ejendommens købere havde nogle forudsætninger til ejendommens indtægter og udgifter. Der bør særligt lægges mærke til forventningerne vedr. investeringer, hvor det bliver forventet, at der vil kunne gennemføres investeringer (forbedringer) 4 gange over perioden⁴⁴. Disse investeringer medfører en forventet tomgang i forbindelse med moderniseringerne og ligeledes ser man en forventet lejestigning efterfølgende^{45 46}. Der er naturligvis tale om forventninger og mere eller mindre kvalificerede gæt til den fremtidige drift. I dette tilfælde forventede man en større udbetaling af byfornyelsesmidler, som skulle være med til at dække omkostningerne til en større tag- og facaderenovering. Midlerne blev imidlertid ikke bevilget, hvorfor ejerne selv stod tilbage med omkostningen til dette vedligeholdelsesarbejde. Her er det igen vigtigt, at pointere forskellen mellem vedligeholdelse og forbedring. I forbindelse med fx en tag- og facaderenovering vil det alene, være udgiften til øget isolering der vil kunnet blive varslet som forbedringsforhøjelse over for lejerne og dermed står man som ejendomsejer tilbage med en omfattende udgift, som alene anses som vedligeholdelse og som derfor ikke vil have betydning for indtægterne på ejendommen. Dette bliver også illustreret når værdiansættelsen bliver korrigeret for, hvad der så rent faktisk skete i perioden og som det fremgår, også med et væsentligt andet resultat på værdiansættelsen.

⁴³ Hvilket også var den faktiske pris på ejendommen i 1999.

⁴⁴ Der er tale om en forventning om at gennemfører lejlighedsmoderniseringer efter Boligreguleringslovens § 5, stk. 2.

⁴⁵ I det konkrete eksempel vil en modernisering af den omtalte type medføre en lejestigning på det pågældende lejemål på ca. 100 %.

⁴⁶ Den øvrige lejestigning man ser, er en indeksregulering, som, over tid, ca. vil svare til den stigning der kan varsles på baggrund af varsling af skatter og afgifter samt varsling af omkostningsbestemt husleje.

Alle tal i t.kr.	År	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Terminalår
Investors afkastkrav %		5,00										
Inflation %		2,00										
Kalkulationsrente %	7,00	0,93	0,87	0,82	0,76	0,71	0,67	0,62	0,58	0,54	0,51	
Forrentning deposita %		2,00										
Måneders deposita		6,00										
Administration %		3,00										
Lejeindtægter		275.000	373.000	373.000	429.000	462.000	487.000	503.000	542.000	566.000	587.000	598.740
Andre indtægter		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tomgang		-13.000	0	0	0	0	0	0	0	-5.000	-12.000	0
Forrentning deposita		2.620	3.730	3.730	4.290	4.620	4.870	5.030	5.420	5.610	5.750	5.987
Bruttoleje		264.620	376.730	376.730	433.290	466.620	491.870	508.030	547.420	566.610	580.750	604.727
Driftsudgifter		-68.000	-57.000	-66.000	-67.000	-70.000	-91.000	-86.000	-90.000	-112.000	-98.000	-99.960
Ejendommens andel af varme/fellesudsugifter		0	0	-3.000	-3.000	-4.000	-4.000	-4.000	-5.000	-5.000	-5.000	-6.000
Administration		-20.000	-20.000	-21.000	-21.000	-22.000	-22.000	-22.000	-22.000	-20.000	-21.000	-22.000
Løbende vedligeholdelse		-522.000	-53.000	-268.000	-87.000	-35.000	-37.000	-46.000	-42.000	-78.000	-788.000	-50.000
Planlagt vedligeholdelse		-94.000	-29.000	-186.000	0	-234.000	-117.000	0	0	0	-67.000	-50.000
Indretningsudsugifter / investeringer		0	0	-575.000	-291.000	-1.195.000	-459.000	0	-283.000	0	0	-50.000
Udgifter i alt		-704.000	-159.000	-1.119.000	-469.000	-1.560.000	-730.000	-158.000	-442.000	-215.000	-979.000	-277.960
Driftsresultat / cash flow		-439.380	217.730	-742.270	-35.710	-1.093.380	-238.130	350.030	105.420	351.610	-398.250	326.767
DCF-metode												
NV cash flows		-1.523.720										
NV terminalværdi		3.322.240										6.535.348
Markedsværdi DCF-metode		1.798.519										

Figur 4 - Beregningsskema 2, DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark

Det ses at værdiansættelsen resulterer i en pris på ca. 1 mio. kr. mindre, hvis man havde kendt de faktiske forhold på ejendommen. Modellen viser også, hvor vanskeligt det kan være at værdiansætte ejendomme, da denne ejendom rent faktisk blev købt af personer, der havde erfaringer indenfor ejendomsverdenen.

Som det kan ses af figur 2 og 3, så kan indprisning af fremtidig forbedringsarbejde og deraf følgende lejestigninger, ske allerede ved investors køb af ejendommen. På denne måde vil investor også have en metode, hvorpå investor kan beregne sig frem til den maksimumspris, han kan give for en ejendom og stadig have en forrentning af sin kapital, som lever op til de krav investor nu en gang måtte have. Som det tidligere er nævnt, kræver dette en omfattende viden til både ejendomsdrift, men også til de forventninger, som er for den enkelte ejendom. Dette kan naturligvis være særligt vanskeligt, men der kan dog formuleres visse tommelfingerregler, som med fordel kan bruges når der skal budgetlægges på denne måde. Såfremt der er, at gøre med en typisk boligejendom, vil der formentlig være tale om en ejendom, hvor der kan varsles stigning i skatter og afgifter samt varsling af omkostningsbestemt husleje. Dette vil for de fleste omkostningsbestemte ejendomme betyde, at ejendommens driftsudgifter, stiger med samme takt som de almindelige lejeindtægter. De fleste stigninger i driftsudgifter vil kunne pålignes lejerne direkte. De omkostninger som ikke kan pålignes lejer i forbindelse med de to varslingsformer (og som derfor er noget ejer må dække "af egen lomme") vil typisk være indeksregulerede, det kunne fx være graffitiabonnementer og lignende. Den løbende vedligeholdelse kan, ved et vist niveau af erfaring, fastsættes relativt præcist, der vil altid være udsving, men set over flere lejemål vil udsvingene typisk udlique hinanden.

Dette leder også naturligt over til at se på netop investors forrentningskrav, hvilket formentlig også er den mest diffuse faktor i ovenstående beregningsskema, men samtidig den enkeltfaktor som har størst indflydelse på værdiansættelsen. Dette kan ses ud fra nedenstående konsekvensberegninger.

	År	2000	År	2000	År	2000
Investors afkastkrav %	5,00		6,00		7,00	
Inflation %	2,00		2,00		2,00	
Kalkulationsrente %	7,00	0,92	8,00	0,92	9,00	0,92
Forrentning deposita %	2,00		2,00		2,00	
Måneders deposita	6,00		6,00		6,00	
Administration %	3,00		3,00		3,00	
DCF-metode						
NV cash flows		-1.523.720		-1.477.229		-1.432.868
NV terminalværdi		3.322.240		2.522.609		1.971.858
Markedsværdi DCF-metode		1.798.520		1.045.380		538.990

Figur 5 – Konsekvensberegning ved forskellige afkastkrav

Det fremgår helt tydeligt af ovenstående, at investors forrentningskrav har meget stor indflydelse på værdiansættelsen af en given ejendom. I det konkrete eksempel falder værdien af ejendommen med over 1,2 mio. kr. ved en forhøjelse af forrentningskravet på 2 %. Omregnet til procent har ændringen af forrentningskravet en negativ indflydelse på ejendomsværdien på 70 %. Betydningen må i bedste fald siges at være enorm og derfor et punkt, der er særlig væsentlig, særligt fordi at forrentningskravet ikke som sådan kan kvantificeres. Der er ikke tale om faktiske udgifter, som kan måles, men i ligeså høj grad værdier som kan være subjektivt og / eller "politisk" fastsat i den givne organisation eller for den givne investor. Der vil i fastsættelsen af forrentningskravet blive taget hensyn til investors omkostninger til kapital, investors alternative afkast og andre lignende forhold. Pointen er bare, at dette ikke nødvendigvis er tilfældet. For omkostninger til ejendommens drift er det klart målbart, hvilke udgifter der tidligere har været betalt og for de udgifter, som er omfattet af abonnementer eller lignende er det også klart målbart, hvilke omkostninger der vil komme, dette er bare ikke tilfældet for investors forrentningskrav. Netop grundet dette er det ekstremt vigtigt, at man som investor, uanset om man køber, sælger eller værdiansætter grundet en værdiregulering i forbindelse med aflæggelse af årsregnskab gør sig klart, hvilke faktorer der yder indflydelse på sit forrentningskrav, hvorfor og hvordan dette udvikler sig⁴⁷.

DCF-modellen er et kompliceret værktøj, som kræver et godt og indgående kendskab til ejendomsdrift og økonomi. Modellen forsøger at håndtere ejendommens forskelle i driftsresultat over tid, ligesom modellen forsøger at tage højde for større arbejder på ejendommen og de investeringer som ligeledes måtte forekomme. Modellen lykkedes også med dette, den 10 årlige budgetperiode giver også mening, såfremt der bliver lavet konsekvensberegning på terminalåret. Modellens fordel er samtidig også modellens problem. Det er en kompliceret model, at bruge, hvis man skal kunne værdiansætte nogenlunde korrekt og der er mange faktorer der skal være kendt. Dette vil måske godt kunne håndteres, hvis det er ejer selv eller

⁴⁷ Hvis det udvikler sig.

ejers revisor, der bruger modellen til at værdiansætte efter, men en potentiel køber vil have vanskeligt ved at efterprøve tallene og vil også have vanskeligt ved selv fremkomme med forudsætninger.

I forhold til den afkastbaserede model er DCF-modellen at foretrække. For professionelle aktører på markedet for investeringsejendomme må den øgede detaljerigdom og visualiseringen af ejendommens pengestrømme over den 10 årlige budgetperiode være at foretrække på trods af de udfordringer, der kan være med at estimere posterne. Dermed også sagt, at DCF-modellens kompleksitet opvejer de udfordringer modellen indeholder og særligt, hvis der skal vælges mellem DCF-modellen og den afkastbaserede model, vil den afkastbaserede model være for simpel i sin udformning til at give et fyldestgørende og dybdegående billede af ejendommens driftspotentiale og fremtidige indtjening.

2.3.2 Belåning

Midlerne, lånefinansiering og / eller egenfinansiering, ved køb af ejendomme kan etableres på forskellig vis. Midlerne vil typisk fremkomme ved

- a) egenkapital
- b) fremmed kapital gennem eksterne långivere

Fremmedkapital vil kunne etableres gennem flere typer af långivere, banker, realkreditinstitutter eller andre långivere og ofte vil den fulde fremmedfinansiering være et mix af ovenstående. Kun 60 % af en erhvervsejendom må belånes med realkredit. Såfremt ejendommen er en beboelsesejendom må der optages 80 % belåning i realkredit på trods af, at ejendommen bliver købt af en investor i erhvervsøjemed⁴⁸. Det afgørende er brugernes brug af ejendommen. Såfremt der er tale om en blandet ejendom, altså både bolig og erhvervsbrug, vil realkreditbelåningsgraden ske ved en konkret afvejning, af brugen af ejendommen (formentlig ud fra en procentbetragtning). Den øvrige finansiering kan så komme fra banker eller andre og vil typisk blive benævnt ”rest-finansieringen. Størrelsen af denne afhænger af, hvor stor udbetaling køberen selv har haft samt om køberen har haft mulighed for at forhøje værdiansættelsen af ejendommen umiddelbart efter købet for, der igennem at få mulighed for at realkreditbelåne en større andel af købesummen. Baggrunden for købers ønske om større realkreditbelåning er et ønske om at minimere rentebetalerne, da der kan være en meget væsentlig forskel på renteniveauet for de to finansieringsformer.

Finansieringsmulighederne og finansieringsomkostninger, herunder særlig renteomkostningerne vil variere betydeligt fra ejendomsejrer til ejendomsejrer, da dette i betydelig grad vil have at gøre med øvrige formue, særlige kontakter indenfor finansieringsverdenen, salgs evner, strategi, likviditet og mange øvrige faktorer. Det der dog kan siges er, at realkredit som udgangspunkt være billigere end andre finansieringsformer og vil derfor være at foretrække.

Finansieringsbehovet i forbindelse med køb af en ejendom og den efterfølgende drift af denne afhænger jf. ovenstående meget af ejerens eget kapitalberedskab og valg af strategi. Samtidig spiller sammensætningen

⁴⁸ Det skal her pointeres, at det som udgangspunkt er henholdsvis 60 % og 80 % af købssummen, da det som udgangspunkt antages, at ejendoms salgspris også er den samme som ejendommens aktuelle værdi (hvilket den egentlig ikke behøver at være), da det antages at der handles mellem ligeværdige parter på markedsvilkår.

af finansiering en meget væsentlig rolle, da det er de færreste (læs: tæt på ingen) ejendomsejere, der har muligheden for, at købe deres ejendom kontant med egne midler og samtidig ønsker at gøre dette. De fleste vælger et vist niveau af fremmedfinansiering. Baggrunden for dette er, at egenfinansiering, set ud fra en økonomisk tankegang sjældent er den mest fordelagtige. Almindelig investeringsteori udtrykker, at for at optimere sine investeringer, skal der være et vist niveau af fremmed finansiering. Dette skyldes omkostningerne til vækst og det alternative afkast for en given investering. Ved at belåne sine ejendomme til et givent niveau frigøre man kapital til yderligere investeringer. Dette betyder, at gearing af en investering er ganske normalt og fornuftigt. Det er alene omfanget af denne gearing, der kan være risikofyldt. Når gearing bliver brugt betyder det i praksis, at man kan optage flere investeringer, og fx for ejendomme, opnå driftsfordele. Den optimale gearing for ejendomsinvesteringer vil som nævnt, afhænge af investors omkostninger til kapital, ejendomstypen (har betydning i forhold til hvor stor en del af ejendommen der kan belånes med billig realkredit), forrentningskrav og flere andre forhold. Der kan derfor ikke i denne sammenhæng siges, hvordan en ejendomsportefølje skal geares og hvordan belåningen indenfor denne gearing skal sammensættes, men alene pointeres, at fremmedfinansieringen er en væsentlig og nødvendig del af en optimal investering.

Belåningsgraden for en given ejendom, vil altid skulle afvejes. Det er formentlig ikke muligt at komme med en almennyldig procentsats på den optimale gæld i en ejendom. Dette vil afhænge af flere forskellige aspekter, men visse tommelfingerregler kan der godt opstilles.

1. Rente (og afdrag) på gælden skal kunne holdes indenfor ejendommens (eller porteføljens) driftsresultat.
2. Investeringerne skal give et højere afkast end prisen på gælden⁴⁹.
3. Ejendommene skal også kunne give et positivt afkast i krisetider.
4. Investor skal sørge for at gardere sig mod skiftende konjunkturer.

Ovenstående punkter skal ikke anses som værende udtømmende, men skal blot anskueliggøre nogle af de forhold en ejendomsinvestor skal gøre sig klart, når beslutninger omkring gældssætning og gearing skal tages. En mere teoretisk tilgang til optimal gældssætning vil blive diskuteret i afsnit 2.5.2.

Et naturligt forhold at fremhæve her, er ligeledes udbyttepolitik. I et ejendomsselskab vil det ofte være fordelagtigt at opspare midler fra de "gode" år til brug i de "dårlige" år. Ved at opspare midler i selskabet, vil det være nemmere, at klare sig igennem krisetider. Dette vil medføre et større kapitalberedskab og dermed en bedre likviditet.

Når der i opgangstider bliver spekuleret i fast ejendom, vil disse belåningsgrader typisk gå op. Man bruger en ikke kapitaliseret værdistigning fra én ejendom til at købe (belåne) en ny ejendom. Efter noget tid stiger priserne igen og man fortsætter med, at købe ejendomme for de ikke kapitaliserede værdistigninger fra den ejendomsportefølje man har i forvejen. På denne måde kan man opnå nogle meget høje gearinger på ejendomsprojekter / ejendomsporteføljer, hvor der så samtidig ikke nødvendigvis er fokuseret på, at der skal være et fornuftigt løbende driftsafkast (som der også har været eksempler på i forbindelse med finanskrisen)⁵⁰. Disse høje gearinger betyder også, at når markedet vender – og markedet vil altid vende på

⁴⁹ Det virker umiddelbart evident, men som det fremgik af bilag 2 om lejeforhøjelser kan man ende i en situation, hvor investeringen ikke giver det forventede afkast.

⁵⁰ Som det bl.a. var tilfældet med tidligere nævnte eksempel med CenterPlan.

et tidspunkt – så er disse ejendomsporteføljer ekstremt sårbarer, da værdierne ikke længere stemmer overens, med den gæld der er i ejendommene. Sammenhold dette med, at ejendommene er købt med løbende driftsaftakst helt ned til 1-2 %, så er det kun et spørgsmål om tid før ejendommene bliver nødlidende og dermed ejendomsselskabet⁵¹.

Som det vil blive belyst nedenfor, med casen om Bøje Nielsens konkurs med Dansk Totalentreprise. Så er højt gearede ejendomsporteføljer, uanset om det er omsætningsejendomme (som i casen) eller investeringsejendomme, meget konjunkturfølsomme og dermed er de makroøkonomiske påvirkninger store på disse porteføljer. Ejendomsporteføljer med et højt niveau af gæld, vil altid skulle være meget opmærksomme på de makroøkonomiske faktorer i samfundet, som det også vil blive belyst i det følgende. Der er større risiko for, at høje gældssætninger vil resultere i en manglende evne til at servicere sin gæld i krisetider, særligt hvis der ikke er den fornødende fokus på likviditet.

2.3.3 Delkonklusion værditilvækst

Værdiansættelser af ejendomme er baseret på driftsøkonomi, baseret på positivt afkast, baseret på positivt likviditetsgrad, samt drøftelser af belåningsgrader på så billig fremmedfinansiering som muligt, i den fordeling af egenkapital og fremmedfinansiering som ejendomsinvestoren måtte vurdere som optimalt. Det er senest drøftet, hvorfor ejendomsinvestorer – senest her i nedgangs konjunkturerne – ”er væltet” og har måtte melde deres virksomheder konkurs, via finansieringskilderne på de yderste 20-30 % af finansieringen.

Det er oplagt, at det store flertal af konkursramte ejendomsselskaber ikke har valgt afkaststrategi, som foran nævnt, men har ment, at stigninger i værdiansættelserne i markedet, strategisk har kunnet været tilstrækkeligt til, at udvikle ejendomsporteføljer. Strategierne hos disse ejendomsinvestorer har været, at man fremmedfinansieringsmæssigt har gearet og belånt, uden at vurdere ejendomsporteføljens evne til at generere afkast (likviditetsoverskud). Det vil sige, at nogle ejendomsporteføljeejer (og deres yderste finansieringskilder) har ment denne praksis mulig ”uendeligt”. Man har kun i begrænset omfang kigget på løbende indtjening til servicering af fremmedfinansiering og forrentning af egenkapital.

De makroøkonomiske udsving har ikke kun i denne nedgangsperiode sat sit fingeraftryk på professionelle ejendomsfirmaer. For at anskueliggøre, at ejendomsinvestorer løbene må tænke ejendomsstrategi, er indsat casen om Bøje Nielsen. Denne case viser med al tydelighed, at makroøkonomiske forhold kan have en stor effekt på strategivalg i ejendomsporteføljer.

2.4 Baggrunden for casen

Da Dansk Totalentreprise (eget 50 / 50 af Bøje Nielsen og Axel Juel Jørgensen) bliver erklæret konkurs i december 1982, er det på daværende tidspunkt den, største ejendomskonkurs i dansk retshistorie. Det er en sag som på mange måder bliver banebrydende, både grundet størrelsen af konkursen og de

⁵¹ Se bl.a. IPD Dansk Ejendomsindeks.

aktivsummer der indgår, men også grundet den strategi kuratellet vælger i forbindelse med behandlingen af konkursen.

Bøje Nielsen starter i 1962 firmaet Danske fabrikshaller og starter hermed et af de største og mest spektakulære kapitler i dansk ejendomshistorie. Bøje Nielsen ombygger op gennem '60erne og '70erne, en kæmpe ejendomskoncern med en omsætning på et tocifret million beløb og en balancesum på et milliardbeløb (der henvises til bilag 4 for tidsforløbet). Bøje Nielsen kommer hurtigt i mediernes søgelys og han er en hyppig "gæst" i sladderpressen, grundet hans noget aparte måde at opføre sig på. Dette er ikke så væsentlig, i forhold til forretningsførelsen af hans koncern og dermed for denne afhandling, men det spiller dog alligevel en rolle, da hans opførelse formentlig har haft en betydning for hans goodwill hos långivere og samarbejdspartnere, da konjunkturerne skiftede og koncernen kom i problemer.

Hvad var så årsagen til disse problemer?

Den korte forklaring er, at koncernen ikke havde godt nok styr på sin driftsindtjening fra de ejendomme der var i porteføljen og at gearingerne på projekterne var for høj til, at koncernen kunne klare sig igennem en krisetid. Dette vil blive nærmere belyst nedenfor.

2.4.1 fremlæggelse af casen:

I perioden fra sidst i 70'erne og frem til 1982 havde Danmarks daværende største entreprenørkoncern – Dansk Totalentreprise I/S (samt diverse mange underliggende interesseredskaber med massevis af byggeopgaver) opbygget en fantastisk stor koncern inden for byggeri (der var ikke tale om en developervirksomhed – men en ren entreprenørvirksomhed med byggeri for fremmed regning) med en balancesum andragende over 1 mia.kr. (hvilket var stort i 1980'erne). Virksomheden købte ejendomme op, som den ombyggede og grunde, der blev bygget på. Efter byggefaserne blev ejendommene solgt⁵². Tilsvarende byggede man rækkehusbebyggelser, boligbebyggelser, industrijejendomme m.m. Nogle af de kendteste er Dansk Totalentreprise-ejendommen ved indgangen til Glostrup industripark (ca. 20 etager) og "Danbyg"-realkreditejendommen ved indgangen til Avedøre Industripark.

Man havde op gennem 1970'erne og 1980'erne en meget kraftig, og god vækst i aktiviteterne. Først i Bøje-Nielsens Dansk Elementbyggeri A/S og Danske Fabrikshaller A/S og siden det i fællesskab stiftede Dansk Totalentreprise I/S.

AktivBalancesum i en sådan entreprenørvirksomhed bestod (og består af) af:

Omsætningsaktiver:

Færdigbyggede ejendomme

Halvfabrikata ejendomme

⁵² I regnskabsmæssig henseende var der således tale om handelsejendomme og ikke investeringsejendomme som også beskrevet i afhandlingens metodeafsnit.

Igangværende ejendomsbyggeri

Grunde til byggeri

Pantebrev beholdninger (sælgerpantebreve – da ejendomme på daværende tid solgtes på pantebreve (kursfølsomme)

Passiv Balancesum bestod af:

Langgæld:

Realkreditgæld

Kortfristet gæld (tilknyttet omsætningsaktiverne)

Det har ikke været muligt at skaffe balancer frem – hverken fra Konkurstdidspunktet (I/S-drift) eller konkursbalancer – og ej heller i 1992 – afslutningsbalance. Derfor kan der ikke talmæssigt føres sandhedsværdi for nedennævnte betragtninger⁵³.

Da markederne (læs: konjunkturerne) begyndte, at ændre sig i løbet af 1980-82, havde det den effekt, at værdiansættelserne af omsætningsaktiverne faldt (pantebrevskurserne faldt, salgspriserne på mursten faldt, aktiviteten i samfundet faldt og renteniveauet på ”kort gæld” steg). Det siger sig selv, at fremmedfinansieringen (i dette tilfælde primært daværende Privatbanken (Nordea) og Realkredit Danmark) begyndte at være ”nervøse” for sin lånefinansiering. De havde taget pant i de ejendomme der havde en fornuftig drift.

De makroøkonomiske forhold begyndte at ændre sig drastisk og som følge deraf, stilnede markedet af og Dansk Totalentreprise lå længere og længere med sine omsætningsejendomme. Samtidig steg renteniveau i samfundet (og dermed også på lånefinansieringen). Erhvervslivets behov for domicilejendomme ændrede sig. Højere renteniveauer betød mindre salg af boligejendomme (og ejendomme generelt), aktiviteterne stilnede af og prissætninger ændrede sig. Alle forhold der således var med til, at skabe et misforhold mellem aktiver og passiver på det driftsøkonomiske plan og derfor ændrede Dansk Totalenterprises balance sig negativt.

I 1982 tog en af de mindre kreditorer, Dansk Kaution, beslutningen, at konkursanmelde Dansk Totalentreprise. Det var på dette tidspunkt den formentlig største ejendomskonkurs i Danmark nogensinde og konkursen var meget i mod ejernes opfattelse af situationen. Rigtig meget imod. Dansk Totalentreprise mente sig solvent, men vidste godt man var illikvid, hvilket også reelt betød at man ikke kunne svare enhver sit.

Bøje Nielsen og Axel Juel Jørgensen mente, at dette åbenbare misforhold på dette tidspunkt blot var noget forbigående og at markedet (det vil sige værdiansættelsen af aktivgrupperne), nok skulle rette sig, således at den kunne modsvare passivsiden. Dette ville så betyde, at kreditorerne (læs: banken) havde den soliditetsgrad i engagementet, som lovgivningen på daværende tidspunkt sagde, de skulle have. Problemet

⁵³ Men betragtningerne er bekræftet af én af revisorerne fra kuratellet.

var dog bl.a., at hverken ejere (eller banken for den sags skyld) vidste, hvornår dette ville ske og det helt store spørgsmål var således på dette tidspunkt, hvornår de makroøkonomiske forhold i samfundet ville rette sig og dermed "genoprette" balanceværdierne i Dansk Totalentreprise.

Hvis man anså 1982 som en statisk betragtning og så på aktivgrupperne, var konkursdeketret over dette selskab utvivlsomt den rigtige og lovformlige beslutning. Dansk Totalentreprise var med den balance (aktivgrupper), som den var sammensat af, meget konjunkturfølsom og aktiverne svingede helt klart i takt med makroøkonomien. Disse mekanismer var klart med til, at skabe en situation, hvor der var en meget stor underbalance mellem aktiver og passiver, som lånefinansiering naturligvis var forpligtet til at reagere på. Situation er fuldkommen den samme som i disse år, hvor bankkrisen har medført nogle klare identiske reaktionsfaktorer på tilsvarende ejendomsporteføljer af lignende karakter. Det er også dette der gør denne case til et så godt pædagogisk eksempel. Den underbalance som var en del af Dansk Totalentreprises udfordringer, henhører til gearingen og det manglende fokus på det løbende driftsafkast (og likviditet). Dette har også været tilfældet for mange større ejendomsspekulanter i løbet af de først år af det nye årtusinde. Manglen på risikominimering og for stor gearing, gør disse ejendomsporteføljer særligt utsatte ved endog meget små udsving i makroøkonomien. Der skal ikke særligt store negative skift i renteudviklingen til, før rentebyrderne gør, at porteføljernes budgetter ikke længere holder. Når man sammenholder dette med en generel afmatning i økonomien, hvor udbuddet efter investeringsejendomme er faldende (eller helt gået i stå), stagnerer handlen med denne type ejendomme, hvilket igen påvirker værdien af aktivet. Tiden omkring Dansk Totalentreprises konkurs (og til dels årene op til konkursen) var en omskiftelig periode i dansk økonomi og resultatet af denne afmatning, svare til det vi har været vidende til de senere år. Man kan argumentere for, at problemstillingen er endnu mere udbredt nu, end den var tilbage i starten af 80'erne, da Dansk Totalentreprise blev erklæret konkurs. Det er også dette aspekt som er med til at begrunde valget af case og anvendeligheden af denne.

I 1982 valgtes, efter daværende konkurslovgivning, et kuratel som blev sammensat (qua boets størrelse) af tre af de største advokatfirmaer i Danmark og tilsvarende anvendelse af revisorfirma (herunder daværende Dansk Totalentreprises revisor, da man ikke anså reglen om uhildethed som afgørende).

Hvis den på dette tidspunkt meget kraftige og store underbalance, skulle undergå en kort og hurtig konkursbehandling ville dette ende med meget store tab. Man valgte i stedet at "spille på" formodede makroøkonomiske bevægelser således, at omsætningsaktivernes værdidannelse ville kunne ændre sig til gunst for boet (og derved fremmedfinansiering og i sidste ende ejerne) ved opnåelse af højere realisationspriser på omsætningsaktiverne. Denne overvejelse vil ligeledes blive gennemgået i afsnit 5 omkring valget mellem rekonstruktion og konkurs. Overvejelsen viser en tydelig forskel på reaktionsmulighederne for kreditorerne og de mulige spekulationer i markedsudviklingen som et væsentlig parameter der bør overvejes, hvis dette overhovedet er mulighed (långiver kan også have likviditetsbesvær, hvilket vil gøre denne løsning meget vanskelig).

Mekanismerne man overvejer i denne situation er:

- a) rentebevægelser i samfundet
- b) prisformodninger på "mursten"
- c) stigende efterspørgsel og forbrugsmønster

d) kursændringer i pantebrevsmarkedet

e) konjunkturopgang i al almindelighed

Ejerne af Dansk Totalentreprise var overhovedet ikke enige i disse betragtninger. De mente, at de var solvente såvel som likvide og sagtens kunne arbejde sig ud af denne konjunkturnedgang, der på dette tidspunkt i 1980'erne, havde sat sig fast og påvirkede deres aktiv-balancegrupper meget voldsomt og væsentligt. For dem var det "en storm i et glas vand" og de kunne slet ikke se problematikken, for hvis blot de "fik lov til", af fremmedfinansieringen, at arbejde videre, at "rulle" deres fremdrift i virksomheden – så var deres opfattelse, at konjunkturerne formentlig inden for et par år ville have ændret sig til gunst for virksomheden og således at den gearing af aktivgrupperne, der faktuelt var, ville kunne nedbringes og endog nedbringes hurtigt. Det der tillige er interessant i denne holdning (og denne tilgang til ejendomsdrift) er: "Hvem skulle tage driftsrisikoen i disse år, når ejerne ikke selv havde midler til at gøre det...?"

Dette spørgsmål foreligger der desværre ikke et svar på.

I disse år skete flere sammenstød mellem de oprindelige ejere, som var frataget rådighedsretten over aktiver og passiver (qua daværende konkurslovgivning) af kuratellet. Pressen skrev mangt og meget og som oftest mindre korrekt. Selv ejernes egen advokat meddelte i 1984 (ved advokat Eskild Kyhn), at man erkendte illiquid-situationen, men ikke den manglende soliditet (et spørgsmål om værdiansættelse af aktivgrupperne). En bankmand sagde i denne fase meget klart "insolvens kan man leve med i årevis, men illiquiditet kan man ikke leve med". Bøje Nielsen gav ham faktisk ret i dette udsagn i 1982 – selv om protesterne lød mod konkursen. Dommer Mette Christensen meddelte også den 30 december 1982 i afgørelsen, at "...hans manglende evne til at betale ikke er forbipående og så klapper fælden....", dette skete samtidig med, at retten gav udtryk for, at man mente, at selskabet havde en positiv egenkapital.

Kuratellet var som sagt ikke kede af den lange afvikling. Man spillede så at sige (samtidig med de relativt lange retssager, der var i boet) på de makroøkonomiske konjunktursvingninger, som ovenfor anført ville udvikle sig til gunst for boet. Og man vandt – jf. nedenfor.

Det viste sig, at der over nogle år frem til 1992, hvor boet afsluttedes, skete følgende:

- 1) en positiv ændringer i prissætningen på mursten (både bolig eller erhverv)
- 2) der "kom gang i hjulene" i erhvervslivet
- 3) forbrugsmønsteret ændrede sig drastisk
- 4) renteniveauet ændrede sig fra ca. 18-20 %, som det reelt havde været oppe på i disse år, til ca. 12-14 % (og senere længere ned).
- 5) værdiansættelse af pantebrevsmarkedet qua ovennævnte ændrede sig positivt

Alle ovennævnte forhold, er betinget af makroøkonomiske svingninger. Disse svingninger berørte alle direkte værdiansættelsen af Dansk Totalentreprises balance-problematik såvel i, som uden for, konkurs og dermed de sikkerhedsstillellerer, som var stillet overfor Privatbanken og Realkredit Danmark. Samtidig ændrede sikkerhedsstillellererne sig tilsvarende i kursværdi. Dette var forhold, som ejerne før konkursen,

end ikke havde overvejet, at gardere sig mod i deres almindelige drift af virksomheden. De foretog sig blot, hvad alle entreprenører gør – de ”moser der ud af” – uden tanke for soliditet/ likviditet og kapitalberedskab/ konsolidering/ makroøkonomiske svingninger/ mm.. Det var denne manglende gardering der i sidste ende trak tæppet væk under selskabet (og for øvrigt også Bøje Nielsens andre selskaber).

Dansk Totalentreprises ejerskab af et amerikansk ejendomsengagement, Princeton, anskuer forholdet meget godt. I 1982 blev det værdimæssigt optaget til dollarkurs godt 11 og ved årsskiftet 1984/85 var dollarkurset faldet til kurs 8. Dette influerede på værdiansættelsen og dermed soliditet / solvensgrad og sikkerhedsværdi hos långiver. Det samlede underskud, på bare dette ene ejendomsengagement, var i 1985 på ca. 28 mio. dollar (hver eneste måned steg det med 800.000 dollar) og der var ikke kalkuleret med, at økonomiske odds kunne ændre sig (rente, dollarkurs, konjunkturer m.v.). Således endte dette med at blive et worst case senarie.

Ved kuratelets salg af Princeton skal det for korrektionens skyld nævnes, at der her ikke var tale om at tænke langsigtet, men om at tabsbegrænse. Projektet havde en så voldsom negativ indflydelse på likviditeten, at det handle om at få projektet af bøgerne så hurtigt som muligt.

Kuratellet var således lang tid om afviklingen af boet. En afvikling, som i dagspressen, blev beskrevet, som såvel problematisk (underforstået overfor ejerne, som man pressemæssigt lod fremstå som ”en det gik ud over”) og i nogle tilfælde uprofessionel. Primo 1985 fortalte kuratellet (ved højesteretssagfører Jørgen Hoffmeyer) eksempelvist til pressen, at man skønnede, at kreditorerne ville modtage ca. 45 % af deres gæld (dette var 2 år efter konkursens indtræden og 7 år før man afsluttede boet). Først i 1991 følte kuratorerne, at de nu kunne arbejde for fallenten og ikke kreditorerne, dvs., at det på dette tidspunkt nu var sikret, at kreditorerne ville få fuld dækning, og at spørgsmålet nu var, hvor meget Bøje Nielsen skulle have udloddet. En meget stor årsag til dette var, at man den 12. juli 1990 havde forhandlet en aftale på plads med Realkredit Danmark, der havde en del af aktiverne stående sikkerhedsmæssigt. Da man gjorde værdien af disse op viste det sig, at disse var steget væsentligt i perioden 1982 til 1990.

Journalisterne i dagspressen og ejerne havde ikke forståelse for den strategiske beslutning om afviklingsperiodens længde⁵⁴ og synspunktet om de makroøkonomiske svingningers indflydelse på aktivmassen i boet og dermed passiv-sidens afvikling.

Man fik delvist øje for sagen, da kuratellet i 1990 begyndte en delvis udlodning til tidlige ejer og i 1992 kunne restudloddet ca. 100 mio.kr., efter at alle kreditorer havde modtaget kurs 100 på deres tilgodehavender.

Imidlertid fik det en modsatrettet effekt. Lige pludselig fremstod kuratellet som den store skurk ligesom Privatbanken og Realkredit Danmark. Det blev nu beskrevet, at konkursen aldrig skulle have været anmeldt og at ejerne – Bøje Nielsen – var blevet ”frarøvet” sine værdier uberettiget. Pressen forstod simpelthen ikke de makroøkonomiske svingningers kurstdannelse på aktivgrupperne og dermed passivsiden afvikling.

Hvis man havde valgt at afvike hurtigt i årene omkring konkursens indtræden i 1982, ville den udlodning Bøje Nielsen fik have været 0 kr. i stedet for ovennævnte 100 mio. kr.

⁵⁴ Eller sagt på en anden måde, de var uvidende om den langsigtede strategis fordele.

Eksempelet udviser med al tydelighed, at når man beskæftiger sig med endog store ejendomsporteføljer, mursten af enhver slags, i et samfund, hvor der forekommer

- 1) store svingninger i renteniveau
- 2) ændrede forbrugsmønstre
- 3) nedgange i efterspørgsel
- 4) ændret opsparing i samfundet
- 5) stigende og faldende inflation
- 6) meget lavt bruttonationalprodukt
- 7) stilstand i erhvervslivet/ manglende eksport

skal man som ejendomsporteføjeselskab hele tiden sikre konsolidering, soliditet og likviditet (kapitalberedskab). Man skal sikre egenindtjening via anskaffelse af porteføljer, der driftsmæssigt har en indtjening, som hele tiden kan forrente og afdrage anskaffelsesprisen pr. ejendom (risikominimering). Man skal sikre, at der ikke sker gearing af sine anskaffelser på fremmedfinansieringens bekostning og at værdisvingninger på aktiv-balancen ikke påvirker egenkapitalen således, at soliditeten i selskabet tærer til 0, eller endog negativt. Og tilsvarende med likviditetsgraden.

Man skal således sikre anskaffelse af porteføljer, der har en egenindtjening i sin afkastprocent. Det vil sige, at man ikke kan lade sin driftsindtjening styre af værdiskabelse på ejendomsporteføljen og lade hånt om det løbende afkast af porteføljen, hvad mange ejendomsporteføljer har været genstand for de senere år i denne nuværende bankkrise / finanskrise. Man har generelt set porteføljer handlet ned til 1-2 %, hvilket ikke giver mening, uanset hvor langsigtet man er i sin tidshorisont.

Betrægtningerne har naturligvis også betydning i rekonstruktionstilfælde eller konkurstilfælde i disse år. Betragtningerne om påvirkninger af makroøkonomiske forhold som beskrevet i denne type selskaber gælder til stadighed i disse år med bankkrise / finanskrise i lighed med perioden i starten af 1980'erne.

2.5 Makroøkonomi – teorier og faktorer

Hvilke faktorer indvirker på et makroøkonomisk plan på driften af ejendomme, uanset om dette så er en enkeltstående ejendom, et ejendomsselskab eller en decideret ejendomskoncern. Som nævnt i casen var der særligt 5 punkter som havde indflydelse. Disse punkter bliver behandlet i det følgende og disse vil blive sammenholdt med Miller & Modiglianis teori om optimal gældsættelse, "den boligøkonomiske grundmodel" og "Tobins Q".

2.5.1 Konjunkturerne

De 5 punkter fra casen er:

1. rentebevægelser i samfundet
2. prisformodninger på "mursten"
3. stigende efterspørgsel og forbrugsmønster
4. kursændringer i pantebrevsmarkedet
5. konjunkturopgang i al almindelighed

Ad 1) Renteudviklingen er en cyklisk størrelse og renternes bevægelse vil altid være noget en investor skal være opmærksom på. I forhold til investors forrentningskrav, så vil renteudviklingen influere på denne. Der er i forrentningskravet indeholdt investors kapitalomkostninger. Pga. dette, vil det også være naturligt at konkludere, at hvis renteniveauet stiger, så vil forrentningskravet ved salg stige og dermed vil værdiansættelserne falde.

Når der skal diskuteres renteniveau i konteksten af denne afhandling, er det ikke fyldestgørende alene, at omtale renteniveauet som én størrelse. Det er nødvendigt, at nuancere begrebet, da der er flere forskellige renteniveauer, der kan øve indflydelse for investeringsejendomme. Der kan identificeres nedenstående to renteniveauer, som hver i sær spiller en rolle hos investor:

- renteomkostninger til finansiering af ejendommen
- risikofri rente ved alternativ investering

Der kan selvfølgelig argumenteres for at begge to følges ad (forskudt fra hinanden). Dette er dog nok en anelse simplificeret, det ses bl.a. i disse tider, at renteniveauet på realkredit (fx F1-renten) er faldende, samtidig med, at renteniveauet på banklån er stigende (og i nogle tilfælde ganske meget, da bankerne har behov for at øge deres marginaler).

Renteomkostningerne til finansiering af ejendomme har netop dette skisma, da disse typisk vil være både realkreditbelånt og bankbelånt. Det generelle renteniveau i forbindelse med finansiering, har været faldende gennem en længere periode. Der kan på nuværende tidspunkt optages 4 %-obligationer (en periode var der tillige åbnet for 3,5 % obligationer), hvilket er ekstremt lavt for et 30 årigt lån. Set i et historisk perspektiv er det nuværende niveau det laveste nogensinde.

Den risikofri rente ved alternative investeringer, skal forstås som, den rente, der kan opnås ved investering i sikre obligationer, typisk statsobligationer. Denne risikofri rente har en væsentlig betydning i forståelsen af, hvor lavt afkastet af en given investering må være. Som Miller og Modigliani beskriver i deres "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", så er det denne rente, der, under visse restriktive forudsætninger, er prisen på kapital⁵⁵.

Ad 2) Værdiansættelsen på mursten, eller mere korrekt værdiansættelsen på ejendomme, ændrer sig løbende over tid. Der er mange faktorer, der spiller ind på denne værdiansættelse, som også tidligere belyst.

⁵⁵ Dette vil blive nærmere gennemgået i afsnit 2.5.2.

Da der i nævnte afsnit er redegjort for, hvordan en objektiv værdiansættelse kan forekomme⁵⁶, vil der i denne sammenhæng lægges mere vægt på de mere subjektive kriterier ved værdiansættelsen.

Forventningerne i markedet, altså den mere spekulative adfærd, kan i mangel af et bedre udtryk kaldes for markedspsykologien⁵⁷. Der har i en årrække⁵⁸ været store prisstigninger på investeringsejendomme. Dele af disse prisstigninger har kunnet forklares ud fra, de økonomiske faktorer, som også bliver præsenteret i dette afsnit, men andre dele af prisstigningerne har ikke kunnet forklares ud fra disse fundamentale faktorer. De ikke-økonomiske prisstigninger, må således forklares ud fra forventninger til fremtiden, altså at markedet forventer at priserne på aktiverne (ejendommene) vil fortsætte med at stige. Hvis det antages at dette er rigtigt, så er der dermed tale om, at prisforudsætningerne på ejendomme bliver bragt kunstigt op og at der dermed opstår en selvforstærkende spiral. Denne spiral betyder til sidst også, at ejendommene bliver handlet til så opskruede priser, at der ikke genereres et positivt driftsafkast. Det betyder også, at markedet kommer ud i en "lemming-effekt", da det handler om at investere "hellere i dag end i morgen, for i morgen har vi måske ikke råd". Tanken er til dels også, at det ikke er nødvendigt med et positivt driftsafkast fordi værdistigningerne på aktivet opvejer for underskuddet på driften. Dette er naturligvis ikke holdbart.

Et sidste parameter for prisformodningen for ejendomme er, det nødvendige afkast af investeringerne. Som nævnt, så var der en periode, hvor driftsafkastet ikke har været det centrale, for nogle investorer, da de hentede deres afkast på værdistigningerne. Dette medfører, for det første, at investeringen bliver mere usikker, men det gør også, at det bliver vanskeligere at opnå det nødvendige afkast for investeringen. Når investors forrentningskrav samtidig er, den største enkeltfaktor på værdiansættelsen er det er klart, at hvis dette parameter ændrer sig, så vil beregningen af værdiansættelsen og dermed prisformodningen i markedet også ændre sig. Hvis markedet ændre sig fra, at have en generel holdning om et afkast på 5 % til en fælles opfattelse af, at et afkast på 3 % er acceptabelt, så vil der komme et enormt skift i den generelle prisformodning i markedet. Ydermere er det ikke utænkeligt, at et sådant skift vil blive selvforstærkende, indtil de handlede priser er så høje, at det ikke længere er realistisk, at opnå et fornuftigt økonomisk afkast uden store værdistigninger.

Ad 3) Forbrugsmønsteret i samfundet afspejler sig i efterspørgslen. Dette gælder for varer, men det gælder også for investeringsejendomme. Forbrugsmønsteret i samfundet hænger, som sådan ikke direkte sammen med prisen for ejendomme, men forbrugsmønsteret har indflydelse for efterspørgslen af udlejningslejemål, uanset om dette er bolig- eller erhvervslejemål. Såfremt forbrugstendenserne i samfundet går ned, så vil der være en relativt lavere efterspørgsel på erhvervslejemål som igen påvirker driftsøkonomien for investeringsejendommene. Dette gælder tilsvarende for boliglejemål, dog er det her noget mere diffust.

Efterspørgsel efter boliger (uanset om det er en øget efterspørgsel eller en aftagende efterspørgsel) kan sammenkobles til den disponible realindkomst, til beskæftigelsesniveauet i samfundet og til boligudgiftens andel af husstandens samlede forbrug.

⁵⁶ Eller i hvert fald en relativ objektiv fremgangsmåde.

⁵⁷ Der vil ikke her blive behandlet alle aspekter af markedspsykologi, men alene nogle betragtninger omkring hvordan et marked kan værdiansætte sig selv (både for højt eller for lavt) ud fra forventninger i markedet (både realistisk og urealistiske).

⁵⁸ Fra ca. 1999 til 2007.

Ad 4) Pantebrevsmarkedet er et cyklisk marked på linje med andre investeringsgoder. Pantebreve har i dag ikke længere, den samme betydning ved handel med investeringsejendomme og vil derfor ikke blive behandlet yderligere.

Ad 5) Konjunkturændringer i almindelighed dækker over flere underliggende faktorer såsom inflation, befolkningstilvækst og finanspolitik. Disse punkter skal ikke anses som værende udtømmende.

Inflations betydning for økonomien, som helhed, er selvfølgelig. Inflationens betydning for befolknings reallønninger, gældsforhold og lign. har stor indflydelse på den generelle sundhed af samfundsøkonomien.

Befolkingstilvæksten har en særlig indflydelse i forhold til ejendomme, da befolkningstilvæksten, uanset om den er positiv eller negativ påvirker efterspørgselssiden af udlejningslejemål. Det er klart, at når der er en øget befolkningstilvækst, så må det alt andet lige betyde, at der vil være en større efterspørgsel på boliger (og derfor også lejeboliger) og tilsvarende må antages at gælde for erhvervslejemål. Derfor må en positiv befolkningstilvækst, også have indflydelse på driftsøkonomien i investeringsejendomme. Denne positive påvirkning vil hermed slå igennem på værdiansættelsen af ejendommene. Tilsvarende forhold må gøre sig gældende for en negativ påvirkning, men med omvendt fortegn.

De finanspolitiske ændringer der typisk følger med konjunktursvingningerne vil enten søge at stimulere forbrugstendenserne i samfundet ved lavkonjunkturer eller dæmpe forbrugstendenserne ved højkonjunkturer. Det anses dog, som værende udenfor afgrænsningen af denne afhandling og vil derfor ikke blive behandlet yderligere.

2.5.2 Miller & Modigliani

Kapitalomkostningerne er en væsentlig del af et ejendomsselskabs samlede omkostninger, som også tidligere belyst. Disse omkostninger vil, have en indflydelse på selskabets eller investors forrentningskrav.

Men hvad er kapitalomkostninger og hvorledes kan man definere ejendommens eller selskabets kapitalstruktur?

I 1958 fremsatte Franco Modigliani og Merton Miller⁵⁹ tre teorier omkring kapitalomkostning og kapitalstruktur⁶⁰. Teorien går kort fortalt ud på, at der i henseende til en virksomheds markedsværdi, ikke findes en optimal kapitalstruktur og at det er uvæsentligt om, hvorvidt selskabet finansierer sig med fremmedkapital, egenindtjening eller aktie kapital. Dette argument foretages ud fra flere, meget restriktive, forudsætninger. Der forudsættes bl.a.,

- at der ikke findes konkursomkostninger (hvilket er særdeles væsentligt i denne sammenhæng),

⁵⁹ Begge senere nobelprisvindere i økonomi

⁶⁰ Artiklen blev udgivet i juni 1958 i The American Economic Review under titlen "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", se også bilag 5.

- at der er fuldstændig information i markedet (hvilket er endog meget vanskeligt at forestille sig for ejendomsmarkedet) og
- at gældssætningen af virksomheden ikke har indflydelse på virksomhedens fremtidige potentiale (nok også lidt af en tilsnigelse når der er tale om ejendomsselskaber).

Disse propositioner som Miller og Modigliani fremkommer med, vil i det efterfølgende blive gennemgået og diskuteret med hensyn til konklusionernes anvendelse på ejendomsselskaber, samt hvorvidt der kan være forskel på den optimale gældsætning af en ejendom, afhængig af om samfundet er i opadgående konjunkturer eller nedadgående konjunkturer.

En afgjort forudsætning for om en investering er fordelagtig for investoren er, at investeringen genererer et positivt afkast. Altså at tilbagediskonteringen af de pengestrømme investeringen generere er højere end den investerings- og finansieringsudgift, der er forbundet hermed. Investeringen må ligeledes forhøje selskabets markedsværdi, med mere end udgiften på aktivet. Under begge disse antagelser, vil kapitalomkostningerne være lig med renteniveauet for obligationer (renterne = prisen for at låne penge)⁶¹. Dette vil reelt sige, at omkostningen til kapital svarer til den risikofrie investering i fx statsobligationer⁶².

Miller og Modigliani antager at virksomheder kan inddeltes i ”klasser”, og at for selskaber i samme ”klasse”, vil afkastet på investering, være proportionalt og dermed korrelere med afkastet af aktier fra andre selskaber i samme ”klasse”. Når denne betingelse er opstillet fremføres 1. proposition således:

Proposition I:

”Den gennemsnitlig omkostning for kapital for ethvert givent selskab er fuldstændig uafhængigt af dets kapitalstruktur og er lig med den kapitaliserede rate a ren egenkapital strøm svarende til den klasse firmaet er kategoriseret i.”

Der hævdes således, at der ikke er sammenhæng mellem kapitalstruktur og afkast og det bliver efterfølgende konkluderet, at virksomheder, der har en høj gældsandel, altså virksomheder der er gearede, ikke kan bede om en ”præmie” overfor ikke gearede virksomheder. Dette skyldes at investor har muligheden for at optage den tilsvarende gearing i egne porteføljer, ved at låne personligt og investere disse midler også⁶³.

Når der er denne mulighed, for selv at foretage gearingen, er der tilsvarende, den samme mulighed for at minimere risikoen ved de investeringer man foretager sig. Det er derfor ikke nødvendigt for virksomheden at gøre dette. Denne risikokorrektion, der kan foretages, hvorved en portefølje bestående af aktier med højere risiko kan gøres mindre risikofyldte, er ved at tilføje obligationer. Netop muligheden for at inkorporere obligationer (risikofrie investeringer) i sin portefølje er også grunden til, at gearede virksomheder ikke konstant bliver værdisat lavere end ikke gearede virksomheder. Eller mere generelt, det

⁶¹ The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, s. 262.

⁶² Danske statsobligationer (og ikke fx græske).

⁶³ The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, s. 270.

er dette, der er årsag til at den gennemsnitlige omkostning for kapital, ikke er systematisk højere for gearede virksomheder end den er for ikke gearede virksomheder (indenfor den samme "klasse")⁶⁴.

Dette fører til Miller og Modiglianis 2. proposition:

Proposition II:

"Det forventede afkast af en del af aktiekapitalen er lig med den korrekte kapitaliserede rate (P_k) for en ren egenkapital strøm for den givne virksomheds klasse tillagt en risikopræmie relateret til den finansielle risiko der er lig med forholdet mellem gæld og egenkapitalen multipliceret med spredningen mellem P_k og r ."

Både Proposition I og II bliver korrigert for skat, men da skattedelen i denne forbindelse ikke har den store betydning, vil det ikke blive behandlet yderligere.

Uanset, hvor positive fremtidsudsigter en given virksomhed måtte have, så kan der opstår likviditetsproblemer. Disse perioder, hvor en virksomheder har betalingsvanskeligheder, kan sagtens blive så svære, at virksomheden bliver lukningstruet. Man kan derfor forestille sig, at virksomheder, der ellers i det lange løb, ville have en højere indtjening end deres renteudgift, bliver nødsaget til, at blive likvideret grundet manglende betalingsevne (illiquiditet). Da rekonstruktion (eller konkursbehandling) er omkostningstunge og da virksomhedsdriften altid vil blive mere problemfyldt, med varige effekter for den fremtidige indtjening til følge, betyder det, at kraftigt gearede virksomheder risikerer en højere kapitalomkostning end mindre kraftigt gearede virksomheder⁶⁵. Det er evident, at enhver kreditor, vil tage sig betalt for den ekstra risiko han påtager sig ved at handle med (eller måske især, ved at låne til) virksomheder, hvis kapitalberedskab ikke lever op til de krav om sikkerhed, som en given kreditor (eller kreditorgruppe) måtte ønske.

Tidligere økonomisk teori har beskrevet gældssætning af en virksomhed som en "U-form", hvor den optimale gældssætning findes i bunden af "U'et" og at det er dette niveau virksomhedsledere bør tilstræbe til gavn for deres aktionærer. Her argumenteres der imidlertid for, at der ikke findes et sådant niveau og at alle gældssætningsniveauer alene afhænger af "point of view of the cost of capital"⁶⁶. Dette kan antages at være korrekt, såfremt vi fastholder forudsætningen om, at der ikke findes skatter, konkursomkostninger, principal-agentomkostninger og kreditanalyseomkostninger. Spørgsmålet er så i hvor høj grad, denne antagelse kan siges at være til stede.

En vigtig pointe er, at der ikke tages stilling til investors subjektive risikoaversion, men alene til markedets muligheder. Man kan sagtens forestille sig, at en investors individuelle risikoaversion kan være end anderledes end markedets og dermed kan der, for den enkelte investor, være forskelle i det optimale gældssætningsniveau. Når kapitalmarkedet ikke fungerer på egenkapitalsiden, og ejeren er formuebegrænset, så vil det være hans subjektive præferencer, der bestemmer kapitalstrukturen. Hvis han er meget risikovillig, og i øvrigt mener, at selskabet har nogle gode investeringsmuligheder, så vil han

⁶⁴ "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", s. 272.

⁶⁵ "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", s. 274, note 18.

⁶⁶ "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", s. 278.

gældsfiance i et meget stort omfang. Men økonomisk teori vil intet kunne sige om hans præferencer og dermed om den optimale kapitalstruktur⁶⁷.

Miller og Modigliani baserer en del af deres konklusioner, omkring gældssætning, på en undersøgelse foretaget af olieselskaber og deres kapitalomkostninger, i forhold til kapitalstrukturen, i de pågældende selskaber⁶⁸. Dette viser, i hvert fald på overfladen, hvordan den gennemsnitlige omkostning til kapital forløber på en ret linje, omkring de undersøgte selskaber. Spørgsmålet er i virkeligheden, om ikke dette i lige så høj grad er et udtryk for de almindelige udsving, der er i kapitalomkostningerne for forskellige selskaber ud fra selskabets økonomiske forhold. Det er vel ikke utænkeligt, at der for selskaber i denne undersøgelse, også er taget højde for selskabernes gældssætning ved långivernes fastsættelse af kreditomkostninger.

Proposition III:

"Såfremt en virksomhed agere i aktionærernes bedste interesse, så vil virksomheden kun investere, hvis investeringens afkast er større end Pk. Det vil sige, "investeringspunktet" for virksomheden vil uanset hvad være Pk og vil være fuldstændig uafhængig af hvorledes investeringen bliver finansieret"⁶⁹.

Ifølge proposition III, så er selskabets kapitalstruktur ligegyldig for selskabets værdi⁷⁰. Dette skal alene ses i lyset af den givne investeringsbeslutning og finansieringen af denne investering. Der kan sagtens være andre faktorer, der taler for, at den ene eller anden finansieringsmåde er bedre end de øvrige, men hvis man alene ser isoleret på den enkelte investering og dennes indflydelse på selskabets markedsværdi, så har finansieringsformen ingen betydning.

Det kan diskuteres, i hvilket omfang, man kan fremkomme med egentlige retningslinjer for den optimale kapitalstruktur. Det må antages, at dette hænger sammen med andre valg, indenfor virksomheden, nemlig bl.a. valg om udbyttepolitik, investeringspolitik og kapitaludvidelser. Det kan heller ikke defineres uafhængigt af virksomhedens nuværende kapitalstruktur, da der er forbundet omkostninger med at ændre kapitalstrukturen⁷¹. I denne sammenhæng defineres kapitalstrukturen som egenkapitalens del af balancen.

Kapitalstrukturen kan resultere i samfundsmæssigt, uhensigtsmæssige handlinger i virksomheden. Såfremt virksomheden er insolvent, vil man ofte opleve at ledelsen bliver meget risikovillige. Dette kan hurtigt resultere i et samfundsmæssigt tab, da beslutningsgrundlaget bliver meget usikkert og det bliver et spørgsmål om at prøve at rede stumperne "for enhver pris". Dette kan sammenholdes med, hvad der i konkursretlig forstand hedder "håbløshedstidspunktet", der skal ses som det tidspunkt, hvor en ledelse er klar over, eller burde være klar over, at virksomheden ikke kan redes og almindelig drift bør indstilles.

Der kan generelt siges at:

⁶⁷ "Virksomheders valg af kapitalstruktur", s. 18.

⁶⁸ "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", s. 283, figure 3 og 4.

⁶⁹ Finansiering i denne sammenhæng kan være enten 1) fremmed finansiering, 2) opsparing eller 3) udbud af aktier.

⁷⁰ "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", s. 291.

⁷¹ "Virksomheders valg af kapitalstruktur", s. 2.

- 1) virksomheder i krise ikke handler økonomisk rationel
- 2) ringe likviditet kan medfører, at der ikke bliver investeret selvom der er positivt NPV
- 3) konkurs i sig selv medfører ekstra omkostninger, som reelt bæres af aktionærerne (grundet en risikopræmie fra kreditorernes side).

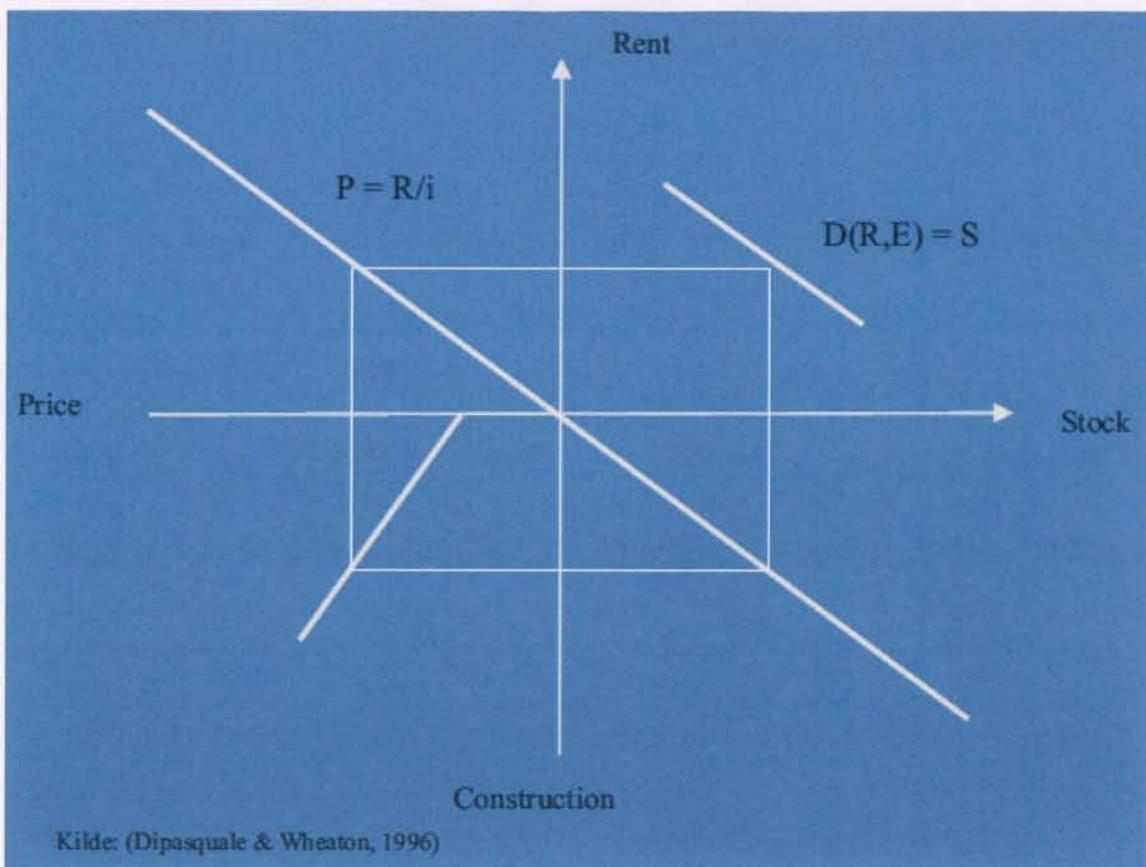
Der findes så mange faktorer, der øver indflydelse på, hvilken kapitalstruktur man bør tilstræbe, at økonomisk teori ikke på nogen måde, kan fremkomme med faste budskaber, bortset fra et ret selvindlysende budskab om, at man skal tilstræbe en god soliditet. En høj gældsandel vil alt andet lige gøre kreditorerne nervøse. De vil frygte, ikke alene tab på grund af de sædvanlige udsving i virksomhedens indtjening, men også de såkaldte moral hazard-problemer. De vil frygte krisesituationen, hvor ejeren begynder at spekulere vildt og / eller benytte sig af muligheden for at få en akkord ved at true med at "gå væk" fra selskabet. Pointen er selvfølgelig, at det er aktionærerne, der kommer til at betale herfor. Når egenkapitalen reduceres, vil kreditorerne stille højere rentekrav for at blive kompenseret for denne risiko. Dvs. det er i ejernes interesse, at fjerne kreditorernes mistro⁷².

En af de væsentlige pointer er, at selvom hovedantagelsen om, at det alene er selskabets aktiv side, altså de investeringer der er foretaget, som afgør markedsværdien af selskabet, så kan det i dette tilfælde, med ejendomme, ikke negligeres hvordan sammensætningen af fremmedfinansiering, egen indtjening og aktie udbytte foretages i ejendomsselskabet. Dette skyldes flere forhold, men bl.a. at indtjeningen på de enkelte ejendomme ikke hænger sammen, hvis ikke driftsindtægterne er tilstrækkelige til at kapitalisere den investerede kapital (modargumentet her kan være, at det ikke er et spørgsmål om finansieringsform, men mere skyldes, at man har købt for dyrt). Forholdet omkring soliditeten i selskabet, hænger sammen med værdiansættelsen af aktivsiden og såfremt denne falder og der er belånt for stort (altså at man har brugt for meget fremmedfinansiering i forhold til de andre finansieringsformer), så påvirkes driften i selskabet heraf. Egentlig vil selskabet godt kunne leve med at være insolvent, problemet for ejendomsselskaber er dog blot, at hvis de først bliver insolvente så bliver de typisk også meget hurtigt illikvide.

2.5.3 Den boligøkonomiske grundmodel

Den boligøkonomiske grundmodel består af 4 komponenter som alle interagerer med hinanden og derfor påvirker hinanden. De 4 elementer er "pris", "husleje", "udbud" og "nybyggeri"

⁷² "Virksomheders valg af kapitalstruktur", s. 27.



Figur 6 - Den boligøkonomiske grundmodel

Disse 4 komponenter påvirker konstant hinanden og forskubber ligevægten på boligmarkedet.

Forskellen mellem prisen for at købe og det gældende huslejeniveau påvirker hinanden jf. modellen. Det er her spørgsmålet om, hvad der er mest attraktivt for den enkelte? Om enten denne er en person eller en virksomhed. Kan det bedste svare sig, at købe eller at leje⁷³. Det er klart, at et forhøjet prisniveau for at købe vil få relativt flere til at leje, da det er et simpelt spørgsmål om adgang til markedet. Det skal bemærkes den situation der var gældende fra ca. 2002 til 2007, hvor mange mennesker købte fast ejendom, reelt uden at have råd, men alene på forventningen om umiddelbare prisstigninger.

Huslejeniveauet hænger, i hvert fald teoretisk, sammen med udbuddet ud fra en traditionel udbud / efterspørgsels tankegang. Dette må anses som værende korrekt, dog med det forbehold, at de omfattende huslejereguleringer, der eksistere i Danmark⁷⁴, har en indvirkning på denne påvirkning. Det kan diskuteres, hvor meget huslejereguleringerne påvirker forholdet mellem udbud og efterspørgsel, da der kan argumenteres for, at denne påvirkning er en engangspåvirkning, som kun forekommer på det tidspunkt,

⁷³ Der skal ikke her foretages en dybdegående diskussion af user cost, transaktionsomkostninger og lign., men blot bemærkes hvilken afvejning der skal foretages. Der kan i øvrigt henvises til Jens Lunde, "Boligudgifter og user costs", Undervisningsnote, 18. september 1998 og Jens Lunde, "Transaction costs and the housing economics", unpublished, 1997 vedr. user cost og transaktionsomkostninger.

⁷⁴ Som bl.a. nævnt i bilag 2 om omkostningsbestemt husleje.

hvor huslejereguleringen bliver indført og herefter alene flytter efterspørgselskurven og muligvis også hældningen og at markedet herefter opfører sig, som det er kendt fra almindelig økonomisk teori.

Spørgsmålet er om denne antagelse er fuldstændig korrekt. Såfremt det forudsættes, at huslejereguleringen gør, at lejeniveauet ikke kan overstige et givent punkt (som vel godt kan antages at gælde, da de fleste boliglejemål ikke kan overstige det lejedes værdi), så vil efterspørgslen blive, i hvert fald teoretisk, uforholdsmæssig høj. Priserne bliver holdt kunstigt nede, i forhold til en normal markedstankegang, hvilket bevirket at markedskræfterne reelt bliver sat ud af spil.

Gældende huslejenniveau hænger sammen med udbuddet af byggeri jf. modellen. Det må antages at være en selvfølge, i hvert fald under "rene" markedsbetingelser, at lejeniveauet på lejemål (uanset om disse måtte være boliglejemål eller erhvervslejemål) er betinget af udbuddet. Jo flere tilgængelige lejemål der findes, jo billigere må de blive under en konstant efterspørgsel. Dette betyder naturligvis også, at færre tilgængelige lejemål betyder højere priser. Dette gælder i et ikke reguleret marked, men spørgsmål er om det gælder på et udlejningsmarked som det danske. For erhvervslejemål må det nok konkluderes, at ovenfor beskrevne markedsmekaniske er gældende⁷⁵. Dette giver også mening ud fra en praktisk tilgang, da lejefastsættelsen er fri for erhvervslejemål og dermed er der for dette marked, for så vidt angår lejeniveauet, tale om et frit marked⁷⁶. For boliglejemål er der dog ikke tale om et frit og ureguleret marked og sammenhængen mellem pris og tilgængelighed er derfor, i hvert fald til dels, sat ud af drift.

Forholdet mellem det eksisterende udbud og det nybyggeri, der foretages er den (værdi)tilvækst der er i byggeriet. Denne kan sagtens være negativ, da der godt kan ske en reduktion af ejendomsbestanden. Denne værditilvækst omfatter også de forbedringer, der finder sted i den eksisterende boligmasse. Dette kan være § 5,2-moderniseringer som omtalt i bilag 2, men fra tidligere dansk boligøkonomi kan også nævnes omlægningen til fjernvarme, eget toilet i etagebyggeri, termoruder og meget andet⁷⁷.

I forhold til pris og nybyggeri er det i virkeligheden Tobins Q, som afgør det indbyrdes forhold, Tobins Q vil blive nærmere diskuteret nedenfor i afsnit 2.5.3.1.

Når ovenstående faktorer bliver benyttet på casen om Bøje Nielsens konkurs og baggrunden herfor er der tydelige og klare indikationer på hvorfor det gik så galt.

Rentens indflydelse på flere af parametrene i modellen, nedgangen i det generelle forbrugsmønsters indvirkning på erhvervslivets muligheder for betaling af gældende lejeniveauer, hvorpå budgetterne var baseret og en samtidig mindsket efterspørgsel efter både domicilejendomme, almindelige erhvervslejemål, mv.. Dette betyder også, at modellen påviser en klar sammenhæng mellem makroøkonomiske forhold og den direkte indtjening for ejendomsselskaber. Hvis en ejendomsinvestor ikke garderer sig mod de

⁷⁵ Det må konkluderes, alene ud fra forudsætningen om, at der i erhvervslejemål lejes ud, på en lejefastsættelse på almindelige markedsvilkår.

⁷⁶ Se evt. bilag 2.

⁷⁷ Se evt. "Den private ejendomsudlejnings betydning for samfundet".

makroøkonomiske faktorer og dermed sørger for en stabil driftsindtjening, kalkulere med en øget tomgangsrisiko, mistede lejeindtægter og andre lignende forhold vil man få overordentlig vanskeligt ved at klare sig igennem en krisetid. Det må nævnes, at det ikke er muligt at gardere sig mod samtlige forhold, men hvis man som ejendomsejer ved, hvilke faktorer der spiller ind for driften af sin ejendom er det nemmere at udvise rettidig omhu. Denne omhu ville have kunnet rede mange ejendomsprojekter de senere år.

Faktorernes påvirkning af hinanden er forskellig set over tid. Over tid vil faktorernes indbydes påvirkning nærme sig en lige vægt og dermed bevæge sig i forhold til hinanden. Dette betyder, at forhold der, ved en øjebliksbetratning, virker statiske (fx bestanden af ejendomme) over tid vil ændre sig. Såfremt tidshorisonten er lang nok vil alle parametre være variable.

2.5.3.1 Tobins Q

Tobins Q kan kort fortalt reduceres til:

Tobins Q = (pris på eksisterende ejendom)/(Pris for opførelse af ny ejendom)

$Q > 1$: Omkostningerne ved opførelse af ny ejendom er mindre end prisen på en eksisterende.

$Q < 1$: Omkostningerne ved opførsel af ny ejendom er større end prisen på en eksisterende.

Dette betyder, at så længe det er billigere at bygge nyt end det er at købe eksisterende ejendomme, så vil der blive bygget. Omvendt når prisen for at bygge nyt bliver højere end at købe eksisterende ejendomme, så vil der ikke blive bygget. Lige vægten på ejendomsmarkedet er således ved $Q = 1$, hvilket betyder, at udsving til den ene eller anden side vil udjævnes over tid.

Dette lyder simpelt nok. Der er dog den "hage" ved formlen, at det kan være vanskeligt at bestemme parametrene fordi byggerier er så længe under opførelse. Et byggeri har måske være profitabelt, da det blev påbegyndt, men undervejs i forløbet ændre ejendomsmarkedet sig og når byggeriet står færdigt er det ikke længere rentabelt, da priserne har ændret sig.

For at beregne Tobins Q er det nødvendigt med en prisangivelse for eksisterende ejendomme (i denne sammenhæng prisudviklingen for investeringsejendomme). Dette skal naturligvis tages med visse forbehold, da der er væsentlige regionale forskelle. Et sådant prisindeks findes i forskellige udgaver. Et overordnet generelt indeks findes hos IPD Dansk Ejendomsindeks⁷⁸. Indekset viser prisudviklingen for investeringsejendomme fordelt på "Butikker", "Kontorer", "Industri", "Bolig" og "Andet", samt en samlet udvikling af alle ovennævnte under ét. Der er det forbehold ved indekset af de deltagende ejendomsselskaber for hovedparten har en meget ens tilgang til deres drift af ejendommene, som også skitseret i afsnit 2.1.2 omkring pensionskassers tilgang til ejendomsdrift. Indekset vil kunne bruges så længe

⁷⁸ Deltagerne i IPD Dansk Ejendomsindeks er: Aberdeen Asset Management, ATP Ejendomme, C. W. Obel Ejendomme, DADES, Danica Ejendomme, Danske Bank, Ejendomsanpartsselskabet af 1/7 2003, Finanssektorens Pensionskasse, Foreningen Fast Ejendom, Juristernes- og Økonomernes Pensionskasse (JØP), Kirkby Invest A/S, Lægernes Pensionskasse, MP Pension, Pension Danmark, PFA, Sampension, SEB Pension, TopDanmark Ejendomme.

man holder dette forbehold for øje. Der findes ligeledes priser på Danmarks Statistik, men igen må resultaterne tages med et vist forbehold.

Prisen på nybyggeri er det andet forhold, der skal afklares for at kunne beregne Tobins Q. Prisen for nybyggeri kan være vanskelig at finde frem til, men der er visse rettesnøre, man kan benytte sig af. Først skal man kende prisen for byggegrund. Herefter skal man kende byggeomkostningerne pr. kvadratmeter og helst også for hver ejendomstype⁷⁹. Der er flere forskellige indeks og statistiker til at belyse omkostningssiden, hvor et af de bedste nok må siges at være "Omkostningsindeks for byggeri"⁸⁰.

Når ovennævnte faktorer er blevet identificerede kan Tobins Q beregnes, men er en teoretisk betragtning, der bliver anlagt og Tobins Q må, i beslutningsprocessen, alene anses som en rettesnor og ikke som et analyseværktøj, hvorpå beslutningen alene kan træffes. Det der gør Tobins Q interessant for markedsaktørerne er, at modellen kan give nogle indikationer af, hvor markedet er på vej hen og det kan være et godt teoretisk værktøj til at forstå, hvordan de forskellige faktorer påvirker hinanden.

Det skal også bemærkes, at ejendomme kan være vanskelige at sammenligne, da de færreste ejendomme har helt ens karakteristika. Nogle ejendomme vil besidde kvaliteter, som har høj værdi for nogle og andre ejendomme vil besidde kvaliteter, der har værdi for andre. Der kan selvfølgelig kigges på hvilken ejendomskategori det enkelte byggeri falder ind under, bolig, erhverv og om det er domicilejendomme, handelsejendomme eller investeringsejendomme og herfra udlede en form for gennemsnitlig kvadratmeterpris ud fra det kendskab, der er til markedet. Det er formentlig også det, der forekommer i praksis⁸¹. Problematikken omkring det tidsmæssige aspekt vil dog bestå og, som det også er sket fra 2007 og frem, resultere i at der er ejendomsdevelopere, som "rammer forkert" i markedscyklussen, med heraf følgende tab og mulige konkurser til følge.

Den tilvækst, der er i byggeriet, også selvom denne måtte være negativ, bliver naturligvis tillagt den bestand der på et hvert givent tidspunkt måtte være. Dette betyder også at bestanden af byggeri hele tiden er foranderlig. Man må også i denne sammenhæng tillægge værdien af varige forbedringer i ejendomsbestanden. Dette kunne som tidligere nævnt være moderniseringer, forbedringer af varmeinstallationer, udskiftning af vinduer til mere tidssvarende løsninger og meget mere. Denne tilvækst i byggeriet hænger ofte sammen med politiske beslutninger og tiltag til at stimulere byggeriet, ofte for at få gang i en national økonomi der går trægt. Denne afhandlings sigte er ikke at analyse om sådanne tiltag virker eller hvad effekten er af et givent initiativ er og vil derfor ikke blive kommenteret yderligere.

2.5.4 Delkonklusion makroøkonomi

Den generelle tilstand i samfundsøkonomien, vil altid have betydning for ejendomsselskaber. Dette være sig i forhold til den direkte driftsindtjening, værdiansættelse eller prisformodningen i markedet. Faktorerne der påvirker disse forhold er, som beskrevet, mange.

⁷⁹ Det giver ikke meget mening, at kende prisen for opførsel af lagerbygninger, hvis man overvejer om det kan betale sig at bygge boliger.

⁸⁰ Indekset bliver udarbejdet af Danmarks Statistik.

⁸¹ Sadolin og Ålbæk udarbejder bl.a. en sådan opgørelse ligesom IPD Dansk Ejendomsindeks har en tilsvarende opgørelse.

I en verden uden skatter, konkursomkostninger, principal-agentomkostninger og kreditanalyseomkostninger er et selskabs kapitalstruktur fuldstændig uden betydning. Men sådan en situation findes ikke i den virkelige verden og derfor er kapitalstrukturen noget, man som ejendomsselskab bliver nød til at forholde sig til.

Det er også væsentligt at gøre sig klart, når man prøver at anskueliggøre det faktum, at kreditgiver vil forlange en risikopræmie, så vil det hænge sammen med Dakolos-teorien⁸². Det vil ikke være muligt at "snyde" sig til bedre vilkår, da verdenen omkring selskabet, også er i stand til at undersøge markedstendenser, konjunktursvingninger og andre faktorer der spiller ind på virksomhedens økonomiske forhold.

Det teoretiske synspunkt der fremsættes af Miller og Modigliani er, at kapitalstrukturen er ligegeyldig for aktionærerne, da de finansielle fordringer blot er en mekanisme til at opdele betalingsstrømme fra aktiver i forskellige betalingsstrømme med forskellige risiko. Det ændre ikke på den samlede betalingsstrøm fra aktiverne og den samlede risiko, der er tilknyttet denne betalingsstrøm. Dette er korrekt, så længe der ikke tages hensyn til de afledte effekter af opdelingen af risiko.

Når de makroøkonomiske faktorer er gunstige, vil man ofte opleve værdistigninger på ejendomme og fokuset på driften kan blive mindre. I disse positive tider, vil et ejendomsselskab typisk også kunne generere positive totale afkast, på trods af, der kan være underskud på driften. I disse tider, netop grundet værdistigningerne, vil et ejendomsselskab kunne håndtere en højere belåning. Ikke dermed sagt at gælden kan serviceres, men grundet de gunstige samfundsøkonomiske forhold, vil selskaberne overleve på trods af, at de reelt er illikvide. Når konjunkturerne skifter, bliver disse selskaber nødlidende og likviditetsproblemet bliver synligt. Dette betyder, at den optimale gældssætning, for et givent ejendomsselskab, formentlig vil være ens uanset om samfundsøkonomien befinner sig i en høj- eller lavkonjunktur, men selskabet vil kunne overleve illiquiditet længere i en højkonjunktur.

Grundet dette er Miller og Modiglianis konklusioner også noget forenklet i henseende til den virkelige verden, uanset de utvivlsomt er korrekte under de fremsatte forudsætninger.

3 Rekonstruktion

Årsagerne til skyldners insolvens kan være mange, det kan være en uheldig markedsudvikling, manglende finansiering, dårlig ledelse, ulykker, uventede tab, manglende planlægning af generationsskifte og en lang række andre årsager, der kan gøre sig gældende, hvorved en rekonstruktion kan blive nødvendig.

3.1 Indledning til rekonstruktion

Skyldners manglende evne til at opfylde sine økonomiske forpligtelser, kan hænger sammen med ejendommens driftsøkonomi, finansiering, belåning eller generelle makroøkonomiske faktorer, som beskrevet tidligere i denne afhandling. Rekonstruktion kan foregå både gennem det konkursretlige system

⁸² De Andre Kan Også Læse Og Skrive.

efter reglerne om rekonstruktion i konkursloven eller foregå uformelt udenfor det konkursretlige system ved frivillige ordninger, der ikke er underlagt lovgivningskrav eller formelle processuelle regler⁸³.

Indenretlig rekonstruktion blev muligt ved lov af nr. 718 af 25. juni 2010 – lov om ændring af konkursloven og forskellige andre love (rekonstruktion mv.). Loven er baseret på konkursrådets betænkning 1512/2009 og trådte i kraft 1. april 2011.

For at der kan tales om en ”rekonstruktion” i Konkurslovens forstand, skal rekonstruktionen mindst indeholde enten en rekonstruktion af skyldneren selv i form af en tvangssakkord eller en rekonstruktion af (en del af) skyldnerens virksomhed ved, at denne overtages af andre som led i en virksomhedsoverdragelse.

Ved at indlede en rekonstruktionsbehandling er der den konsekvens, at debitor enten bliver solvent, for etableret en tvangssakkord, sælger (dele af) sin virksomhed eller overgår til konkursbehandling.

At skyldner er insolvent vil, i rekonstruktion, have den samme betydning som i konkurs og det er derfor KL § 17's definition af insolvens som er gældende.

3.1.1 Baggrund

Reglerne om indledning af rekonstruktion afløser de tidligere regler om betalingsstandsning og tvangssakkord, som samtidig er blevet ophævet. Da reglerne om rekonstruktion træder i stedet, for de tidligere regler om betalingsstandsning og tvangssakkord og samtidig starter en proces der, såfremt der ikke opnås en løsning, leder til konkurs, er mange af konkurslovens regler om omstødelse⁸⁴ og gensidige bebyrdende kontrakter⁸⁵ overført til rekonstruktion. Der er samtidigt åbnet for muligheden for, bindende at værdiansætte alle underpantsatte aktiver – dog ikke fast ejendom.

En ordning om rekonstruktion, skal altid indebærer et element af tvangssakkord eller virksomhedsoverdragelse. Dette følger af, at det er en betingelse, at skyldner er insolvens ved påbegyndelsen af rekonstruktionen og ved endt rekonstruktionsbehandling skal skyldner enten være solvent eller tages under konkursbehandling. Altså, der må enten skulle sælges noget af skyldners virksomhed fra eller der må fremkomme en gældsordning med kreditorerne. Dette er væsentlig anderledes end de tidligere regler om betalingsstandsning, da en betalingsstandsning kunne tilbagekaldes af skyldneren selv og der var ikke krav om løsning af skyldners insolvens⁸⁶.

⁸³ Disse udenretlige rekonstruktionsformer, ligger underfor denne afhandlings afgrænsning og vil derfor ikke blive behandlet yderligere.

⁸⁴ Jf. KL §§ 12 i-m.

⁸⁵ Jf. KL §§ 12 n-u.

⁸⁶ I praksis ville en sådan tilbagekaldelse formentlig blot betyde, at kreditorerne ville anmeldte en konkurs, men der var ikke i lovgivningen en automatisk overgang til konkursbehandlingen.

3.1.2 Hvem kan rekonstrueres

Alle kan rekonstrueres. Både fysiske personer og juridiske personer (dog kun juridiske personer med begrænset hæftelse)⁸⁷, kan benytte sig af dette reglsæt.

Det skal dog nævnes, at der er visse typer af virksomhed, som ikke kan drives under rekonstruktion. Dette betyder også, at visse typer virksomhed reelt er afskåret fra, at benytte disse regler, da virksomheden ikke vil kunne fortsætte sin drift, så længe rekonstruktionen pågår⁸⁸.

Både skyldner og kreditor kan anmelde en rekonstruktion. Såfremt det er skylder selv, der anmelder rekonstruktionen, skal han kunne dokumentere, at han er insolvent. Skyldner skal være opmærksom på, at såfremt der ikke findes en ordning i forbindelse med rekonstruktionen, vil han umiddelbart blive taget under konkursbehandling og det er derfor en "ensrettet vej", som skyldner træder ind på ved indledning af rekonstruktion.

3.1.3 Rekonstruktionens forløb

Ved indledning af rekonstruktion vil det skulle undersøges om, hvorvidt virksomheden overhovedet står til at rede eller om virksomheden skal afganges umiddelbart. Dette kræver en grundig undersøgelse af virksomhedens forhold og ofte også kendskab til branchespecifikke forhold.

Rekonstruktionsforløb vil være:

BECH-BRUUN

Tidslinje => ensrettet vej => rekonstruktion eller konkurs

Indledning	Beskikkelse	Meddelelse	Plan	Afstemning	3 måneders redegørelse	Forslaget	Vedtagelse
Straks	Straks	Inden én uge	Inden én uge før møde	Inden fire uger	Fra indledning	Inden seks måneder fra fire ugers mødet (+ 2 + 2)	

Figur 7 - Tidslinje for rekonstruktionsbehandling, JUC, Rekonstruktion - de nye regler, 2. december 2011

⁸⁷ I selskaber med personlig hæftelse (fx et I/S) vil reglerne alene kunne benyttets såfremt, der er indledt rekonstruktionsbehandling af alle interesserterne.

⁸⁸ Se bilag 9.

Ved anmeldelse af rekonstruktion bliver der straks udpeget en rekonstruktør og processen starter umiddelbart. Hvis rekonstruktion indledes uden skyldners samtykke bestemmer Skifteretten, at rekonstruktøren skal overtage ledelsen af virksomheden⁸⁹. Rekonstruktørens opgave er at undersøge mulighederne for, at virksomheden igen kan blive solvent enten ved et fraslag af aktiver eller en aftale om tvangsakkord eller en kombination af begge. Rekonstruktøren skal inden én uge give meddelelse til alle kendte fordringshavere om at rekonstruktionsbehandling er påbegyndt⁹⁰. Senest 4 uger efter indledningen af rekonstruktionsbehandlingen, skal der afholdes et møde med fordringshaverne⁹¹, hvor de skal stemme om rekonstruktørens udarbejdede forslag til en løsning (rekonstruktionsplan). Rekonstruktøren skal fremsende dette forslag, til fordringshaverne, senest én uge inden mødet⁹². Senest 3 måneder efter rekonstruktionsbehandlingens indledning, skal rekonstruktøren fremsende en redegørelse til både fordringshaverne og Skifteretten om alle væsentlige forhold vedr. rekonstruktionen, samt hvornår et rekonstruktionsforslag forventes færdigt⁹³. Som det fremgår af ovennævnte figur 6 så er der et klart tidsmæssigt aspekt i hele opbygningen af rekonstruktionsbehandlingen og det er da også, dette der har været et af formålene med disse regler. Som det fremgår, kan rekonstruktionen maksimalt strække sig over 7 måneder.

I forbindelse med de afstemninger om vedtagelse af rekonstruktionsplanen og vedtagelse af den endelige rekonstruktion, der foretages under rekonstruktionsbehandling, vil det være den enkelte fordringshavers placering i konkursordenen, som er afgørende for vedkommendes stemmeret. Dette er ud fra en betragtning om, at det alene bør være de kreditorer der bliver berørt af det vedkommende forslag, som bør kunne afgøre forslagets skæbne. Dette betyder at kreditorer der er sikret fuld dækning for deres krav ikke har stemmeret, ligesom kreditorer som under ingen omstændigheder har mulighed for at opnå, ikke engang delvis dækning, heller ikke har stemmeret. Vedtagelserne af forslag til rekonstruktionsplan og rekonstruktionsforslaget, foregår således, at forslagene anses som værende vedtaget, hvis ikke de stemmes ned. Dette er en betydelig lempelse i forhold til de tidligere regler, der krævede, at forslagene blev vedtaget med 50 % flertal af både de stemmeberettigede beløb og af antal fordringshavere. For at nedstemme et forslag i rekonstruktion kræves et flertal af de kreditorer, der deltager i afstemningen og at dette flertal udgør mindst 25 % af det samlede beløb der har stemmeret. Inddeling af fordringshaverne efter konkursordenen er, som den kendes fra den almindelige konkursbehandling.

- § 82 / § 91 / Pant – Separatist rettigheder / håndpant
- § 93 – Foranstillede krav
- § 94 – Masse krav
- § 95 – Løn krav
- § 96 – Særlige afgiftskrav
- § 97 – Simple krav
- § 98 – Efterstillede krav

⁸⁹ Jf. KL § 11 a.

⁹⁰ Jf. KL § 11 b.

⁹¹ Jf. KL §§ 11 d-e.

⁹² Jf. KL § 11 c.

⁹³ Jf. KL § 11 f.

Konkursordnen som den kendes i KL § 93-98 er hermed særdeles væsentlig i rekonstruktion. Ved at afprøve kravenes rangorden i forhold til konkursordenen (som det er nødvendigt) vil man også, allerede have foretaget prioriteringen af kravene, såfremt rekonstruktionen senere viser sig at ende i en konkurs.

Der er også visse praktiske forhold, rekonstruktøren skal tages hensyn til i forbindelse med en rekonstruktionsbehandling. Der vil typisk være ledelsesmæssige problemstillinger, enten fordi rekonstruktøren skal samarbejde med den siddende ledelse eller fordi at rekonstruktøren selv har overtaget ledelsen af virksomheden og dermed får "udvidet" ansvarsområder. Der kan være ansatte som rekonstruktøren skal forholde sig til, måske nøglemedarbejdere, som vil være svære at undvære eller tilsvarende. Man kan også forestille sig, at det vil være nødvendigt at foretage masseafskedigelser eller på anden vis, forholde sig til den værende medarbejderstab. Generel håndtering af aktiver og driftsøkonomi og andre tilsvarende problemstillinger vil også forekomme.

3.1.4 Rekonstruktionens formål

Formålet ved en rekonstruktionsbehandling er, at gøre skyldneren eller hans virksomhed solvent. Dette kan gøres enten ved et frasalg, af dele af virksomheden eller ved opnåelse af en akkord (eller en kombination af disse). Såfremt ingen af disse ting lykkedes, er skyldneren stadig insolvent og vil umiddelbart overgå til konkursbehandling.

Ved at foretage et kontrolleret salg af skyldnerens virksomhed, helt eller delvist, opnår man, at få sorteret de levedygtige aktiviteter, fra de ikke-levedygtige. Der igennem kan man opnå, at skyldner igen bliver solvent. Ved at foretage denne øvelse, er det også muligt, at vælge hvilke dele af en virksomhed, der fortsat er driftspotentiale i og hvilke dele, der med fordel kan gå konkurs. I tilfældet med en ejendomsinvestor, kan det sagtens tænkes, at dele af ejendomsporteføljen giver underskud, enten grundet for høj belåning eller grundet ringe driftsøkonomi og at andre dele (eller andre ejendomme) har en fornuftig drift, som med fordel kan videreføres. Det kan også sagtens tænkes, at ejendomsdriften egentlig er sund nok, såfremt ledelsen overtages af en sagkyndig (eller at driften af ejendommene lægges hos en professionel administrator) og at man alene gennem en udskiftning af ledelsen og deraf følgende optimering af driften kan afværge en truende konkurs.

Ved at foretage det kontrollerede salg, er der også bedre muligheder for, at opnå en fordelagtig salgspris, uanset om dette så er for enkelte ejendomme eller for en samlet portefølje.

Det er væsentligt, at når rekonstruktørerne udfører sit arbejde, at han hele tiden forholder sig til princippet om "den stigende dividende". Dette betyder at rekonstruktøren hele tiden skal sørge for, at få flere penge tilført virksomheden end der bliver brugt. Rekonstruktøreren skal ikke tiltræde eksisterende gensidige bebyrdende kontrakter, hvis ikke værdien af disse overstiger likviditetsbehovet. Dette er ikke anderledes end ved en konkursbehandling.

3.2 Særlige problemstillinger for ejendomsselskaber

For ejendomsselskaber er der nogle særlige forhold der skal overvejes og tages stilling til. Det mest nærliggende er skyldners dispositionsret⁹⁴ over driftskonti, mulighed for modtagelse af deposita indbetalinger, foretage udbetalinger i forbindelse med fraflytninger eller betaling for ejendomsdrift. Der ligger det særlige heri, at mange af de "dagligdags" transaktioner i forbindelse med ejendomsdrift har en væsentlig størrelse og derfor må kræve rekonstruktørerens samtykke jf. KL § 12.

Spørgsmålet om dispositionsbegrensning vil formentlig vise sig, for ejendomsselskaber, at være begrænset. Dette skyldes, at praksis nok vil komme til, at vise en manglende vilje fra både rekonstruktørens side, Skifteretten og fra kreditorerne til at lade ejendomsejeren selv, fortsætte driften efter en indledt rekonstruktionsbehandling. Man vil nok i højere grad forvente, at der vil være nervøsitet for, at ejeren skal blive fristet til at "stikke af" med værdier, hvis det viser sig, at rekonstruktionsbehandlingen ikke vil ende positivt.

I ejendomsselskaber vil der ofte være tale om få, store kreditorer⁹⁵ og disse vil i de fleste tilfælde, kende skyldners økonomi ganske godt. Dette forhold gør også, at der nok i de fleste tilfælde, vil foregå en dialog mellem skyldner og kreditor(erne) inden en rekonstruktionsbehandling bliver påbegyndt. Hvis den overhovedet vil blive påbegyndt. Kreditorernes afvejning må være, om de forventer at en rekonstruktionsbehandling kan tilfører værdi til et konkurstruet ejendomsselskab.

3.3 Delkonklusion rekonstruktion

Med de nye rekonstruktionsregler, er der blevet foretaget en klar stillingtagen til situationen omkring nødlidende virksomheder. De skal enten hjælpes til at blive solvante eller erklæres konkurs. Den "ensrettede vej" er et paradigmeskift i forhold til tidligere. Mange af de undersøgelser omkring virksomhedens forhold op til konkurs, fordringernes gyldighed og placering i konkursordenen, tvivlsomme og omstødelige dispositioner, overblik over og beslutning om indtrædelse i gensidige bebyrdende kontrakter, skal nu allerede afsøges under en rekonstruktionsbehandling. Det betyder så, at de samme undersøgelser ikke er nødvendige, hvis virksomheden efter rekonstruktionsbehandling overgår til konkursbehandling. Dette gør også, at omkostningerne til rekonstruktion, i et vist omfang, erstatter de tilsvarende omkostninger til konkurs

Generelt må det antages, at der for ejendomsselskaber, ofte er tale om enkelte større kreditorer⁹⁶. Det betyder, at det må antages, at de enkelte kreditorer er meget opmærksomme på den sikkerhed de evt. har for deres krav. Der vil formentlig oftest være tale om større finansielle institutioner og det må derfor formodes at de er "tæt" på debitor. De har dermed et større kendskab til debtors generelle økonomi og muligheder. Långiver må også formodes, at have en stor grad af knowhow og juridisk ekspertise i deres organisation. Långiver vil, som oftest, være den største kreditor og have en indsigt i debtors drift, som en

⁹⁴ Såfremt skyldner ikke er frataget ledelsen af virksomheden.

⁹⁵ Nemlig långiverne.

⁹⁶ I hvert fald for den enkelte ejendom. Man kan sagtens forestille sig, at der er mange kreditorer der skal tages hensyn til, hvis der er tale om en stor ejendomsportefølje, hvor ejendommene er belænt hos forskellige långivere.

håndværksmester eller tilsvarende aldrig vil have. Derfor må det også forventes, at långiver har haft en kontakt til debitor inden en egentlig rekonstruktion bliver iværksat.

Med det kendskab, der er til illikvide ejendomsselskaber må kreditors afvejning være, om det overhovedet er muligt, at tilfører et ejendomsselskab værdi ved en rekonstruktionsbehandling. Det er formentlig begrænset, særligt når der ses på den korte tid en rekonstruktion strækker sig over. Som det er fremgået tidligere i nærværende afhandling, så vil det ofte tage tid (og likviditet), at vende driften i et ejendomsselskab⁹⁷.

Dette efterlader kun ønsket om en bindende tvangssakkord som gyldig grund til, at en ejendomskreditor ville ønske at benytte sig af dette nye reglsæt.

4 Konkurs

"Ved konkurs forstås en kreditorforfølgning, der retter sig mod hele skyldnerens formue, således at denne anvendes til at give samtlige kreditorer en – som udgangspunkt – ligelig fyldestgørelse."⁹⁸

4.1 Indledning til konkurs

Konkurssituationen er som udgangspunkt altid den samme, et selskab bliver nødlidende, der bliver måske, måske ikke, gennemført en eller anden form, for forsøg på rekonstruktion, som enten ikke lykkedes eller som skyldner ikke lever op til og herefter bliver skyldner anmeldt til Skifteretten som afsiger konkursdekret.

I forhold til en ejendomsbesidder er der det forhold, at der er en eller flere ejendomme, hvorpå driften skal fortsætte (i en eller anden form). Dette er, som udgangspunkt, ikke meget anderledes end enhver anden type virksomhed, hvor driften bliver videreført i et eller andet omfang af kurator. Der er dog det særlige ved ejendomskonkurser, at der et særligt hensyn der skal tages, uddover de hensyn som også er gældende for andre typer af konkurser, hvor der skal tages stilling til ansatte, samarbejdspartner, det offentlige mv. Disse hensyn er der tillige for et ejendomskonkursbo, men der er også det særlige, at der som udgangspunkt vil være nogle lejere i ejendommen (dette kan være både boliglejere og erhvervsdrivende afhængig af ejendomstypen), disse lejere har nogle særlige rettigheder, både i forhold til deres lejekontrakter, men også i forhold til indskudt deposita.

4.1.1 Forudsætninger for konkurs

Forudsætningen for at en konkurs kan indtræde, er insolvens og at denne ikke kun anses for at være forbigående jf. KL § 17. Ved insolvens forstås i konkurslovens forstand, at en debitor ikke er i stand til at opfylde sine forpligtelser efterhånden som de forfalder (KL § 17, stk. 2).

⁹⁷ Enten grundet skift i de makroøkonomiske faktorer eller ved at udvikle ejendomsporteføljen ved forbedringer og lign..

⁹⁸ "Kreditorforfølgning – materiel foged- og konkursret", s. 18.

Konkursen indtræder, når en kreditor indgiver konkursbegæring mod en debitor og Skifteretten på baggrund af det foreliggende gældsforhold vælger, at imødekomme kreditors begæring og afsiger konkursdekret over skyldneren.

Ved afsigelse af konkursdekret etableres fristdagen, det er dette tidspunkt, som danner grundlag for de tidsfrister, der findes i konkursloven omkring omstødelse af dispositioner, omkring tidsfrister for indsigelser, mm.. I forbindelse med ejendomme, vil det være interessant for kurator, at kigge nærmere på gaver til nærtstående og evt. omstødelse af disse. Dette er traditionelt en typisk måde, hvorpå en skyldner søger at unddrage sine kreditorer værdier på⁹⁹.

Omstødelse af dispositioner kan gennemføres, såfremt en af følgende betingelser er opfyldt:

- Hvis betalingen er sket med usædvanlige betalingsmidler¹⁰⁰
- Før normal betalingsfrist¹⁰¹
- Om betalingen afgørende har forringet skyldners betalingsevne¹⁰²

Er én af ovenstående betingelser opfyldt, kan der omstødes, såfremt betalingen under hensyn til omstændighederne fremtrådte som ordinær jf. KL § 67.

Såfremt gaven er til en nærtstående, som det i det skitserede eksempel vil være, så udvides fristen for omstødelse fra 3 måneder før fristdagen til 2 år.

Der vil ikke blive foretaget yderligere analyse af mulighederne for omstødelse, der skal blot bemærkes, at dette forhold er ét kurator skal være særlig opmærksom på.

4.1.2 Konkursens retsvirkninger

Når der er blevet afsagt konkursdekret over en ejendomsbesidder, har det nogle umiddelbare konsekvenser, som konkursboet skal forholde sig til straks.

En af disse er huslejeindbetalerne. Lejerne i den eller de pågældende ejendomme vil formentlig ikke være klar over, at der er afsagt konkursdekret over skyldneren og selvom om de skulle være vidende konkursdekretet, ved de så hvad det betyder?

Som udgangspunkt så overtager kuratellet adgangen til ejendommens bankkonto og dermed også råderetten over de huslejeindbetalinger, som vil forekomme. Der er set eksempler på, hvor skyldner har oprettet nye konti til huslejeindbetalinger og har formået at holde disse skjult for kuratellet i en kortere eller længere periode¹⁰³. Endvidere må det antages, at de fleste lejere, i hvert fald i almindelige

⁹⁹ Se bl.a. UfR 2004.2783 V, UfR 1983.1055 H, UfR 2005.330 H.

¹⁰⁰ Om betalingsmidlet er usædvanligt skal afgøres ved, hvad der er sædvanligt i pågældende kontraktsforhold.

¹⁰¹ Her ses der på, hvornår betaling plejer at blive gennemført i det pågældende kontraktsforhold og ikke kun på om fordringen var forfalden.

¹⁰² Der vil skulle føres solvensbevis fra modtagerens side.

¹⁰³ Der vil ikke i denne forbindelse blive nævnt nogen ved navn grundet manglende dokumentation og fortrolighedsforhold, men det er forfatteren bekendt ved egne erfaringer at dette er forekommet.

boligejendomme, ikke er bekendt med konkurslovens regler og derfor kan komme voldsomt i klemme, hvis ikke konkursboet meget hurtigt får oplyst lejerne om, hvad der er sket og om, til hvem, huslejebetaling kan ske med frigørende virkning. Ligesom en skyldner kan prøve at "stikke af" med huslejeindbetalinger, så kan det samme være tilfældet for lejernes indbetalte deposita (depositum og forudbetalt leje). Disse midler skal konkursboet også sikre sig, meget hurtigt således, at disse penge ikke blot forsvinder. Dette er måske endda særlig vigtigt, da boet hæfter for de indestående midler jf. LL § 7 og ERHL § 6, hvor af det fremgår, at den til enhver tid værende ejer hæfter for tilbagebetaling af deposita, forudbetalt husleje, indskud eller lignende i det omfang disse beløb til sammen ikke overstiger et ½ års leje.

Kurator skal også sørge for at tinglyse konkursdeketret på de enkelte ejendomme for at iagtage sin sikringsakt og dermed fratage skyldneren muligheden for at disponere med ekstinktiv virkning¹⁰⁴.

4.1.3 Omkostninger ved konkurs

De omkostninger der er forbundet med en konkurs indtræden, er omkostninger til boets behandling. Disse omkostninger består typisk af skifterettens arbejde samt omkostninger til kurator, administratorer og anden sagkyndig bistand.

Efterfølgende vil der blive tale om omkostninger til boets afvikling. Inden boet er afviklet, vil der være omkostninger til en, formentlig begrænset, foreløbig drift af virksomheden, for der igennem at fremskaffe yderligere aktiver til boet eller for at mindske eventuelle forpligtelser. Disse kunne være indtrædelse i et erhvervslejemål for at bibeholde et driftssted for virksomheden, der kunne være en afståelsesret tilknyttet lejemålet som i sig selv kan have en værdi for konkursboet og det kan endvidere have en væsentlig økonomisk værdi for boet at kunne sælge virksomheden som en samlet enhed.

Konkursboet kan frit vælge mellem hvilke gensidigt bebyrdende kontrakter som boet ønsker at indtræde i (konkursboets indtrædelsesret) jf. KL § 55, stk. 1. Denne bestemmelse modificeres af bestemmelsen i KL § 55, stk. 2.

Omkostningerne i forbindelse med boets behandling, har stilling som foranstillede krav jf. KL § 93. Dette betyder også, at kurator har sikkerhed for sit krav, da kurator samtidig er forpligtet til, at afslutte bobehandlingen, såfremt boet ikke har midler til, at dække omkostningerne til boets behandling. Der er dog flere, som kan opnå denne status, da det ikke er unormalt, at boet finder en administrator til, at varetage driften af ejendommen (el. ejendomsporteføljen) indtil den kan afhændes til anden side¹⁰⁵. Administrators honorar i denne forbindelse vil også være omfattet af KL § 93. Dermed vil administrator i praksis altid have sikkerhed for sit krav, det vil være svært at forestille sig afhændelse af et ejendomsselskab, hvor der ikke vil være midler til § 93 kreditorerne. At engagere en professionel til at varetage driften af ejendommen eller ejendommene vil i langt de fleste tilfælde sagtens kunne begrundes og formentlig også tilrådes¹⁰⁶. Dette er der flere grunde til, en administrator vil typisk være billigere end at lade en advokat forestå arbejdet og en professionel administrator vil, som udgangspunkt, have en større

¹⁰⁴ "Kreditorforfølgning – materiel foged- og konkursret", s. 207.

¹⁰⁵ Som fx konkursboet efter CenterPlan / Bovista valgte.

¹⁰⁶ Ud fra tanken om "den stigende dividende". Alene forskellen i timepris på en advokat og en ejendomsadministrator bekræfter dette.

indsigt i ejendomsdrift og en større indsigt i lejeretten, hvilket som tidligere beskrevet kan have en kæmpe indvirkning på ejendommens løbende drift og hermed også på boets dividende. Indtægterne fra ejendommens drift under konkursbehandlingen, vil tilfalte boet og dermed komme kreditorerne til gavn. I forhold til omkostningerne til bobehandling, skal det samtidig gøres klart, at administrationen af ejendomme under konkursbehandling kan være mere krævende end ved almindelig drift.

Der er for ejendomskonkurser særlige hensyn der skal varetages og der er at gøre med en aktivtype, der særligt i disse tider, kan være vanskeligt at værdiansætte og sælge. Der kan være særlige finansieringsforhold og det kan måske endda være disse der er årsag til konkursen.

Kurator har den opgave at tilfører konkursboet værdi. Når dette ikke længere er muligt, skal han afslutte bobehandlingen ud fra princippet om "den stigende dividende". Det betyder også, at så længe kurator formår at tilfører boet værdi skal bobehandlingen fortsætte. Når dette sammenholdes med casen, så bliver det tydeligt, at en bobehandling kan fortsætte så længe værdierne i boet stiger. Det er dette forhold der gør at kurator kan spekulere i markedstendenserne, som vil blive nærmere behandlet i afsnit 5.2.

4.2 Ejendomsforbedringer under konkurs

En konkurs betyder, at boet skal afvikles og dividende (i en eller anden størrelse) skal udbetales. Hvis man forestiller sig, et konkursbo hvor kuratellet vælger en lang afvikling på linje med den der var tilfældet for casen, så har boet også mulighed for at indtræde, i hvert fald i en periode, i en helt traditionel ejendomsdrift. Dette betyder reelt også, at såfremt boet vælger en strategi om lang afvikling, vil det være væsentligt for boet, at undersøge mulighederne for, at gennemfører forbedringer på ejendommene. Dette kræver naturligvis et vist niveau af likviditet, men såfremt ejendommen eller ejendomsporteføljen er stor nok, vil dette formentlig kunne løses gennem huslejeindbetalerne eller måske med en långivers mellemkomst, fx hvis långiver ser fordelen med en lang afvikling som tilfældet var i casen¹⁰⁷. Formålet med disse gennemførelser er ikke anderledes end det vil være for en normal ejendomsinvestor. Hvis vi kigger på et eksempel, hvor konkursboet råder over en ejendom der lejefastsættes efter omkostningsbestemt husleje og et givent lejemål ikke er blevet moderniseret, vil boet kunne modernisere lejemålet og genudleje til en højere leje¹⁰⁸. Ikke nok med, at dette vil bibringe en højere leje, så vil denne højere leje også medfører en højere værdifastsættelse efter DCF-modellen og dermed en, i hvert fald teoretisk, højere salgsværdi. Dette er værd at gøre sig klart, da dette jo reelt betyder, at kuratellet har en mulighed for at forbedre provenuet ved en afvikling af aktiverne og der igennem opnå et bedre resultat for kreditorerne. Dette er naturligvis ud fra en alt andet lige betragtning, da boet ikke kan være sikrer på, at det er muligt at sælge ejendommen til denne højere salgspris, dog kan der argumenteres for, at såfremt boet vælger en lang afvikling og dermed også "venter på bedre tider" vil man jo også vente med at gennemfører et salg indtil, man kan opnå den salgspris, man har regnet sig frem til.

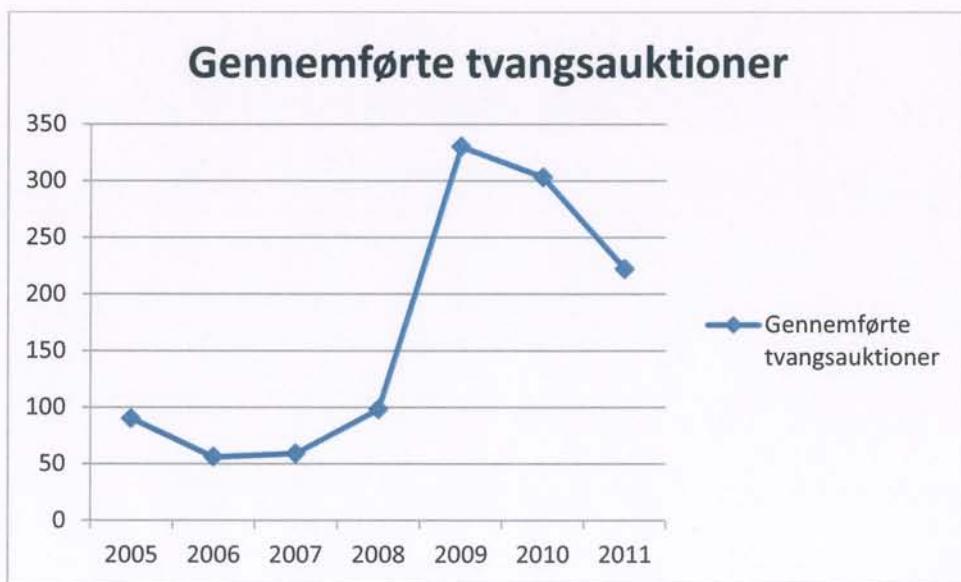
¹⁰⁷ Alternativt kan man forestille sig, at boet frasælger én ejendom fra porteføljen, for dermed at tilfører likviditet, der kan bruges til at optimere driften af de resterende ejendomme.

¹⁰⁸ Dette er naturligvis underforudsætning af at boet har undersøgt om udlejning til den nye leje er realistisk - hvilket det dog typisk altid vil være i de større byer – der vil være andre faktorer der også vil have indflydelse, men det antages i denne sammenhæng at disse er opfyldt.

4.3 Tvangsauktionens rolle

I forbindelse med konkurser er det ikke ualmindeligt, at boets aktiver på et tidspunkt bliver sat til salg på tvangsauction.

For investeringsejendomme har udviklingen i anmeldte begæring om tvangsauctioner og afsluttede sager om tvangsauctioner over investeringsejendomme (som begrebet er defineret i denne afhandling), udviklet sig som følgende siden 2005 og indtil første halvår af 2011 (tallet for 2011 er beregnet ud fra antallet af tvangsauctioner fra 1. halvår ganget med 2):



Figur 8 - kilde: Domstolsstyrrelsen

Som det fremgår, har udviklingen i tvangsauctioner været stigende fra 2007 til 2009, hvor antallet af tvangsauctioner er mere end fire dobbelt. Herefter har antallet været svagt faldende, men stadig på et højt niveau sammenlignet med 2005, 2006 og 2007. Det er her væsentligt at bemærke, at tvangsauctioner i perioden op mod den økonomiske krise, der startede i 2007 og 2008 har været på et historisk lavt niveau¹⁰⁹ og derfor kan man nok heller ikke sige, at det nuværende niveau er højt, men det viser dog, at der har været en stigning i forhold til meget lave niveau i 2006 og 2007. Det var også på dette tidspunkt at prisniveauet for ejendomme toppede¹¹⁰. Dette kan formentlig også forklare en stor del af disse ejendomskollapser, da der ikke længere var prisstigninger til at skabe værdi i de ejendomsselskaber, hvor der ikke var en fornuftig driftsindtjening og hvilket så vil resultere i konkurser og tvangsauctioner.

Det skal bemærkes, som det også fremgår af bilag 10, at der er væsentlige forskelle landsdelene imellem over antallet af tvangsauctioner. Dette forhold vil dog ikke blive behandlet yderligere her, da det ikke er

¹⁰⁹ Jf. Danmarks Statistik

¹¹⁰ Jf. IPD Dansk Ejendomsindeks m.fl.

nærværende afhandlings sigte, at analysere regionale forskelle i tvangsaукtioner og de underliggende faktorer herfor.

Når der i det nuværende marked, afholdes tvangsaукtioner over investeringsejendomme vil budsummerne ofte være lave (set i forhold til tidligere auktionsbud, som i forvejen er lavere end omsætningspriser i fri handel). Långiverne, og ikke kun bankfinansieringen på de yderste 20-30 %, har derfor vanskeligt ved at få deres tilgodehavende dækket af budsummen. Dette har gjort, at nogle realkreditselskaber er begyndt, systematisk, at hjemtage ejendomme på tvangsauktion, for dermed selv at holde dem indtil en bedre salgspris kan opnås¹¹¹. Fordelen for realkreditinstitutterne er, at de ved at hjemtage ejendommene kan opnå, at få dækning for deres krav i boet, selvom dette så først bliver på et senere tidspunkt.

Denne praksis kan formentlig også anskues som en nødvendig følge af den bølge af konkurser, der har været, da det kan være vanskeligt for långiver at afskrive tabet på én gang.

Tvangsauktionens særlige ret i forhold til de tinglyste rettigheder på ejendommen, er et forhold af betydning. Lejers forhold omkring en tvangsauktion og indvirkningen af denne, vil blive nærmere belyst i afsnit 5.2 og vil derfor ikke bliver diskuteret yderligere her.

Generelt må det siges, at tvangsauktionens rolle, i forbindelse med nødlidende ejendomsselskaber og ejendomsselskaber under konkurs er, at tabsbegrænse. Tvangsauktionens mulighed for, at bibringe værdi til et konkursbo er små (eller ikke-eksisterende) og brugen af tvangsauktioner vil således være en anden.

Dette betyder ikke, at tvangsauktioner ikke har en rolle at spille, i behandlingen af ejendomsselskaber, men at tvangsauktioner skal ses som et værktøj til at tabsbegrænse, såfremt der er projekter i porteføljen som trækker uforholdsmaessigt på likviditeten (fx som eksemplet fra casen om Princeton). Tvangsauktioner kan også bruges til, at tilfører hurtig likviditet til behandlingen af en ejendomsportefølje. Ved at sælge én eller få ejendomme fra, kan der skabes et likviditetsoverskud, der kan benyttes til at optimere den resterende del af porteføljen. På denne måde vil afkastet kunne bedres på den resterende del af porteføljen og dette vil resultere i bedre driftsresultater og i højere salgspriser.

4.3.1 Købers påtagelse af risiko

I forbindelse med et køb af en ejendom på tvangsauktion, vil køber påtage sig en ikke uvæsentlig risiko, da der ikke er tilknyttet de samme indsigelsesmuligheder og muligheder for at holde sælger til ansvar, som der ellers vil være i en almindelig handel. Denne ekstra risiko må have en pris og køber må kunne kalkulere sig frem til, hvor stor en ekstra risiko han kan påtage sig for, at handlen stadig vil være rentabel for ham, ud fra en "alt andet lige" betragtning. Køber vil således, ikke påtage sig en større økonomisk risiko i forbindelse

¹¹¹ Dette gøres bl.a. af BRF-kredit, som har systematiseret så meget, at de har indgået en administrationsaftale med Dan-Ejendomme A/S.

med køb på tvangsauktion, end merprisen for at købe en tilsvarende ejendom i fri handel – for hvorfor skulle han det?

Hvis det antages, at køber kender alt til ejendommen, har kunnet foretage sædvanlige undersøgelser af både ejendom, lejersammensætning, kontraktsgrundlag mm., så kan køber kalkulere sig, relativt præcist, frem til, hvad han vil give for ejendommen, bl.a. jf. afsnit 2.3.1 om værdiansættelse af ejendomme. Dette vil (nærmest) aldrig kunnet lade sig gøre ved salg på tvangsauktion og derfor må køber påregne sig et "risiko-tillæg". Den "oplyste" køber må kunne gennemskue de vedligeholdsesmæssige aspekter, ved den ejendom han ønsker at byde på, samtidig med at han skal kunne vurdere lejersammensætningen, muligheden for lejeforhøjelser og / eller forbedringer samt sandsynligheden for hurtig genudlejning til et fornuftigt lejeniveau ved evt. opsigelser. Det vil være de færreste, der kan overskue alle disse aspekter og særligt, når der ikke er mulighed for, at foretage en grundig ejendoms due-diligence, som det ikke vil være i forbindelse med køb på tvangsauktion¹¹².

Når antagelsen om købers manglende information fastholdes og samtidig anerkendes, at køber, som minimum, skal have et nedslag svarende til den ekstra risiko han påtager sig, da køber ellers lige så godt kan købe en ejendom i fri handel, vil køber derfor skulle overveje, hvordan han fastsætter sin risikopræmie og under hvilke kriterier. Det skal så sammenholdes med det særlige forhold der gør sig gældende i dag, hvor der ikke er et likvidt og "normalt" ejendomsmarked at forholde sig til. Hvis der sammenlignes med den regnskabsmæssige værdisætning af fast ejendom som omtalt i afsnit 2.2, så skal værdiansættelsen ske til en pris svarende til ejendommens værdi ved fri handel i et *aktivt* ejendomsmarked – et sådant marked har vi ikke på nuværende tidspunkt – og den værdi køber tildeler dette forhold, vil have betydning for budsummen.

Andre faktorer, som vil have indflydelse på budsummen er bl.a. lejersammensætningen og ejendommens vedligeholdesesstand. Disse to forhold er ikke anderledes end ved almindelige ejendomshandler, men der er begrænsningen om auktionskøbers mulighed for, at efterprøve de oplysninger, der er givet i forbindelse med auktionen. Det forventede provenu af en tvangsauktion over fast ejendom, må ses i forhold til de begrænsninger i budsummen, der må forventes i forhold til købers risikopræmie.

4.4 Delkonklusion konkurs

Konkursbehandlingen af ejendomsselskaber indeholder mange aspekter, som kurator skal forholde sig til. Af de praktiske, skal kurator foretage sin sikringsakt, ved at lade konkursen tinglyse på ejendommene. Kurator skal informere lejerne om konkursen og herefter skal kurator have undersøgt ejendomsporteføljen, med henblik på at fastslå hvilke muligheder porteføljen har.

Som gennemgået tidligere i afhandlingen har driftsindtjening, værdiansættelse og makroøkonomiske forhold, hver især betydning for driften, hvilket kurator skal undersøge. Det skal fastslås, hvilken gensidige påvirkninger de økonomiske faktorer har, for der igennem at fastslå, hvilken afvikling af boet, der vil være

¹¹² Dokumentmaterialet ved en tvangsauktion vil, alt andet lige, være ringere end ved en informeret handel i et frit marked. Sælger i en frihandel, vil også have et større incitament til, at oplyse om ejendommens forhold og vil i et betydeligt omfang også være interesseret heri, da han ønsker ejendommen solgt – til forskel fra en tvangsauktionssituasjon.

at foretrække. Er der mulighed for at "spille" på samfundsøkonomien, som det var tilfældet i casen eller skal der tabsbegrenses med det samme. Kurators muligheder for, at tilfører boet værdi ud fra princippet om "den stigende dividende" vil være afgørende for kurators beslutninger i bobehandlingen.

Når der besluttes afviklingsstrategi i konkursboet, er et væsentligt forhold servicering af gæld. Det vil typisk være dette forhold der gør ejendomsselskaber nødlidende, men kurator har ikke denne udgiftspost i bobehandlingen og dette faktum betyder, at konkursboet vil have en højere likviditet (i hvert fald teoretisk) end ejendomsejeren selv havde. Likviditetens indvirkning på optimeringsmulighederne i en ejendomsportefølje er, som tidligere belyst store og den øgede likviditet vil også gøre, at der, alt andet lige, vil gå længere tid, før det er nødvendigt at tilfører ny likviditet (fx ved et tvangsauktionssalg).

Denne øgede likviditet kan sikre driften i konkursboet længere og det vil dermed være mere sandsynligt, at boet få afhændet ejendommene til en acceptabel pris i en fri handel.

5 Rekonstruktion sammenholdt med konkurs

Det helt klare ved de nye regler om rekonstruktion er den klare sammenhæng og ensretning der nu findes i både reglerne om rekonstruktion og i de kendte konkursregler. Med de ændringer der er foretaget i forhold til de tidlige regler om betalingsstandsning og akkord, så har rekonstruktion nu meget til fælles med konkursbehandlingen.

Det gør også, at det giver mere mening at omtale de to reglsæt i forlængelse af hinanden og som komplementerer regler end som et udtryk for enten eller. I sær rekonstruktørens beføjelser og undersøgelser minder om kurators beføjelser i konkursbehandling. Der er dog stadig forskelle i retsvirkningerne af de to reglsæt og dermed også forskelle i de muligheder de hver i sær kan tilfører værdi.

Der vil for rekonstruktion og konkurs være fordele og ulemper i forbindelse med en behandling af ejendomsselskaber. Nogle af disse forskelle vil i det følgende søges belyst ud fra bobehandlingstiden og lejers særrettigheder.

5.1 bobehandlingstiden

Den store forskel mellem rekonstruktion og konkurs er det tidsmæssige aspekt.

For rekonstruktion kan bobehandlingen maksimalt vare 7 måneder. Et så kort tidsrum vil, formentlig, ikke være nok til, for alvor, at gøre en forskel for økonomien i et ejendomsselskab. Rekonstruktion kan dog bruges til andre forhold, som kan vise sig formålstjenestlige. Rekonstruktøren har mulighed for, i sit arbejde, at identificere, hvilke ejendomme der er rentable og, hvilke der ikke er. Denne analyse kan benyttes til, at fremkomme med et rekonstruktionsforslag, hvor der tages højde for disse ejendomme. På denne måde kan rekonstruktøren, indenfor de regler der er for rekonstruktion, skabe værdi for virksomheden ved at udskille "usunde" ejendomme og lade de "sunde" ejendomme fortsætte i virksomheden. Rekonstruktøren kan også bruge sin tid på undersøgelser om, hvorvidt dele af porteføljen skal på tvangsauktion, for at tilfører likviditet til resten af porteføljen.

Værdiskabelse, som det blev fremlagt i casen, kan dog ikke forekomme i rekonstruktion. Til dette er det tidsmæssige aspekt for vigtigt og ændringer i samfundsøkonomien vil ikke kunne nå, at slå igennem over så kort en periode.

Værdiskabelse i behandlingen af ejendomsselskaber må således forekomme i konkurs. Muligheden for lange afviklingstider, til gunst for kreditorerne, kan kun forekomme ved at gøre bobehandlingen så langstrækt, at samfundsøkonomien får tid og mulighed for, at gennemgå sine almindelige konjunktursvingninger.

Tiden hvorpå et konkursbo kan lade sig afvikle, kan i henseende til ejendomme være et afgørende parameter, som også set ved Bøje Nielsen konkursen. Denne væsentlige forskel til rekonstruktionsreglerne, kan have afgørende betydning for, om en kreditor skal søge, at få gennemført en rekonstruktion eller om han skal søge at få afsagt konkursdekret over skyldner. Dette forhold er måske endnu mere vægtigt, da det for det meste, vil være långiver der vil indgive konkursbegæring mod en ejendomsbesidder, alene af den grund, at det vil være långiver, der har det største tilgodehavende (set i forhold til leverandører, lejere eller andre). Forhold gør, at långiver er i en situation, hvor de selv kan garantere den foreløbige drift fra kurators side og dermed garantere for evt. tab ved en fortsat drift. Dette gør også, at långiver kan begynde at spekulere i ejendomsmarkedet¹¹³, da de i realiteten garantere overfor dem selv (som største kreditor). Som også tilfældet i Bøje Nielsen sagen.

Overvejelser om de makroøkonomiske tendenser, bør altid foretages af en kurator og stillingtagen bør tages ud fra hensynene, som de er fremlagt i nærværende afhandling.

5.2 Lejers særrettigheder ved udlejers konkurs

Udlejers konkurs har, som udgangspunkt, ikke den store betydning for lejers retsstilling, da lejer er beskyttet mod udlejers konkursbo og kreditorer uden tinglysning jf. ERHL § 6 og LL § 7. Lejer skal dog være opmærksom på, at særrettigheder, der er aftalt i lejekontrakten og som falder udenfor erhvervslejelovens normale område¹¹⁴, ikke er beskyttet uden tinglysning se fx U 2001.2404 VLK. Dette betyder, at lejers rettigheder kan blive forringet, såfremt udlejers konkursbo vælger ikke at indtræde i lejeforholdet. At konkursboet vælger ikke at indtræde i lejeforholdet, betyder ikke, at lejer bliver opsagt og ikke længere kan bebo lejemålet, men alene, at lejers særrettigheder bortfalder. Såfremt lejers rettigheder er tinglyste, bortfalder disse først ved salg på tvangsauktion. Dette kan have relativt vidtrækkende konsekvenser for lejer, som da, i dette tilfælde, også vil have mulighed for, at hæve lejeaftalen og kræve erstatning i henhold til KL § 58. Lejer kan fremsætte sit krav overfor konkursboet, men kravet vil kun være omfattet af KL § 97. Boet kan også vælge, at indtræde i lejeforholdet og dette vil så betyde, at boet samtidig indtræder i lejekontrakten som den er inkl. evt. særrettigheder, tinglyste som utinglyste jf. KL § 56. Som nævnt bortfalder lejers særrettigheder ved ejendommens salg på tvangsauktion. Det er dog kun tilfældet såfremt

¹¹³ Dette er selvfølgelig under forudsætning, at långiver ikke selv har finansieringsmæssige vanskeligheder og problemer med underbalancer (a la Amagerbanken m.fl.).

¹¹⁴ Fx afståelsesret og fremlejeret i erhvervslejekontrakter indgået før 1. januar 1992 eller forlænget opsigelsesvarsel, beskyttelse mod lejereguleringer mv. – ”lejemålets ophør og brugsrettens overgang”, s. 341-342.

særrettigheden ikke opnår dækning i budsummen¹¹⁵. Dette afgøres ved, at særrettigheden kapitaliseres og herefter indgår i prioritetsordenen, efter de tinglyste rettigheder, hvilket også betyder, at der sagtens kan være særrettigheder som opnår dækning, og derved består, og andre der ikke gør¹¹⁶. Forholdet er særlig vigtigt for en ejendomskreditor, at være vidende om, da der kan være store ”gemte” værdier. Hvis særrettigheder bortfalder, vil de kunne skabe ekstra værdi for et konkursbo, hvis ejendommen går konkurs og boet ikke indtræder i kontrakten. Det der selvfølgelig skal overvejes er, hvor meget man kan forvente at opnå. Hvis den ikke tinglyste klausul er en, for lejer gunstig, bestemmelse om, at der ikke må lejereguleres, skal dette opvejes mod, hvad det evt. vil koste i mistede lejeindtægter, potentielle erstatningskrav mv..

Dette skal holdes op mod de muligheder der er for udlejer eller udlejers rekonstruktør, såfremt der bliver indgået en ordning om forsøg på rekonstruktion. Dette er ikke helt uvæsentligt, da mulighederne for en rekonstruktør i et forsøg på at gennemfører en rekonstruktion ikke har de samme muligheder for, at ”påvirke” lejerne som et konkursbo har. Dette er her væsentligt at bemærke, da de muligheder der findes i rekonstruktion til at påvirke lejeudviklingen, alene på baggrund af selskabets status som under rekonstruktion kontra under konkurs, er mærkbart ringere.

Det er også her værd at bemærke, at såfremt det var lejer og ikke udlejer der var under rekonstruktion, så kunne evt. betalingsmisligholdelse og en evt. ophævelse på dette grundlag til sidesættes ved lejers indledning af rekonstruktion jf. KL § 12 o. Dette betyder også, at såfremt det er lejer der søger rekonstruktion, kan denne i forhold til sine løbende gensidige bebyrdende aftaler, som et lejeforhold jo er, opnå en ikke uvæsentlig fordel. Det er dog med den begrænsning, at såfremt udlejer har disponeret i forhold til ophævelsen, vil det formentlig ikke længere være muligt, at viderefører lejeaftalen. Udlejer har dog ikke denne ”fordel” ved sin rekonstruktion, da lejer er beskyttet mod udlejers konkurs jf. ERHL § 6 og LL § 7 og det må formodes også efter dennes analogi, at gælder ved udlejers rekonstruktion.

Det betyder ikke, at udlejers gensidige bebyrdende aftaler ikke kan håndhæves på samme vis som nævnt ovenfor i eksemplet med en lejer under rekonstruktion, men da lejer er beskyttet mod udlejers kreditorer kan udlejer kun benytte sig af KL § 12 o på de aftaler som udlejer ellers måtte have med leverandører og øvrige kreditorer og derfor vil denne bestemmelse, ikke have den samme værdi som det vil have for en lejer, at kunne genindtræde i et lejeforhold (det skal bemærkes, at der ofte er tilknyttet en ikke ubetydelig værdi til lejemålet for den virksomhed, der er bosiddende i lejemålet i goodwill og i værdien af en evt. afståelse.).

6 Afhandlingens Konklusion

Et ejendomsselskabs økonomiske virkelighed kan inddeltes i tre hovedgrupper: driftsafkast, værditilvækst og samfundets makroøkonomiske forhold. Det er i det foregående belyst, hvorledes disse forhold påvirker hinanden i forhold til ejendomsselskabet.

¹¹⁵ Socialministeriets svar på spørgsmål 298, 2. juni 2010.

¹¹⁶ ”Lejemålets ophør og brugsrettens overgang”, s. 343.

Investors fokus på driftsafkast er, som belyst, i nogle situationer ikke optimalt. Som det er fremgået, har de fleste investorer, en klar driftsstrategi for deres ejendomme og dermed også klarer holdninger til omkostningerne på deres ejendomme. Indtægtssiden kompliceres af lejelovgivningen, hvilket kan være medvirkende årsag til, at investor har vanskeligt ved, at optimerer sin ejendomsdrift. Når investor har optimeret sin driftsindtjening og tilpasset sine omkostninger til den strategi der findes optimal, får investor således et mere retvisende billede af sin ejendoms sande indtjeningspotentiale.

Driftsøkonomiens betydning for et ejendomsselskabs overordnede økonomi er essentiel. Investor skal altid indtænke bundlinjen, efter servicering af gæld, når den overordnede strategi lægges. Investor vil ikke i længden kunne overleve, hvis ikke driftsafkastet er stort nok til, at servicere gælden og forrentningen af egenkapitalen. Det er katastrofalt, hvis et ejendomsselskab bliver illikvidt.

Denne driftsindtjening vil påvirke ejendommens værdiansættelse og dermed soliditeten i selskabet. Værdiansættelser af ejendomme er baseret på driftsøkonomi, positivt afkast og en positiv likviditetsgrad og belåningsgraden vil have sigte på, så billig fremmedfinansiering som muligt, i den fordeling af egenkapital og fremmedfinansiering som ejendomsinvestoren måtte vurdere som optimal.

Det har været konkluderet, at mange af de ejendomskonkurser, der har været de senere år er blevet konkursramt, da de ikke har haft valgt en afkaststrategi, som har kunnet sikre en løbende driftsindtjening. De har alene ment, at stigninger i værdiansættelserne i markedet, strategisk, har kunnet været tilstrækkeligt til, at udvikle ejendomsporteføljer. På den måde, som værditilvæksterne i disse ejendomsselskaber er fremkommet, må det konkluderes, at disse selskaber, samt deres finansieringskilder har ment, at værdistigningerne for investeringejendomme og den deraf følgende værditilvækst i virksomhederne, har kunnet fortsætte i det uendelige. Dette kan naturligvis ikke forekomme, markedet vil altid vende.

Dette leder over til de makroøkonomiske udsving, som for en del ejendomsselskabers vedkommende, har været årsagen til de prisstigninger de har oplevet. Ejendomsselskaberne har kunnet generere positive totale afkast, selvom der har været underskud på driften. Netop grundet et fortsat positivt totalt afkast, vil et ejendomsselskab kunne overleve en periode med illiquiditet længere i en højkonjunktur end i en lavkonjunktur, selvom den optimale gældssætning for virksomheden vil være ens i begge senarier

Kapitalstrukturen og prisen på gæld er derfor også noget som ethvert ejendomsselskab må og skal forholde sig til. Kreditorerne vil forlange højere renter, og dermed tage sig betalt, for udlån til virksomheder de anser som værende mere risikobetonede og da kreditgiver også kan analysere markedstendenser, vil det ikke være muligt at "snyde" sig til bedre vilkår.

Makroøkonomiens indvirkning på kapitalforholdene i et ejendomsselskab blev illustreret ved casen om Bøje Nielsens konkurs. Casen viste, hvor stor indflydelse skift i konjunkturerne har for prisformodningen og efterspørgslen på ejendomme.

Rekonstruktionsbehandling er trådt i stedet for betalingsstandsning og akkord.

Rekonstruktionsbehandlings betydning i praksis vil blive åbenbaret de kommende år efterhånden, som der bliver udviklet praksis på området.

Undersøgelser omkring virksomhedens forhold, fordringernes gyldighed og placering i konkursordenen, tvivlsomme og omstødelige dispositioner, overblik over og beslutning om indtrædelse i gensidige bebyrdende kontrakter, skal nu allerede afsøges under en rekonstruktionsbehandling. Dette har tidligere kun skulle gøres i konkurs.

Rekonstruktion bør ses som en foreløber til konkurs og en komplementering heraf. Det vil ikke være korrekt, at tale om enten rekonstruktion eller konkurs, men mere som "både og". Det betyder dog ikke, at kreditor ikke stadig står overfor et valg, om hvorvidt man skal søge at få indledt en rekonstruktion af skyldner eller indgive en konkursbegæring. Denne overvejelse har kreditor stadig, men reglerne er nu blevet så ensrettet, at det giver mening, at anskue dem i den samme kontekst. Herefter kan det besluttes hvilken model, der er mest udbytteri, under hensyntagen til forretningsforhold, mulighed for tilførsel af værdi og benyttelsen af de forskellige muligheder, som reglerne ligger op til. Der er stadig forskelle i retsvirkningerne af de to regnsæt og dermed også forskelle i de muligheder de, hver i sær, har for at tilfører værdi. Det er disse forskelle kreditor skal søge at udnytte.

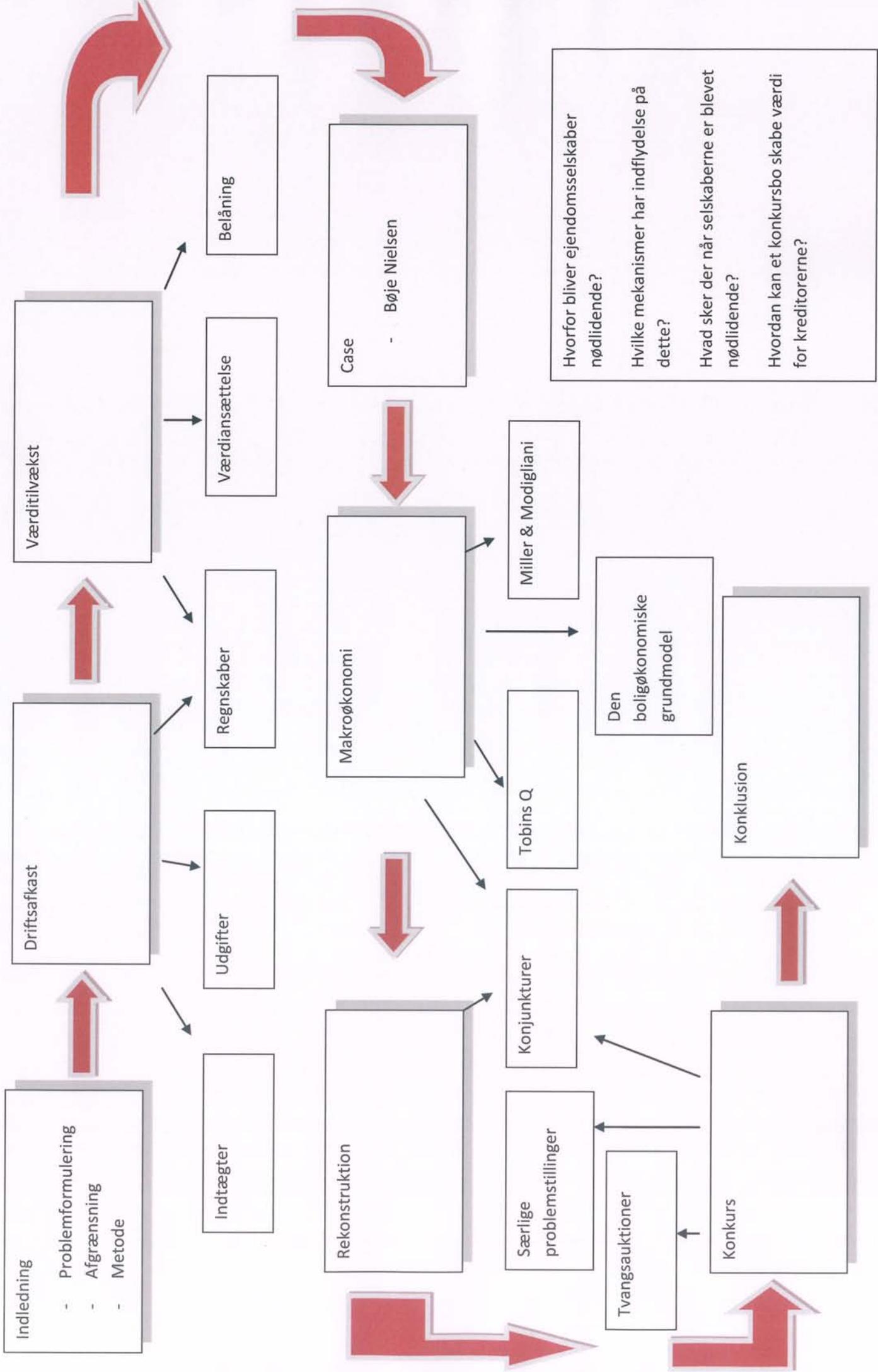
Det må konkluderes, at med det kendskab, der er til illikvide ejendomsselskaber, må kreditors afvejning være, om det overhovedet er muligt, at tilfører et ejendomsselskab værdi ved en rekonstruktionsbehandling. Det vil nok være begrænset.

Som gennemgået tidligere i afhandlingen har driftsindtjening, værdiansættelse og makroøkonomiske forhold, hver især betydning for driften. Også for et konkursbo. Det skal fastslås, hvilken gensidige påvirkninger de økonomiske faktorer har, for der igennem at fastslå, hvilken afvikling af boet, der vil være at foretrække.

Valget står mellem en hurtig afvikling af boet, hvor der primært tabsbegrænses eller en lang afvikling, hvor kurator overvejer samfundsøkonomien og prøver at optimere dividenden for kreditorerne ved en lang afvikling.

Når der besluttes afviklingsstrategi i konkursboet vil likviditet have stor indflydelse på optimeringsmulighederne og dermed også på den dividende, der i sidste ende kan udbetales til kreditorerne. En øget likviditet vil, i sidste ende, forbedre mulighederne for en kontrolleret afvikling af boets aktiver til glæde for både kreditorer og ejere.

Bilag 1



Bilag 2

Lejeretsbilag

Det lejedes værdi	1
Markedsleje	2
Regulering af lejen	3
Aftalte reguleringer i lejepérioden	3
Varslede reguleringer i henhold til lovgivningen	3
Skatter og afgifter	4
Omkostningsbestemt leje	4
Varsling efter erhvervslejelovens § 13	5
§ 5, stk. 1	6
§ 5, stk. 2	6

2.1.1.1 "Det lejedes værdi"

Reglerne om regulering af lejen til det lejedes værdi findes i LL §§ 47-49 og selve definitionen på, hvad det lejedes værdi er, findes i § 47, stk. 2 "...en sammenligning med den leje, som er almindeligt gældende i kvarteret eller området for tilsvarende hus og husrum med hensyn til beliggenhed, art, størrelse, kvalitet, udstyr og vedligeholdelsestilstand.".

Som det fremgår her, er det lejedes værdi et juridisk og til dels administrativt begreb og ikke en lejefastsættelse, som tager udgangspunkt i en økonomisk beregning eller målbare markedsvilkår i øvrigt. Det lejedes værdi bliver ofte, især i den økonomiske litteratur, forvekslet eller sammenlignet med markedsleje, men har som udgangspunkt ikke noget med hinanden at gøre. Dette betyder dog ikke, at de to begreber i nogen situationer ikke kan være ens, men det vil så primært bero på tilfældigheder og vil således ikke være fordi, der kan sætte lighedstegn mellem de to begreber.

Det lejedes værdi optræder i uregulerede kommuner generelt, da lejefastsættelsen her, som udgangspunkt, alene fastsættes efter det lejedes værdi. Det lejedes værdi gælder endvidere for 80/20 ejendomme¹ og småhuse i tillempe udgave². Endelig, og i praksis meget vigtigt, gælder det lejedes værdi ved moderniseringer foretaget efter reglerne i BRL § 5, stk. 2 (5,2-moderniseringer). Særligt ved 5,2-moderniseringer er det lejedes værdi interessant, da man opløfter et lejemål med beregnet omkostningsbestemt leje til det lejedes værdi. Det skal dog bemærkes, at dette forhold også ofte er blevet

¹ Ejendomme hvor mere end 80 % af ejendommens areal pr. 1. januar 1980 var erhverv er omfattet af det lejedes værdi jf. BRL § 4, stk. 3.

² Jf. BRL § 4, stk. 5.

misforstået i den økonomiske litteratur, da lejemålet stadig er underlagt lejeregulering, enten efter reglerne om omkostningsbestemt leje tillagt en 5,2-moderniserings lejetillæg³ eller ved at der er aftalt trappeleje⁴, hvor lejen år efter år stiger til, hvad udlejer forventer det lejedes værdi vil være de pågældende år frem.

"Markedsleje"

Markedsleje gælder i erhvervslejemål. Det er kun i erhvervslejemål at markedslejen kan reguleres jf. erhvervslejelovens § 13, såfremt aftalen ikke forhindrer anvendelse af reglen.

For boliger er markedsleje gældende for ejendomme, der er i brugtaget efter 31. december 1991⁵. Dette betyder, at disse ejendomme kan undtages den lovmæssige lejefastsættelse og -regulering og at der er fri lejefastsættelse for disse lejemål og lejemålene kan reguleres efter trappeleje eller pristal jf. BRL §15a, stk. 4 og LL § 53, stk. 6. Al regulering af lejen efter trapperegulering eller pristal kræver udtrykkelig aftale i lejekontrakten.

Markedsleje kan også bringes i anvendelse for nyindrettede boliger. Hvis udlejer ombygger et tidlige erhvervslejemål (efter 31. december 1991), indretter lejligheder i en tagetage (efter 1. september 2002) eller simpelthen påbygger en ny etage (efter 1. juli 2004) på ejendommen, kan lejen i disse lejemål også fastsættes til markedsleje og lejen kan reguleres efter trappeleje eller pristal. Både fastsættelse og regulering kræver udtrykkelig aftale i lejekontrakten⁶.

Der kan ikke reguleres til ny markedsleje i boliglejemål. Fordelen ved boliglejemål med markedsleje er, at man kan aftale sig ud af den lovmæssige lejeregulering for de pågældende lejemål og i stedet aftale fast lejeregulering typisk efter pristal eller trappeleje. Se nedenfor om aftalte reguleringer af lejen.

Markedslejen vil, til forskel fra det lejedes værdi, blive fastsat ud fra, hvad en udlejer kan få en lejer til at indgå aftale om, der er således aftalefrihed omkring lejens størrelse⁷. Markedslejen er derfor også noget nemmere at bestemme og mere retvisende for, hvorledes markedet for lejeboliger udvikler sig.

Markedslejen er som tidligere nævnt ofte blevet forvekslet med det lejedes værdi.

³ I praksis beløbsfastsættes en 5,2-modernisering ved at beregne lejemålets andel af budgetlejen, vedligeholdelseshensættelser og generelle forbedringstillæg. Det resterende beløb op til det lejedes værdi modsvarer så 5,2-moderniseringstillægget.

⁴ Forhøjelse af lejen med bestemte beløb til bestemte tidspunkter, således at man principielt kan se, hvad lejen vil være på et givent tidspunkt indenfor reguleringsperioden. Det er et krav at der er aftalt et sluttidspunkt for reguleringer og at reguleringerne fremgår med tal og ikke som procentsatser jf. LL §53, stk. 2. Se endvidere Martin Birk i Festschrift til Dansk Selskab for boligret 2011.

⁵ Hvis udlejer ønsker at ejendommen skal være omfattet af markedsleje. Udlejer må gerne benytte sig af reglerne om omkostningsbestemt leje, hvis udlejer måtte ønske det.

⁶ Se LL § 53, stk. 4 og 5 og BRL § 15 a, stk. 2 og 3.

⁷ Dette er alene begrænset af AFTL § 36.

Reguleringer af lejen

Der findes flere forskellige reguleringstyper, som dækker hver deres områder. Reguleringerne kan være baseret på aftale eller på varslinger i henhold til gældende lovgivning. Objektivt set burde der være en symmetri i varslingstyperne og deres ikrafttrædelses tidspunkter⁸. Disse varslinger vil kort blive gennemgået i det følgende.

Aftalte reguleringer i lejepериодen

Den umiddelbart sikreste forhøjelse af lejen er aftalte lejereguleringer. Det er muligt overfor både for boliglejere og erhvervslejere at aftale lejereguleringer/forhøjelser i lejepериодen.

For boliger er mulighederne for løbende regulering begrænset til reglerne om trappeleje i LL § 53, stk. 2, samt pristalsregulering i ejendomme og lejemål omfattet af BRL § 15a og LL §53, stk. 3-7. Der findes også mulighed for individuel aftale om forhøjelse pga. forbedringer jf. LL §§62b og 63. Disse aftalte forhøjelser afskærer som udgangspunkt udlejer fra at regulere lejen på anden vis i lejepериодen (dog ikke §§62b og 63), der kan dog laves kombinationsregulering med trappeleje og med regulering af skatter og afgifter samt pristalsregulering og skatter og afgifter⁹. Udlejer skal være meget opmærksom på, at det ikke er tilladt at aftale reguleringer med en fast procent, medmindre reguleringen er udformet som en trappeleje.

For så vidt angår erhvervslejemål er det udgangspunktet, at der er aftalt en lejeregulering i lejepериодen, som kan være trappelejeregulering, pristalsregulering, procentregulering, samt forhøjelser af nærmere fastsatte driftsudgifter eks. skatter, viceværtidelser mm.. Lejereguleringerne kan kombineres på forskellige måder herunder med de i Erhvervslejeloven fastsatte reguleringsmuligheder (skatter og afgifter jf. §§ 10-12 samt § 13-varslinger).

Varslede reguleringer i henhold til lovgivningen

Der er mulighed for, i henhold til gældende lovgivning, at varsle reguleringer af lejen på baggrund af stigningerne i forskellige typer af udgifter på ejendommen. For boligejendomme gælder det, at disse reguleringer bliver foretaget ved varsling af stigninger i skatter og afgifter samt varsling af omkostningsbestemt huslejeforhøjelse. For erhvervslejemål gælder at der kan varsles efter ERHL § 13 samt stigninger i skatter og afgifter.

⁸ En reel symmetri findes ikke, da reguleringsmulighederne for boliger har været ændret så meget og med lappeløsninger i et omfang, så det i dag reelt er et kludetæppe af forvirrende og overlappende regler. Dette fremkommer egentlig som en følge af den politiske situation gennem de seneste 100 år.

⁹ Fastslået ved dommene U2010.785H og U2010.2183H.

Skatter og afgifter

Varsling af lejeforhøjelse på baggrund af stigninger i skatter og afgifter vil typisk være en lejeforhøjelse, som kan varsles overfor både bolig og erhvervslejemål (det skal dog bemærkes, at det kan aftales i de enkelte lejekontrakter, at udlejer ikke må varsle stigninger i skatter og afgifter, men dette må siges at forekomme sjældent). Varslingen kan, såfremt varslingen er lejerne i hænde senest d. 31. maj, være med tilbagevirkende kraft fra 1. januar det pågældende år¹⁰. Skatte- og afgiftsvarslingen vil typisk indeholde posterne for grundskyld, dækningssafgift, rottekæmpelse og skorstensfejning samt lignende poster der fremgår af skattekilerten samt el, vand og renovation. I erhvervsejendomme varsles afgifter på baggrund af det faktiske forbrug. For boligejendomme beregnes afgifter ud fra satsstigninger i det pågældende område¹¹.

Såfremt udlejer har ret til at varsle stigninger i skatter og afgifter har udlejer ligeledes en pligt til at varsle nedsættelser, såfremt udgifterne falder¹².

Omkostningsbestemt leje

Reglerne omkring varsling af omkostningsbestemt husleje (OMK) er nogle af de mest tekniske og indviklede i lejelovgivningen herhjemme, i det følgende skal der kort redegøres for de udgifter, som kan medtages i et OMK-budget.

Det skal indledningsvist nævnes at OMK-budgettet, som det kaldes, intet har at gøre med hverken et budget eller et regnskab (dette er en udbredt misforståelse, som også lejelovgivningen selv er medvirkende årsag til), men alene en metode til at beregne en given huslejes størrelse.

Udgifterne kan, lidt populært, inddeltes i "skatter og afgifter", "forsikringer og abonnementer", "vicevært og renholdelse", "administrationsomkostninger" og "kapitalafkast". De fremgår af BRL §§ 8 (driftsudgifter) og 9 (afkast). En del af den omkostningsbestemte leje er også hensættelser til vedligeholdelse, hvor BRL § 18 og § 18b giver særlige regler for, hvor meget udlejer er pligtig at hensætte til vedligeholdelse. For nærmere beskrivelse af reglerne herom se "Boligejemål" eller "Boliglovene".

Varsling af stigninger sker typisk en gang om året¹³, ofte pr. 1. januar. Der tages udgangspunkt i de seneste 12 måneders udgifter¹⁴.

¹⁰ Jf. LL § 50, stk. 3, ERHL § 10, stk. 4.

¹¹ Den hidtidige praksis baserer sig på dommen TB2002.392Ø, men to nyere domme fra Øster Landsret ændre på fremgangsmåden og endnu en afgørelse er på vej jf. ØL 17/2 2012, 20 afd., B238600G-JJ.

¹² Jf. LL § 52, ERHL § 12, dette kan dog være anderledes for visse erhvervslejemål, da der er aftalefrihed for erhvervslejemål på dette punkt.

¹³ Men der kan principielt varsles lejeforhøjelse hver måned, hvis udlejer kan dokumentere stigninger i det overordnede udgiftsniveau og er villige til at udarbejde varslingerne.

¹⁴ De seneste 12 måneder forud for varslingsstidspunktet, som ved ikraftræden 1. januar vil være i september, da lejeforhøjelser overfor boliger stort set altid skal ske med tre måneders varsel. Reelt er der således tale om historiske omkostninger) faktiske udgifter evt. tillagt på forhånd kendte stigninger (eks. Procentreguleringer af forsikringspræmien, som allerede er varslet fra forsikringsselskabet).

Det er vigtigt som ejendomsejer at være opmærksom på, at lejeforhøjelser efter BRL § 7 (omkostningsbestemt lejeforhøjelse) særligt er omfattet af en begrænsning til det lejedes værdi jf. § 7, stk. 2. Dette er ikke tilfældet i forbindelse med lejefastsættelsen når den sker jf. BRL § 5, stk. 1.

Særligt for ejendomme opført/taget i brug mellem 1973 og 1991 er der yderligere begrænsninger for varsling af omkostningsbestemt husleje jf. § 7, stk. 3 og 4. I disse ejendomme beregnes afkastet jf. § 9, stk. 2, hvilket i de fleste tilfælde betyder, at en korrekt beregnet omkostningsbestemt leje langt overstiger både det lejedes-værdi og markedslejen. Dette betyder, at udlejer er nødsaget til at begrænse den omkostningsbestemte leje i realiteten til det lejedes værdi¹⁵. Ejer skal her være meget opmærksom på, at der er særlige regler for oplysning til lejer ved indflytningen, hvis man i lejepериoden ønsker mulighed for at lade lejen stige pga. opskrivning af afkastet / nedskrivning af reduktionen. Det fremgår af LL § 4, stk. 5, som blev indført i loven pr. 1. juli 2004 ved L 2004 470, at udlejer er forpligtet til at oplyse lejer om, hvad den maksimale leje på indflytningstidspunktet ville være uden den indlagte begrænsning af afkastet¹⁶. Det kan få meget stor betydning for fremtidig lejeregulering, hvis en udlejer har glemt denne passus, da det begrænser lejereguleringen væsentligt for al den fremtid, hvor de lejekontrakter er gældende.

Endelig skal det bemærkes, at der er detaljerede regler for selve varslingsproceduren, som i høj grad har ugyldighedsvirking, hvis de ikke følges til punkt og prikke¹⁷.

Det har til tider været stipuleret i økonomiske analyser af det private udlejningsmarked, at grundet reglerne om OMK-regulering, har udlejerne ikke haft et incitament til at holde deres omkostninger til ejendomsdrift nede, dette må på det kraftigste siges ikke, at være tilfældet grundet huslejenævnernes funktion og deres mulighed for at nedsætte budgetposter på OMK-budgettet. En detaljeret redegørelse af dette aspekt ligger dog uden for området af denne afhandling.

Varsling efter erhvervslejelovens § 13

Erhvervslejelovens § 13 åbner mulighed for varsling af lejeforhøjelser overfor erhvervslejere. En varsling efter disse regler vil forløbe over 4 år med en gradvis stigning fra år til år indtil varslingen er fuldt gennemført¹⁸. Når varslingen fuldt ud er trådt i kraft, kan der påbegyndes en ny § 13 varsling.

I praksis vil tilgangen til denne type af varsling, i hvert fald fra udlejers side, være meget bundet i hvordan markedet er og hvordan konjunkturerne for den enkelte type af erhvervslejer er. Udlejer er som udgangspunkt interesseret i at have lejere som er i stand til at betale den månedlige leje, hvilket, især i krise tider, kan afholde udlejer fra at varsle forhøjelser, da dette kan resultere i lejerkonkurser eller mindre dramatisk lejer fraflytninger, med der af tomgang til følge.

¹⁵ hvordan begrænsningen effektueres i det konkrete budget kan være meget forskelligt, to meget anvendte metoder er enten af opskrive afkastet med en bestemt procentsats hvert år, eller at indsætte en reduktion i budgettet, så resultatet rammer hvad man mener, er det lejedes værdi.

¹⁶ dette taler for at anvende den anden af de nævnte metoder, hvor budgettet reguleres med en reduktion.

¹⁷ Jf. BRL §§ 12-13.

¹⁸ Principielt kan det godt aftales, såfremt lejer og udlejer bliver enig om det, at den fulde stigning træder i kraft på én gang og ikke over 4 år.

Det skal dog bemærkes, at erhvervslejelovens § 13 i øvrigt gælder ”begge veje”. En lejer kan ligeledes varsle en nedsættelse af lejen overfor sin udlejer efter samme fremgangsmåde.

”§ 5, stk. 1”

Dette dækker over forbedringer i en lejlighed, hvor udlejer efterfølgende beregner et forbedringstillæg efter principperne i LL § 58. Sammen med lejemålets andel af den omkostningsbestemte leje, vedligeholdelseshensættelser, generelle forbedringstillæg mv. udgør forbedringstillægget den beregnede leje jf. BRL § 5, stk. 1.

”§ 5, stk. 2”

Dette dækker over omfattende forbedringer i en lejlighed. I bestemmelsen er det defineret som ”...gennemgribende forbedret, ...”. Herefter defineres hvornår man anser en forbedring for at være gennemgribende. Det er når, der er anvendt de mindstebeløb, bestemmelsen angiver til forbedring af lejligheden indenfor en periode på 2 år¹⁹. Her skal man være opmærksom på, at det kun er forbedringsandelen af udgifterne ikke de samlede udgifter, der har betydning. Forbedringsandelen af udgifterne beregnes ud fra de samme principper, som for andre forbedringer dvs. LL § 58.

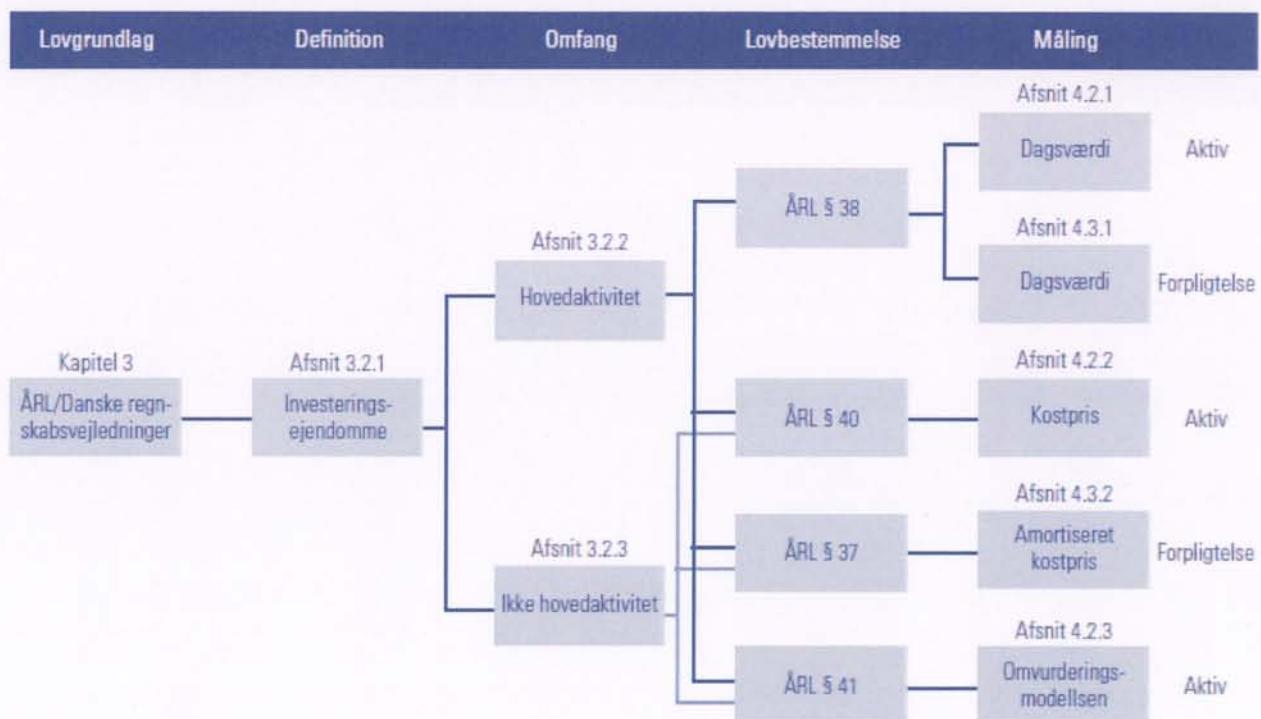
Fordelen med denne bestemmelse er, at udlejer ”for de samme penge” kan opnå en højere leje, end efter de almindelige beregningsregler. Især i ejendomme opført før 1973, hvor afkastet i den omkostningsbestemte leje fastsættes efter BRL § 9, stk. 1, vil den omkostningsbestemte leje plus vedligeholdelseshensættelser og eventuelle generelle forbedringer i ejendommen ofte ikke stå mål med, hvad det lejedes værdi er for tilsvarende lejligheder. Ved et beregnet tillæg tages der alene hensyn til brugsværdiforøgelsen af forbedringen, men ved opgradering af lejemålet til en ”5,2-er” opnår udlejer en større virkning af sin investering, fordi han samtidig får mulighed for at fastsætte ud fra beliggenhed og ejendommens generelle standard og faciliteter²⁰.

¹⁹ 241.506 kr. eller 2.112 kr. pr. kvm. for 2012.

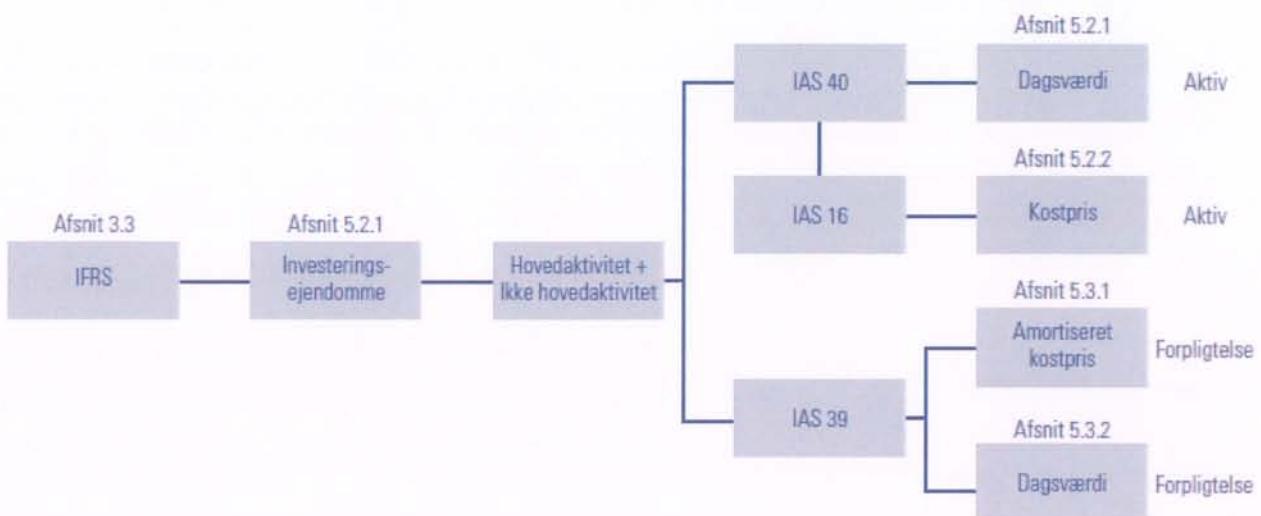
²⁰ Også for denne slags forbedringer er det uhyre vigtigt for udlejer at være opmærksom på formkravene i lovgivningen. Hvis ikke formkravene følges afskæres lejefastsættelsen efter § 5, stk. 2 og overgår i stedet til fastsættelse efter § 5, stk. 1. Se hertil særligt BRL § 5, stk. 3, samt LL § 73, stk. 3 om forbedringer i forbindelse med bytte.

Bilag 3

Værdireguleringskema afhængig af virksomhedens hovedaktivitet



Figur 1 - Ejendomsforeningen Danmark, Kursus i DCF-metoden 2011



Figur 2 - Ejendomsforeningen Danmark, Kursus i DCF-metoden 2011

Bilag 4

Tidslinje for casen

- 1962: Danske fabrikshaller bliver startet i Bøje Nielsens fars lokaler.
- 1970: Bøje Nielsen og Axel Juul Jørgensen starter sammen Dansk Totalentreprise.
- 1979: Bøje Nielsens formue (egne aktiver) opgøres, ifølge ham selv, til 600 mio. kr.
- 1980: Ledelsesproblemerne i Dansk Totalentreprise bryder for alvor frem, da Bøje Nielsen forsøger at fyre Axel Juul Jørgensen.
- 1982: I marts måned overflytter Axel Juul Jørgensen aktiverne fra Dansk Totalentreprise til sit eget netop stiftede selskab, Danbyg.
- 1982: I december bliver der afsagt konkursdekret over Bøje Nielsen (og hans personligt egede selskaber) efter en konkursbegæring fra Dansk Kaution.
- 1984: Kuratellet udbetaler 45 % af kreditorernes tilgodehavender.
- 1992: I januar afsluttes bobehandlingen og Bøje Nielsen får udbetalt ca. 100 mio. kr., efter at alle kreditorer har fået kurs 100 på deres tilgodehavender.

Bilag 5

The American Economic Review

VOLUME XLVIII

JUNE 1958

NUMBER THREE

THE COST OF CAPITAL, CORPORATION FINANCE AND THE THEORY OF INVESTMENT

*By FRANCO MODIGLIANI AND MERTON H. MILLER**

What is the "cost of capital" to a firm in a world in which funds are used to acquire assets whose yields are uncertain; and in which capital can be obtained by many different media, ranging from pure debt instruments, representing money-fixed claims, to pure equity issues, giving holders only the right to a pro-rata share in the uncertain venture? This question has vexed at least three classes of economists: (1) the corporation finance specialist concerned with the techniques of financing firms so as to ensure their survival and growth; (2) the managerial economist concerned with capital budgeting; and (3) the economic theorist concerned with explaining investment behavior at both the micro and macro levels.¹

In much of his formal analysis, the economic theorist at least has tended to side-step the essence of this cost-of-capital problem by proceeding as though physical assets—like bonds—could be regarded as yielding known, sure streams. Given this assumption, the theorist has concluded that the cost of capital to the owners of a firm is simply the rate of interest on bonds; and has derived the familiar proposition that the firm, acting rationally, will tend to push investment to the point

* The authors are, respectively, professor and associate professor of economics in the Graduate School of Industrial Administration, Carnegie Institute of Technology. This article is a revised version of a paper delivered at the annual meeting of the Econometric Society, December 1956. The authors express thanks for the comments and suggestions made at that time by the discussants of the paper, Evsey Domar, Robert Eisner and John Lintner, and subsequently by James Duesenberry. They are also greatly indebted to many of their present and former colleagues and students at Carnegie Tech who served so often and with such remarkable patience as a critical forum for the ideas here presented.

¹ The literature bearing on the cost-of-capital problem is far too extensive for listing here. Numerous references to it will be found throughout the paper though we make no claim to completeness. One phase of the problem which we do not consider explicitly, but which has a considerable literature of its own is the relation between the cost of capital and public utility rates. For a recent summary of the "cost-of-capital theory" of rate regulation and a brief discussion of some of its implications, the reader may refer to H. M. Somers [20].

where the marginal yield on physical assets is equal to the market rate of interest.² This proposition can be shown to follow from either of two criteria of rational decision-making which are equivalent under certainty, namely (1) the maximization of profits and (2) the maximization of market value.

According to the first criterion, a physical asset is worth acquiring if it will increase the net profit of the owners of the firm. But net profit will increase only if the expected rate of return, or yield, of the asset exceeds the rate of interest. According to the second criterion, an asset is worth acquiring if it increases the value of the owners' equity, *i.e.*, if it adds more to the market value of the firm than the costs of acquisition. But what the asset adds is given by capitalizing the stream it generates at the market rate of interest, and this capitalized value will exceed its cost if and only if the yield of the asset exceeds the rate of interest. Note that, under either formulation, the cost of capital is equal to the rate of interest on bonds, regardless of whether the funds are acquired through debt instruments or through new issues of common stock. Indeed, in a world of sure returns, the distinction between debt and equity funds reduces largely to one of terminology.

It must be acknowledged that some attempt is usually made in this type of analysis to allow for the existence of uncertainty. This attempt typically takes the form of superimposing on the results of the certainty analysis the notion of a "risk discount" to be subtracted from the expected yield (or a "risk premium" to be added to the market rate of interest). Investment decisions are then supposed to be based on a comparison of this "risk adjusted" or "certainty equivalent" yield with the market rate of interest.³ No satisfactory explanation has yet been provided, however, as to what determines the size of the risk discount and how it varies in response to changes in other variables.

Considered as a convenient approximation, the model of the firm constructed via this certainty—or certainty-equivalent—approach has admittedly been useful in dealing with some of the grosser aspects of the processes of capital accumulation and economic fluctuations. Such a model underlies, for example, the familiar Keynesian aggregate investment function in which aggregate investment is written as a function of the rate of interest—the same riskless rate of interest which appears later in the system in the liquidity-preference equation. Yet few would maintain that this approximation is adequate. At the macroeconomic level there are ample grounds for doubting that the rate of interest has

² Or, more accurately, to the marginal cost of borrowed funds since it is customary, at least in advanced analysis, to draw the supply curve of borrowed funds to the firm as a rising one. For an advanced treatment of the certainty case, see F. and V. Lutz [13].

³ The classic examples of the certainty-equivalent approach are found in J. R. Hicks [8] and O. Lange [11].

as large and as direct an influence on the rate of investment as this analysis would lead us to believe. At the microeconomic level the certainty model has little descriptive value and provides no real guidance to the finance specialist or managerial economist whose main problems cannot be treated in a framework which deals so cavalierly with uncertainty and ignores all forms of financing other than debt issues.⁴

Only recently have economists begun to face up seriously to the problem of the cost of capital *cum* risk. In the process they have found their interests and endeavors merging with those of the finance specialist and the managerial economist who have lived with the problem longer and more intimately. In this joint search to establish the principles which govern rational investment and financial policy in a world of uncertainty two main lines of attack can be discerned. These lines represent, in effect, attempts to extrapolate to the world of uncertainty each of the two criteria—profit maximization and market value maximization—which were seen to have equivalent implications in the special case of certainty. With the recognition of uncertainty this equivalence vanishes. In fact, the profit maximization criterion is no longer even well defined. Under uncertainty there corresponds to each decision of the firm not a unique profit outcome, but a plurality of mutually exclusive outcomes which can at best be described by a subjective probability distribution. The profit outcome, in short, has become a random variable and as such its maximization no longer has an operational meaning. Nor can this difficulty generally be disposed of by using the mathematical expectation of profits as the variable to be maximized. For decisions which affect the expected value will also tend to affect the dispersion and other characteristics of the distribution of outcomes. In particular, the use of debt rather than equity funds to finance a given venture may well increase the expected return to the owners, but only at the cost of increased dispersion of the outcomes.

Under these conditions the profit outcomes of alternative investment and financing decisions can be compared and ranked only in terms of a *subjective* "utility function" of the owners which weighs the expected yield against other characteristics of the distribution. Accordingly, the extrapolation of the profit maximization criterion of the certainty model has tended to evolve into utility maximization, sometimes explicitly, more frequently in a qualitative and heuristic form.⁵

The utility approach undoubtedly represents an advance over the certainty or certainty-equivalent approach. It does at least permit us

⁴ Those who have taken a "case-method" course in finance in recent years will recall in this connection the famous Liquigas case of Hunt and Williams, [9, pp. 193-96] a case which is often used to introduce the student to the cost-of-capital problem and to poke a bit of fun at the economist's certainty-model.

⁵ For an attempt at a rigorous explicit development of this line of attack, see F. Modigliani and M. Zeman [14].

to explore (within limits) some of the implications of different financing arrangements, and it does give some meaning to the "cost" of different types of funds. However, because the cost of capital has become an essentially subjective concept, the utility approach has serious drawbacks for normative as well as analytical purposes. How, for example, is management to ascertain the risk preferences of its stockholders and to compromise among their tastes? And how can the economist build a meaningful investment function in the face of the fact that any given investment opportunity might or might not be worth exploiting depending on precisely who happen to be the owners of the firm at the moment?

Fortunately, these questions do not have to be answered; for the alternative approach, based on market value maximization, can provide the basis for an operational definition of the cost of capital and a workable theory of investment. Under this approach any investment project and its concomitant financing plan must pass only the following test: Will the project, as financed, raise the market value of the firm's shares? If so, it is worth undertaking; if not, its return is less than the marginal cost of capital to the firm. Note that such a test is entirely independent of the tastes of the current owners, since market prices will reflect not only their preferences but those of all potential owners as well. If any current stockholder disagrees with management and the market over the valuation of the project, he is free to sell out and reinvest elsewhere, but will still benefit from the capital appreciation resulting from management's decision.

The potential advantages of the market-value approach have long been appreciated; yet analytical results have been meager. What appears to be keeping this line of development from achieving its promise is largely the lack of an adequate theory of the effect of financial structure on market valuations, and of how these effects can be inferred from objective market data. It is with the development of such a theory and of its implications for the cost-of-capital problem that we shall be concerned in this paper.

Our procedure will be to develop in Section I the basic theory itself and to give some brief account of its empirical relevance. In Section II, we show how the theory can be used to answer the cost-of-capital question and how it permits us to develop a theory of investment of the firm under conditions of uncertainty. Throughout these sections the approach is essentially a partial-equilibrium one focusing on the firm and "industry." Accordingly, the "prices" of certain income streams will be treated as constant and given from outside the model, just as in the standard Marshallian analysis of the firm and industry the prices of all inputs and of all other products are taken as given. We have chosen to focus at this level rather than on the economy as a whole because it

is at the level of the firm and the industry that the interests of the various specialists concerned with the cost-of-capital problem come most closely together. Although the emphasis has thus been placed on partial-equilibrium analysis, the results obtained also provide the essential building blocks for a general equilibrium model which shows how those prices which are here taken as given, are themselves determined. For reasons of space, however, and because the material is of interest in its own right, the presentation of the general equilibrium model which rounds out the analysis must be deferred to a subsequent paper.

I. The Valuation of Securities, Leverage, and the Cost of Capital

A. The Capitalization Rate for Uncertain Streams

As a starting point, consider an economy in which all physical assets are owned by corporations. For the moment, assume that these corporations can finance their assets by issuing common stock only; the introduction of bond issues, or their equivalent, as a source of corporate funds is postponed until the next part of this section.

The physical assets held by each firm will yield to the owners of the firm—its stockholders—a stream of “profits” over time; but the elements of this series need not be constant and in any event are uncertain. This stream of income, and hence the stream accruing to any share of common stock, will be regarded as extending indefinitely into the future. We assume, however, that the mean value of the stream over time, or average profit per unit of time, is finite and represents a random variable subject to a (subjective) probability distribution. We shall refer to the average value over time of the stream accruing to a given share as the return of that share; and to the mathematical expectation of this average as the expected return of the share.⁶ Although individual investors may have different views as to the shape of the probability distri-

⁶ These propositions can be restated analytically as follows: The assets of the i th firm generate a stream:

$$X_i(1), X_i(2) \dots X_i(T)$$

whose elements are random variables subject to the joint probability distribution:

$$\chi_i[X_i(1), X_i(2) \dots X_i(t)].$$

The return to the i th firm is defined as:

$$X_i = \lim_{T \rightarrow \infty} \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T X_i(t).$$

X_i is itself a random variable with a probability distribution $\Phi_i(X_i)$ whose form is determined uniquely by χ_i . The expected return \bar{X}_i is defined as $\bar{X}_i = E(X_i) = \int_{X_i} X_i \Phi_i(X_i) dX_i$. If N_i is the number of shares outstanding, the return of the i th share is $x_i = (1/N_i)X_i$ with probability distribution $\phi_i(x_i)dx_i = \Phi_i(Nx_i)d(Nx_i)$ and expected value $\bar{x}_i = (1/N_i)\bar{X}_i$.

bution of the return of any share, we shall assume for simplicity that they are at least in agreement as to the expected return.⁷

This way of characterizing uncertain streams merits brief comment. Notice first that the stream is a stream of profits, not dividends. As will become clear later, as long as management is presumed to be acting in the best interests of the stockholders, retained earnings can be regarded as equivalent to a fully subscribed, pre-emptive issue of common stock. Hence, for present purposes, the division of the stream between cash dividends and retained earnings in any period is a mere detail. Notice also that the uncertainty attaches to the mean value over time of the stream of profits and should not be confused with variability over time of the successive elements of the stream. That variability and uncertainty are two totally different concepts should be clear from the fact that the elements of a stream can be variable even though known with certainty. It can be shown, furthermore, that whether the elements of a stream are sure or uncertain, the effect of variability per se on the valuation of the stream is at best a second-order one which can safely be neglected for our purposes (and indeed most others too).⁸

The next assumption plays a strategic role in the rest of the analysis. We shall assume that firms can be divided into "equivalent return" classes such that the return on the shares issued by any firm in any given class is proportional to (and hence perfectly correlated with) the return on the shares issued by any other firm in the same class. This assumption implies that the various shares within the same class differ, at most, by a "scale factor." Accordingly, if we adjust for the difference in scale, by taking the *ratio* of the return to the expected return, the probability distribution of that ratio is identical for all shares in the class. It follows that all relevant properties of a share are uniquely characterized by specifying (1) the class to which it belongs and (2) its expected return.

The significance of this assumption is that it permits us to classify firms into groups within which the shares of different firms are "homogeneous," that is, perfect substitutes for one another. We have, thus, an analogue to the familiar concept of the industry in which it is the commodity produced by the firms that is taken as homogeneous. To complete this analogy with Marshallian price theory, we shall assume in the

⁷ To deal adequately with refinements such as differences among investors in estimates of expected returns would require extensive discussion of the theory of portfolio selection. Brief references to these and related topics will be made in the succeeding article on the general equilibrium model.

⁸ The reader may convince himself of this by asking how much he would be willing to rebate to his employer for the privilege of receiving his annual salary in equal monthly installments rather than in irregular amounts over the year. See also J. M. Keynes [10, esp. pp. 53-54].

analysis to follow that the shares concerned are traded in perfect markets under conditions of atomistic competition.⁹

From our definition of homogeneous classes of stock it follows that in equilibrium in a perfect capital market the price per dollar's worth of expected return must be the same for all shares of any given class. Or, equivalently, in any given class the price of every share must be proportional to its expected return. Let us denote this factor of proportionality for any class, say the k th class, by $1/\rho_k$. Then if p_j denotes the price and \bar{x}_j is the expected return per share of the j th firm in class k , we must have:

$$(1) \quad p_j = \frac{1}{\rho_k} \bar{x}_j;$$

or, equivalently,

$$(2) \quad \frac{\bar{x}_j}{p_j} = \rho_k \text{ a constant for all firms } j \text{ in class } k.$$

The constants ρ_k (one for each of the k classes) can be given several economic interpretations: (a) From (2) we see that each ρ_k is the expected rate of return of any share in class k . (b) From (1) $1/\rho_k$ is the price which an investor has to pay for a dollar's worth of expected return in the class k . (c) Again from (1), by analogy with the terminology for perpetual bonds, ρ_k can be regarded as the market rate of capitalization for the expected value of the uncertain streams of the kind generated by the k th class of firms.¹⁰

B. Debt Financing and Its Effects on Security Prices

Having developed an apparatus for dealing with uncertain streams we can now approach the heart of the cost-of-capital problem by dropping the assumption that firms cannot issue bonds. The introduction of debt-financing changes the market for shares in a very fundamental way. Because firms may have different proportions of debt in their capi-

⁹ Just what our classes of stocks contain and how the different classes can be identified by outside observers are empirical questions to which we shall return later. For the present, it is sufficient to observe: (1) Our concept of a class, while not identical to that of the industry is at least closely related to it. Certainly the basic characteristics of the probability distributions of the returns on assets will depend to a significant extent on the product sold and the technology used. (2) What are the appropriate class boundaries will depend on the particular problem being studied. An economist concerned with general tendencies in the market, for example, might well be prepared to work with far wider classes than would be appropriate for an investor planning his portfolio, or a firm planning its financial strategy.

¹⁰ We cannot, on the basis of the assumptions so far, make any statements about the relationship or spread between the various ρ 's or capitalization rates. Before we could do so we would have to make further specific assumptions about the way investors believe the probability distributions vary from class to class, as well as assumptions about investors' preferences as between the characteristics of different distributions.

tal structure, shares of different companies, even in the same class, can give rise to different probability distributions of returns. In the language of finance, the shares will be subject to different degrees of financial risk or "leverage" and hence they will no longer be perfect substitutes for one another.

To exhibit the mechanism determining the relative prices of shares under these conditions, we make the following two assumptions about the nature of bonds and the bond market, though they are actually stronger than is necessary and will be relaxed later: (1) All bonds (including any debts issued by households for the purpose of carrying shares) are assumed to yield a constant income per unit of time, and this income is regarded as certain by all traders regardless of the issuer. (2) Bonds, like stocks, are traded in a perfect market, where the term perfect is to be taken in its usual sense as implying that any two commodities which are perfect substitutes for each other must sell, in equilibrium, at the same price. It follows from assumption (1) that all bonds are in fact perfect substitutes up to a scale factor. It follows from assumption (2) that they must all sell at the same price per dollar's worth of return, or what amounts to the same thing must yield the same rate of return. This rate of return will be denoted by r and referred to as the rate of interest or, equivalently, as the capitalization rate for sure streams. We now can derive the following two basic propositions with respect to the valuation of securities in companies with different capital structures:

Proposition I. Consider any company j and let \bar{X}_j stand as before for the expected return on the assets owned by the company (that is, its expected profit before deduction of interest). Denote by D_j the market value of the debts of the company; by S_j the market value of its common shares; and by $V_j \equiv S_j + D_j$ the market value of all its securities or, as we shall say, the market value of the firm. Then, our Proposition I asserts that we must have in equilibrium:

$$(3) \quad V_j \equiv (S_j + D_j) = \bar{X}_j / \rho_k, \text{ for any firm } j \text{ in class } k.$$

That is, the *market value of any firm is independent of its capital structure and is given by capitalizing its expected return at the rate ρ_k appropriate to its class.*

This proposition can be stated in an equivalent way in terms of the firm's "average cost of capital," \bar{X}_j/V_j , which is the ratio of its expected return to the market value of all its securities. Our proposition then is:

$$(4) \quad \frac{\bar{X}_j}{(S_j + D_j)} \equiv \frac{\bar{X}_j}{V_j} = \rho_k, \text{ for any firm } j, \text{ in class } k.$$

That is, the *average cost of capital to any firm is completely independent of*

its capital structure and is equal to the capitalization rate of a pure equity stream of its class.

To establish Proposition I we will show that as long as the relations (3) or (4) do not hold between any pair of firms in a class, arbitrage will take place and restore the stated equalities. We use the term arbitrage advisedly. For if Proposition I did not hold, an investor could buy and sell stocks and bonds in such a way as to exchange one income stream for another stream, identical in all relevant respects but selling at a lower price. The exchange would therefore be advantageous to the investor quite independently of his attitudes toward risk.¹¹ As investors exploit these arbitrage opportunities, the value of the overpriced shares will fall and that of the underpriced shares will rise, thereby tending to eliminate the discrepancy between the market values of the firms.

By way of proof, consider two firms in the same class and assume for simplicity only, that the expected return, \bar{X} , is the same for both firms. Let company 1 be financed entirely with common stock while company 2 has some debt in its capital structure. Suppose first the value of the levered firm, V_2 , to be larger than that of the unlevered one, V_1 . Consider an investor holding s_2 dollars' worth of the shares of company 2, representing a fraction α of the total outstanding stock, S_2 . The return from this portfolio, denoted by Y_2 , will be a fraction α of the income available for the stockholders of company 2, which is equal to the total return X_2 less the interest charge, rD_2 . Since under our assumption of homogeneity, the anticipated total return of company 2, X_2 , is, under all circumstances, the same as the anticipated total return to company 1, X_1 , we can hereafter replace X_2 and X_1 by a common symbol X . Hence, the return from the initial portfolio can be written as:

$$(5) \quad Y_2 = \alpha(X - rD_2).$$

Now suppose the investor sold his αS_2 worth of company 2 shares and acquired instead an amount $s_1 = \alpha(S_2 + D_2)$ of the shares of company 1. He could do so by utilizing the amount αS_2 realized from the sale of his initial holding and borrowing an additional amount αD_2 on his own credit, pledging his new holdings in company 1 as a collateral. He would thus secure for himself a fraction $s_1/S_1 = \alpha(S_2 + D_2)/S_1$ of the shares and earnings of company 1. Making proper allowance for the interest payments on his personal debt αD_2 , the return from the new portfolio, Y_1 , is given by:

¹¹ In the language of the theory of choice, the exchanges are movements from inefficient points in the interior to efficient points on the boundary of the investor's opportunity set; and not movements between efficient points along the boundary. Hence for this part of the analysis nothing is involved in the way of specific assumptions about investor attitudes or behavior other than that investors behave consistently and prefer more income to less income, *ceteris paribus*.

$$(6) \quad Y_1 = \frac{\alpha(S_2 + D_2)}{S_1} X - r\alpha D_2 = \alpha \frac{V_2}{V_1} X - r\alpha D_2.$$

Comparing (5) with (6) we see that as long as $V_2 > V_1$ we must have $Y_1 > Y_2$, so that it pays owners of company 2's shares to sell their holdings, thereby depressing S_2 and hence V_2 ; and to acquire shares of company 1, thereby raising S_1 and thus V_1 . We conclude therefore that levered companies cannot command a premium over unlevered companies because investors have the opportunity of putting the equivalent leverage into their portfolio directly by borrowing on personal account.

Consider now the other possibility, namely that the market value of the levered company V_2 is less than V_1 . Suppose an investor holds initially an amount s_1 of shares of company 1, representing a fraction α of the total outstanding stock, S_1 . His return from this holding is:

$$Y_1 = \frac{s_1}{S_1} X = \alpha X.$$

Suppose he were to exchange this initial holding for another portfolio, also worth s_1 , but consisting of s_2 dollars of stock of company 2 and of d dollars of bonds, where s_2 and d are given by:

$$(7) \quad s_2 = \frac{S_2}{V_2} s_1, \quad d = \frac{D_2}{V_2} s_1.$$

In other words the new portfolio is to consist of stock of company 2 and of bonds in the proportions S_2/V_2 and D_2/V_2 , respectively. The return from the stock in the new portfolio will be a fraction s_2/S_2 of the total return to stockholders of company 2, which is $(X - rD_2)$, and the return from the bonds will be rd . Making use of (7), the total return from the portfolio, Y_2 , can be expressed as follows:

$$Y_2 = \frac{s_2}{S_2} (X - rD_2) + rd = \frac{s_1}{V_2} (X - rD_2) + r \frac{D_2}{V_2} s_1 = \frac{s_1}{V_2} X = \alpha \frac{S_1}{V_2} X$$

(since $s_1 = \alpha S_1$). Comparing Y_2 with Y_1 we see that, if $V_2 < S_1 \equiv V_1$, then Y_2 will exceed Y_1 . Hence it pays the holders of company 1's shares to sell these holdings and replace them with a mixed portfolio containing an appropriate fraction of the shares of company 2.

The acquisition of a mixed portfolio of stock of a levered company j and of bonds in the proportion S_j/V_j and D_j/V_j , respectively, may be regarded as an operation which "undoes" the leverage, giving access to an appropriate fraction of the unlevered return X_j . It is this possibility of undoing leverage which prevents the value of levered firms from being consistently less than those of unlevered firms, or more generally prevents the average cost of capital \bar{X}_j/V_j from being systematically higher for levered than for nonlevered companies in the same class.

Since we have already shown that arbitrage will also prevent V_2 from being larger than V_1 , we can conclude that in equilibrium we must have $V_2 = V_1$, as stated in Proposition I.

Proposition II. From Proposition I we can derive the following proposition concerning the rate of return on common stock in companies whose capital structure includes some debt: the expected rate of return or yield, i , on the stock of any company j belonging to the k th class is a linear function of leverage as follows:

$$(8) \quad i_j = \rho_k + (\rho_k - r) D_j / S_j.$$

That is, the expected yield of a share of stock is equal to the appropriate capitalization rate ρ_k for a pure equity stream in the class, plus a premium related to financial risk equal to the debt-to-equity ratio times the spread between ρ_k and r . Or equivalently, the market price of any share of stock is given by capitalizing its expected return at the continuously variable rate i_j of (8).¹²

A number of writers have stated close equivalents of our Proposition I although by appealing to intuition rather than by attempting a proof and only to insist immediately that the results were not applicable to the actual capital markets.¹³ Proposition II, however, so far as we have been able to discover is new.¹⁴ To establish it we first note that, by definition, the expected rate of return, i , is given by:

$$(9) \quad i_j \equiv \frac{\bar{X}_j - r D_j}{S_j}.$$

From Proposition I, equation (3), we know that:

$$\bar{X}_j = \rho_k(S_j + D_j).$$

Substituting in (9) and simplifying, we obtain equation (8).

¹² To illustrate, suppose $\bar{X} = 1000$, $D = 4000$, $r = 5$ per cent and $\rho_k = 10$ per cent. These values imply that $V = 10,000$ and $S = 6000$ by virtue of Proposition I. The expected yield or rate of return per share is then:

$$i = \frac{1000 - 200}{6000} = .1 + (.1 - .05) \frac{4000}{6000} = 13\frac{1}{3} \text{ per cent.}$$

¹³ See, for example, J. B. Williams [21, esp. pp. 72-73]; David Durand [3]; and W. A. Morton [15]. None of these writers describe in any detail the mechanism which is supposed to keep the average cost of capital constant under changes in capital structure. They seem, however, to be visualizing the equilibrating mechanism in terms of switches by investors between stocks and bonds as the yields of each get out of line with their "riskiness." This is an argument quite different from the pure arbitrage mechanism underlying our proof, and the difference is crucial. Regarding Proposition I as resting on investors' attitudes toward risk leads inevitably to a misunderstanding of many factors influencing relative yields such as, for example, limitations on the portfolio composition of financial institutions. See below, esp. Section I.D.

¹⁴ Morton does make reference to a linear yield function but only "... for the sake of simplicity and because the particular function used makes no essential difference in my conclusions" [15, p. 443, note 2].

C. *Some Qualifications and Extensions of the Basic Propositions*

The methods and results developed so far can be extended in a number of useful directions, of which we shall consider here only three: (1) allowing for a corporate profits tax under which interest payments are deductible; (2) recognizing the existence of a multiplicity of bonds and interest rates; and (3) acknowledging the presence of market imperfections which might interfere with the process of arbitrage. The first two will be examined briefly in this section with some further attention given to the tax problem in Section II. Market imperfections will be discussed in Part D of this section in the course of a comparison of our results with those of received doctrines in the field of finance.

Effects of the Present Method of Taxing Corporations. The deduction of interest in computing taxable corporate profits will prevent the arbitrage process from making the value of all firms in a given class proportional to the expected returns generated by their physical assets. Instead, it can be shown (by the same type of proof used for the original version of Proposition I) that the market values of firms in each class must be proportional in equilibrium to their expected return net of taxes (that is, to the sum of the interest paid and expected net stockholder income). This means we must replace each \bar{X}_j in the original versions of Propositions I and II with a new variable \bar{X}_j^τ representing the total income net of taxes generated by the firm:

$$(10) \quad \bar{X}_j^\tau \equiv (\bar{X}_j - rD_j)(1 - \tau) + rD_j \equiv \bar{\pi}_j^\tau + rD_j,$$

where $\bar{\pi}_j^\tau$ represents the expected net income accruing to the common stockholders and τ stands for the average rate of corporate income tax.¹⁵

After making these substitutions, the propositions, when adjusted for taxes, continue to have the same form as their originals. That is, Proposition I becomes:

$$(11) \quad \frac{\bar{X}_j^\tau}{V_j} = \rho_k^\tau, \text{ for any firm in class } k,$$

and Proposition II becomes

$$(12) \quad i_j \equiv \frac{\bar{\pi}_j^\tau}{S_j} = \rho_j^\tau + (\rho_k^\tau - r)D_j/S_j$$

where ρ_k^τ is the capitalization rate for income net of taxes in class k .

Although the form of the propositions is unaffected, certain interpretations must be changed. In particular, the after-tax capitalization rate

¹⁵ For simplicity, we shall ignore throughout the tiny element of progression in our present corporate tax and treat τ as a constant independent of $(\bar{X}_j - rD_j)$.

ρ_k^r can no longer be identified with the "average cost of capital" which is $\rho_k = \bar{X}_j/V_j$. The difference between ρ_k^r and the "true" average cost of capital, as we shall see, is a matter of some relevance in connection with investment planning within the firm (Section II). For the description of market behavior, however, which is our immediate concern here, the distinction is not essential. To simplify presentation, therefore, and to preserve continuity with the terminology in the standard literature we shall continue in this section to refer to ρ_k^r as the average cost of capital, though strictly speaking this identification is correct only in the absence of taxes.

Effects of a Plurality of Bonds and Interest Rates. In existing capital markets we find not one, but a whole family of interest rates varying with maturity, with the technical provisions of the loan and, what is most relevant for present purposes, with the financial condition of the borrower.¹⁶ Economic theory and market experience both suggest that the yields demanded by lenders tend to increase with the debt-equity ratio of the borrowing firm (or individual). If so, and if we can assume as a first approximation that this yield curve, $r=r(D/S)$, whatever its precise form, is the same for all borrowers, then we can readily extend our propositions to the case of a rising supply curve for borrowed funds.¹⁷

Proposition I is actually unaffected in form and interpretation by the fact that the rate of interest may rise with leverage; while the average cost of *borrowed* funds will tend to increase as debt rises, the average cost of funds from *all* sources will still be independent of leverage (apart from the tax effect). This conclusion follows directly from the ability of those who engage in arbitrage to undo the leverage in any financial structure by acquiring an appropriately mixed portfolio of bonds and stocks. Because of this ability, the ratio of earnings (*before* interest charges) to market value—*i.e.*, the average cost of capital from all

¹⁶ We shall not consider here the extension of the analysis to encompass the time structure of interest rates. Although some of the problems posed by the time structure can be handled within our comparative statics framework, an adequate discussion would require a separate paper.

¹⁷ We can also develop a theory of bond valuation along lines essentially parallel to those followed for the case of shares. We conjecture that the curve of bond yields as a function of leverage will turn out to be a nonlinear one in contrast to the linear function of leverage developed for common shares. However, we would also expect that the rate of increase in the yield on new issues would not be substantial in practice. This relatively slow rise would reflect the fact that interest rate increases by themselves can never be completely satisfactory to creditors as compensation for their increased risk. Such increases may simply serve to raise r so high relative to ρ that they become self-defeating by giving rise to a situation in which even normal fluctuations in earnings may force the company into bankruptcy. The difficulty of borrowing more, therefore, tends to show up in the usual case not so much in higher rates as in the form of increasingly stringent restrictions imposed on the company's management and finances by the creditors; and ultimately in a complete inability to obtain new borrowed funds, at least from the institutional investors who normally set the standards in the market for bonds.

sources—must be the same for all firms in a given class.¹⁸ In other words, the increased cost of borrowed funds as leverage increases will tend to be offset by a corresponding reduction in the yield of common stock. This seemingly paradoxical result will be examined more closely below in connection with Proposition II.

A significant modification of Proposition I would be required only if the yield curve $r=r(D/S)$ were different for different borrowers, as might happen if creditors had marked preferences for the securities of a particular class of debtors. If, for example, corporations as a class were able to borrow at lower rates than individuals having equivalent personal leverage, then the average cost of capital to corporations might fall slightly, as leverage increased over some range, in reflection of this differential. In evaluating this possibility, however, remember that the relevant interest rate for our arbitrage operators is the rate on brokers' loans and, historically, that rate has not been noticeably higher than representative corporate rates.¹⁹ The operations of holding companies and investment trusts which can borrow on terms comparable to operating companies represent still another force which could be expected to wipe out any marked or prolonged advantages from holding levered stocks.²⁰

Although Proposition I remains unaffected as long as the yield curve is the same for all borrowers, the relation between common stock yields and leverage will no longer be the strictly linear one given by the original Proposition II. If r increases with leverage, the yield i will still tend to

¹⁸ One normally minor qualification might be noted. Once we relax the assumption that all bonds have certain yields, our arbitrage operator faces the danger of something comparable to "gambler's ruin." That is, there is always the possibility that an otherwise sound concern—one whose long-run expected income is greater than its interest liability—might be forced into liquidation as a result of a run of temporary losses. Since reorganization generally involves costs, and because the operation of the firm may be hampered during the period of reorganization with lasting unfavorable effects on earnings prospects, we might perhaps expect heavily levered companies to sell at a slight discount relative to less heavily indebted companies of the same class.

¹⁹ Under normal conditions, moreover, a substantial part of the arbitrage process could be expected to take the form, not of having the arbitrage operators go into debt on personal account to put the required leverage into their portfolios, but simply of having them reduce the amount of corporate bonds they already hold when they acquire underpriced unlevered stock. Margin requirements are also somewhat less of an obstacle to maintaining any desired degree of leverage in a portfolio than might be thought at first glance. Leverage could be largely restored in the face of higher margin requirements by switching to stocks having more leverage at the corporate level.

²⁰ An extreme form of inequality between borrowing and lending rates occurs, of course, in the case of preferred stocks, which can not be directly issued by individuals on personal account. Here again, however, we would expect that the operations of investment corporations plus the ability of arbitrage operators to sell off their holdings of preferred stocks would act to prevent the emergence of any substantial premiums (for this reason) on capital structures containing preferred stocks. Nor are preferred stocks so far removed from bonds as to make it impossible for arbitrage operators to approximate closely the risk and leverage of a corporate preferred stock by incurring a somewhat smaller debt on personal account.

rise as D/S increases, but at a decreasing rather than a constant rate. Beyond some high level of leverage, depending on the exact form of the interest function, the yield may even start to fall.²¹ The relation between i and D/S could conceivably take the form indicated by the curve MD

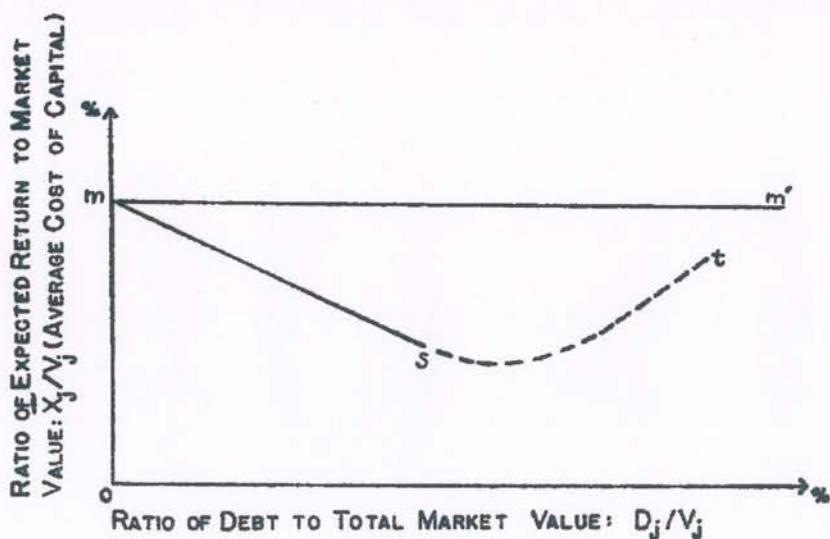


FIGURE 1

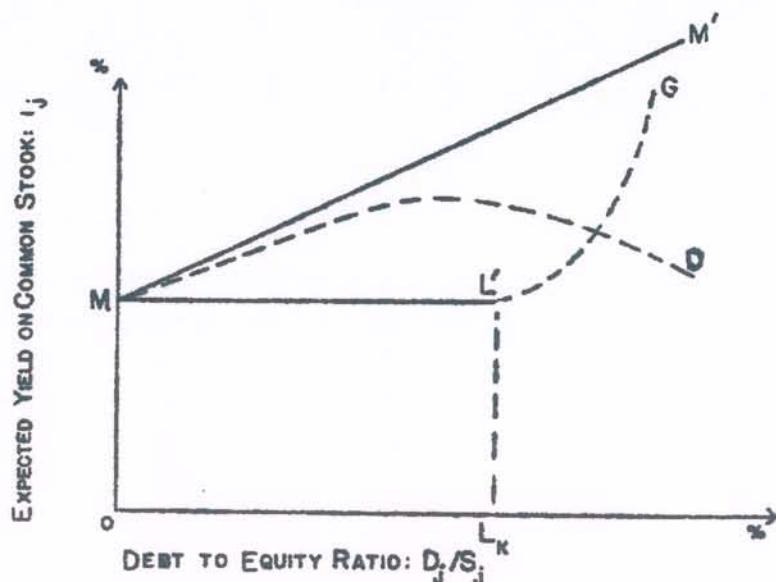


FIGURE 2

in Figure 2, although in practice the curvature would be much less pronounced. By contrast, with a constant rate of interest, the relation would be linear throughout as shown by line MM' , Figure 2.

The downward sloping part of the curve MD perhaps requires some

²¹ Since new lenders are unlikely to permit this much leverage (*cf.* note 17), this range of the curve is likely to be occupied by companies whose earnings prospects have fallen substantially since the time when their debts were issued.

comment since it may be hard to imagine why investors, other than those who like lotteries, would purchase stocks in this range. Remember, however, that the yield curve of Proposition II is a consequence of the more fundamental Proposition I. Should the demand by the risk-lovers prove insufficient to keep the market to the peculiar yield-curve MD , this demand would be reinforced by the action of arbitrage operators. The latter would find it profitable to own a pro-rata share of the firm as a whole by holding its stock *and* bonds, the lower yield of the shares being thus offset by the higher return on bonds.

D. The Relation of Propositions I and II to Current Doctrines

The propositions we have developed with respect to the valuation of firms and shares appear to be substantially at variance with current doctrines in the field of finance. The main differences between our view and the current view are summarized graphically in Figures 1 and 2. Our Proposition I [equation (4)] asserts that the average cost of capital, $\bar{X}_j/r/V_j$, is a constant for all firms j in class k , independently of their financial structure. This implies that, if we were to take a sample of firms in a given class, and if for each firm we were to plot the ratio of expected return to market value against some measure of leverage or financial structure, the points would tend to fall on a horizontal straight line with intercept $\rho_k r$, like the solid line mm' in Figure 1.²² From Proposition I we derived Proposition II [equation (8)] which, taking the simplest version with r constant, asserts that, for all firms in a class, the relation between the yield on common stock and financial structure, measured by D_j/S_j , will approximate a straight line with slope $(\rho_k r - r)$ and intercept $\rho_k r$. This relationship is shown as the solid line MM' in Figure 2, to which reference has been made earlier.²³

By contrast, the conventional view among finance specialists appears to start from the proposition that, other things equal, the earnings-price ratio (or its reciprocal, the times-earnings multiplier) of a firm's common stock will normally be only slightly affected by "moderate" amounts of debt in the firm's capital structure.²⁴ Translated into our no-

²² In Figure 1 the measure of leverage used is D_j/V_j (the ratio of debt to market value) rather than D_j/S_j (the ratio of debt to equity), the concept used in the analytical development. The D_j/V_j measure is introduced at this point because it simplifies comparison and contrast of our view with the traditional position.

²³ The line MM' in Figure 2 has been drawn with a positive slope on the assumption that $\rho_k r > r$, a condition which will normally obtain. Our Proposition II as given in equation (8) would continue to be valid, of course, even in the unlikely event that $\rho_k r < r$, but the slope of MM' would be negative.

²⁴ See, e.g., Graham and Dodd [6, pp. 464-66]. Without doing violence to this position, we can bring out its implications more sharply by ignoring the qualification and treating the yield as a virtual constant over the relevant range. See in this connection the discussion in Durand [3, esp. pp. 225-37] of what he calls the "net income method" of valuation.

tation, it asserts that for any firm j in the class k ,

$$(13) \quad \frac{\bar{X}_j^r - rD_j}{S_j} \equiv \frac{\bar{\pi}_j^r}{S_j} = i_k^*, \text{ a constant for } \frac{D_j}{S_j} \leq L_k$$

or, equivalently,

$$(14) \quad S_j = \bar{\pi}_j^r / i_k^*.$$

Here i_k^* represents the capitalization rate or earnings-price ratio on the common stock and L_k denotes some amount of leverage regarded as the maximum "reasonable" amount for firms of the class k . This assumed relationship between yield and leverage is the horizontal solid line ML' of Figure 2. Beyond L' , the yield will presumably rise sharply as the market discounts "excessive" trading on the equity. This possibility of a rising range for high leverages is indicated by the broken-line segment $L'G$ in the figure.²⁵

If the value of shares were really given by (14) then the over-all market value of the firm must be:

$$(16) \quad V_j \equiv S_j + D_j = \frac{\bar{X}_j^r - rD_j}{i_k^*} + D_j = \frac{\bar{X}_j^r}{i_k^*} + \frac{(i_k^* - r)D_j}{i_k^*}.$$

That is, for any given level of expected total returns after taxes (\bar{X}_j^r) and assuming, as seems natural, that $i_k^* > r$, the value of the firm must tend to *rise* with debt;²⁶ whereas our Proposition I asserts that the value of the firm is completely independent of the capital structure. Another way of contrasting our position with the traditional one is in terms of the cost of capital. Solving (16) for \bar{X}_j^r/V_j yields:

$$(17) \quad \bar{X}_j^r/V_j = i_k^* - (i_k^* - r)D_j/V_j.$$

According to this equation, the average cost of capital is not independent of capital structure as we have argued, but should tend to *fall* with increasing leverage, at least within the relevant range of moderate debt ratios, as shown by the line ms in Figure 1. Or to put it in more familiar terms, debt-financing should be "cheaper" than equity-financing if not carried too far.

When we also allow for the possibility of a rising range of stock yields for large values of leverage, we obtain a U-shaped curve like mst in

²⁵ To make it easier to see some of the implications of this hypothesis as well as to prepare the ground for later statistical testing, it will be helpful to assume that the notion of a critical limit on leverage beyond which yields rise rapidly, can be epitomized by a quadratic relation of the form:

(15) $\bar{\pi}_j^r/S_j = i_k^* + \beta(D_j/S_j) + \alpha(D_j/S_j)^2, \quad \alpha > 0.$

²⁶ For a typical discussion of how a promoter can, supposedly, increase the market value of a firm by recourse to debt issues, see W. J. Eiteman [4, esp. pp. 11-13].

Figure 1.²⁷ That a yield-curve for stocks of the form $ML'G$ in Figure 2 implies a U-shaped cost-of-capital curve has, of course, been recognized by many writers. A natural further step has been to suggest that the capital structure corresponding to the trough of the U is an "optimal capital structure" towards which management ought to strive in the best interests of the stockholders.²⁸ According to our model, by contrast, no such optimal structure exists—all structures being equivalent from the point of view of the cost of capital.

Although the falling, or at least U-shaped, cost-of-capital function is in one form or another the dominant view in the literature, the ultimate rationale of that view is by no means clear. The crucial element in the position—that the expected earnings-price ratio of the stock is largely unaffected by leverage up to some conventional limit—is rarely even regarded as something which requires explanation. It is usually simply taken for granted or it is merely asserted that this is the way the market behaves.²⁹ To the extent that the constant earnings-price ratio has a rationale at all we suspect that it reflects in most cases the feeling that moderate amounts of debt in "sound" corporations do not really add very much to the "riskiness" of the stock. Since the extra risk is slight, it seems natural to suppose that firms will not have to pay noticeably higher yields in order to induce investors to hold the stock.³⁰

A more sophisticated line of argument has been advanced by David Durand [3, pp. 231–33]. He suggests that because insurance companies and certain other important institutional investors are restricted to debt securities, nonfinancial corporations are able to borrow from them at interest rates which are lower than would be required to compensate

²⁷ The U-shaped nature of the cost-of-capital curve can be exhibited explicitly if the yield curve for shares as a function of leverage can be approximated by equation (15) of footnote 25. From that equation, multiplying both sides by S_i we obtain: $\bar{\pi}_i^r = \bar{X}_i^r - rD_i = i_k^*S_i + \beta D_i + \alpha D_i^2/S_i$; or, adding and subtracting $i_k^*D_k$ from the right-hand side and collecting terms,

$$(18) \quad \bar{X}_i^r = i_k^*(S_i + D_i) + (\beta + r - i_k^*)D_i + \alpha D_i^2/S_i.$$

Dividing (18) by V_i gives an expression for the cost of capital:

$$(19) \quad \begin{aligned} \bar{X}_i^r/V_i &= i_k^* - (i_k^* - r - \beta)D_i/V_i + \alpha D_i^2/S_i V_i = i_k^* - (i_k^* - r - \beta)D_i/V_i \\ &\quad + \alpha(D_i/V_i)^2/(1 - D_i/V_i) \end{aligned}$$

which is clearly U-shaped since α is supposed to be positive.

²⁸ For a typical statement see S. M. Robbins [16, p. 307]. See also Graham and Dodd [6, pp. 468–74].

²⁹ See e.g., Graham and Dodd [6, p. 466].

³⁰ A typical statement is the following by Guthmann and Dougall [7, p. 245]: "Theoretically it might be argued that the increased hazard from using bonds and preferred stocks would counterbalance this additional income and so prevent the common stock from being more attractive than when it had a lower return but fewer prior obligations. In practice, the extra earnings from 'trading on the equity' are often regarded by investors as more than sufficient to serve as a 'premium for risk' when the proportions of the several securities are judiciously mixed."

creditors in a free market. Thus, while he would presumably agree with our conclusions that stockholders could not gain from leverage in an unconstrained market, he concludes that they can gain under present institutional arrangements. This gain would arise by virtue of the "safety superpremium" which lenders are willing to pay corporations for the privilege of lending.³¹

The defective link in both the traditional and the Durand version of the argument lies in the confusion between investors' subjective risk preferences and their objective market opportunities. Our Propositions I and II, as noted earlier, do not depend for their validity on any assumption about individual risk preferences. Nor do they involve any assertion as to what is an adequate compensation to investors for assuming a given degree of risk. They rely merely on the fact that a given commodity cannot consistently sell at more than one price in the market; or more precisely that the price of a commodity representing a "bundle" of two other commodities cannot be consistently different from the weighted average of the prices of the two components (the weights being equal to the proportion of the two commodities in the bundle).

An analogy may be helpful at this point. The relations between $1/\rho_k$, the price per dollar of an unlevered stream in class k ; $1/r$, the price per dollar of a sure stream, and $1/i_j$, the price per dollar of a levered stream j , in the k th class, are essentially the same as those between, respectively, the price of whole milk, the price of butter fat, and the price of milk which has been thinned out by skimming off some of the butter fat. Our Proposition I states that a firm cannot reduce the cost of capital—*i.e.*, increase the market value of the stream it generates—by securing part of its capital through the sale of bonds, even though debt money appears to be cheaper. This assertion is equivalent to the proposition that, under perfect markets, a dairy farmer cannot in general earn more for the milk he produces by skimming some of the butter fat and selling it separately, even though butter fat per unit weight, sells for more than whole milk. The advantage from skimming the milk rather than selling whole milk would be purely illusory; for what would be gained from selling the high-priced butter fat would be lost in selling the low-priced residue of thinned milk. Similarly our Proposition II—that the price per dollar of a levered stream falls as leverage increases—is an ex-

³¹ Like Durand, Morton [15] contends "that the actual market deviates from [Proposition I] by giving a changing over-all cost of money at different points of the [leverage] scale" (p. 443, note 2, inserts ours), but the basis for this contention is nowhere clearly stated. Judging by the great emphasis given to the lack of mobility of investment funds between stocks and bonds and to the psychological and institutional pressures toward debt portfolios (see pp. 444–51 and especially his discussion of the optimal capital structure on p. 453) he would seem to be taking a position very similar to that of Durand above.

act analogue of the statement that the price per gallon of thinned milk falls continuously as more butter fat is skimmed off.³²

It is clear that this last assertion is true as long as butter fat is worth more per unit weight than whole milk, and it holds even if, for many consumers, taking a little cream out of the milk (adding a little leverage to the stock) does not detract noticeably from the taste (does not add noticeably to the risk). Furthermore the argument remains valid even in the face of institutional limitations of the type envisaged by Durand. For suppose that a large fraction of the population habitually dines in restaurants which are required by law to serve only cream in lieu of milk (entrust their savings to institutional investors who can only buy bonds). To be sure the price of butter fat will then tend to be higher in relation to that of skinned milk than in the absence such restrictions (the rate of interest will tend to be lower), and this will benefit people who eat at home and who like skim milk (who manage their own portfolio and are able and willing to take risk). But it will still be the case that a farmer cannot gain by skimming some of the butter fat and selling it separately (firm cannot reduce the cost of capital by recourse to borrowed funds).³³

Our propositions can be regarded as the extension of the classical theory of markets to the particular case of the capital markets. Those who hold the current view—whether they realize it or not—must as-

³² Let M denote the quantity of whole milk, B/M the proportion of butter fat in the whole milk, and let p_M , p_B and p_α denote, respectively, the price per unit weight of whole milk, butter fat and thinned milk from which a fraction α of the butter fat has been skinned off. We then have the fundamental perfect market relation:

$$(a) \quad p_\alpha(M - \alpha B) + p_B \alpha B = p_M M, \quad 0 \leq \alpha \leq 1,$$

stating that total receipts will be the same amount $p_M M$, independently of the amount αB of butter fat that may have been sold separately. Since p_M corresponds to $1/\rho$, p_B to $1/r$, p_α to $1/i$, M to \bar{X} and αB to rD , (a) is equivalent to Proposition I, $S+D=\bar{X}/\rho$. From (a) we derive:

$$(b) \quad p_\alpha = p_M \frac{M}{M - \alpha B} - p_B \frac{\alpha B}{M - \alpha B}$$

which gives the price of thinned milk as an explicit function of the proportion of butter fat skinned off; the function decreasing as long as $p_B > p_M$. From (a) also follows:

$$(c) \quad 1/p_\alpha = 1/p_M + (1/p_M - 1/p_B) \frac{p_B \alpha B}{p_\alpha(M - \alpha B)}$$

which is the exact analogue of Proposition II, as given by (8).

³³ The reader who likes parables will find that the analogy with interrelated commodity markets can be pushed a good deal farther than we have done in the text. For instance, the effect of changes in the market rate of interest on the over-all cost of capital is the same as the effect of a change in the price of butter on the price of whole milk. Similarly, just as the relation between the prices of skim milk and butter fat influences the kind of cows that will be reared, so the relation between i and r influences the kind of ventures that will be undertaken. If people like butter we shall have Guernseys; if they are willing to pay a high price for safety, this will encourage ventures which promise smaller but less uncertain streams per dollar of physical assets.

sume not merely that there are lags and frictions in the equilibrating process—a feeling we certainly share,³⁴ claiming for our propositions only that they describe the central tendency around which observations will scatter—but also that there are large and *systematic* imperfections in the market which permanently bias the outcome. This is an assumption that economists, at any rate, will instinctively eye with some skepticism.

In any event, whether such prolonged, systematic departures from equilibrium really exist or whether our propositions are better descriptions of long-run market behavior can be settled only by empirical research. Before going on to the theory of investment it may be helpful, therefore, to look at the evidence.

E. Some Preliminary Evidence on the Basic Propositions

Unfortunately the evidence which has been assembled so far is amazingly skimpy. Indeed, we have been able to locate only two recent studies—and these of rather limited scope—which were designed to throw light on the issue. Pending the results of more comprehensive tests which we hope will soon be available, we shall review briefly such evidence as is provided by the two studies in question: (1) an analysis of the relation between security yields and financial structure for some 43 large electric utilities by F. B. Allen [1], and (2) a parallel (unpublished) study by Robert Smith [19], for 42 oil companies designed to test whether Allen's rather striking results would be found in an industry with very different characteristics.³⁵ The Allen study is based on average figures for the years 1947 and 1948, while the Smith study relates to the single year 1953.

The Effect of Leverage on the Cost of Capital. According to the received view, as shown in equation (17) the average cost of capital, \bar{X}^r/V , should decline linearly with leverage as measured by the ratio D/V , at least through most of the relevant range.³⁶ According to Proposition I, the average cost of capital within a given class k should tend to have the same value ρ_k^r independently of the degree of leverage. A simple test

³⁴ Several specific examples of the failure of the arbitrage mechanism can be found in Graham and Dodd [6, e.g., pp. 646–48]. The price discrepancy described on pp. 646–47 is particularly curious since it persists even today despite the fact that a whole generation of security analysts has been brought up on this book!

³⁵ We wish to express our thanks to both writers for making available to us some of their original worksheets. In addition to these recent studies there is a frequently cited (but apparently seldom read) study by the Federal Communications Commission in 1938 [22] which purports to show the existence of an optimal capital structure or range of structures (in the sense defined above) for public utilities in the 1930's. By current standards for statistical investigations, however, this study cannot be regarded as having any real evidential value for the problem at hand.

³⁶ We shall simplify our notation in this section by dropping the subscript j used to denote a particular firm wherever this will not lead to confusion.

of the merits of the two alternative hypotheses can thus be carried out by correlating \bar{X}^r/V with D/V . If the traditional view is correct, the correlation should be significantly negative; if our view represents a better approximation to reality, then the correlation should not be significantly different from zero.

Both studies provide information about the average value of D —the market value of bonds and preferred stock—and of V —the market value of all securities.³⁷ From these data we can readily compute the ratio D/V and this ratio (expressed as a percentage) is represented by the symbol d in the regression equations below. The measurement of the variable \bar{X}^r/V , however, presents serious difficulties. Strictly speaking, the numerator should measure the expected returns net of taxes, but this is a variable on which no direct information is available. As an approximation, we have followed both authors and used (1) the average value of actual net returns in 1947 and 1948 for Allen's utilities; and (2) actual net returns in 1953 for Smith's oil companies. Net return is defined in both cases as the sum of interest, preferred dividends and stockholders' income net of corporate income taxes. Although this approximation to expected returns is undoubtedly very crude, there is no reason to believe that it will systematically bias the test in so far as the sign of the regression coefficient is concerned. The roughness of the approximation, however, will tend to make for a wide scatter. Also contributing to the scatter is the crudeness of the industrial classification, since especially within the sample of oil companies, the assumption that all the firms belong to the same class in our sense, is at best only approximately valid.

Denoting by x our approximation to \bar{X}^r/V (expressed, like d , as a percentage), the results of the tests are as follows:

$$\text{Electric Utilities } x = 5.3 + .006d \quad r = .12 \\ (\pm .008)$$

$$\text{Oil Companies } x = 8.5 + .006d \quad r = .04. \\ (\pm .024)$$

The data underlying these equations are also shown in scatter diagram form in Figures 3 and 4.

The results of these tests are clearly favorable to our hypothesis.

³⁷ Note that for purposes of this test preferred stocks, since they represent an *expected* fixed obligation, are properly classified with bonds even though the tax status of preferred dividends is different from that of interest payments and even though preferred dividends are really fixed only as to their maximum in any year. Some difficulty of classification does arise in the case of convertible preferred stocks (and convertible bonds) selling at a substantial premium, but fortunately very few such issues were involved for the companies included in the two studies. Smith included bank loans and certain other short-term obligations (at book values) in his data on oil company debts and this treatment is perhaps open to some question. However, the amounts involved were relatively small and check computations showed that their elimination would lead to only minor differences in the test results.

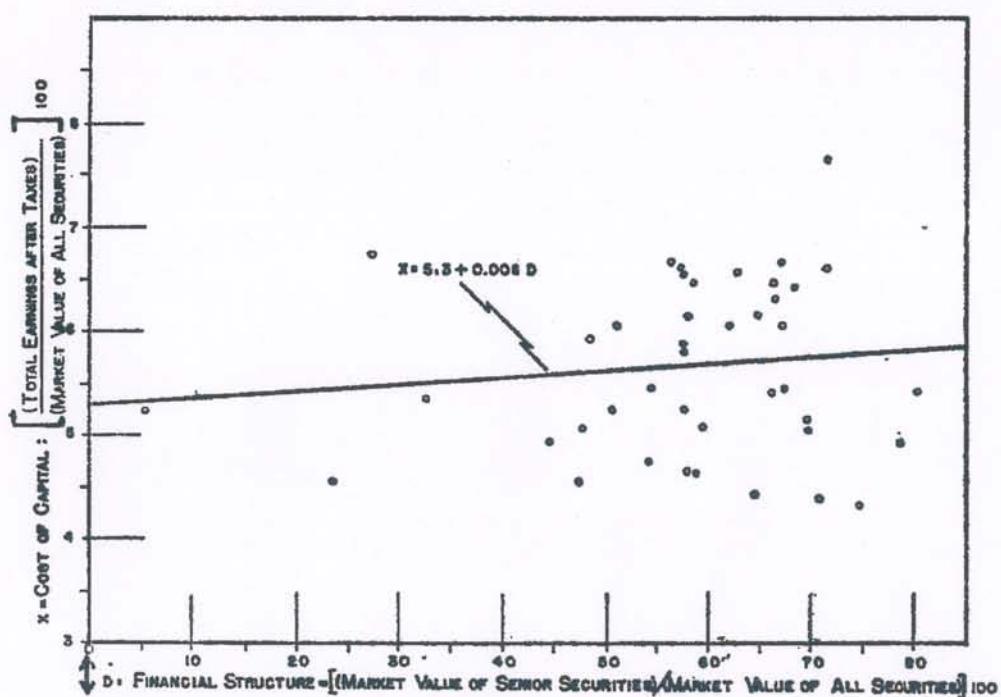


FIGURE 3. COST OF CAPITAL IN RELATION TO FINANCIAL STRUCTURE
FOR 43 ELECTRIC UTILITIES, 1947-48

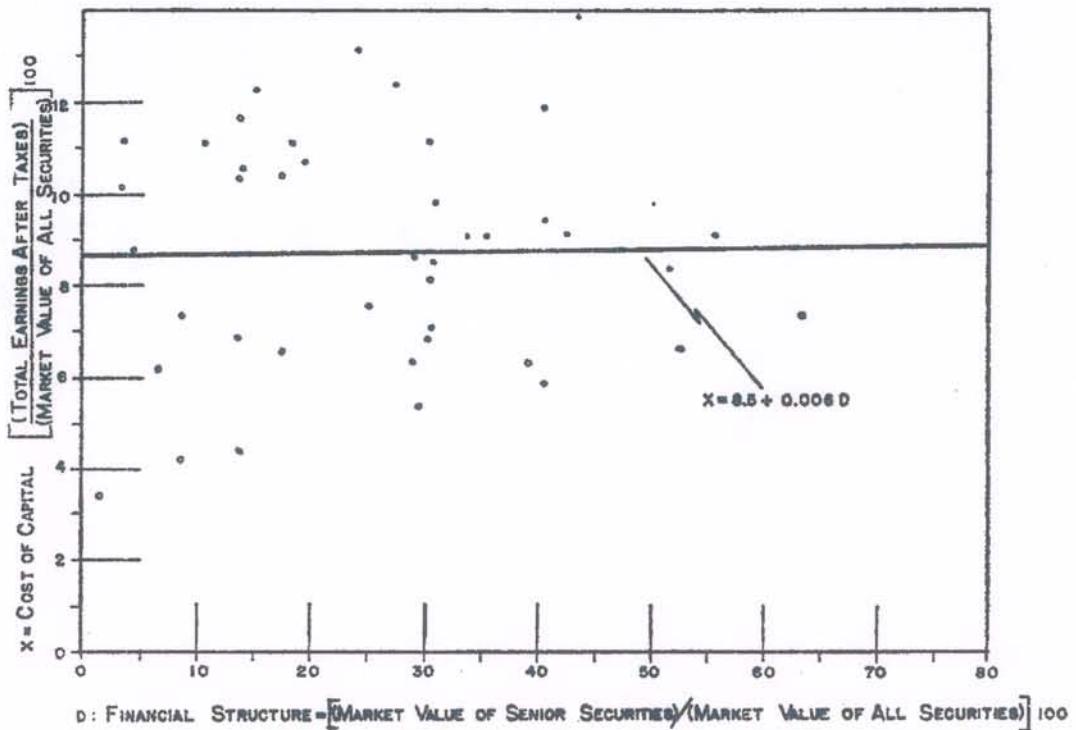


FIGURE 4. COST OF CAPITAL IN RELATION TO FINANCIAL STRUCTURE
FOR 42 OIL COMPANIES, 1953

Both correlation coefficients are very close to zero and not statistically significant. Furthermore, the implications of the traditional view fail to be supported even with respect to the sign of the correlation. The data in short provide no evidence of any tendency for the cost of capital to fall as the debt ratio increases.³⁸

It should also be apparent from the scatter diagrams that there is no hint of a curvilinear, U-shaped, relation of the kind which is widely believed to hold between the cost of capital and leverage. This graphical impression was confirmed by statistical tests which showed that for both industries the curvature was not significantly different from zero, its sign actually being opposite to that hypothesized.³⁹

Note also that according to our model, the constant terms of the regression equations are measures of ρ_k^r , the capitalization rates for unlevered streams and hence the average cost of capital in the classes in question. The estimates of 8.5 per cent for the oil companies as against 5.3 per cent for electric utilities appear to accord well with a priori expectations, both in absolute value and relative spread.

The Effect of Leverage on Common Stock Yields. According to our Proposition II—see equation 12 and Figure 2—the expected yield on common stock, π^r/S , in any given class, should tend to increase with leverage as measured by the ratio D/S . The relation should tend to be linear and with positive slope through most of the relevant range (as in the curve MM' of Figure 2), though it might tend to flatten out if we move

³⁸ It may be argued that a test of the kind used is biased against the traditional view. The fact that both sides of the regression equation are divided by the variable V which may be subject to random variation might tend to impart a positive bias to the correlation. As a check on the results presented in the text, we have, therefore, carried out a supplementary test based on equation (16). This equation shows that, if the traditional view is correct, the market value of a company should, for given \bar{X}^r , increase with debt through most of the relevant range; according to our model the market value should be uncorrelated with D , given \bar{X}^r . Because of wide variations in the size of the firms included in our samples, all variables must be divided by a suitable scale factor in order to avoid spurious results in carrying out a test of equation (16). The factor we have used is the book value of the firm denoted by A . The hypothesis tested thus takes the specific form:

$$V/A = a + b(\bar{X}^r/A) + c(D/A)$$

and the numerator of the ratio X^r/A is again approximated by actual net returns. The partial correlation between V/A and D/A should now be positive according to the traditional view and zero according to our model. Although division by A should, if anything, bias the results in favor of the traditional hypothesis, the partial correlation turns out to be only .03 for the oil companies and -.28 for the electric utilities. Neither of these coefficients is significantly different from zero and the larger one even has the wrong sign.

³⁹ The tests consisted of fitting to the data the equation (19) of footnote 27. As shown there, it follows from the U-shaped hypothesis that the coefficient α of the variable $(D/V)^2/(1-D/V)$, denoted hereafter by d^* , should be significant and positive. The following regression equations and partials were obtained:

$$\text{Electric Utilities } x = 5.0 + .017d - .003d^*; r_{xd^*} = -.15$$

$$\text{Oil Companies } x = 8.0 + .05d - .03d^*; r_{xd^*} = -.14.$$

far enough to the right (as in the curve MD'), to the extent that high leverage tends to drive up the cost of senior capital. According to the conventional view, the yield curve as a function of leverage should be a horizontal straight line (like ML') through most of the relevant range; far enough to the right, the yield may tend to rise at an increasing rate. Here again, a straight-forward correlation—in this case between $\bar{\pi}'/S$ and D/S —can provide a test of the two positions. If our view is correct, the correlation should be significantly positive; if the traditional view is correct, the correlation should be negligible.

Subject to the same qualifications noted above in connection with \bar{X}' , we can approximate $\bar{\pi}'$ by actual stockholder net income.⁴⁰ Letting z denote in each case the approximation to $\bar{\pi}'/S$ (expressed as a percentage) and letting h denote the ratio D/S (also in percentage terms) the following results are obtained:

$$\text{Electric Utilities } z = 6.6 + .017h \quad r = .53 \\ (+.004)$$

$$\text{Oil Companies } z = 8.9 + .051h \quad r = .53. \\ (\pm .012)$$

These results are shown in scatter diagram form in Figures 5 and 6.

Here again the implications of our analysis seem to be borne out by the data. Both correlation coefficients are positive and highly significant when account is taken of the substantial sample size. Furthermore, the estimates of the coefficients of the equations seem to accord reasonably well with our hypothesis. According to equation (12) the constant term should be the value of $\rho_k r$ for the given class while the slope should be $(\rho_k r - r)$. From the test of Proposition I we have seen that for the oil companies the mean value of $\rho_k r$ could be estimated at around 8.7. Since the average yield of senior capital during the period covered was in the order of $3\frac{1}{2}$ per cent, we should expect a constant term of about 8.7 per cent and a slope of just over 5 per cent. These values closely approximate the regression estimates of 8.9 per cent and 5.1 per cent respectively. For the electric utilities, the yield of senior capital was also on the order of $3\frac{1}{2}$ per cent during the test years, but since the estimate of the mean value of $\rho_k r$ from the test of Proposition I was 5.6 per cent,

⁴⁰ As indicated earlier, Smith's data were for the single year 1953. Since the use of a single year's profits as a measure of expected profits might be open to objection we collected profit data for 1952 for the same companies and based the computation of $\bar{\pi}'/S$ on the average of the two years. The value of $\bar{\pi}'/S$ was obtained from the formula:

$$\left(\text{net earnings in 1952} \cdot \frac{\text{assets in '53}}{\text{assets in '52}} + \text{net earnings in '1953} \right) \frac{1}{2} \\ \div (\text{average market value of common stock in '53}).$$

The asset adjustment was introduced as rough allowance for the effects of possible growth in the size of the firm. It might be added that the correlation computed with $\bar{\pi}'/S$ based on net profits in 1953 alone was found to be only slightly smaller, namely .50.

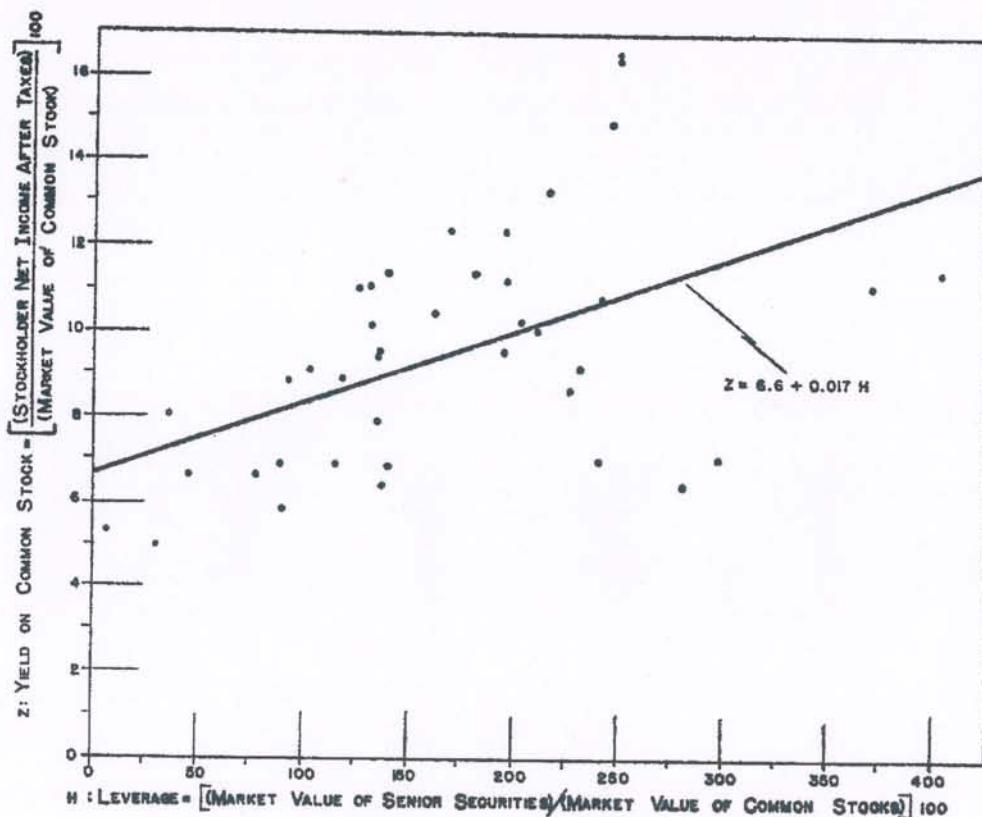


FIGURE 5. YIELD ON COMMON STOCK IN RELATION TO LEVERAGE FOR
43 ELECTRIC UTILITIES, 1947-48

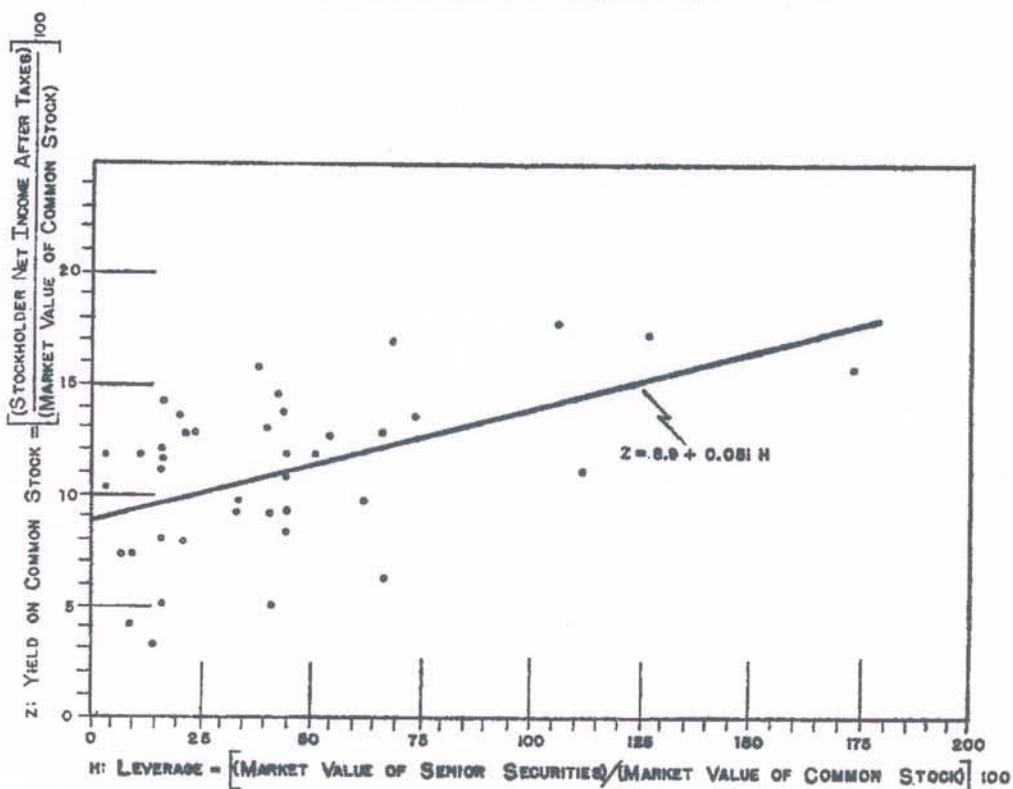


FIGURE 6. YIELD ON COMMON STOCK IN RELATION TO LEVERAGE FOR
42 OIL COMPANIES, 1952-53

the slope should be just above 2 per cent. The actual regression estimate for the slope of 1.7 per cent is thus somewhat low, but still within one standard error of its theoretical value. Because of this underestimate of the slope and because of the large mean value of leverage ($\bar{h}=160$ per cent) the regression estimate of the constant term, 6.6 per cent, is somewhat high, although not significantly different from the value of 5.6 per cent obtained in the test of Proposition I.

When we add a square term to the above equations to test for the presence and direction of curvature we obtain the following estimates:

$$\text{Electric Utilities } z = 4.6 + .004h - .007h^2$$

$$\text{Oil Companies } z = 8.5 + .072h - .016h^2.$$

For both cases the curvature is negative. In fact, for the electric utilities, where the observations cover a wider range of leverage ratios, the negative coefficient of the square term is actually significant at the 5 per cent level. Negative curvature, as we have seen, runs directly counter to the traditional hypothesis, whereas it can be readily accounted for by our model in terms of rising cost of borrowed funds.⁴¹

In summary, the empirical evidence we have reviewed seems to be broadly consistent with our model and largely inconsistent with traditional views. Needless to say much more extensive testing will be required before we can firmly conclude that our theory describes market behavior. Caution is indicated especially with regard to our test of Proposition II, partly because of possible statistical pitfalls⁴² and partly because not all the factors that might have a systematic effect on stock yields have been considered. In particular, no attempt was made to test the possible influence of the dividend pay-out ratio whose role has tended to receive a great deal of attention in current research and thinking. There are two reasons for this omission. First, our main objective has been to assess the *prima facie* tenability of *our* model, and in this model, based as it is on rational behavior by investors, dividends per se play no role. Second, in a world in which the policy of dividend stabilization is widespread, there is no simple way of disentangling the true effect of dividend payments on stock prices from their apparent effect,

⁴¹ That the yield of senior capital tended to rise for utilities as leverage increased is clearly shown in several of the scatter diagrams presented in the published version of Allen's study. This significant negative curvature between stock yields and leverage for utilities may be partly responsible for the fact, previously noted, that the constant in the linear regression is somewhat higher and the slope somewhat lower than implied by equation (12). Note also in connection with the estimate of ρ_b that the introduction of the quadratic term reduces the constant considerably, pushing it in fact below the *a priori* expectation of 5.6, though the difference is again not statistically significant.

⁴² In our test, e.g., the two variables z and h are both ratios with S appearing in the denominator, which may tend to impart a positive bias to the correlation (*cf.* note 38). Attempts were made to develop alternative tests, but although various possibilities were explored, we have so far been unable to find satisfactory alternatives.

the latter reflecting only the role of dividends as a proxy measure of long-term earning anticipations.⁴³ The difficulties just mentioned are further compounded by possible interrelations between dividend policy and leverage.⁴⁴

II. *Implications of the Analysis for the Theory of Investment*

A. *Capital Structure and Investment Policy*

On the basis of our propositions with respect to cost of capital and financial structure (and for the moment neglecting taxes), we can derive the following simple rule for optimal investment policy by the firm:

Proposition III. If a firm in class k is acting in the best interest of the stockholders at the time of the decision, it will exploit an investment opportunity if and only if the rate of return on the investment, say ρ^* , is as large as or larger than ρ_k . That is, *the cut-off point for investment in the firm will in all cases be ρ_k and will be completely unaffected by the type of security used to finance the investment*. Equivalently, we may say that regardless of the financing used, the marginal cost of capital to a firm is equal to the average cost of capital, which is in turn equal to the capitalization rate for an unlevered stream in the class to which the firm belongs.⁴⁵

To establish this result we will consider the three major financing alternatives open to the firm—bonds, retained earnings, and common stock issues—and show that in each case an investment is worth undertaking if, and only if, $\rho^* \geq \rho_k$.⁴⁶

Consider first the case of an investment financed by the sale of bonds. We know from Proposition I that the market value of the firm before the investment was undertaken was:⁴⁷

$$(20) \quad V_0 = \bar{X}_0 / \rho_k$$

⁴³ We suggest that failure to appreciate this difficulty is responsible for many fallacious, or at least unwarranted, conclusions about the role of dividends.

⁴⁴ In the sample of electric utilities, there is a substantial negative correlation between yields and pay-out ratios, but also between pay-out ratios and leverage, suggesting that either the association of yields and leverage or of yields and pay-out ratios may be (at least partly) spurious. These difficulties however do not arise in the case of the oil industry sample. A preliminary analysis indicates that there is here no significant relation between leverage and pay-out ratios and also no significant correlation (either gross or partial) between yields and pay-out ratios.

⁴⁵ The analysis developed in this paper is essentially a comparative-statics, not a dynamic analysis. This note of caution applies with special force to Proposition III. Such problems as those posed by expected changes in r and in ρ_k over time will not be treated here. Although they are in principle amenable to analysis within the general framework we have laid out, such an undertaking is sufficiently complex to deserve separate treatment. Cf. note 17.

⁴⁶ The extension of the proof to other types of financing, such as the sale of preferred stock or the issuance of stock rights is straightforward.

⁴⁷ Since no confusion is likely to arise, we have again, for simplicity, eliminated the subscripts identifying the firm in the equations to follow. Except for ρ_k , the subscripts now refer to time periods.

and that the value of the common stock was:

$$(21) \quad S_0 = V_0 - D_0.$$

If now the firm borrows I dollars to finance an investment yielding ρ^* its market value will become:

$$(22) \quad V_1 = \frac{\bar{X}_0 + \rho^* I}{\rho_k} = V_0 + \frac{\rho^* I}{\rho_k}$$

and the value of its common stock will be:

$$(23) \quad S_1 = V_1 - (D_0 + I) = V_0 + \frac{\rho^* I}{\rho_k} - D_0 - I$$

or using equation 21,

$$(24) \quad S_1 = S_0 + \frac{\rho^* I}{\rho_k} - I.$$

Hence $S_1 \geq S_0$ as $\rho^* \geq \rho_k$.⁴⁸

To illustrate, suppose the capitalization rate for uncertain streams in the k th class is 10 per cent and the rate of interest is 4 per cent. Then if a given company had an expected income of 1,000 and if it were financed entirely by common stock we know from Proposition I that the market value of its stock would be 10,000. Assume now that the managers of the firm discover an investment opportunity which will require an outlay of 100 and which is expected to yield 8 per cent. At first sight this might appear to be a profitable opportunity since the expected return is double the interest cost. If, however, the management borrows the necessary 100 at 4 per cent, the total expected income of the company rises to 1,008 and the market value of the firm to 10,080. But the firm now will have 100 of bonds in its capital structure so that, paradoxically, the market value of the stock must actually be reduced from 10,000 to 9,980 as a consequence of this apparently profitable investment. Or, to put it another way, the gains from being able to tap cheap, borrowed funds are more than offset for the stockholders by the market's discounting of the stock for the added leverage assumed.

Consider next the case of retained earnings. Suppose that in the course of its operations the firm acquired I dollars of cash (without impairing

⁴⁸ In the case of bond-financing the rate of interest on bonds does not enter explicitly into the decision (assuming the firm borrows at the market rate of interest). This is true, moreover, given the conditions outlined in Section I.C, even though interest rates may be an increasing function of debt outstanding. To the extent that the firm borrowed at a rate other than the market rate the two I 's in equation (24) would no longer be identical and an additional gain or loss, as the case might be, would accrue to the shareholders. It might also be noted in passing that permitting the two I 's in (24) to take on different values provides a simple method for introducing underwriting expenses into the analysis.

the earning power of its assets). If the cash is distributed as a dividend to the stockholders their wealth W_0 , after the distribution will be:

$$(25) \quad W_0 = S_0 + I = \frac{\bar{X}_0}{\rho_k} - D_0 + I$$

where \bar{X}_0 represents the expected return from the assets exclusive of the amount I in question. If however the funds are retained by the company and used to finance new assets whose expected rate of return is ρ^* , then the stockholders' wealth would become:

$$(26) \quad W_1 = S_1 = \frac{\bar{X}_0 + \rho^* I}{\rho_k} - D_0 = S_0 + \frac{\rho^* I}{\rho_k}.$$

Clearly $W_1 \geq W_0$ as $\rho^* \geq \rho_k$ so that an investment financed by retained earnings raises the net worth of the owners if and only if $\rho^* > \rho_k$.⁴⁹

Consider finally, the case of common-stock financing. Let P_0 denote the current market price per share of stock and assume, for simplicity, that this price reflects currently expected earnings only, that is, it does not reflect any future increase in earnings as a result of the investment under consideration.⁵⁰ Then if N is the original number of shares, the price per share is:

$$(27) \quad P_0 = S_0/N$$

and the number of new shares, M , needed to finance an investment of I dollars is given by:

$$(28) \quad M = \frac{I}{P_0}.$$

As a result of the investment the market value of the stock becomes:

$$S_1 = \frac{\bar{X}_0 + \rho^* I}{\rho_k} - D_0 = S_0 + \frac{\rho^* I}{\rho_k} = NP_0 + \frac{\rho^* I}{\rho_k}$$

and the price per share:

$$(29) \quad P_1 = \frac{S_1}{N + M} = \frac{1}{N + M} \left[NP_0 + \frac{\rho^* I}{\rho_k} \right].$$

⁴⁹ The conclusion that ρ_k is the cut-off point for investments financed from internal funds applies not only to undistributed net profits, but to depreciation allowances (and even to the funds represented by the current sale value of any asset or collection of assets). Since the owners can earn ρ_k by investing funds elsewhere in the class, partial or total liquidating distributions should be made whenever the firm cannot achieve a marginal internal rate of return equal to ρ_k .

⁵⁰ If we assumed that the market price of the stock did reflect the expected higher future earnings (as would be the case if our original set of assumptions above were strictly followed) the analysis would differ slightly in detail, but not in essentials. The cut-off point for new investment would still be ρ_k , but where $\rho^* > \rho_k$ the gain to the original owners would be larger than if the stock price were based on the pre-investment expectations only.

Since by equation (28), $I = MP_0$, we can add MP_0 and subtract I from the quantity in bracket, obtaining:

$$(30) \quad P_1 = \frac{1}{N+M} \left[(N+M)P_0 + \frac{\rho^* - \rho_k}{\rho_k} I \right]$$

$$= P_0 + \frac{1}{N+M} \frac{\rho^* - \rho_k}{\rho_k} I > P_0 \text{ if, } .$$

and only if, $\rho^* > \rho_k$.

Thus an investment financed by common stock is advantageous to the current stockholders if and only if its yield exceeds the capitalization rate ρ_k .

Once again a numerical example may help to illustrate the result and make it clear why the relevant cut-off rate is ρ_k and not the current yield on common stock, i . Suppose that ρ_k is 10 per cent, r is 4 per cent, that the original expected income of our company is 1,000 and that management has the opportunity of investing 100 having an expected yield of 12 per cent. If the original capital structure is 50 per cent debt and 50 per cent equity, and 1,000 shares of stock are initially outstanding, then, by Proposition I, the market value of the common stock must be 5,000 or 5 per share. Furthermore, since the interest bill is $.04 \times 5,000 = 200$, the yield on common stock is $800/5,000 = 16$ per cent. It may then appear that financing the additional investment of 100 by issuing 20 shares to outsiders at 5 per share would dilute the equity of the original owners since the 100 promises to yield 12 per cent whereas the common stock is currently yielding 16 per cent. Actually, however, the income of the company would rise to 1,012; the value of the firm to 10,120; and the value of the common stock to 5,120. Since there are now 1,020 shares, each would be worth 5.02 and the wealth of the original stockholders would thus have been increased. What has happened is that the dilution in expected earnings per share (from .80 to .796) has been more than offset, in its effect upon the market price of the shares, by the decrease in leverage.

Our conclusion is, once again, at variance with conventional views,⁵¹ so much so as to be easily misinterpreted. Read hastily, Proposition III seems to imply that the capital structure of a firm is a matter of indifference; and that, consequently, one of the core problems of corporate finance—the problem of the optimal capital structure for a firm—is no problem at all. It may be helpful, therefore, to clear up such possible misunderstandings.

⁵¹ In the matter of investment policy under uncertainty there is no single position which represents "accepted" doctrine. For a sample of current formulations, all very different from ours, see Joel Dean [2, esp. Ch. 3], M. Gordon and E. Shapiro [5], and Harry Roberts [17].

B. Proposition III and Financial Planning by Firms

Misinterpretation of the scope of Proposition III can be avoided by remembering that this Proposition tells us only that the type of instrument used to finance an investment is irrelevant to the question of whether or not the investment is worth while. This does not mean that the owners (or the managers) have no grounds whatever for preferring one financing plan to another; or that there are no other policy or technical issues in finance at the level of the firm.

That grounds for preferring one type of financial structure to another will still exist within the framework of our model can readily be seen for the case of common-stock financing. In general, except for something like a widely publicized oil-strike, we would expect the market to place very heavy weight on current and recent past earnings in forming expectations as to future returns. Hence, if the owners of a firm discovered a major investment opportunity which they felt would yield much more than ρ_k , they might well prefer not to finance it via common stock at the then ruling price, because this price may fail to capitalize the new venture. A better course would be a pre-emptive issue of stock (and in this connection it should be remembered that stockholders are free to borrow and buy). Another possibility would be to finance the project initially with debt. Once the project had reflected itself in increased actual earnings, the debt could be retired either with an equity issue at much better prices or through retained earnings. Still another possibility along the same lines might be to combine the two steps by means of a convertible debenture or preferred stock, perhaps with a progressively declining conversion rate. Even such a double-stage financing plan may possibly be regarded as yielding too large a share to outsiders since the new stockholders are, in effect, being given an interest in any similar opportunities the firm may discover in the future. If there is a reasonable prospect that even larger opportunities may arise in the near future and if there is some danger that borrowing now would preclude more borrowing later, the owners might find their interests best protected by splitting off the current opportunity into a separate subsidiary with independent financing. Clearly the problems involved in making the crucial estimates and in planning the optimal financial strategy are by no means trivial, even though they should have no bearing on the basic decision to invest (as long as $\rho^* \geq \rho_k$).⁵²

Another reason why the alternatives in financial plans may not be a matter of indifference arises from the fact that managers are concerned

⁵² Nor can we rule out the possibility that the existing owners, if unable to use a financing plan which protects their interest, may actually prefer to pass up an otherwise profitable venture rather than give outsiders an "excessive" share of the business. It is presumably in situations of this kind that we could justifiably speak of a shortage of "equity capital," though this kind of market imperfection is likely to be of significance only for small or new firms.

with more than simply furthering the interest of the owners. Such other objectives of the management—which need not be necessarily in conflict with those of the owners—are much more likely to be served by some types of financing arrangements than others. In many forms of borrowing agreements, for example, creditors are able to stipulate terms which the current management may regard as infringing on its prerogatives or restricting its freedom to maneuver. The creditors might even be able to insist on having a direct voice in the formation of policy.⁵³ To the extent, therefore, that financial policies have these implications for the management of the firm, something like the utility approach described in the introductory section becomes relevant to financial (as opposed to investment) decision-making. It is, however, the utility functions of the managers per se and not of the owners that are now involved.⁵⁴

In summary, many of the specific considerations which bulk so large in traditional discussions of corporate finance can readily be superimposed on our simple framework without forcing any drastic (and certainly no systematic) alteration of the conclusion which is our principal concern, namely that for investment decisions, the marginal cost of capital is ρ_k .

C. The Effect of the Corporate Income Tax on Investment Decisions

In Section I it was shown that when an unintegrated corporate income tax is introduced, the original version of our Proposition I,

$$\bar{X}/V = \rho_k = \text{a constant}$$

must be rewritten as:

$$(11) \quad \frac{(\bar{X} - rD)(1 - \tau) + rD}{V} \equiv \frac{\bar{X}^\tau}{V} = \rho_k^\tau = \text{a constant.}$$

Throughout Section I we found it convenient to refer to \bar{X}^τ/V as the cost of capital. The appropriate measure of the cost of capital relevant

⁵³ Similar considerations are involved in the matter of dividend policy. Even though the stockholders may be indifferent as to payout policy as long as investment policy is optimal, the management need not be so. Retained earnings involve far fewer threats to control than any of the alternative sources of funds and, of course, involve no underwriting expense or risk. But against these advantages management must balance the fact that sharp changes in dividend rates, which heavy reliance on retained earnings might imply, may give the impression that a firm's finances are being poorly managed, with consequent threats to the control and professional standing of the management.

⁵⁴ In principle, at least, this introduction of management's risk preferences with respect to financing methods would do much to reconcile the apparent conflict between Proposition III and such empirical findings as those of Modigliani and Zeman [14] on the close relation between interest rates and the ratio of new debt to new equity issues; or of John Lintner [12] on the considerable stability in target and actual dividend-payout ratios.

to investment decisions, however, is the ratio of the expected return before taxes to the market value, i.e., \bar{X}/V . From (11) above we find:

$$(31) \quad \frac{\bar{X}}{V} = \frac{\rho_k^r - \tau r(D/V)}{1 - \tau} = \frac{\rho_k^r}{1 - \tau} \left[1 - \frac{\tau r D}{\rho_k^r V} \right],$$

which shows that the cost of capital now depends on the debt ratio, decreasing, as D/V rises, at the constant rate $\tau r/(1 - \tau)$.⁵⁵ Thus, with a corporate income tax under which interest is a deductible expense, gains can accrue to stockholders from having debt in the capital structure, even when capital markets are perfect. The gains however are small, as can be seen from (31), and as will be shown more explicitly below.

From (31) we can develop the tax-adjusted counterpart of Proposition III by interpreting the term D/V in that equation as the proportion of debt used in any additional financing of V dollars. For example, in the case where the financing is entirely by new common stock, $D=0$ and the required rate of return ρ_k^S on a venture so financed becomes:

$$(32) \quad \rho_k^S = \frac{\rho_k^r}{1 - \tau}.$$

For the other extreme of pure debt financing $D=V$ and the required rate of return, ρ_k^D , becomes:

$$(33) \quad \rho_k^D = \frac{\rho_k^r}{1 - \tau} \left[1 - \tau \frac{r}{\rho_k^r} \right] = \rho_k^S \left[1 - \tau \frac{r}{\rho_k^r} \right] = \rho_k^S - \frac{\tau}{1 - \tau} r.$$
⁵⁶

For investments financed out of retained earnings, the problem of defining the required rate of return is more difficult since it involves a comparison of the tax consequences to the individual stockholder of receiving a dividend versus having a capital gain. Depending on the time of realization, a capital gain produced by retained earnings may be taxed either at ordinary income tax rates, 50 per cent of these rates, 25 per

⁵⁵ Equation (31) is amenable, in principle, to statistical tests similar to those described in Section I.E. However we have not made any systematic attempt to carry out such tests so far, because neither the Allen nor the Smith study provides the required information. Actually, Smith's data included a very crude estimate of tax liability, and, using this estimate, we did in fact obtain a negative relation between \bar{X}/V and D/V . However, the correlation (-.28) turned out to be significant only at about the 10 per cent level. While this result is not conclusive, it should be remembered that, according to our theory, the slope of the regression equation should be in any event quite small. In fact, with a value of τ in the order of .5, and values of ρ_k^r and r in the order of 8.5 and 3.5 per cent respectively (cf. Section I.E) an increase in D/V from 0 to 60 per cent (which is, approximately, the range of variation of this variable in the sample) should tend to reduce the average cost of capital only from about 17 to about 15 per cent.

⁵⁶ This conclusion does not extend to preferred stocks even though they have been classed with debt issues previously. Since preferred dividends except for a portion of those of public utilities are not in general deductible from the corporate tax, the cut-off point for new financing via preferred stock is exactly the same as that for common stock.

cent, or zero, if held till death. The rate on any dividends received in the event of a distribution will also be a variable depending on the amount of other income received by the stockholder, and with the added complications introduced by the current dividend-credit provisions. If we assume that the managers proceed on the basis of reasonable estimates as to the average values of the relevant tax rates for the owners, then the required return for retained earnings ρ_k^R can be shown to be:

$$(34) \quad \rho_k^R = \rho_k^r \frac{1}{1 - \tau} \frac{1 - \tau_d}{1 - \tau_g} = \frac{1 - \tau_d}{1 - \tau_g} \rho_k^s$$

where τ_d is the assumed rate of personal income tax on dividends and τ_g is the assumed rate of tax on capital gains.

A numerical illustration may perhaps be helpful in clarifying the relationship between these required rates of return. If we take the following round numbers as representative order-of-magnitude values under present conditions: an after-tax capitalization rate ρ_k^r of 10 per cent, a rate of interest on bonds of 4 per cent, a corporate tax rate of 50 per cent, a marginal personal income tax rate on dividends of 40 per cent (corresponding to an income of about \$25,000 on a joint return), and a capital gains rate of 20 per cent (one-half the marginal rate on dividends), then the required rates of return would be: (1) 20 per cent for investments financed entirely by issuance of new common shares; (2) 16 per cent for investments financed entirely by new debt; and (3) 15 per cent for investments financed wholly from internal funds.

These results would seem to have considerable significance for current discussions of the effect of the corporate income tax on financial policy and on investment. Although we cannot explore the implications of the results in any detail here, we should at least like to call attention to the remarkably small difference between the "cost" of equity funds and debt funds. With the numerical values assumed, equity money turned out to be only 25 per cent more expensive than debt money, rather than something on the order of 5 times as expensive as is commonly supposed to be the case.⁵⁷ The reason for the wide difference is that the traditional

⁵⁷ See e.g., D. T. Smith [18]. It should also be pointed out that our tax system acts in other ways to reduce the gains from debt financing. Heavy reliance on debt in the capital structure, for example, commits a company to paying out a substantial proportion of its income in the form of interest payments taxable to the owners under the personal income tax. A debt-free company, by contrast, can reinvest in the business all of its (smaller) net income and to this extent subject the owners only to the low capital gains rate (or possibly no tax at all by virtue of the loophole at death). Thus, we should expect a high degree of leverage to be of value to the owners, even in the case of closely held corporations, primarily in cases where their firm was not expected to have much need for additional funds to expand assets and earnings in the future. To the extent that opportunities for growth were available, as they presumably would be for most successful corporations, the interest of the stockholders would tend to be better served by a structure which permitted maximum use of retained earnings.

view starts from the position that debt funds are several times cheaper than equity funds even in the absence of taxes, with taxes serving simply to magnify the cost ratio in proportion to the corporate rate. By contrast, in our model in which the repercussions of debt financing on the value of shares are taken into account, the *only* difference in cost is that due to the tax effect, and its magnitude is simply the tax on the "grossed up" interest payment. Not only is this magnitude likely to be small but our analysis yields the further paradoxical implication that the stockholders' gain from, and hence incentive to use, debt financing is actually smaller the lower the rate of interest. In the extreme case where the firm could borrow for practically nothing, the advantage of debt financing would also be practically nothing.

III. Conclusion

With the development of Proposition III the main objectives we outlined in our introductory discussion have been reached. We have in our Propositions I and II at least the foundations of a theory of the valuation of firms and shares in a world of uncertainty. We have shown, moreover, how this theory can lead to an operational definition of the cost of capital and how that concept can be used in turn as a basis for rational investment decision-making within the firm. Needless to say, however, much remains to be done before the cost of capital can be put away on the shelf among the solved problems. Our approach has been that of static, partial equilibrium analysis. It has assumed among other things a state of atomistic competition in the capital markets and an ease of access to those markets which only a relatively small (though important) group of firms even come close to possessing. These and other drastic simplifications have been necessary in order to come to grips with the problem at all. Having served their purpose they can now be relaxed in the direction of greater realism and relevance, a task in which we hope others interested in this area will wish to share.

REFERENCES

1. F. B. ALLEN, "Does Going into Debt Lower the 'Cost of Capital'?", *Analysts Jour.*, Aug. 1954, 10, 57-61.
2. J. DEAN, *Capital Budgeting*. New York 1951.
3. D. DURAND, "Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement" in Nat. Bur. Econ. Research, *Conference on Research in Business Finance*. New York 1952, pp. 215-47.
4. W. J. EITEMAN, "Financial Aspects of Promotion," in *Essays on Business Finance* by M. W. Waterford and W. J. Eiteman. Ann Arbor, Mich. 1952, pp. 1-17.
5. M. J. GORDON and E. SHAPIRO, "Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit," *Manag. Sci.*, Oct. 1956, 3, 102-10.

6. B. GRAHAM and L. DODD, *Security Analysis*, 3rd ed. New York 1951.
7. G. GUTHMANN and H. E. DOUGALL, *Corporate Financial Policy*, 3rd ed. New York 1955.
8. J. R. HICKS, *Value and Capital*, 2nd ed. Oxford 1946.
9. P. HUNT and M. WILLIAMS, *Case Problems in Finance*, rev. ed. Homewood, Ill. 1954.
10. J. M. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York 1936.
11. O. LANGE, *Price Flexibility and Employment*. Bloomington, Ind. 1944.
12. J. LINTNER, "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes," *Am. Econ. Rev.*, May 1956, 46, 97-113.
13. F. LUTZ and V. LUTZ, *The Theory of Investment of the Firm*. Princeton 1951.
14. F. MODIGLIANI and M. ZEMAN, "The Effect of the Availability of Funds, and the Terms Thereof, on Business Investment" in Nat. Bur. Econ. Research, *Conference on Research in Business Finance*. New York 1952, pp. 263-309.
15. W. A. MORTON, "The Structure of the Capital Market and the Price of Money," *Am. Econ. Rev.*, May 1954, 44, 440-54.
16. S. M. ROBBINS, *Managing Securities*. Boston 1954.
17. H. V. ROBERTS, "Current Problems in the Economics of Capital Budgeting," *Jour. Bus.*, 1957, 30 (1), 12-16.
18. D. T. SMITH, *Effects of Taxation on Corporate Financial Policy*. Boston 1952.
19. R. SMITH, "Cost of Capital in the Oil Industry," (hectograph). Pittsburgh: Carnegie Inst. Tech. 1955.
20. H. M. SOMERS, "'Cost of Money' as the Determinant of Public Utility Rates," *Buffalo Law Rev.*, Spring 1955, 4, 1-28.
21. J. B. WILLIAMS, *The Theory of Investment Value*. Cambridge, Mass. 1938.
22. U. S. Federal Communications Commission, *The Problem of the "Rate of Return" in Public Utility Regulation*. Washington 1938.

Copyright © 2003 EBSCO Publishing

Bilag 6

Nye regler om rekonstruktion

Nye regler om
rekonstruktion
af konkurstuede
selskaber giver
skifteretten mulig-
hed for at afsætte
ledelsen og opgøre
værdien af akti-
verne i et selskab.

FOLKETINGET HAR VEDTAGET nye regler om rekonstruktion i skifteretten. Samtidig ophæves de eksisterende regler om betalingsstandsning og tvangssakkord.

Opmærksomheden henledes på overgangsreglerne i § 55 i ændringsloven, hvorefter f.eks. en betalingsstandsning, der er iværksat før lovens ikrafttræden, udløber med udgangen af den senest angivne frist, hvorimod en tvangssakkord færdigbehandles efter de hidtil gældende regler. Der er endvidere foretaget en væsentlig ændring i § 24 om udsættelse med behandlingen af konkursbegæрinger.

Ændringsloven er på mange områder en sammenskrivning af de gældende regler om betalingsstandsning og tvangssakkord, men indeholder også en række nye regler af processuelt tilsnit og en række mere materielt betonede regler.

AFVIKLING AF EN SAG

En rekonstruktionssag bør normalt kunne afsluttes inden for ca. syv måneder, men vil dog kunne udstrækkes til ca. et år. Når skifteretten modtager en begæring fra enten en skyldner eller en fordringshaver, bør skifteretten snarest tage stilling til, om der skal indledes en rekonstruktionssag samt i

bekræftende fald besikke en rekonstruktør og en tillidsmand.

Fra indledningstidspunktet kan en rekonstruktionsbegæring ikke længere tilbagekaldes. Alle fordringshavere skal herefter inden fire uger indkaldes til et møde til afstemning om en rekonstruktionsplan.

Fristen, der er meget kort, forudsætter, at rekonstruktionsforløbet er særliges godt forberedt, men er det ikke muligt at overholde fristen, har fordringshaverne dog mulighed for at begære afstemningen udsat til et senere møde, der skal afholdes inden yderligere fire uger. Rekonstruktøren skal udarbejde et detaljeret forslag til en rekonstruktionsplan, der er tiltrådt af skyldneren, og vedlægge forskelligt materiale. Der stilles derimod ikke krav om, at der skal foreligge et endeligt forslag på dette tidspunkt.

Det er fordringshaverne, der bestemmer, om planen skal

vedtages (eller om afstemningen skal udsættes), men dette kræver blot et simpelt flertal. Det er også muligt at vedtage ændringer i planen. Forkastes planen vil det som altoverværende hovedregel medføre, at skyldneren tages under konkursbehandling.

Vedtages planen, skal rekonstruktøren inden tre måneder efter indledningen (ikke vedtagelsen af planen) sende en redegørelse til fordringshaverne og skifteretten, og denne bør så vidt muligt angive tidspunktet for mødet, hvor rekonstruktionsforslaget skal vedtages. Dette møde skal afholdes senest seks måneder efter, at planen er vedtaget, og der skal så vidt muligt senest 14 dage før mødet foreligge et detaljeret rekonstruktionsforslag bilagt forskelligt materiale.

Overholdes fristen for afholdelse af mødet ikke, vil det som hovedregel medføre, at skyld-

LOVENS TILBLIVELSE

Lov nr. 718 af 25. juni 2010 om ændring af konkursloven og forskellige andre love bygger på Konkursrådets betænkning nr. 1512 om rekonstruktion mv., Justitsministeriets bemærkninger til lovforslag nr. 199 fremsat 26. marts 2010, der indeholder en række tilføjelser og justeringer i forhold til betænkningen, samt nogle mindre justeringer i forbindelse med en betænkning afgivet af retsudvalget den 27. maj 2010. Reglerne forventes at træde i kraft 1. april 2011.



Københavns Lufthavn efter at Danmarks næststørste flyselskab Sterling Airlines A/S har indgivet konkursbegæring. Mange kunder bliver ramt af konkursen.

Foto: Polfoto

neren tages under konkursbehandling.

Fordringshaverne kan dog vedtage at forlænge fristen med indtil to måneder ad gangen, dog ikke ud over fire måneder. Dette kræver dog en skriftlig og begrundet anmodning fra skyldneren, ligesom rekonstruktøren skal meddele sit samtykke.

Selvom fordringshaverne vedtager en forlængelse, har man dog ikke et obligatorisk krav herpå, idet skifteretten også skal tiltræde udsættelsen. Når der er grundlag for at afholde en afstemning, anses forslaget for vedtaget, når et simpelt flertal stemmer herfor. Forslaget kan indeholde en tvangssakkord eller en virksomhedsoverdragelse eller begge dele. Ved en tvangssakkord kan der tillige ske helt bortfald af gælden, dvs. der kræves ikke en mindstedividende. For at forslaget kan opnå gyldighed, skal det stadfæstes af skifteretten, og denne har efter loven en række muligheder for at nægte dette. Efter en stadfæstelse ophører rekonstruktørens og tillidsman-

dens hverv, men skifteretten kan dog betinge stadfæstelsen af, at skyldneren undergiver sig tilsyn. En tvangssakkord har efter stadfæstelsen virkning som et retsforlig.

NYSKABELSER I LOVEN

Undervejs i forløbet kan der opstå en række forskellige problemer, der gør det nødvendigt at afholde møder i skifteretten. Det kan skyldes, at der opstår væsentlige ændringer i forudsætningerne for rekonstruktionsplanen, eller fordi der er grundlag for at afsætte rekonstruktøren eller tillidsmanden. Det er også muligt at afsætte ledelsen i f.eks. aktie- og anpartselskaber, hvis denne f.eks. ikke samarbejder loyal, eller der er fare for, at skyldneren vil ráde over ejendele til skade for fordringshaverne.

Som noget helt nyt får skifteretten også mulighed for medbindende virkning for panthavere og skyldneren at fastsætte værdien på en række aktiver, dog ikke fast ejendom. Da tillidsmanden som en del af forslaget til en rekonstruktionsplan

skal udarbejde en vurdering af skyldnerens aktiver, vil denne vurdering i mange tilfælde kunne opnøjes til en bindende vurdering.

Der kan dog være grundlag for at indhente en fornyet vurdering, ligesom der kan foranstaltes syn og skøn. Det er ligeledes under visse omstændigheder muligt at ændre i en bindende vurdering.

Ændringerne i de materielt betonede regler vedrører navnlig modregning og omstødelse, der således også finder anvendelse under et rekonstruktionsforløb, ligesom der er regler om gensidigt bebyrdende aftaler. Disse regler er på visse punkter ændret og justeret i forhold til gældende ret, ligesom der også er foretaget ændringer i en række andre af konkurslovens regler i relation til konkurs og gældssanering.

Jeg skal i denne sammenhæng blot henlede opmærksomheden på reglen i § 27, hvorefter bl.a. hæftelsen for konkursomkostningerne fremover er begrænset til den stillede sikkerhed, og reglen i § 98

om, at krav i henhold til leasingkontrakter i et vist omfang er blevet efterstillet, hvilket også har afsmittende effekt på gældssaneringssager, hvorefter sådanne krav i disse sager bortfalder. Endvidere udvides området for gældssanering i forbindelse med en konkurs til også at omfatte et stadfæstet forslag om rekonstruktion for et selskab, der indeholder en tvangssakkord, og som en personlig skyldner har en nærmere tæt forbindelse til, jf. § 231, stk. 2. Endelig indeholder ændringsloven i § 20 regler, der har betydning for frivillige likvidationer og tvangspløsning af selskaber.

LÆS MERE

Der er i denne artikel alene plads til en oversigt over de nye regler, mens jeg om de mere specifikke processuelle regler om forholdet mellem skifteretten og aktørerne i en rekonstruktionssag, kan henvisse til min artikel om »Nye regler om rekonstruktion i skifteretten«, der er gengivet i Fuldmægtigen under ART 2010 0000333-FM. Fuldmægtigen udgives elektronisk af forlaget Thomson Reuters.

Bilag 7

Rekonstruktion af insolvente virksomheder

Af konsulent, ph.d. Ketilbjørn Hertz, Justitsministeriet

1. Indledning

Med lov nr. 718 af 25. juni 2010 om ændring af konkursloven og forskellige andre love (Rekonstruktion m.v.) gennemføres den største reform af konkurslovens regler om betalingsstandsning og tvangssakkord siden 1984.¹ Loven træder i kraft den 1. april 2011.²

Loven bygger på Konkursrådets betænkning nr. 1512/2009 om rekonstruktion mv. og går helt grundlæggende ud på at erstatte de gældende regler om betalingsstandsning (konkurslovens kapitel 2) og tvangssakkord (konkurslovens kapitel 19-24) med et nyt regelsæt om rekonstruktion (konkurslovens kapitel 2-2 e).³

Formålet med loven er at forbedre mulighederne for, at virksomheder, der har økonomiske vanskeligheder, kan videreføres i stedet for at blive erklæret konkurs. Lovens primære sigte er således at skabe de lovgivningsmæssige rammer for effektivt at understøtte bestræbelser på at videreføre levedygtige virksomheder, samtidig med at fordringshaverne interesser også tilgodeses.

Loven bygger på den forudsætning, at det i almindelighed vil være en fordel for både skyldneren og fordringshaverne, at virksomhedens aktiviteter videreføres i en eller anden form. Loven tjener imidlertid også den videregående samfundsmæssige interesse i at undgå lukning af levedygtige virksomheder som følge af midlertidige økonomiske vanskeligheder. Dette skulle så igen gerne indvirke positivt i forhold til at bevare produktion og arbejdspladser.

- Der henvises generelt til lovforslag nr. L 199 fremsat den 26. marts 2010. Lovændringen er bl.a. omtalt i en række artikler i INSPI nr. 7-8/2010 og af Torben Kuld Hansen i FM 2010.333, og de nye regler om rekonstruktionsbehandling er kommenteret af Lars Lindencrone Petersen og Anders Ørgaard i *Konkursloven med kommentarer*, 11. udg. 2010, og er endvidere behandlet af de samme forfattere samt Henry Heiberg i *Rekonstruktionsret*, 3. udg. 2010. Med loven gennemføres samtidig visse andre ændringer af konkursloven, som ikke omtales i denne artikel.
- Bekendtgørelse nr. 208 af 15. marts 2011.
- Loven adskiller sig på det mere detaljerede plan til en vis grad fra Konkursrådets forslag i betænkningen, idet der i forhold hertil i det fremsatte lovforslag var foretaget 19 indholdsmaessige ændringer eller præciseringer af de foreslæde regler om rekonstruktionsbehandling, jf. pkt. III.3-21 i den kommenterede høringsoversigt (L 199 – bilag 1). Endvidere blev der under Folketingets behandling af lovforslaget vedtaget to yderligere indholdsmaessige ændringer af de foreslæde regler om rekonstruktionsbehandling, hvoraf den vigtigste er udførligt omtalt i pkt. 4 nedenfor.

Det er imidlertid en forudsætning, at virksomheden basalt set er levedygtig og dermed på lidt længere sigt har mulighed for at opnå en indtjening, eventuelt efter en omlægning eller indskrænkning af produktionen. Er denne forudsætning ikke opfyldt, er det hensigten, at skyldneren i stedet skal tages under konkursbehandling. Loven har således blandt andet også til formål at afskaffe muligheden for at afvike skyldnerens virksomhed under en betalingsstandsning.

Loven omfatter som noget væsentligt nyt i forhold til de hidtil gældende regler også tilfælde, hvor en virksomhed søges rekonstrueret ved en virksomhedsoverdragelse, uden at skyldnerens gæld nedsættes ved en accord. Skyldneren selv vil i denne situation normalt gå konkurs, samtidig med at virksomhedens aktiviteter helt eller delvis videreføres med en ny ejer. Det er dog ikke udelukket, at skyldneren ved virksomhedsoverdragelsen – eventuelt i kombination med en eller flere fordringshaveres (frivillige) gældseftergivelse – bliver solvant, således at skyldneren også selv undgår en konkurs.

Herudover må som de væsentligste nydannelser i forhold til de gældende regler om anmeldt betalingsstandsning og forhandling om tvangssakkord fremhæves følgende elementer:

- Der skal udpeges en »rekonstruktør«, som skal være mere offensiv, end det har været tilfældet f.eks. for tilsynet ved anmeldt betalingsstandsning.
- Rekonstruktøren skal inden for bestemte frister udarbejde et forslag til rekonstruktionsplan og et rekonstruktionsforslag.
- Fordringshaverne har vetoret i forhold til at fortsætte rekonstruktionsbehandlingen ud over fire uger.
- Kravene til fordringshaverne vedtagelse af et rekonstruktionsforslag er lempet i forhold til de hidtil gældende krav til vedtagelse af en tvangssakkord, og kravet om en mindstedividende på 10 pct. er ophævet.
- Skyldneren kan med rekonstruktørens samtykke med bindende virkning for medkontrahenten videreføre indgåede gensidigt bebyrdende aftaler, herunder under visse betingelser misligholdt og ophævede aftaler.

2. Rekonstruktionsbehandlingen i hovedtræk

De nye regler om rekonstruktionsbehandling indeholder følgende hovedpunkter:

- Både skyldneren og en fordringshaver kan anmode skifteretten om rekonstruktionsbehandling, hvis skyldneren er insolvent.
- Indledning af rekonstruktionsbehandling kræver skyldnerens samtykke, hvis denne er en fysisk person eller en sammenslutning, hvori mindst én af deltagerne hæfter personligt og direkte for sammenslutningens forpligtelser. Hvis en sådan skyldner ikke giver samtykke til rekonstruktionsbehandling, anses en fordringshavers begæring om rekonstruktionsbehandling for en konkursbegæring, der straks behandles.
- Hvis skyldneren er et selskab mv. med begrænset ansvar, kan rekonstruktionsbehandling indledes uden skyldnerens samtykke. Indledes rekonstruktionsbehandling uden skyldnerens samtykke, overtager rekonstruktøren ledelsen af virksomheden. Skifteretten kan også i andre tilfælde bestemme, at rekonstruktøren skal overtage ledelsen af virksomheden, hvis skyldneren er et selskab mv. med begrænset ansvar.
- Når skifteretten imødekommer en begæring om rekonstruktionsbehandling, beskikker skifteretten straks en rekonstruktør og en regnskabskyndig tillidsmand for skyldneren. Rekonstruktøren skal i samarbejde med skyldneren undersøge mulighederne for at rekonstruere den nødlidende virksomhed, mens tillidsmanden skal bistå skyldneren og rekonstruktøren med regnskabskyndig kompetence i forbindelse med rekonstruktionsarbejdet, herunder ved foretagelse af vurderingsopgaver mv.
- Skifteretten indkalder skyldneren og fordringshaverne til et møde i skifteretten for at drøfte rekonstruktørens forslag til rekonstruktionsplan for virksomheden. Mødet skal holdes senest fire uger efter rekonstruktionsbehandlingens indledning. Fordringshaverne skal stemme om forslaget til rekonstruktionsplan, og rekonstruktionsbehandlingen kan ikke fortsætte, hvis et flertal af fordringshaverne (efter fordringernes størrelse) stemmer imod planen.
- Rekonstruktøren skal herefter udarbejde et rekonstruktionsforslag, dvs. rekonstruktørens forslag til, hvordan skyldnerens virksomhed skal rekonstrueres. En rekonstruktion skal medføre tvangssakkord og/eller virksomhedsoverdragelse for at være omfattet af reglerne om rekonstruktionsbehandling, men herudover vil indholdet af rekonstruktionen afhænge af de konkrete omstændigheder.
- Skifteretten indkalder skyldneren og fordringshaverne til et møde i skifteretten om rekonstruktionsforslaget. Mødet skal som udgangspunkt holdes senest seks måneder efter mødet om rekonstruktionsplanen, men denne frist kan dog med fordringshavernes tilslutning forlænges med højst to måneder ad gangen og med højst fire måneder i alt. Fordringshaverne skal stemme om rekonstruktionsforslaget, og forslaget anses for vedtaget, medmindre et flertal af fordringshaverne (efter fordringernes størrelse) stemmer imod.
- Det vedtagne rekonstruktionsforslag er først gyldigt, når det er stadfæstet af skifteretten. Skifteretten kan kun nægte at stadfæste rekonstruktionsforslaget, hvis sagsbehandlingsfejl eller fejl i de foreliggende oplysninger må antages at have haft væsentlig betydning for vedtagelsen, hvis en fordringshaver er tilsagt fordele uden for rekonstruktionen for at indvirke på afstemningen, eller hvis rekonstruktionsforslaget er i strid med loven eller står i misforhold til skyldnerens økonomiske forhold.
- En stadfæstet rekonstruktion kan på begæring af en fordringshaver ophæves af skifteretten, hvis skyldneren har handlet svigagtigt eller groft til sidesætter sine forpligtelser ifølge rekonstruktionen.
- Under rekonstruktionsbehandlingen er individualforfølgning mod skyldneren som udgangspunkt udelukket, og der er adgang til modregning, omstødelse og videreførelse af gensidigt bebyrdende aftaler efter regler, der i vidt omfang svarer til reglerne i konkurs. Som noget nyt finder omstødelsesreglerne anvendelse allerede fra rekonstruktionsbehandlingens indledning, og fordringshaverne kan vedtage at sælge et omstødelseskrav til tredjemand. Skyldneren kan endvidere med rekonstruktørens samtykke med bindende virkning for medkontrahenten videreføre indgåede gensidigt bebyrdende aftaler, herunder under visse betingelser misligholdte og ophævede aftaler.
- Hvis en rekonstruktionsbehandling ophører af andre grunde end stadfæstelse af et rekonstruktionsforslag, der indeholder bestemmelse om tvangssakkord, eller at skyldneren (i øvrigt) ikke længere er insolvent, tales skyldnerens bo automatisk under konkursbehandling samtidig med rekonstruktionsbehandlings ophør.

3. Indholdet af en rekonstruktion

Konkurslovens kapitel 2 indeholder regler om indholdet af en rekonstruktion. En rekonstruktion skal indeholde mindst en tvangssakkord og/eller en virksomhedsoverdragelse (§ 10). At en rekonstruktion *mindst* skal indeholde ét af eller begge disse elementer, betyder, at der ikke er noget til hinder for, at en rekonstruktion *endvidere* indeholder andre elementer. Såm et eksempler herpå nævner lovforslagets bemærkninger (til § 10) indsættelse af en ny ledelse i virksomheden, udvidelse af aktiekapitalen, reduktion af antallet af ansatte eller indgåelse af aftale med tredjemand om samhandel på visse nærmere vilkår. I praksis vil dette kun være relevant, hvis rekonstruktionen samtidig indeholder bestemmelse om tvangssakkord, da skyldnerens bo i mangel heraf vil blive taget under konkursbehandling samtidig med rekonstruktionsbehandlings ophør, jf. pkt. 8 nedenfor.

Konkurslovens § 10 a om indholdet af en tvangssakkord viderefører i vidt omfang de hidtil gældende regler herom i konkurslovens §§ 157-159 og 162. Den væsentligste ændring er, at kravet om en mindstedividende på 10 pct. i den hidtil gældende § 161 er ophævet.

Som skæringstidspunkt for, hvilke fordringer der omfattes af en tvangssakkord, anvendes efter de nye regler

skifterettens modtagelse af et rekonstruktionsforslag, der indeholder bestemmelse om tvangssakkord (§ 10 a, stk. 2, nr. 1). En tvangssakkord omfatter således fordringer, der er stiftet *før* dette tidspunkt. Efter Konkursrådets opfattelse svarer dette tidspunkt bedst til skæringstidspunktet efter den hidtil gældende regel i konkurslovens § 158, stk. 1 (akkordforhandlingens åbning), fordi skyldnerens begæring om åbning af forhandling om tvangssakkord efter den hidtil gældende regel i konkurslovens § 166, stk. 1, nr. 1, skulle være vedlagt akkordforslaget.

Det har været omdiskuteret, om en aftale med en fordringshaver om, at dennes krav skal være efterstillet i tilfælde af skyldnerens konkurs, indebærer, at kravet også er efterstillet – og dermed bortfalder – ved en tvangssakkord uden for konkurs. Konkurslovens § 10 a, stk. 3, nr. 5, fastslår nu, at dette er tilfældet, medmindre andet fremgår af aftalen. Denne fortolkningsregel gælder kun for aftaler, der er indgået efter ændringslovens ikrafttræden den 1. april 2011 (ændringslovens § 55, stk. 7). Lovændringen berører således ikke aftaler om efterstilling i konkurs, der er indgået *før* lovens ikrafttræden, men da det som nævnt er uafklaret, hvad den hidtidige retstilstand er, vil det i givet fald – hvis spørgsmålet skulle opstå – være op til retspraksis at afklare, hvad der gælder om efterstilling ved tvangssakkord, hvis en sådan aftale indgået *før* lovens ikrafttræden er tavs herom.

Konkurslovens § 10 b fastslår, at en virksomhedsoverdragelse kan gå ud på overdragelse til ejer af skyldnerens igangværende virksomhed eller en del heraf, der bevarer sin identitet, og som udgør en økonomisk enhed, der er organiseret med henblik på udøvelse af en økonomisk aktivitet.

Reglen svarer i vidt omfang til artikel 1, stk. 1, litra a, i direktiv 2001/23/EU af 12. marts 2001 om tilnærmelse af medlemsstaternes lovgivning om varetagelse af arbejdstagernes rettigheder i forbindelse med overførsel af virksomheder eller bedrifter eller af dele af virksomheder eller bedrifter, som er gennemført i dansk ret ved lov om lønmodtageres retstilling ved virksomhedsoverdragelse. Det er forudsat, at praksis efter denne lov tillægges betydning ved fortolkningen af konkurslovens § 10 b.

Der vil således navnlig skulle lægges vægt på, om virksomheden efter en helhedsvurdering har bevaret sin identitet. Ved vurderingen skal der tages hensyn til alle faktiske omstændigheder omkring overdragelsen, herunder hvilken form for virksomhed der er tale om, hvorvidt der er sket en overførsel af de materielle aktiver som f.eks. bygninger og løsøre, værdien af de immaterielle aktiver på tidspunktet for overførslen, hvorvidt den nye indehaver har overtaget størstedelen af arbejdstyrken, om kundekredsen overføres, samt i hvor høj grad aktiviteterne før og efter overførslen er de samme, og hvor længe disse eventuelt har været indstillet. Derimod vil det være uden betydning, om den overdragne del af virksomheden kun er af sekundær eller accesso-risk betydning for den overdragende virksomhed.

I modsætning til, hvad der gælder efter lov om lønmodtageres retstilling ved virksomhedsoverdragelse, er

det imidlertid et krav, at der er tale om overdragelse *til ejer*. Det er således en betingelse, at erhververen bliver ejer af virksomheden eller en del af denne, mens »overdragelse« ved aftaler om f.eks. leje, leasing eller pantsætning ikke er omfattet. Er betingelsen om overdragelse til ejer opfyldt, er det derimod uden betydning, hvordan overdragelsen sker, herunder om virksomheden eller en del af denne overdrages mod vederlag eller vederlagsfrit.

4. Indledning af rekonstruktionsbehandling

Konkurslovens kapitel 2 a indeholder regler om indledning af en rekonstruktionsbehandling. Kapitlet angår indgivelse af begæring om rekonstruktionsbehandling (§§ 11 og 11 h), beskikkelse af rekonstruktør og sikkerhedsstillelse for omkostninger (§§ 11 a og 11 g), underretning af fordringshaverne (§ 11 b og § 11 f, stk. 1) og forslag til rekonstruktionsplan (§§ 11 c-11 e og § 11 f, stk. 2).

Kapitlet indeholder en række væsentlige nydannelser i forhold til de hidtil gældende regler. For det første kan også en fordringshaver indgive begæring om rekonstruktionsbehandling (§ 11, stk. 1), og i modsætning til de hidtil gældende regler om tvangssakkordforhandling kræver en begæring fra skyldneren ikke forhåndstilslutning fra en vis andel af fordringshaverne. Hovedbetingen for, at en rekonstruktionsbegæring kan tages til følge, er, at skyldneren er insolvent (§ 11, stk. 1).

Hvis skyldneren er en fysisk person eller en sammeslutning, hvori mindst én af deltagerne hæfter personligt og direkte for sammenslutningens forpligtelser (dvs. i praksis navnlig et interessentskab eller kommanditselskab), kan rekonstruktionsbehandling kun indledes med skyldnerens samtykke (§ 11, stk. 5). Hvis en sådan skyldner ikke samtykker i rekonstruktionsbehandling, anses en fordringshavers begæring herom for en konkursbegæring, som straks behandles. En sådan skyldner, der er insolvent, er således tvunget til i givet fald at vælge mellem rekonstruktionsbehandling og konkurs. Det fremgår af lovforslagets bemærkninger (til § 11, stk. 5), at skyldneren kan protestere mod rekonstruktionsbehandling under påberåbelse af, at betingen om insolvens ikke er opfyldt, og samtidig (subsidiært) samtykke i rekonstruktionsbehandling for det tilfælde, at skifteretten statuerer insolvens.

Skyldnerens vetoret over for rekonstruktionsbehandling (der som nævnt reelt er en valgret mellem rekonstruktionsbehandling og konkurs) gælder *kun* fysiske personer og sammeslutninger, hvori mindst én af deltagerne hæfter personligt og direkte for sammenslutningens forpligtelser. Andre skyldnere (dvs. i praksis navnlig aktie- og anpartsselskaber og andre selskaber mv. med begrænset ansvar), der er insolvente, skal efter begæring af en fordringshaver tages under rekonstruktionsbehandling, uanset om skyldneren (dvs. i praksis selskabets ledelse) samtykker heri.

Der er imidlertid den meget væsentlige forskel på en rekonstruktionsbehandling med og uden skyldnerens samtykke, at hvis skyldneren *ikke* samtykker, bestemmer

skifteretten obligatorisk, at rekonstruktøren overtager ledelsen af skyldnerens virksomhed (§ 11 a, stk. 3). Om virkningerne heraf henvises til pkt. 5 nedenfor.

Når skifteretten imødekommer en begæring om rekonstruktionsbehandling, besikker skifteretten straks en rekonstruktør og en regnskabskyndig tillidsmand for skyldneren (§ 11 a, stk. 1). Rekonstruktøren skal i samarbejde med skyldneren undersøge mulighederne for at rekonstruere den nødlidende virksomhed, mens tillidsmanden skal bistå skyldneren og rekonstruktøren med regnskabskyndig kompetence i forbindelse med rekonstruktionsarbejdet, herunder ved foretagelse af vurderingsopgaver mv.

I forhold til de hidtil gældende regler skal rekonstruktøren være mere offensiv, end det i dag er tilfældet f.eks. for tilsynet ved anmeldt betalingsstandsning. Rekonstruktøren vil først og fremmest have til opgave at vurdere, om virksomheden isoleret set kan betragtes som levedygtig, når der ses bort fra de aktuelle økonomiske vanskeligheder. Rekonstruktøren skal i den forbindelse bl.a. også være åben for potentialet i eventuelle investeringer og andre udgiftskrævende tiltag, der inden for en overskuelig tidshorisont kan medvirke til en succesfuld »turnaround« af virksomheden. Rekonstruktøren skal således både sikre overblik og stabilitet i virksomhedens øjeblikkelige situation og nytænke de forretningsmæssige rammer.

Som noget nyt skal rekonstruktøren udarbejde et forslag til rekonstruktionsplan (§ 11 c), som skal drøftes på et møde i skifteretten (§ 11 e), der holdes senest fire uger efter rekonstruktionsbehandlingens indledning (§ 11 a, stk. 2). Tidspunktet for mødet skal fastsættes samtidig med rekonstruktionsbehandlingens indledning, og det må forventes, at mødet i almindelighed vil blive holdt på fireudersdagen eller eventuelt nogle få dage forud herfor (eksempelvis hvis fireudersdagen falder på en helligdag).

Dette betyder dog ikke, at en rekonstruktionsbehandling ikke kan ophøre, før der er gået fire uger. Hvis rekonstruktøren allerede meget tidligt i forløbet når frem til, at det ikke vil være muligt at opnå fordringshaverne tilslutning til en virksomhedsoverdragelse eller en tvangssakkord, skal rekonstruktøren straks meddele skifteretten, at rekonstruktionsbehandlingen efter rekonstruktørens opfattelse er udsigtsløs (§ 15, stk. 2, jf. stk. 1, nr. 4). Skifteretten kan på grundlag heraf – efter at have givet skyldneren, tillidsmanden og fordringshaverne lejlighed til at udtale sig – bestemme, at rekonstruktionsbehandlingen ophører. Det fremgår af lovforslagets bemærkninger (til § 15, stk. 1, nr. 4), at reglen om rekonstruktionsbehandlingens ophør, hvis den er udsigtsløs, særligt tager sigte på de tilfældede, hvor rekonstruktøren allerede på et meget tidligt tidspunkt af sin gennemgang af virksomheden bliver opmærksom på, at det er åbent, at der ikke er grundlag for at fortsætte rekonstruktionsbehandlingen.

For at rekonstruktionsbehandlingen skal kunne fortsætte, er det en betingelse, at fordringshaverne på et møde i skifteretten vedtager et forslag til rekonstruktionsplan (§ 11 e). Rekonstruktøren forslag til rekonstruktionsplan er vedtaget, medmindre et flertal af fordringshaverne – opgjort efter fordringernes beløb – stemmer imod og dette flertal repræsenterer mindst 25 pct. af det samlede kendte beløb, der ved repræsentation ville give stemmeret. Vedtagelse kan således ske uden afstemning, hvis ingen fordringshaver udtaler sig imod forslaget. Vedtagelse af ændringer til rekonstruktørens forslag til rekonstruktionsplan (herunder ændringer, som rekonstruktøren tilslutter sig) kræver omvendt, at et flertal af fordringshaverne – opgjort efter fordringernes beløb – stemmer for, og at dette flertal repræsenterer mindst 25 pct. af det samlede kendte beløb, der ved repræsentation ville give stemmeret. Det fremgår af lovforslagets bemærkninger (til § 11 e, stk. 1), at der ikke er begrænsninger i adgangen til at vedtage ændringer, og at der således ikke gælder noget krav om identitet mellem rekonstruktørens forslag og den plan, der vedtages på mødet.

Et forslag til rekonstruktion skal som udgangspunkt vedtages på det møde, der holdes senest fire uger efter rekonstruktionsbehandlingens indledning. Under lovforslagets behandling i Folketinget blev der dog vedtaget et ændringsforslag, som giver skifteretten mulighed for efter anmeldning fra rekonstruktøren og tillidsmanden at udsætte drøftelsen af forslaget til rekonstruktionsplan til et senere møde, som skal holdes inden fire uger (§ 11 e, stk. 5). Udsættelse kan ikke ske, hvis et flertal af fordringshaverne – opgjort efter fordringernes beløb – stemmer imod og dette flertal repræsenterer mindst 25 pct. af det samlede kendte beløb, der ved repræsentation ville give stemmeret. Et flertal, der vil kunne forkaste et forslag til rekonstruktionsplan og dermed bringe rekonstruktionsbehandlingen til ophør, vil således også kunne forhindre, at drøftelsen og dermed afstemningen om forslaget til rekonstruktionsplan udsættes til et senere møde.

Udsættelse kan efter § 11, stk. 5, ske, hvis »særlige grunde taler for det«. Da udsættelse endvidere kræver en anmeldning fra rekonstruktøren og tillidsmanden, og at et flertal af fordringshaverne ikke modsætter sig en udsættelse, må det antages, at betingelsen om »særlige grunde« først og fremmest indebærer, at rekonstruktøren vil skulle give en rimelig begrundelse for, hvorfor det ikke har været muligt at tilvejebringe et fyldestgørende beslutningsgrundlag for en drøftelse af et forslag til rekonstruktionsplan inden det ordinære møde herom. Det bør således formentlig kræves, at der har været tale om en særlig situation, som har gjort rekonstruktørens arbejde med forslaget til rekonstruktionsplan vanskeligere end under en typisk rekonstruktionsbehandling. Hvis rekonstruktøren på en overbevisende måde redegør herfor, vil det dog i praksis formentlig være begrænset, hvor intensiv skifterettens prøvelse af dette spørgsmål vil være. Kravet om, at der skal foreligge særlige grunde, har dog i det mindste den betydning, at en anmeldning om udsættelse uden nærmere begrundelse ikke kan imødekommes.

Udsættelse kræver ikke skyldnerens samtykke. Hvis ikke rekonstruktøren har overtaget eller overtager ledelsen af skyldnerens virksomhed (jf. herom pkt. 5 nedenfor), kan skyldneren imidlertid til hver en tid bringe rekonstruktionsbehandlingen til ophør ved en anmodning til skifteretten (§ 15, stk. 1, nr. 3). Konsekvensen er i givet fald, at skyldnerens bo tages under konkursbehandling, medmindre skyldneren ikke er insolvent (§ 15, stk. 3).

Sker der udsættelse, skal forslaget til rekonstruktionsplan drøftes på et nyt møde i skifteretten, der skal holdes inden fire uger. Det må antages, at det i en del tilfælde vil være tilstrækkeligt med en udsættelse på f.eks. 14 dage, og det synes derfor rimeligt, hvis skifteretten efter drøftelse med rekonstruktøren og fordringshaverne fastsætter tidspunktet for et nyt møde afhængig af behovet i den konkrete sag.

På det senere møde om drøftelse af forslaget til rekonstruktionsplan gælder samme regler som for det ordinære møde, bortset fra at yderligere udsættelse ikke er mulig. Udsættelse kan således kun ske én gang, hvilket dog formentlig ikke udelukker, at skifteretten eventuelt omberammer det senere møde, så længe fristen på fire uger efter det første møde overholdes. Hvis der ikke på det senere møde vedtages en rekonstruktionsplan, skal skifteretten bestemme, at rekonstruktionsbehandlingen opårer (§ 11, stk. 5, jf. stk. 3).

Når der er vedtaget en rekonstruktionsplan, er næste skridt, at rekonstruktøren udarbejder et rekonstruktionsforslag, jf. pkt. 6 nedenfor. Hvis forudsætningerne for rekonstruktionsplanen ændrer sig væsentligt, skal rekonstruktøren uden ugrundet ophold underrette fordringshaverne og skifteretten herom, og skifteretten skal indkalde til et møde i skifteretten, hvor der tages stilling til, om rekonstruktionsbehandlingen skal ophøre, eller om rekonstruktionsplanen skal ændres (§ 11 f, stk. 2).

5. Retsvirkninger af rekonstruktionsbehandling

Konkurslovens kapitel 2 b indeholder regler om retsvirkninger af rekonstruktionsbehandling. Kapitlet angår skyldnerens og rekonstruktørens beføjelser (§§ 12-12 b), beskyttelse mod fyldestgørelse i skyldnerens aktiver (§ 12 c), behandlingen af pantsatte aktiver (§§ 12 e og 12 f), krav mod skyldneren (§ 12 g), ekstinktiv virkning (§ 12 h), omstødelse (§§ 12 i-12 m) og gensidigt bebyrdende aftaler (§§ 12 n-12 u).

Som allerede denne opregning viser, er retsvirkningerne af rekonstruktionsbehandling betydeligt mere vidtgående end efter de tidlige regler om anmeldt betalingsstandsning og forhandling om tvangssakkord.

Som noget nyt har allerede indledningen af rekonstruktionsbehandling ekstinktiv virkning i forhold til regler om sikringsakter (§ 12 h), omstødelsesreglerne finder anvendelse allerede fra rekonstruktionsbehandlings indledning (§ 12 i), og fordringshaverne vil kunne vedtage at sælge et omstødelseskrav til tredjemand (§ 12 j, stk. 3). Et salg af et omstødelseskrav vil kunne give likviditet til finansiering af rekonstruktionen af virksomheden.

Som noget nyt gælder der under rekonstruktionsbehandling en automatisk udelukkelse af fyldestgørelse i skyldnerens aktiver også for fordringer, der er sikret ved uomstødeligt pant, dog således at skyldneren – som det kendes fra de tidlige regler om anmeldt betalingsstandsning – skal betale de løbende ydelser, der vedrører tiden efter rekonstruktionsbehandlings indledning (§ 12 c). Som noget nyt skal der dog kun betales en forholdsmaessig del af ydelserne på pantefordringer, der kun delvis dækkes af pantet.

Som noget nyt kan en skyldner under rekonstruktionsbehandling altid uden samtykke fra panthaveren udskille aktiver fra et pant, hvis panthaverens ret er omstødelig (§ 12 d, stk. 2, nr. 1). Udskillelse, herunder frasalg af samtlige aktiver omfattet af det omstødelige pant, kan således ske uden at gennemføre en omstødelsessag. Det fremgår af lovforslagets bemærkninger (til § 12 d, stk. 2, nr. 1), at hvis der er tvist om, hvorvidt panteretten er omstødelig, tilkommer det skifteretten at afgøre, om udskillelse kan ske uden panthaverens samtykke.

I modsætning til den tidlige gældende fakultative regel i konkurslovens § 16 a, stk. 3, om udskillelse fra et omstødeligt pant er adgangen til udskillelse fra et omstødeligt pant under en rekonstruktionsbehandling ikke begrænset til udskillelse som led i driften. Udskillelse kan således ske ikke alene med henblik på at opnå likviditet til finansiering af virksomhedens fortsatte drift, men også med henblik på at skaffe midler til betaling af dividende i henhold til en tvangssakkord.

Som noget nyt kan en skyldner under rekonstruktionsbehandlingen uden samtykke fra panthaveren »friköbe« aktiver fra bestemte typer pant, dvs. udskille aktiver fra pantet mod betaling af aktivernes værdi (§ 12 d, stk. 2, nr. 2), der i givet fald fastsættes af skifteretten (§ 12 e). I praksis vil dette navnlig have betydning, hvis pantegålden overstiger pantets værdi. Denne adgang gælder dog kun visse former for pant, herunder navnlig pant i løsøre (bortset fra skibe og luftfartøjer) og virksomhedspant (§ 12 e, stk. 1, der opregner de former for pant, som ikke er omfattet).

Som noget nyt er der fastsat udførlige regler om skyldnerens videreførelse af gensidigt bebyrdende aftaler under rekonstruktionsbehandlingen (§§ 12 n-12 u). De nye regler giver mulighed for, at skyldneren med rekonstruktørens samtykke viderefører gensidigt bebyrdende aftaler, selv om medkontrahenten på grund af skyldnerens forsinkelse havde adgang til at hæve aftalen (§ 12 o). Det samme gælder, hvis medkontrahenten på grund af skyldnerens forsinkelse har hævet aftalen inden for de seneste fire uger før meddelelsen om, at aftalen videreføres med rekonstruktørens samtykke,⁴ medmindre medkontrahenten har disponeret i henhold til

4. Jf. pkt. III.15 i den kommenterede høringsoversigt (L 199 – bilag 1). Anderledes tilsyneladende Konkursloven med kommentarer (note 1) s. 249 og Rekonstruktionsret (note 1) s. 100, der finder det mest nærliggende, at de fire uger skal regnes til indledningen af rekonstruktionsbehandling, men som dog ikke omtaler tilfælde, hvor spørgsmålet om at videreføre aftalen først opstår en vis tid efter rekonstruktionsbehandlings indledning.

ophævelsen. Det fremgår af lovforslagets bemærkninger (til § 12 o, stk. 1), at medkontrahenten vil have dispone ret i henhold til ophævelsen, f.eks. hvis medkontrahenten har taget en lejet genstand eller en genstand solgt med ejendomsforbehold tilbage eller har fået udsat skyldneren udsat af et lejemål. Det samme gælder, hvis medkontrahenten har dispone ret over sin ydelse til fordel for tredjemand eller har bestilt den samme ydelse som den, skyldneren skulle præstere, fra en anden leverandør eller har indrettet sig på at klare sig uden den pågældende ydelse. De nye regler indskrænker endvidere ikke medkontrahentens ret til at hæve en aftale som følge afanden misligholdelse end skyldnerens forsinkelse.

Retsvirkningen af, at en aftale videreføres med rekonstruktørens samtykke, er navnlig, at medkontrahentens krav ifølge aftalen (for løbende ydelsers vedkommende medkontrahentens krav for tiden efter rekonstruktionsbehandlingens indledning) omfattes af konkurslovens § 94 (§ 12 p), hvilket som udgangspunkt svarer til den tidligere retstilstand under anmeldt betalingsstandsning for så vidt angår dispositioner godkendt af det beskikkede tilsyn. Nyt er det derimod, at medkontrahenten ikke kan kræve sikkerhedsstillelse for sine krav i medfør af aftalen (§ 12 q, stk. 1). Skyldnerens bagudlønnede ansatte kan dog uændret kræve sikkerhedsstillelse for næste lønudbetaling, i det omfang den vedrører tiden efter rekonstruktionsbehandlingens indledning (§ 12 q, stk. 2, der viderefører den tidligere gældende § 16 b). Det er også nyt, at skyldneren altid kan opsigte en aftale om en løbende ydelse med en måneds varsel med den virkning, at medkontrahentens krav for tiden efter udløbet af opsigelsesvarslet ikke omfattes af konkurslovens § 94 (§ 12 o, stk. 4, og § 12 p, stk. 2). En tilsvarende regel er samtidig indsats i reglerne om gensidigt bebyrdende aftaler i konkurs, således at et konkursbo altid kan opsigte en aftale, som boet er indtrådt i, om en løbende ydelse til skyldneren med en måneds varsel med den virkning, at medkontrahentens krav på vederlag for tiden efter udløbet af opsigelsesvarslet ikke er massekrav (§ 55, stk. 3, og § 56, stk. 2).

På samme måde som i konkurs gælder reglerne om gensidigt bebyrdende aftaler ikke, hvis andet følger af retsforholdets beskaffenhed (§ 12 n). Det fremgår af lovforslagets bemærkninger (til § 12 n), at retsforholdets beskaffenhed f.eks. vil udelukke videreførelse af en kredit aftale, herunder en uudnyttet kreditramme eller en factoringaftale, eller en aftale om betalingstjenester, eksempelvis indløsningsaftaler vedrørende betalingskort, hvor medkontrahenten hæfter for krav om tilbageførsel af betalinger, som er gennemført til skyldneren.

Med hensyn til skyldnerens råden svarer retsvirkningerne af rekonstruktionsbehandling som udgangspunkt til de hidtidige regler om anmeldt betalingsstandsning, idet skyldneren ikke må foretage væsentlige dispositioner uden rekonstruktørens samtykke og betaling af gæld kun må ske i overensstemmelse med konkursordenen, eller hvis betaling er nødvendig for at afværgne tab (§ 12, stk. 1). Som følge af de nye regler om virksomhedsoverdragelse som led i en rekonstruktionsbehandling gælder

dog som noget nyt, at virksomhedsoverdragelse alene må ske i overensstemmelse med et rekonstruktionsforslag, der er stadfæstet af skifteretten (§ 12, stk. 2). På den anden side er de hidtidige regler om, at særligt væsentlige dispositioner kan sættes til afstemning blandt fordringshaverne (tidligere gældende § 15, stk. 4 og 5), ikke videreført, hvilket dog også skal ses i sammenhæng med, at fordringshaverne i alle tilfælde skal stemme om et forslag til rekonstruktionsplan, jf. pkt. 4 ovenfor.

Som nævnt i pkt. 4 ovenfor kan rekonstruktionsbehandling af andre skyldnerne end fysiske personer og sammenslutninger, hvori mindst én af deltagerne hæfter personligt og direkte for sammenslutningens forpligtelser, også indledes uden skyldnerens samtykke, men i så fald skal skifteretten samtidig bestemme, at rekonstruktøren skal overtage ledelsen af skyldnerens virksomhed. Dette vil i praksis navnlig gælde aktie- og anpartsselskaber og andre selskaber mv. med begrænset ansvar.

Hvis en sådan skyldner er taget under rekonstruktionsbehandling *med* samtykke, kan fordringshaverne senere vedtage, at rekonstruktøren skal overtage ledelsen af virksomheden (§ 12 a). Det er i den forbindelse en betingelse, at rekonstruktøren eller fordringshavere, der repræsenterer mindst en fjerdedel af de usikrede fordringer, har anmodet om det, og afstemningen kan tidligst finde sted på det møde, der skal holdes med fordringshaverne senest fire uger efter rekonstruktionsbehandlingens indledning med henblik på drøftelse af et forslag til rekonstruktionsplan. Det må antages, at en udsættelse af drøftelsen af forslaget til rekonstruktionsplan til et senere møde (§ 11 e, stk. 5) ikke udskyder det tidspunkt, hvor fordringshaverne tidligst kan vedtage, at rekonstruktøren skal overtage ledelsen af skyldnerens virksomhed. Dette spørgsmål er dog ikke omtalt i forarbejderne, hvilket også skal ses i lyset af, at § 11 e, stk. 5, blev indsats under Folketingets behandling af lovforslaget.

Skifteretten kan endvidere i forhold til en sådan skyldner bestemme, at rekonstruktøren foreløbigt skal overtage ledelsen af virksomheden, hvis der er fare for, at skyldneren vil råde over ejendele til skade for fordringshaverne (§ 12 b). I givet fald skal skifteretten så vidt muligt inden 14 dage, dog tidligst på mødet om forslaget til rekonstruktionsplan, træffe beslutning om, hvorvidt rekonstruktørens overtagelse af ledelsen skal opretholdes. Dette skal i givet fald ske efter den almindelige regel i § 12 a, og det er således en forudsætning, at rekonstruktøren eller fordringshavere, der repræsenterer mindst en fjerdedel af de usikrede fordringer, anmoder om det, og at fordringshaverne vedtager det på et møde i skifteretten. I modsat fald skal skifteretten bestemme, at rekonstruktørens foreløbige overtagelse af ledelsen ophører.

Retsvirkningen af, at rekonstruktøren overtager ledelsen af skyldnerens virksomhed, er, at rekonstruktøren herefter træffer afgørelse i skyldnerens forhold (§ 12, stk. 5). Rekonstruktøren kan dog i sammenslutninger, der er registreret i Erhvervs- og Selskabssturelsen, ikke træffe afgørelse om forhold, som henhører under generalfor-

samlingen, bortset fra udpegning af revisor (§ 12, stk. 6). På den anden side får generalforsamlingens beslutninger kun virkning, hvis de tiltrædes af rekonstruktøren. I praksis betyder det, at rekonstruktøren dels træder i ledelsens (direktionens og bestyrelsens eller tilsynsrådets) sted, dels overtager generalforsamlingens kompetence til at udpege revisor og dels får varetet over for generalforsamlingens beslutninger i øvrigt.

6. Gennemførelse af rekonstruktion

Konkurslovens kapitel 2 c indeholder regler om gennemførelse af rekonstruktion. Kapitlet angår afholdelse af møde om et rekonstruktionsforslag (§§ 13-13 c), afstemning om rekonstruktionsforslaget (§ 13 d), skifterettens stadfæstelse af et vedtaget rekonstruktionsforslag (§ 13 e) og rekonstruktionsbehandlingens ophør efter afstemningen om rekonstruktionsforslaget (§ 13 f).

Skifteretten skal indkalde skyldnerne og fordringshaverne til et møde i skifteretten med henblik på afstemning om rekonstruktionsforslaget (§ 13). Mødet skal som udgangspunkt holdes senest seks måneder efter det møde, der skal holdes med fordringshaverne senest fire uger efter rekonstruktionsbehandlingens indledning med henblik på drøftelse af et forslag til rekonstruktionsplan. Det må antages, at en udsættelse af drøftelsen af forslaget til rekonstruktionsplan til et senere møde (§ 11 e, stk. 5) ikke udskyder det tidspunkt, hvor seksmånedersfristen begynder at løbe.⁵ Dette spørgsmål er dog ikke omtalt i forarbejderne, hvilket også skal ses i lyset af, at § 11 e, stk. 5, blev indsat under Folketingets behandling af lovforslaget.⁶

Seksmånedersfristen kan dog forlænges med højst to måneder ad gangen og med højst fire måneder i alt, hvis skyldneren med rekonstruktørens samtykke anmoder om det (§ 13 a). Spørgsmålet om forlængelse af fristen skal i givet fald behandles på et møde i skifteretten, hvortil skyldnerne og fordringshaverne er indkaldt. Forlængelsen er vedtaget, medmindre et flertal af fordringshaverne – opgjort efter fordringernes beløb – stemmer imod forslaget (§ 13 d). Ved stemmelighed er rekonstruktionsforslaget således vedtaget, og rekon-

Som noget væsentligt nyt i forhold til de hidtil gældende regler om vedtagelse af en tvangsakkord (der krævede et kvalificeret flertal på mellem 60 og 75 pct.) er et rekonstruktionsforslag vedtaget, medmindre et flertal af fordringshaverne – opgjort efter fordringernes beløb – stemmer imod forslaget (§ 13 d). Ved stemmelighed er rekonstruktionsforslaget således vedtaget, og rekon-

struktionsforslaget kan endvidere vedtages uden afstemning, hvis ingen fordringshaver udtaler sig imod forslaget.

Ligesom efter de gældende regler om tvangsakkord får et vedtaget rekonstruktionsforslag først virkning, når det er stadfæstet af skifteretten (§ 13 e). Skifteretten skal i den forbindelse nægte stadfæstelse i tilfælde af, at sagsbehandlingsfejl eller fejl i de foreliggende oplysninger må antages at have haft væsentlig betydning for resultatet af afstemningen, i tilfælde af, at rekonstruktionsforslaget ikke opfylder lovens krav, jf. herom pkt. 3 ovenfor, eller at skyldneren eller tredjemand for at indvirke på afstemningen har tilsagt en fordringshaver fordele uden for rekonstruktionen. I tilfælde af sagsbehandlingsfejl mv. kan skifteretten dog i stedet for at nægte stadfæstelse udsætte sagen til ny afstemning, efter at fejlene er rettet. Dette svarer i realiteten til de hidtil gældende regler om stadfæstelse af en tvangsakkord. Det er dog en ufravigelig forudsætning, at afstemningen kan gennemføres inden for den seksmånedersfrist, der er nævnt ovenfor, eller en eventuel forlængelse heraf (på højst fire måneder i alt). Herudover kan skifteretten nægte at stadfæste et vedtaget rekonstruktionsforslag, hvis vilkårene i rekonstruktionsforslaget står i misforhold til skyldnerens økonomiske stilling. Dette er lidt snævrere end de fakultative nægtelsesgrunde efter de hidtil gældende regler om tvangsakkord.

Som udgangspunkt ophører rekonstruktionsbehandlingen, når afstemningen om rekonstruktionsforslaget er gennemført og skifteretten har taget stilling til, om forslaget skal stadfæstes (§ 13 f). Hvis skifteretten stadfæster et rekonstruktionsforslag, der ikke indeholder bestemmelse om tvangsakkord, kan skifteretten dog bestemme, at rekonstruktionsbehandlingen skal fortsætte, hvis det fremgår af det stadfæstede rekonstruktionsforslag, at der vil blive fremsat yderligere rekonstruktionsforslag inden for seksmånedersfristen eller en eventuel forlængelse heraf (på højst fire måneder i alt). Skifteretten kan endvidere bestemme, at rekonstruktionsbehandlingen skal fortsætte i højst fire uger (men inden for seksmånedersfristen eller en eventuel forlængelse heraf (på højst fire måneder i alt)) med henblik på, at erhververen tiltræder en aftale om virksomhedsoverdragelse. Dette giver mulighed for, at fordringshaverne kan vedtage et rekonstruktionsforslag om virksomhedsoverdragelse, selv om erhververen endnu ikke endeligt har tiltrådt aftalen.

7. Rekonstruktionens virkninger

Konkurslovens kapitel 2 d indeholder regler om rekonstruktionens virkninger. Kapitlet angår virkningerne af en tvangsakkord (§§ 14-14 b) og af en virksomhedsoverdragelse (§ 14 c), tilsyn (§ 14 d) og ophævelse af en rekonstruktion (§ 14 e).

Virkningen af en tvangsakkord svarer i det væsentlige til de hidtil gældende regler herom. Som noget nyt vil dividende afsat til betaling af betingede og bestridte fordringer dog som udgangspunkt skulle udloddes til for-

5. Anderledes Torben Kuld Hansen i FM 2010.233 pkt. 7.1 og 8, *Konkursloven med kommentarer* (note 1) s. 191 og 266 og *Rekonstruktionsret* (note 1) s. 30 og 50.
6. Til stede for den i teksten foreslæede fortolkning kan navnlig anføres, at formålet med § 11 a, stk. 5, må antages at være, at en rekonstruktion ikke skal risikere gå i vasken, alene fordi det af særlige grunde ikke er muligt at vedtage en rekonstruktionsplan inden for den firegersfrist, som i det fremsatte lovforslag var absolut. Dette formål tilsiger ikke, at seksmånedersfristen for vedtagelse af et rekonstruktionsforslag skal rykkes tilsvarende, blot fordi § 11 a, stk. 5, bringes i anvendelse, hvortil kommer, at der som nævnt straks nedenfor – uafhængigt af § 11 a, stk. 5 – er mulighed for at forlænge seksmånedersfristen med op til fire måneder i alt.

dringshaverne, hvis betingelsen ikke opfyldes eller fordringen viser sig ikke at bestå (§ 14 a, stk. 2).

Som noget nyt kan virksomhedsoverdragelse indgå i en rekonstruktionsbehandling, herunder eventuelt som det eneste element heri. Vilkårene for virksomhedsoverdragelsen beror grundlæggende på en aftale mellem skyldneren og erhververen (som kan være en af fordringshaverne), men for at kunne gennemføres skal virksomhedsoverdragelsen medtages i rekonstruktionsforslaget, og rekonstruktionsforslaget skal vedtages af fordringshaverne og stadfæstes af skifteretten. Det er i den forbindelse en betingelse, at rekonstruktionsforslaget indeholder oplysning om erhververen, overdragelsessummen, og hvilke aktiver, passiver og gensidigt bebyrdende aftaler der omfattes af overdragelsen (§ 13 b, stk. 1, nr. 1).

Omfatter virksomhedsoverdragelsen gensidigt bebyrdende aftaler, der er videreført efter § 12 o (jf. herom ovenfor i pkt. 5), overgår skyldnerens rettigheder og forpligtelser efter disse aftaler til erhververen, medmindre andet følger af retsforholdets beskaffenhed (§ 14 c, stk. 2, 1. pkt.). Der er i givet fald tale om et tvungent skyldnerskifte, som ikke kræver medkontrahentens samtykke. Der gælder særlige regler om aftaler om løbende ydelser til skyldneren, og med hensyn til arbejsaftaler med ansatte i skyldnerens virksomhed gælder reglerne i lov om lønmodtageres retsstilling ved virksomhedsoverdragelse (§ 14 c, stk. 2, 2. pkt., og stk. 3).

Omfatter virksomhedsoverdragelsen pantsatte aktiver, kan skifteretten for bestemte typer pant fastsætte aktivets værdi med den virkning, at skyldnerens hæftelse for pantegælden overgår til erhververen, i det omfang panteretten ligger inden for den fastsatte værdi (§ 14 c, stk. 4). Der er i givet fald tale om et tvungent skyldnerskifte, som ikke kræver panthaverens samtykke, og panteretten for eventuel yderligere pantegæld bortfalder. Dette gælder dog kun visse former for pant, herunder navnlig pant i løsøre (bortset fra skibe og luftfartøjer) og virksomhedspant (§ 12 e, stk. 1, der opregner de former for pant, som ikke er omfattet). Omfatter virksomhedsoverdragelsen andre pantsatte aktiver, eksempelvis fast ejendom, kan skyldnerskifte kun ske efter lovgivningens almindelige regler, eksempelvis tinglysningslovens § 39, eller med panthaverens samtykke.

Endvidere gælder, at en virksomhedsoverdragelse, der gennemføres på grundlag af et stadfæstet rekonstruktionsforslag, ikke kan omstødes (§ 14 c, stk. 1).

Som nævnt i pkt. 3 ovenfor vil en rekonstruktion også kunne indeholde andre elementer end tvangsakkord eller virksomhedsoverdragelse. Der gælder ikke særlige lovbestemte retsvirkninger af sådanne yderligere bestemmelser i et rekonstruktionsforslag, og som anført i lovforslagets bemærkninger (til kapitel 2 d) vil retsvirk-

ningerne derfor bero på indholdet af de aftaler, der indgås mellem de berørte parter. Hvis det f.eks. aftales, at en fordringshaver skal nedskrive sit tilgodehavende mod at modtage en bestemt aktiepost i skyldnerens virksomhed, vil skyldneren, hvis den pågældende fordringshaver efterfølgende ikke lever op til aftalen, kunne gøre sædvanlige misligholdelsesbeføjelser gældende. Hvis sådanne yderligere bestemmelser i et stadfæstet rekonstruktionsforslag pålægger skyldneren pligter (f.eks. at indsætte en ny ledelse eller at udvide aktiekapitalen, eventuelt med fortegningsret for en bestemt investor), kan rekonstruktionen eventuelt på begæring af en fordringshaver opføres, hvis skyldneren groft tilsidesætter sine pligter (§ 14 e).

Ud over tilfælde, hvor skyldneren groft tilsidesætter sine pligter, vil en rekonstruktion på begæring af en fordringshaver kunne opføres, hvis skyldneren har handlet svigagtigt (§ 14 e). Ophævelse af en rekonstruktion indebærer, at en tvangssakkord bortfalder, og at en virksomhedsoverdragelse ikke er beskyttet mod omstødelse, hvis betingelserne for omstødelse i øvrigt er opfyldt. Bortset fra bortfaldet af beskyttelsen mod omstødelse berøres virksomhedsoverdragelsens og eventuelle deraf følgende skyldnerskifters gyldighed imidlertid ikke af en ophævelse af rekonstruktionen.

8. Rekonstruktionsbehandlingenens ophør

Konkurslovens kapitel 2 e (§§ 15-15 b) indeholder regler om rekonstruktionsbehandlingenens ophør. Kapitlet indeholder navnlig regler dels om, hvornår rekonstruktionsbehandlingen ophører, dels om, at skifteretten straks skal tage skyldnerens bo under konkursbehandling, hvis en rekonstruktionsbehandling ophører af andre grunde end stadfæstelse af et rekonstruktionsforslag, der indeholder bestemmelse om tvangssakkord, eller at skyldneren ikke er insolvent (§ 15).

Rekonstruktionsbehandlingen ophører obligatorisk, hvis der ikke rettidigt vedtages en rekonstruktionsplan (jf. herom pkt. 4 ovenfor) eller ikke rettidigt vedtages et rekonstruktionsforslag (jf. herom pkt. 6 ovenfor). I begge henseender er der adgang til under visse betingelser at forlænge den almindelige frist, idet den almindelige frist på fire uger fra rekonstruktionsbehandlingenens indledning for at vedtage en rekonstruktionsplan i givet fald kan forlænges med indtil fire uger, og idet den almindelige frist på seks måneder fra mødet med fordringshaverne om forslaget til rekonstruktionsplan for at vedtage et rekonstruktionsforslag i givet fald kan forlænges med indtil fire måneder. Herefter er yderligere forlængelse imidlertid ikke mulig, og skyldnerens bo vil derfor i givet fald blive taget under konkursbehandling, medmindre skyldneren ikke (længere) er insolvent.

Bilag 8



Nye regler for rekonstruktion af nødlidende virksomheder

– En markant ændring af konkursloven fører til mere aktiv inddragelse af revisor



Af Dorthe Kjørgaard, advokat (L),
Advokatfirmaet Horten og
Nicolai Dyhr, advokat (H), Junior Partner,
Advokatfirmaet Horten, Ekstern lektor på
Københavns Universitet
og Copenhagen Business School.

1. Hovedtræk i de nye rekonstruktionsregler

Den 25. juni 2010 vedtog Folketinget "lov om ændring af konkursloven og forskellige andre love (Rekonstruktion m.v.)" Indeholdende en række markante ændringer i konkursloven af stor betydning for nødlidende virksomheder og rådgivere¹. Lovændringerne forventes at træde i kraft senest den 1. juni 2011².

Ifølge Justitsministeriet har loven til formål at forbedre overlevelsesmulighederne for virksomheder i økonomiske vanskeligheder. Loven tager sigte på at forbedre rammerne for effektivt at understøtte den insolvente virksomheds rekonstruktionsbestræbelser med begrænsning af kreditorernes tab for øje, hvor det mest oplagte alternativ er konkursbehandling.

Lovændringerne bygger på Konkursrådets betænkning nr. 1512/2009 om rekonstruktion mv.³, der erstatter gældende regler om anmeldt betalingsstandsning og tvangssak-kord, med et nyt regelsæt om rekonstruktionsbehandling af insolvente, men levedygtige virksomheder, hvorfed der i hovedtræk særligt indføres følgende markante ændringer:

- Betalingsstandsning kan i dag alene anmeldes af skyldner. Fremover kan skyldnere også træde i rekonstruktion på begæring af en kreditor.
- Der udpeges en "rekonstruktør", som er tiltænkt en mere "offensiv" rolle, end det har været tilfældet for tilsynet i en anmeldt betalingsstandsning.
- Der udpeges en regnskabskyndig tillidsmand, f.eks. en revisor, fra rekonstruktionens anmeldelse.
- Rekonstruktøren og tillidsmanden skal inden for en kort frist udarbejde en rekonstruktionsplan, der følges op af et rekonstruktionsforslag, forudsat kreditorerne stemmer for dette.
- Rekonstruktionsforslaget er vedtaget medmindre et simpelt flertal blandt de deltagende kreditorer stemmer imod planen og rekonstruktionsforslaget.
- Kravene til kreditorernes vedtagelse af et rekonstruktionsforslag lempes væsentligt i forhold til de hidtidige regler i tvangssakkord.
- En rekonstruktion kan bestå i en virksomhedsoverdragelse, en akkordordning eller en kombination heraf.
- Skyldneren kan med rekonstruktørens samtykke videreføre gensidigt bebyrdende aftaler, herunder også visse misligholdte og ophævede aftaler med bindende virkning for aftaleparten.
- Skifteretten kan på begæring af skyldneren fastsætte en bindende vurdering af pantsat aktiv dog undtaget fast ejendom, med tvungen nedskrivning af pantet til følge trods panthavers protest.
- De gældende regler for modregning i konkurs indføres i hovedtræk for modregning i rekonstruktion.
- Når skyldneren først er trådt i rekonstruktion, er der ingen vej tilbage. Rekonstruktionsbehandlingen fører enten til en konkurs eller en rekonstruktion ved akkord eller virksomhedsoverdragelse.



Loven tager sigte på at skabe
de lovgivningsmæssige rammer
for effektivt at understøtte re-
konstruktionsbestræber med
begrænsning af tab i kredito-
rernes interesse for øje, hvor
alternativet er en insolvent likvi-
dation eller konkursbehandling.



Samtidig ophæves det hidtidige lovgrundlag vedrørende betalingsstandsning i konkurslovens kap. 2, som i hovedtræk har fungeret stort set uændret siden ikrafttrædelsen i 1978⁴.

Hvorvidt en rekonstruktion er at foretrække frem for en konkurs er nærmere et økonomisk end et juridisk spørgsmål. Rekonstruktøren og tillidsmanden skal først og fremmest skal have de juridiske værktøjer, der er nødvendige for at skabe rammerne for at begrænse kreditorernes tab bedst muligt. Når de konkrete handlemuligheder er klarlagt, forelægges de til afstemning hos de kommercielle beslutningstagere i form af kreditorerne, der afgør det videre forløb ved simpelt flertal med Skifterettens stadfæstelse som sikkerhedsventil for en fejlagtig vedtagelse.

2. Det hidtidige regelsæt

Den kriseramte insolvente virksomhed kan i dag grundlæggende vælge mellem enten (i) konkurs, (ii) anmeldt betalingsstandsning, eller (iii) Stille betalingsstandsning (uden anmeldelse til Skifteretten). Såfremt virksomheden vælger en betalingsstandsning, vil formålene hermed som regel være enten

- a. Akkordering af hovedstol og/eller renter – af singulær eller generel karakter.
- b. Likvidationsakkord, dvs. fordeling af skyldnerens formue eller en del af denne mellem kreditorerne mod, at skyldneren bliver frigjort for den udækkede restgæld, kombineret med en likvidation.
- c. Moratorium/betalingsudsættelse for betaling på hovedstolen og/eller renter.
- d. Hel eller delvis afhændelse af virksomhedens aktiver "going concern".
- e. Konvertering af gæld til ansvarlig kapital eller aktiekapital.
- f. Rekonstruktion af aktiekapitalen ved nedskrivning af gammel aktiekapital og tilførsel af ny aktiekapital, eksempelvis ved gældskonvertering eller ved opdeling af aktiekapitalen i flere aktieklasser med forskellige rettigheder.

I praksis kombineres ovennævnte tiltag ofte i et akkordforslag. En likvidationsakkord kan f.eks. indeholde en virksomhedsoverdragelse, et moratorium og en generel akkordering af gæld.

Af hensyn til virksomhedens drift etableres ofte "stille" betalingsstandsninger, uden anmeldelse til Skifteretten, i forsøg på frivillige akkordordninger. Dette har dog for det første den ulempe, at betalingsstandsningen ikke er undergivet konkurslovens kreditorbeskyttende regler. Videre forudsætter en frivillig akkord fuld – og eksplícit – tiltrædelse fra samtlige kreditorer. Utilfredshed, passivitet eller manglende tiltrædelse fra blot én kreditor er en hyppig forhindring at gennemføre en frivillig kreditorordning.

I modsætning hertil medfører en stadfæstet tvangssakkord efter konkurslovens regler også akkordering af uanmeldte, ukendte og bestridte krav pr. fristdagen. Et tvangssakkordforslag fremsættes typisk under en

anmeldt betalingsstandsning, der under de givne rammer i konkurslovens kap. 2 er forbundet med en vis offentlighed og betryggende gennemsuelighed for kreditorerne. En anmeldt betalingsstandsning kan imidlertid under de nuværende regler forlænges i flere omgange, samlet helt op til 1 år, uden at der efter konkursloven stilles krav om konkrete forslag til rekonstruktion i denne periode. I praksis er det ikke usædvanligt, at betalingsstandsninger løber ud i sandet efter 1 år uden et egentlig rekonstruktionsforsøg, uanset det oprindeligt var lovgivers hensigt, at en betalingsstandsning af mere end 3 måneders varighed alene var tiltænkt de helt ekstraordinære tilfælde.

Lovændringerne skal ses i lyset af, at mere end 90 % af de anmeldte og stille betalingsstandsninger i dag ender i en konkurs, og at nogle betalingsstandsninger føres unødig med præg af manglende målrettethed uden fokus på et realistisk rekonstruktionsforsøg.

Det har med de nye regler om rekonstruktion været lovgivers hensigt at "trimme" det juridiske grundlag, bl.a. med det formål at forbedre kreditorernes beslutningsgrundlag og indflydelse i såvel procesen som, beslutninger samt at indføre klare frister for beslutningsprocessen med afklaring af skyldnerens situation for øje. Rekonstruktionsbetingelserne er samtidig lempet betragteligt, ud fra et ønske om at redde de samfundsmaessige værdier og potentielt sunde virksomheder og arbejdspladser i videst muligt omfang.

3. Nærmere om det nye regelsæt om rekonstruktion i Konkursloven

Inspirationen til lovændringerne er fra Konkursrådets side særligt hentet fra norsk og svensk ret, hvilke retsordener indenfor insolvensretten er meget lig den danske⁵.

3.1 Ikke alene skyldneren, men også dennes kreditorer, kan begære rekonstruktionsbehandling af en insolvent skyldner

I dag kan alene skyldneren anmeldte en betalingsstandsning eller en tvangssakkord. Efter de nye regler om rekonstruktionsbehandling tilføjes kreditorerne tillige adgang til at anmode Skifteretten om at påbegynde rekonstruktionsbehandling af skyldner. Udvidelse af personkredsen, der har adgang til at begære rekonstruktionsbehandling, er grundet i et ønske om at give kreditorerne større indflydelse i aktivt at begrænse deres tab. Alle erfaringer viser, at den insolvente skyldners værdier er større, jo tidligere der gribes ind. Det forventes dermed, at der kan reddes betydelige værdier ved en udvidet adgang til at påvinge skyldner rekonstruktionsbehandling, hvor det mest nærliggende alternativ er konkurs.

Der gælder ingen særlige krav til kreditorernes tilgodehavender. Adgangen til at begære rekonstruktionsbehandling er således ikke forbeholdt kreditorer, hvis krav er af en bestemt størrelse eller type. Dog må den kreditor, hvis fordring er betryggende sikret gennem pant

eller lignende sikkerhed, stillet af skyldner selv, ikke indgive begæring om rekonstruktionsbehandling⁶.

Når en kreditor har begået rekonstruktionsbehandling over en skyldner, vurderer Skifteretten efter behørig indkaldelse af skyldner og dennes kreditorer på et møde, om grundlaget for at træde i rekonstruktion er til stede. Dette kan ske på baggrund af bestridte krav.

3.2 Der udpeges en "rekonstruktør", der er tiltaenkten mere "offensiv" rolle, end det har været tilfældet for tilsynet i en anmeldt betalingsstandsning

Rekonstruktøren skal påtage sig en selvstændig og aktiv rolle i rekonstruktionen. Rekonstruktøren og tillidsmanden skal hurtigst muligt efter rekonstruktionsbehandlingens indledning sammen vurdere, om virksomheden isoleret set kan betragtes som levedygtig. Rekonstruktøren skal være åben overfor potentialet i investeringer og udgiftsbesparende tiltag, der kan medvirke til en succesfuld rekonstruktion af virksomheden. Samtidig har rekonstruktøren ansvaret for at afslutte rekonstruktionsbehandlingen i de tilfælde, hvor det står klart, at denne ikke vil resultere i en rekonstruktion af virksomheden. Udgifterne hertil skal begrænses til det rimelige og nødvendige.

Den, der begærer rekonstruktionsbehandling, stiller forslag til rekonstruktør. Skifterettens vurderer, om dette er en egnet person, som kreditorerne må antages at have tillid til. Rekonstruktøren er underlagt de almindelige habilitetskrav i Konkurslovens § 238. Rekonstruktøren kan tidligere have været rådgiver for skyldner, men der kan ikke være tale om nærtstående til skyldner⁷. Selvom det typisk vil være en advokat, der varetager erhvervet som rekonstruktør, er dette ikke påkrævet efter Konkursloven. Omvendt forudsættes den regnskabskyndige tillidsmand at være revisor.

3.3 Rekonstruktøren og tillidsmanden kan afsætte ledelsen og overtage styringen af den nødudlende virksomhed

En skyldner fratas som udgangspunkt ikke rådigheden over den virksomhed, der er under rekonstruktionsbehandling. Rekonstruktionsarbejdet kan dog blive vanskeliggjort, hvis skyldner ikke samarbejder med rekonstruktøren eller på anden måde forøger risikoen for tab. Efter Konkurslovens hidtidige regler ville dette typisk føre til betalingsstandsningens opgivelse. De nye regler giver derimod rekonstruktøren adgang til at anmeldre Skifteretten om at træffe afgørelse om at afsætte ledelsen og overtage ledelsesfunktionerne i følgende tilfælde:

- Hvis en rekonstruktion er begået af en kreditor mod den nødudlende virksomheds vilje, kan rekonstruktøren ved indledningen af rekonstruktionsbehandlingen overtage ledelsen af virksomheden efter visse nærmere vilkår med kreditorernes og Skifterettens tilslutning.
- Hvis rekonstruktionen er begået af virksomheden selv, og enten

rekonstruktøren eller mere end 25 % af den samlede kendte kreditormasse fremsætter ønske derom, kan Skifteretten efter høring af alle parter træffe afgørelse om, at ledelsen skal overgå til rekonstruktøren.

- I hastende tilfælde, f.eks. hvis der er fare for, at den nuværende ledelse vil råde til skade for kreditorerne, kan Skifteretten træffe foreløbig beslutning om overdragelse af ledelsen til rekonstruktøren⁸.

Ved overtagelsen af styringen træder rekonstruktøren i ledelsens sted i alle forhold med tilsvarende ansvar til følge. Rekonstruktøren er bemyndiget til at antage ekstern bistand til varetagelse af ledelsesopgaver. Samtidig har rekonstruktøren ansvaret for at føre en forsvarlig drift, hvortil der kan afholdes rimelige og fornødne omkostninger. Der er således klare grænser for, hvorvidt rekonstruktøren kan indhente bistand, afhængigt af den konkrete virksomheds størrelse og behov.

Der er kun mulighed for at overtage ledelsen i selskaber med begrænset ansvar. En rekonstruktør kan ikke overtage ledelsen af en fysisk person eller en virksomhed, hvor mindst en af deltagene hæfter personligt og direkte for forpligtelserne⁹.

3.4 Der udpeges en regnskabskyndig tillidsmand ved rekonstruktionens anmeldelse

Ved rekonstruktionens ikrafttræden beskikker Skifteretten, udover rekonstruktøren en tillidsmand med regnskabsmæssig indsigt. Det er tillidsmandens opgave at tilvejebringe det bedste oplysningsgrundlag for den samlede løsning. Det er ikke hensigten, at tillidsmanden skal deltagte i selve rekonstruktionsforhandlingerne.

Det tillægges stor vægt, at kvaliteten af det regnskabsmateriale, der ligger til grund for rekonstruktionsplanen og senere rekonstruktionsforslaget, understøttes af en neutral og uafhængig regnskabskyndig. Det prioriteres højt, at de økonomiske nøgletal er retvisende som en del af beslutningsgrundlaget, hvorved unødig ressourcesspild på håblose rekonstruktionsforsøg tillige kan undgås.

Ifølge Konkursrådet bør Skifteretten stille høje krav til tillidsmandens faglige kvalifikationer og habilitet¹⁰. Vedkommende skal være registreret eller statsautoriseret revisor. Til sikring af tillidsmandens uafhængighed og neutralitet, er der endvidere vedtaget en "karantæneperiode", hvorved en person, der har fungeret som revisor eller forretningsmæssig rådgiver for skyldneren indenfor de seneste 2 år fra Skifterettens modtagelse af begæringen om rekonstruktionsbehandling, er afskåret fra at være tillidsmand i sagen.¹¹ Dette gælder tillige personer i samme rådgivningsvirksomhed¹². Den person, der har været beskikket som tillidsmand under en rekonstruktionsbehandling, er tillige afskåret fra at virke som revisor eller forretningsmæssig rådgiver for skyldneren i en periode på 2 år efter afslutningen af et tillidsmandserhverv i en rekonstrueret virksomhed. Revisor identificeres med sin virksomhed. Såfremt en revisor fra et anerkendt revisionsfirma, beliggende i Jylland, således



har fungeret som revisor for skyldner inden for 2 år forud for rekonstruktionens anmeldelse, er dennes kollega i samme virksomhed på kontoret i København udelukket fra at bistå som fagkyndig tillidsmand.

Hvis der er begrundet tvív om en persons egnethed til at bestride funktionen som tillidsmand, f.eks. hvis tillidsmanden grundet utilstrækkelige faglige evner eller manglende kapacitet ikke er i stand til at overskue virksomhedens bogholderi, kan Skifteretten træffe afgørelse om at afsætte tillidsmanden. Almindelig utilfredshed hos skyldneren eller kreditorerne er ikke tilstrækkeligt til at udskifte tillidsmanden. Hvis tillidsmanden imidlertid er inhabil eller åbenlyst ikke længere nyder kreditorernes tillid, kan Skifteretten træffe afgørelse om at afsætte ham, for i stedet at indsætte en ny tillidsmand. Hvis ikke dette er muligt, erklæres skyldner konkurs.

Dette er en betydelig stramning af habilitetskravene til revisor i forhold til de nugældende regler, hvor der intet er til hinder for, at skyldners faste revisor fungerer som tillidsmand i en tvangsakkord. Derudover er det en markant ændring, at der nu er mulighed for at afsætte en tillidsmand på kreditorernes foranledning.

3.5 Rekonstruktøren og tillidsmanden skal inden for en kort frist udarbejde en rekonstruktionsplan, der følges op af et rekonstruktionsforslag, forudsat kreditorerne stemmer for dette

Inden for en uge efter rekonstruktionsbehandlingenens anmeldelse skal rekonstruktøren give meddelelse til samtlige kendte kreditorer om, at der er indledt rekonstruktionsbehandling af skyldner. Dette svarer til de nuværende betalingsstandsningsregler.

Senest 4 uger efter rekonstruktionens indledning afholdes der kreditormøde i Skifteretten. Ved dette møde vurderer Skifteretten, om rekonstruktionsforløbet skal fortsætte. Grundlaget for kreditormødet og Skifterettens beslutning om det videre forløb er den rekonstruktionsplan, som rekonstruktøren forud for kreditormødet har ansvaret for at udarbejde.

Rekonstruktionsplanen, der udarbejdes med tillidsmandens bistand, skal indeholde en foreløbig redegørelse for rekonstruktionsarbejdet, herunder om der arbejdes på et (delvist) salg af virksomheden, en tvangsakkord, en generel eller singulær accord, en likvidationsakkord, et moratorium eller en kombination heraf. Planen bør indeholde en grundet redegørelse for den foreslæde rekonstruktion.

Rekonstruktionsplanen skal indeholde overslag over den dækning, der må formodes i tilfælde af konkurs, og give den for kreditorerne fornødne indsigt i virksomhedens forhold til at vurdere de relevante alternativer til en konkursbehandling.

På kreditormødet stemmes der om rekonstruktionsplanen. Skifteretten er bundet af afstemningsresultatet. Der stemmes med almindeligt flertal, og rekonstruktionsplanen anses for vedtaget, medmindre et flertal af kreditorerne stemmer imod, og dette flertal repræsenterer

mindst 25 % af de stemmeberettigede kreditorer. Såfremt rekonstruktionsplanen forkastes, afsiges der konkursdekret.

Fortsætter rekonstruktionsbehandlingen efter kreditormødet, skal rekonstruktøren og tillidsmanden fortsætte arbejdet efter de af kreditorerne vedtagne retningslinjer i rekonstruktionsplanen og derefter inden for tre måneder fra anmeldelsesdatoen sende en opdateret status på rekonstruktionsarbejdet til Skifteretten og kreditorerne.

Redegørelsen bør indeholde oplysninger om forløbet, herunder resultatet for den igangværende drift, aktuelle oplysninger om aktiver/ passiver og en angivelse af, hvornår endeligt rekonstruktionsforslag forventes klar til afstemning blandt kreditorerne. Afstemningen bremmes hurtigst muligt. I tilfælde af, at driften viser sig tabsgivende, er rekonstruktøren og tillidsmanden forpligtet til straks at underrette Skifteretten med henblik på beramme af nyt møde, omhandlende mulige tiltag og eventuel opgivelse af rekonstruktionsforsøget. Senest seks måneder efter afstemningen om rekonstruktionsplanen stemmes om rekonstruktionsforslaget på et nyt kreditormøde i Skifteretten¹³.

Skyldneren skal erklæres konkurs, medmindre vedkommende i mellemtíden er blevet solvent, hvis ikke der indenfor seks måneder efter afstemningen om rekonstruktionsplanen, bliver afholdt møde i Skifteretten vedrørende afstemning om rekonstruktionsforslaget

3.6 Kravene til kreditorernes vedtagelse af et rekonstruktionsforslag lempes væsentligt i forhold til de hidtidige krav til vedtagelse af en tvangsakkord

Rekonstruktøren udarbejder i samarbejde med tillidsmanden rekonstruktionsforslaget, der forinden sendes til Skifteretten og kreditorerne, understøttet af relevant regnskabsmateriale. Rekonstruktionsforslaget bør være begrundet og detaljeret i en grad, så kreditorerne modtager det fulde retvisende og fyldestgørende grundlag for at vurdere rekonstruktionens fordele og ulemper i forhold til en konkursbehandling.

Rekonstruktionsforslaget forelægges på skifteretsmødet kreditorerne til vedtagelse. Stemmeret har enhver usikret kreditor, der møder på skifteretsmødet, personligt eller ved fuldmagt, og forslaget anses for vedtaget, medmindre et flertal blandt de fremmødte stemmer imod. Der stemmes efter simpelt flertal ud fra den tilstede værende kreditormasse. Nærtstående har ikke stemmeret. Skifteretten afgør, hvorvidt der kan tillægges stemmeret til bestridte krav¹⁴.

Der er tale om en betydelig lempelse i forhold til de hidtidige tvangsakkordregler, idet der ikke længere stilles krav til antallet af deltagende kreditorer i afstemningen eller krav om tiltrædelse fra en væsentlig del af kreditormassen, hvis størrelse er reguleret efter den tilbudte dividende. Når en rekonstruktion nu alene afgøres ved afstemning i Skifteretten efter simpelt flertal, udelukkende på baggrund af de afgivne stemmer fra de deltagende kreditorer, motiveres kreditorerne til at være mere aktive under rekonstruktionen end efter de hidtidige regler. I andet fald udelukker de sig selv fra indflydelse på det endelige

udfald. Vedtages rekonstruktionsforslaget ikke, ophører rekonstruktionsbehandling ex tuto, og konkursdekret afsiges.

Såfremt rekonstruktionsforslaget vedtages, skal dette stadfæstes af Skifteretten, der foretager en selvstændig prøvelse af rekonstruktionsforslaget, afstemningen og skyldnerens forhold i øvrigt efter et regelgrundlag, der i store træk er i overensstemmende med de hidtidige regler for stadfæstelse af tvangssakkorder¹⁵.

3.7 Skyldneren kan med rekonstruktørens samtykke med bindende virkning for medkontrahenten videreføre gennidigt bebyrdende aftaler, herunder også visse misligholdte og ophævede aftaler

Med det formål at forbedre overlevelsesmulighederne for de rekonstruerede virksomheder er der indført mulighed for at videreføre, henholdsvis forkaste, aftaler indgået forud for rekonstruktionens indledning. Endvidere er der indført en adgang for skyldner til at "genindtræde" og "genoplive" vedvarende aftaler, der er ophævet mindre end 4 uger forud for rekonstruktionens anmeldelse. Dette forudsætter dog, at medkontrahenten ikke har disponeret i henhold til ophævelsen, samt at den gennidigt bebyrdende aftale ikke var misligholdt af andre årsager end skyldners forsinkelse med betaling. Hvis medkontrahenten har disponeret i henhold til ophævelsen, f.eks. ved genudlejning af et lejemål, har skyldner og rekonstruktøren ikke mulighed for at genoplive aftalen. Som det mindre i det mere kan en skyldner tillige opretholde en misligholdt aftale efter samme principper, så længe aftalen ikke er misligholdt af andre årsager end forsinket levering af en realydelse¹⁶. Denne nyskabelse i dansk ret må forventes at give anledning til spændende tvister i praksis.

Skyldneren kan med rekonstruktørens samtykke tillige opsigte en aftale om et vedvarende retsforhold med sædvanligt eller rimeligt varsel, selvom længere varsel eller uopsigelighed er aftalt¹⁷. Krav omfattet af en leasingaftale ved finansiell leasing, oparbejdet efter rekonstruktionens indledning, vil bortfalde ved en tvangssakord, hvis skyldneren ikke indtræder i aftalen¹⁸. En sådan aftale kan skyldneren altid opsigte med én måneds varsel med rekonstruktørens samtykke, også efter at skyldner forinden er genindtrådt¹⁹.

Den begrænsede horisont, indenfor hvilken en gennidigt bebyrdende aftale kan genoplives efter ophævelsen, forventes at kunne tilskynne skyldner i økonomiske vanskeligheder til at begære rekonstruktionsbehandling med henblik på at opnå beskyttelse mod en allerede indtrådt misligholdelse²⁰. Jo tidligere skyldner træder i rekonstruktion, des større er virksomhedens overlevelsesmuligheder alt andet lige.

Ændringen er omfattende og i kontrast til de hidtidige regler, hvor en virksomhed efter en vellykket rekonstruktion i betalingsstandsning typisk har været tvunget til at genforhandle nye, mindre gunstige samhænadsaftaler med sine forretningspartnerne. Erfaringerne viser, at dette ofte kan være en væsentlig hindring for virksomhedernes videre overlevelse.

3.8 Der indføres bindende vurdering af pantsatte aktiver i forbindelse med rekonstruktion, dog undtaget fast ejendom

Skyldner kan fremsætte begæring til Skifteretten om fastsættelse af bindende vurdering af pantsatte aktiver, dog med undtagelse af fast ejendom. En sådan begæring forudsætter, at aktiverne er vurderet, og at Skifteretten finder vurderingen egnet som grundlag for fastsættelse af aktivernes værdi. Forud for Skifterettens afgørelse har panthaverne mulighed for at udtales sig om vurderingen, herunder eventuelt indlevere konkurrerende vurderinger.

Der kan træffes afgørelse om enkelte eller alle pantsatte aktiver. Formålet med denne nyskabelse er navnlig at sikre, at panthaverne på den ene side får den beskyttelse af deres fordring, som deres panteret tilsiger dem, samtidig med, at de på den anden side ikke skal stilles bedre end usikrede og ligestillede fordringer, i det omfang pantet ikke strækker til²¹. Retsvirkningen af, at panthaver påtvinges en nedskrivning af sin pantsikkerhed til den af Skifteretten vedtagne vurdering i rekonstruktionsbehandlingen. Panthaver har "til gengæld" stemmeret for den usikrede del af sit krav ved afstemning om rekonstruktionsforslaget.

Skifteretten kan efter anmodning ændre en fastsat bindende vurdering, hvis værdien efterfølgende har ændret sig ganske markant. Genoptagelse af vurderingen kan ikke ske alene under henvisning til, at den oprindelige vurdering fandtes at være forkert²².

Er der truffet afgørelse om, at rekonstruktøren skal overtage selskabets ledelse, indtræder rekonstruktøren i skyldners ret til at begære bindende vurdering af pantsatte aktiver overfor Skifteretten.

3.9 Nye regler om modregning i rekonstruktion.

Der findes ikke i de hidtidige regler nogen regulering af modregningsadgangen i anmeldt betalingsstandsning, udover grundsætningen om, at en kreditor ikke kan bringe en fordring opstået forud for betalingsstandsningen, i modregning med skyldnerens krav opstået mod kreditor under betalingsstandsningen²³.

Ved "rekonstruktionspakken" bliver det gældende regelsæt for modregning i konkurs indført i sin helhed med enkelte tilføjelser. Grundlæggende kan en kreditor fremover bringe et krav i modregning, forudsat såvel hovedkrav som modkrav enten er forfaldne forud for rekonstruktionens anmeldelse, alternativt at hovedkrav og modkrav først er forfaldne efter rekonstruktionens anmeldelse. En kreditor kan imidlertid ikke bringe et simpelt krav, jf. konkurslovens § 97, til modregning i skyldnerens krav i medfør af en aftale, der er videreført i rekonstruktionen²⁴.

Eksempel: Kreditor har kr. 10.000 til gode hos skyldneren, mens skyldneren har kr. 10.000 til gode hos kreditor i henhold til en anden, endnu ikke opfyldt aftale. Begge krav er stiftet inden fristdagen. Hvis kreditor kunne modregne og opnå få fuld dækning for sit krav, selvom det ikke udspringer af samme aftaleforhold, ville skyldneren ikke have nogen interesse i at videreføre aftalen og opfylde sine forpligtelser i



henhold til den anden aftale med kreditor, da fordelen ved videreførelsen så ville blive udhulet som følge af modregningen. Det er derfor bestemt, at kreditor alene kan modregne i krav, der er "konnekte" og således udspringer af samme retsforhold, såfremt skyldneren viderefører og indtræder i aftalen under rekonstruktionsbehandling²⁵.

Indførelsen af de nye modregningsregler er bl.a. sket med det formål at skabe klare rammer for samhandlen i løbende aftaleforhold.

3.10 Håndtering af omkostninger til tillidsmand og rekonstruktør

Såvel rekonstruktøren som tillidsmanden er berettiget til at opkræve et depositum for at påbegynde arbejdet med den anmeldte rekonstruktion. Indledning af rekonstruktion uden skyldners samtykke er tilsvarende betinget af sikkerhedsstillelse fra kreditors side overfor rekonstruktør og tillidsmand. Den kreditor, der har begærer rekonstruktionsbehandling, hæfter imidlertid kun for omkostningerne ved rekonstruktionsbehandling, i det omfang der ikke er dækning i skyldnerens frie aktiver herfor efter konkursordenen.

Rekonstruktørens og tillidsmandens honorar er fortrinsstillet i en senere konkurs, da en anmeldt rekonstruktion er et forsøg på en samlet kreditorordning, også selvom denne ophører umiddelbart efter anmeldelsen som håblos efter tillidsmandens vurdering, jf. Konkurslovens § 94, nr. 1. Salareret, der udmåles af Skifteretten på baggrund af en salærindstilling udarbejdet af rekonstruktøren og tillidsmanden hver især, fastsættes som udgangspunkt ud fra en helhedsvurdering af (i) det medgående tidsforbrug, (ii) sagens værdi og kompleksitet, (iii) omfanget af det reelt udførte arbejde og ikke mindst (iv) resultatet af det foretagne rekonstruktionsarbejde. Såfremt der forud for rekonstruktionens påbegyndelse er modtaget et "øremærket" depositum til rekonstruktionsarbejdet, vil dette efter fast retspraksis være beskyttet mod omstødelse.

Til trods for de omfattende lovændringer, forventes der ikke fra lovgivers side nogen generel forhøjelse af rekonstruktionsomkostningernes niveau. I praksis vil dette imidlertid næppe kunne undgås, da omkostningerne til tillidsmanden alene vil påføre skyldneren forøgede udgifter end hidtil i betalingsstandsninger, hvor der alene beskikkes en tillidsmand i forbindelse med tvangssakkordforslag. Hertil kommer, at rekonstruktionsreglerne indeholder en række klare frister for henholdsvis rekonstruktionsplan og rekonstruktionsforslag, der forudsætter en aktiv og engageret indsats fra rekonstruktørens og tillidsmandens side. Det bliver forbundet med et betydeligt ansvar at agere rekonstruktør på den nødflidende virksomheds vegne, så meget desto mere, hvis rekonstruktøren tillige har overtaget ledelsen af virksomheden. Overordnet set må de forøgede krav til indsatsen forventes at afspejle sig i intensiteten og tidsforbruget fra rekonstruktøren og tillidsmandens side med tilsvarende omkostninger til følge.

Forud for rekonstruktionens anmeldelse bør den nødflidende virksomhed derfor orienteres om de anslædede rekonstruktionsudgifter, inkl. udgifter til indhentelse af eventuel ekstern bistand mv. Virksom-

heden kan herved tage sine forholdsregler imod risikoen for uforventede høje og måske ødelæggende rekonstruktionsomkostninger for den i forvejen typisk pressede likviditet.

4. Nærmere om revisors rolle i de nye regler

Beskikkelse af en tillidsmand kendes fra de gældende regler om tvangssakkord, men ikke fra reglerne om anmeldt betalingsstandsning. Rekonstruktørens forudsætninger og funktion sikrer ikke kreditorerne, at rekonstruktionsforslaget er udarbejdet med den fornødne regnskabsmæssige indsigt. Konkursrådet anbefalede bl.a. af denne grund indførelsen af en obligatorisk regnskabskyndig tillidsmand, da denne forventes tilføre en væsentlig merværdi i rekonstruktionsarbejdet. Der prioriteres herved en styrkelse af beslutningsgrundlaget, hvor kreditorernes tillid til validiteten og kvaliteten af det regnskabsmateriale, som rekonstruktionsforslaget beror på, ønskes sikret²⁶.

Det forudsættes, at kreditorerne kan indhente bistand fra tillidsmanden dels til verificering af de til rådighed værende oplysninger, dels til udarbejdelse af uafhængigt, selvstændigt regnskabsmateriale, herunder objektive modregnede balancer, til vurdering af rekonstruktionsplan og rekonstruktionsforslag i forhold til en konkurs. Tillidsmanden har tillige ansvaret for at sikre, at skyldner opfylder sine løbende forpligtelser, herunder i berigtigelse af skatte- og afgiftsmæssige forhold.

Tillidsmanden får til opgave at undersøge og sikre pålideligheden af bogføringen og virksomhedens nøgletal, samt at deltage aktivt i udarbejdelsen af den rekonstruktionsplan, der om muligt skal foreliggende inden for 4 uger fra rekonstruktionens anmeldelse. Det forventes, at tillidsmanden deltager aktivt og kritisk i arbejdet med at afdække, hvilken løsning der er at foretrække for kreditorerne. Tillidsmanden skal dermed levere sin uafhængige vurdering af, om rekonstruktionsplanen overhovedet er realistisk og at foretrække frem for en konkurs, ud fra en nøje gennemgang af det regnskabsmæssige grundlag, nøgletal, de opstillede budgetter, forretningsplaner og modregnede balancer mv. Tillidsmandens indsats og vurdering af mulige rekonstruktionsmodeller i forhold til konkurs kan selvsagt få afgørende betydning for rekonstruktionens udfald.

Der indsættes kun én regnskabskyndig tillidsmand, hvilket bl.a. er begrundet i omkostningsmæssige hensyn, og det forhold, at der i forvejen udpeges en yderligere ekstern aktør i form af rekonstruktøren²⁷.

Det forudsættes, at den regnskabskyndige tillidsmand er kompetent til at vurdere værdien af skyldnerens aktiver.

Idet Skifteretten kan erklære de foretagne vurderinger af skyldnerens aktiver bindende for kreditorerne ved rekonstruktionsforslaget²⁸, vil tillidsmandens vurderinger blive tillagt væsentlig betydning for rekonstruktionen. Der stilles tilsvarende høje krav til grundigheden af de foretagne vurderinger. Der kan imidlertid alene antages fagkynrig assistance til udførelse af vurderinger i det omfang et givet aktiv forudsætter særlig brancheindsigt, der række udover tillidsmandens

kundskaber. Ansvaret for opgavens udførelse forbliver dog hos tillidsmanden, selvom rekonstruktøren skal samtykke til afholdelsen af denne udgift.

Tillidsmandens forventes at deltage aktivt i arbejdet med afdækning af omstødelige, usædvanlige dispositioner eller begunstigelser, der skal forfølges som led i rekonstruktionen. Tilsvarende forventes tillidsmanden at bistå i det omfang, de foreliggende omstændigheder giver nærmere anledning til vurdering af eventuelt ledelsesansvar, f.eks. tab oparbejdet som følge af drift udover håbløshedstidspunktet. Fejlvurderinger og mangelfuld rådgivning fra tillidsmandens side, om f.eks. opretholdelse af drift udover et håbløshedstidspunkt med tab for kreditorerne til følge, kan følgelig give anledning til erstatningsansvar.

Sammenfattende er det tillidsmandens funktion at tilvejberinge det bedste oplysningsgrundlag for de mulige løsninger, mens rekonstruktøren skal foreslå og forhandle den forsvarlige og mest tjenlige rekonstruktionsløsning først og fremmest for kreditorerne, men også for den

levedygtige virksomhed. Tillidsmandens uafhængige og neutrale stilling værnes ved, at det er rekonstruktøren alene, der forestår forhandlingerne med kreditorerne under rekonstruktionsbehandlingingen²⁹.

5. Konklusion og forventninger til "rekonstruktionspakken"

Der er tale om en omfattende reform, hvor ændringerne er så markante, at man skal være varsom ansvarsmæssigt, idet det kan være farligt at agere som rådgiver for insolvente virksomheder uden nærmere indsigts heri. Det er en konsekvens af lovreformen, at de "aktive" kreditorer – dvs. de kreditorer, der møder i Skifteretten og som følger rekonstruktionsarbejdet tæt – er tillagt langt større indflydelse end tidligere. De passive kreditorer vil derimod finde deres indflydelse på det endelige resultat er minimeret.

Det nye regelgrundlag har været utsat for omfattende kritik i forbindelse med behandlingen af lovforslaget, bl.a. fra en række brancheor-



www.difko.dk

↗ HØJ SIKKERHED I TYSK SOLPROJEKT

Invester i tysk solprojekt og udnyt virksomhedsordningens mange fordele.

Difko udbyder solprojektet, K/S Difko Zerre II, som et 10-mandsprojekt med fordelagtige skattefordele og meget gunstig projektfinansiering uden hæftelse.

Har du opsparet overskud eller skal du holde liv i en virksomhedsordning, så er K/S Difko Zerre II en god mulighed. Indskud for at deltage i projektet er på 775.000 kr. og allerede efter 3 år kan investeringen være tilbagebetalt via skatten.

Difko har igennem mere end 30 år udbudt investeringsprojekter inden for vedvarende energi. Solprojektet bygger derfor på Difkos mange års erfaring, kompetencer og viden omkring investeringsmarkedet.

Læs mere og bestil prospektet på www.difko.dk eller kontakt salgschef Finn Blaavand (fbl@difko.dk) på telefon 20 44 53 59.

DIFKO



ganisationer³⁰. Der er herved stillet spørgsmålstege ved, hvorfor man har undladt at tilpasse reglerne for virksomhedspant i samme ombæring, idet økonomisk trængte virksomheder med virksomhedspant som regel er uden frie midler til at gennemføre en rekonstruktion. På dette grundlag frygtes det nye regelgrundlag at føre til flere udenretlige "stille" afviklinger, frem for kontrollerede afviklinger under kreditorernes og Skifterettens kontrol – i strid med lovgivers intentioner.

Rekonstruktøren og tillidsmanden har 3 uger til at udarbejde en forsvarlig rekonstruktionsplan fra deres beskikkelse, idet kreditorerne og Skifteretten skal modtage rekonstruktionsplanen senest 1 uge forud for kreditormødet til behandling af denne. Rekonstruktionsbehandlingen ophører og konkursdekret afsiges, såfremt rekonstruktionsplanen ikke foreligger rettidigt. Er der rejst kritik af rekonstruktøren og tillidsmanden i praksis, kan disse få vanskeligt ved at nå at udarbejde en forsvarlig rekonstruktionsplan indenfor denne korte frist. En udsættelse af behandlingen af rekonstruktionsplanen kan alene foretages under helt særlige, ekstraordinære omstændigheder. Skifteretten kan herved tvinges til at afsige konkursdekret, uagtet dette kan være i strid med regnernes bagvedliggende formål.

Derudover er der blevet påpeget en række uklarheder, bl.a. omkring håndtering af ansatte og regulering af afskedigelser under rekonstruktionsbehandlingen³¹.

Hvorvidt der er hold i denne kritik vil blive afklaret, når "rekonstruktionsreformen" træder i kraft og regelgrundlaget testes i praksis. Tilbage står blot at konstatere, at revisorstanden får en central rolle i de fremtidige rekonstruktioner, og at revisors aktive rolle som tillidsmand i behandlingen af rekonstruktioner meget vel kan blive et skridt på vejen mod en obligatorisk inddragelse af revisorbistand i behandling af konkursboer.

Noter

- 1 Loven er offentliggjort i Lovtidende den 26. juni 2010 og tilgængelig i sin helhed på www.retsinformation.dk/_GETDOC_/ACCN/A20100071830-regl
- 2 Justitsministeriet har endnu ikke tidspunkt for lovens ikrafttræden, men det forventes at blive den 1. marts eller 1. juni 2011
- 3 Konkursrådets betænkning 1512/2009 findes på <https://www.borger.dk/Lovgiving/Hoeringsportalen/Sider/Fakta.aspx?hpId=2146001211>
- 4 De hidtidige betalingsstandsningsregler beror i hovedtræk på det i 1958 nedsatte konkurslovsudvalgs betænkning II, gennemført ved 1975-loven om betalingsstandsning, konkursbetigelser og fristdagen, og 1977-loven særligt om tvangssakkord, omstødelse og gensidigt bebyrdende kontrakter.
- 5 Betænkning nr. 606, 1971 Konkurs og Tvangssakkord.
- 6 Betænkning nr. 1512/2009, side 70 og ny konkurslov § 11
- 7 Om begrebet "hærtstående", se konkurslovens § 2
- 8 Betænkning 1512/2009, side 150 og ny konkurslov § 11a, stk. 3, § 12a, stk. 1-3 og § 12b, stk. 1
- 9 Betænkning 1512/2009, side 146 og ny konkurslov § 11a, stk. 3, 1. pkt., sidste led og § 12a, stk. 1, sidste led.
- 10 Betænkning 1512/2009, side 96.
- 11 konkurslovens § 238, stk. 5.
- 12 Jf. bl.a. UFR.1995.76/2V, UFR.2002.233Ø og UFR.2005.1403V.
- 13 Jf. konkurslovens § 13. stk. Konkurslovens § 13a, stk. 1, undtagelsesvis kan kreditorerne dog vedtage udsættelse af dette kreditormøde med indtil to måneder ad gangen, dog maksimalt fire måneder.
- 14 Jf. Konkurslovens § 13d, stk. 2 og 3, der tillige finder anvendelse ved afstemning om rekonstruktionsplanen.
- 15 Skifteretten skal nægte stadsfæstelse, hvilket der konstateres 1) fejl ved fremgangsmåden under behandlingen af rekonstruktionsforslaget eller ufuldstændighed i de tilvejebragte oplysninger må antages at have haft væsentlig betydning for resultatet af stemmeafgivningen, 2) rekonstruktionsforslaget indeholder bestemmelser om tvangssakkord, der ikke er forenlig med § 10 a, eller forslaget i øvrigt er i strid med loven eller 3) skyldneren eller tredjemand for at indvirke på afstemningen har til sagt nogen fordringshaver fordele uden for rekonstruktionen, jf. konkurslovens § 13e, stk. 3.
- 16 Betænkning 1512/2009, side 219 og ny konkurslov § 12a.
- 17 Undtagen, hvor længere varsel er sikret ved tinglysnings eller anden lign. registrering, jf. konkurslovens § 12i, stk. 2.
- 18 Konkurslovens § 10a, stk. 3, nr. 3).
- 19 Konkurslovens § 12 a, stk. 4.
- 20 Betænkning 1512/2009, side 219 og 224.
- 21 Betænkning 1512/2009, side 182 og ny konkurslov § 12e, stk. 1.
- 22 Betænkning 1512/2009, side 185 og ny konkurslov § 12e, stk. 5.
- 23 Konkurslovens § 16, stk. 1, 3. pkt.
- 24 Betænkning 1512/2009, side 189 og Folketingstidende 2009/2010 (lovforslag L 199) Tillæg A, sp. 110.
- 25 Konkurslovens § 12g.
- 26 Betænkning 1512/2009, side 93-94.
- 27 Betænkning 1512/2009, side 94 og ny konkurslov § 11, stk. 2 og § 11a.
- 28 Dog undtaget fast ejendom, jf. konkurslovens § 12e.
- 29 Anmeldelse af betalingsstandsning el. konkurslovens § 24-udsættelse bevarer sine retsvirkninger efter lovens ikrafttræden. Uanset 1. pkt. kan en betalingsstandsning eller en udsættelse af afgørelsen om konkurs ikke fortænges efter lovens ikrafttræden (jf. lovforslag 199 § 55, stk. 2) Begæringer om åbning af tvangssakkordforhandling, der er indgivet til Skifteretten før lovens ikrafttræden, færdigbehandles efter de hidtil gældende regler, lov 199 § 55, stk. 3. Hvis skyldner er under betalingsstandsning, konkurslovens § 24 udsættelse el. behandling af tvangssakkordforslag, kan der ikke indleveres begæring om rekonstruktionsbehandling. Ophører betalingsstandsningen el. tvangssakkordforhandlinger, regnes dagen for anmeldelsen som fristdag, hvis der indenfor 3 uger modtages rekonstruktionsbegæring (jf. de almindelige sløjferegler, konkurslovens § 1, stk. 2).
- 30 Dette omfatter bl.a. brev af 8. april 2010 fra Finans & Leasing til Folketingets Retsudvalg og brev af 10. maj 2010 fra Danske Advokater til Folketingets Retsudvalg.
- 31 Kuratorforeningens indlæg i Økonomisk Ugebrev, februar 2010.

Bilag 9

"Aktivitet", som man udelukkes fra (retstab)	Hvornår	Hjemmel
Stiftie et aktieselskab	Anmeldt rekonstruktion eller under konkurs	Aktieselskabsloven § 3, stk. 2
Stiftie et anpartsselskab	Anmeldt rekonstruktion eller under konkurs	Anpartselskabsloven § 4, stk. 3
Beskikkelse som advokat	Anmeldt rekonstruktion eller under konkurs	Retsplejeloven § 119, stk. 2
Drive næring som auktionsholder, værtseleter og ejendomsmægler	Under konkurs	Næringsloven § 2, stk. 3
Tilladelse til udførelse af erhvervsmæssig personbefordring indrettet til flere end 9 personer (føreren indregnet)	Anmeldt rekonstruktion eller under konkurs	Buskørselsloven § 12, stk. 1, nr. 3
Bestridelse af hvervet/stillingen som hhv. bestyrelsesmedlem og direktør i en finansiel virksomhed	Anmeldt rekonstruktion eller under konkurs	Lov om finansiel virksomhed § 64, stk. 2
Virksomhed	Anmeldt rekonstruktion eller under konkurs	Lov om omsætning af fast ejendom § 25, stk. 2
Drive virksomhed som ejendomsformidler	Under Konkursbehandling	Lov om autorisation af ejinstalatører, mv. § 5
Autorisation som ejinstalatør	Anmeldt rekonstruktion eller under konkurs	Fiskeriloven § 89, stk. 1
Bevilling til afholdelse af offentlig fiskeauktion	Anmeldt rekonstruktion eller under konkurs	Godskørselsloven § 3, stk. 1, nr. 3
Tilladelse til udførelse af godskørsel for fremmed regning	Anmeldt rekonstruktion eller under konkurs	Hvis det pågældende selskab går i konkurs
Udelukkelse af personer med bestemmede indflydelse på et selskab med begrænset ansvar fra hjemmeserviceordning	Anmeldt rekonstruktion eller under konkurs	Lov om hjemmeservice § 7, stk. 2
Autorisation til at udøve inkassovirksomhed	Anmeldt rekonstruktion eller under konkurs	Inkassoloven § 5, stk. 1, nr. 4
Autorisation som vvs-instalatør	Når virksomheden er under konkurs	Bekg. af lov om gasinstallationer og installationer i forbindelse med vand- og afløbsledninger § 7, stk. 1, nr. 5
Beskikkelse som landinspektør	Anmeldt rekonstruktion eller under konkurs	Landinspektørloven § 1, stk. 2, nr. 2
Drive selvstændig næringsvirksomhed ved handel med eller køb af brugte genstaede og pantelånervirksomhed	Under konkurs	Næringsloven § 2, stk. 3
Beskikkelse som revisor	Anmeldt rekonstruktion eller under konkurs	Lov om statsautoriserede og registrerede revisorer § 3, stk. 1
Drive erhverv i medfør af restaurantloven § 1	Anmeldt rekonstruktion eller under konkurs	Restaurantloven § 3, stk. 1, nr. 3
Tilladelse til udførelse af erhvervsmæssig personbefordring (taxikørsel og sygetransport) personbefordring indrettet til flere end 9 personer (føreren indregnet)	Anmeldt rekonstruktion eller under konkurs	Bekg. af lov om taxikørsel, mv. § 3, stk. 1, nr. 3
Beskikkelse som translator og tolk	Under konkursbehandling	Bekg. af lov om translatorer og tolke § 1, stk. 2, nr. 4
Autorisation til udøvelse af vagtvirksomhed eller indgåelse af aftale herom	Anmeldt rekonstruktion eller under konkurs	Vagtvirksomhedsloven § 3, stk. 1, nr. 4
Bestride stilling som bestyrelsesmedlem eller direktør i et selskab omfattet af værdipapirhandelslovens § 7, stk. 1	Anmeldt rekonstruktion eller under konkurs	Værdipapirhandelsloven § 9, stk. 2
Bestride stilling som bestyrelsesmedlem eller direktør i en forening	Anmeldt rekonstruktion eller under konkurs	Lov om investerings- og specialforeninger § 31, stk. 2
Hvis omfattet af lovens §§ 5-7 at bestride hvertet eller stillingen som forsikringsmægler	Anmeldt rekonstruktion eller under konkurs	Forsikringsformidlingsloven § 8, stk. 2
I tilfælde hvor der ikke foreligger en autorisation at virke som bobestyrer	Anmeldt rekonstruktion eller under konkurs	Dædsboktfieloven § 11, stk. 2, nr. 2

Bilag 10

Statistik for fogedsager i 2010

Modtagne begæringer om tvangsauktion over fast ejendom



	Bebolæses- ejendom	Ejerlejlighed (beboelse)	Ejerlejlighed (erhverv)	Beboelse & erhverv	Landbrugs- ejendom	Ubebrygget grund	Sommer-/ fritidshus	Udlejnings- ejendom	Erhvens- ejendom	SAGER I ALT*
ALLE BYRETTER	7.214	1.662	284	631	710	424	665	271	476	13.993
Hjørring	352	28	5	48	51	28	25	24	29	658
Aalborg	330	73	8	18	27	18	30	10	15	660
Randers	338	22	8	23	25	72	30	10	16	589
Aarhus	182	50	12	16	24	8	13	6	24	418
Viborg	275	19	2	15	55	10	4	4	17	481
Holstebro	302	18	1	14	30	19	13	26	15	494
Herning	308	8	3	20	30	17	17	1	18	492
Horsens	197	16	1	19	20	10	1	9	4	354
Kolding	348	84	10	22	62	35	9	9	27	687
Esbjerg	260	10	1	26	29	7	18	6	21	436
Sønderborg	415	13	8	57	39	11	7	2	18	778
Odense	328	70	2	36	41	12	12	94	32	756
SVENDSBORG	225	35	9	29	53	33	6	7	15	458
Nykøbing Falster	661	17	4	40	32	24	33	1	24	885
Næstved	495	72	15	42	41	18	21	5	27	779
Holbæk	389	60	6	36	44	26	133	9	17	747
Roskilde	406	56	5	37	54	23	41	4	35	686
Hillerød	240	49	8	27	28	14	98	0	22	525
Helsingør	302	99	62	22	13	25	132	4	16	728
Lyngby	370	31	20	15	6	2	4	7	18	551
Glostrup	219	232	15	18	1	4	12	1	34	577
Frederiksberg	80	218	42	25	0	4	0	13	7	443
København	144	372	37	24	0	4	4	19	19	726
Bornholm	48	10	0	2	5	0	2	0	6	85

* 1 sager i alt er medtaget skibe, løsøre, andelsboliger og sager, der ikke er fordelt på ejendomstype. Der er i alt 180 sager, som ikke er fordelt på ejendomstype. Derifl kommer 13 skibe, 82 andelsboliger og 1381 løsøreaktioner.

Statistik for fogedsager i 2009

Modtagne begæringer om tvangsauktion over fast ejendom



EJENDOMSTYPE

	Beboelses-ejendom	Ejertelighed (beboelse)	Ejertelighed (erhverv)	Beboelse & erhverv	Landbrugs-ejendom	Ubebrygget grund	Sommer-/fritidshus	Udlejnings-ejendom	Erløvens-ejendom	SAGER I ALT*
ALLE BYRETTER	6.939	2.476	308	713	534	448	724	343	533	14.436
Hjørring	305	51	5	36	61	33	34	14	20	640
Aalborg	397	149	1	27	27	42	20	15	21	853
Randers	342	42	37	30	29	14	30	7	11	567
Aarhus	106	129	8	23	10	9	9	5	19	378
Viborg	263	24	5	12	37	11	13	0	17	435
Holstebro	268	13	3	17	26	7	27	12	19	437
Herning	203	66	3	22	20	15	23	3	35	432
Horsens	216	29	3	31	29	13	5	7	12	435
Kolding	273	20	8	17	47	18	5	47	28	574
Esbjerg	230	12	2	23	27	23	18	38	11	459
Sønderborg	360	2	1	42	26	6	12	13	22	557
Odense	377	108	7	35	24	10	4	38	25	762
SVendborg	211	13	0	32	26	31	5	10	10	378
Nykøbing Falster	472	4	8	22	6	11	54	8	19	662
Næstved	563	95	19	88	27	41	23	21	36	956
Holbæk	504	145	5	36	40	43	119	4	21	938
Roskilde	353	402	2	35	29	30	29	15	36	962
Hillerød	286	45	13	20	20	56	146	0	24	641
Helsingør	193	77	9	34	11	20	130	7	9	513
Lyngeby	320	67	14	7	5	5	1	21	21	490
Glostrup	342	310	15	38	3	3	11	2	55	809
Frederiksberg	102	348	55	29	0	2	1	5	21	621
København	203	322	85	48	0	3	2	51	39	839
Bornholm	50	3	0	9	4	2	3	0	2	98

* I sager i alt er medtaget skibe, løsøre, andelsboliger og sager, der ikke er fordelt på ejendomstype. Der er i alt 188 sager, som ikke er fordelt på ejendomstype. Der til kommer 14 skibe, 110 andelsboliger, 1.105 løsøreaktioner og én øvrig sagstype.

Statistik for fogedsager i 2008

Modtagne begæringer om tvangsauktion over fast ejendom



EJENDOMSTYPE

	Beboelses-ejendom	Ejerlejlighed (beboelse)	Ejerlejlighed (erhverv)	Beboelse & erhverv	Landbrugs-ejendom	Ubebygget grund	Sommer-/fritidshus	Udlejnings-ejendom	Sager i alt*
ALLE BYRETTER	5.375	1.309	164	423	386	280	538	193	246
Hjørring	232	6	14	17	21	40	19	12	13
Aalborg	290	90	2	22	17	10	18	1	11
Randers	249	24	4	23	34	19	36	6	11
Aarhus	87	46	10	12	17	6	7	1	12
Viborg	204	8	2	22	21	6	9	5	16
Holstebro	222	7	17	9	23	8	9	3	2
Herning	214	10	2	9	19	4	9	3	15
Horsens	150	16	2	11	18	3	6	15	9
Kolding	210	35	1	18	28	13	2	22	8
Esbjerg	184	7	0	15	16	3	5	7	7
Sønderborg	240	1	3	28	16	3	6	6	8
Odense	208	37	2	16	22	2	4	5	5
Swendborg	111	3	0	15	7	54	1	5	9
Nykøbing Falster	520	22	0	16	11	15	40	6	16
Næstved	501	77	0	52	36	16	14	58	11
Holbæk	302	32	6	22	27	17	79	5	7
Roskilde	280	96	0	18	26	9	30	4	8
Hillerød	208	63	2	24	7	39	97	0	12
Helsingør	227	68	12	25	9	10	124	1	14
Lyngby	226	13	2	1	1	0	2	10	1
Glostrup	221	219	4	26	0	1	13	2	22
Frederiksberg	87	198	11	1	0	2	0	2	21
København	155	229	65	17	0	0	2	14	5
Bornholm	47	2	3	4	10	0	6	0	3
									96

* I sager i alt er medtaget skibe, løsøre, andelsboliger og sager, der ikke er fordelt på ejendomstype. Der er i alt 144 sager, som ikke er fordelt på ejendomstype. Dertil kommer 5 skibe, 105 andelsboliger og 1.037 løsreaktioner.

Statistik for fogedsager i 2008

Modtagne begæring om tvangsauktion over fast ejendom



EJENDOMSTYPE

	Beboelses- ejendom	Ejerelighed (beboelse)	Ejerelighed (erhverv)	Beboelse & erhverv	Landbrugs- ejendom	Ubebbygget grund	Sommer-/ fritidshus	Udlejnings- ejendom	Erhvervs- ejendom	SAGER I ALT*
ALLE BYRETTER	5.375	1.309	164	423	386	280	538	193	246	10.205
Hjørring	232	6	14	17	21	40	19	12	13	450
Aalborg	290	90	2	22	17	10	18	1	11	571
Randers	249	24	4	23	34	19	36	6	11	427
Aarhus	87	46	10	12	17	6	7	1	12	266
Viborg	204	8	2	22	21	6	9	5	16	352
Holstebro	222	7	17	9	23	8	9	3	2	348
Herning	214	10	2	9	19	4	9	3	15	318
Horsens	150	16	2	11	18	3	6	15	9	301
Kolding	210	35	1	18	28	13	2	22	8	426
Esbjerg	184	7	0	15	16	3	5	7	7	306
Sønderborg	240	1	3	28	16	3	6	6	8	397
Odense	208	37	2	16	22	2	4	5	5	392
SVendborg	111	3	0	15	7	54	1	5	9	256
Nykøbing Falster	520	22	0	16	11	15	40	6	16	712
Næstved	501	77	0	52	36	16	14	58	11	798
Holbæk	302	32	6	22	27	17	79	5	7	520
Roskilde	280	96	0	18	26	9	30	4	8	500
Hillerød	208	63	2	24	7	39	97	0	12	502
Helsingør	227	68	12	25	9	10	124	1	14	510
Lyngby	226	13	2	1	1	0	2	10	1	274
Glostrup	221	219	4	26	0	1	13	2	22	533
Frederiksberg	87	198	11	1	0	2	0	2	21	378
København	155	229	65	17	0	0	2	14	5	572
Bornholm	47	2	3	4	10	0	6	0	3	96

* Sager i alt er medtaget skibe, løsøre, andelsboliger og sager, der ikke er fordelt på ejendomstype. Der er i alt 144 sager, som ikke er fordelt på ejendomstype. Dertil kommer 5 skibe, 105 andelsboliger og 1.037 løsøreaktioner.

Statistik for fogedsager 2007

Modtagne begæringer om tvangsauktion over fast ejendom



	Beboelses-ejendom	Ejerlejlighed (beboelse)	Ejerlejlighed (erhverv)	Beboelse & erhverv	Landbrugs-ejendom	Ubebygget grund	Sommer-/fritidshus	Udlejnings-ejendom	Erhvervs-ejendom	SAGER I ALT*
ALLE BYRETTER	3406	486	62	225	223	111	276	60	128	6247
Hjørring	210	5	0	8	17	3	14	6	5	354
Aalborg	155	11	3	9	14	5	20	2	9	356
Randers	134	19	1	9	13	7	18	4	1	225
Aarhus	72	13	2	1	13	1	6	1	4	164
Viborg	115	2	0	10	14	4	1	0	5	201
Holstebro	149	5	1	7	10	3	10	1	2	215
Herning	138	4	5	7	9	1	5	0	8	220
Horsens	105	2	1	18	5	4	2	13	5	216
Kolding	160	7	3	7	15	5	1	5	1	309
Esbjerg	92	6	0	6	3	1	11	0	3	174
Sønderborg	238	0	2	12	18	4	5	2	6	373
Odense	178	13	0	17	8	2	5	8	8	327
Swendborg	128	1	0	11	8	9	1	2	8	230
Nykøbing Falster	371	1	2	22	2	7	12	12	14	494
Næstved	296	14	1	15	24	10	14	2	7	405
Holbæk	151	2	0	13	15	6	46	0	8	263
Roskilde	180	16	0	15	17	28	13	0	14	326
Hillerød	104	5	2	11	3	6	30	0	2	222
Helsingør	51	13	0	8	4	0	43	0	4	143
Lyngby	121	9	0	1	0	0	0	1	1	151
Glostrup	137	104	2	11	0	5	13	0	6	293
Frederiksberg	31	93	7	0	0	0	1	0	0	173
København	66	140	17	0	0	0	3	1	5	331
Bornholm	24	1	13	7	11	0	2	0	2	82

*I sager i alt er medtaget skibe, løsøre, andelsboliger og sager, der ikke er fordelt på ejendomstype. Der er i alt 207 sager, som ikke er fordelt på ejendomstype. Dertil kommer 9 skibe, 112 andelsboliger og 942 løsreaktioner

Statistik for fogedsager 2006

Modtagne begæringer om tvangsauktion over fast ejendom (og skibe, løsøre og andelsboliger)



	Bebolde- ejendom	Ejerlejlighed (beboelse)	Ejerlejlighed (erhverv)	Beboelse & erhverv	Landbrugs- ejendom	Ubebygget grund	Sommer-/ fritidshus	Udlejnings- ejendom	Erløvs- ejendom	SAGER I ALT
ALLE BYRETTER	3008	439	24	224	302	49	241	58	123	5466
Assens	28	0	0	1	6	0	1	0	0	39
Ballerup	36	4	2	1	2	0	1	0	0	49
Bæstrup	25	0	0	6	5	2	0	0	1	50
Brøndby	30	0	0	0	0	0	0	0	0	32
Brønderslev	40	1	1	2	2	0	1	0	0	54
Esbjerg	18	1	0	2	3	0	1	1	3	48
Fjerritslev	51	0	0	1	1	0	1	0	0	59
Fredericia	37	3	0	7	0	2	0	0	2	51
Frederiksberg	1	18	2	0	0	0	0	0	0	33
Frederikshavn	23	0	0	3	2	0	1	0	1	35
Frederikssund	54	2	0	5	4	2	58	0	3	151
Fåborg	11	0	0	1	0	0	0	0	0	12
Gentofte	25	16	0	1	0	0	0	2	0	50
Gladsaxe	16	18	1	0	0	0	0	1	3	43
Glostrup	16	8	0	4	0	0	0	0	0	28
Grenå	34	2	0	4	6	6	13	0	3	76
Grindsted	40	0	0	2	2	1	0	0	0	55
Græsten	21	0	0	0	2	0	0	0	0	35
Haderslev	50	0	0	2	8	1	2	5	3	92
Helsingør	26	1	1	0	7	3	35	0	2	79
Helsingør	28	12	0	1	1	0	1	0	0	43
Herning	49	2	1	4	15	1	0	0	2	103
Hillerød	24	6	0	1	0	0	1	0	0	40

		EJENDOMSTYPE						SAGER I ALT		
	Beboelses- ejendom	Ejerlejlighed (beboelse)	Ejerlejlighed (erhverv)	Bebodelse & erhverv	Landbrugs- ejendom	Ubebygget grund	49	241	58	123
ALLE BYRETTER										5466
Hjørring	3008	439	24	224	302	49	4	0	6	105
Hobro	54	0	0	3	6	0	0	0	1	56
Holbæk	42	1	0	2	6	0	0	0	1	64
Holstebro	36	1	0	4	7	2	7	0	1	28
Holsled	19	0	0	1	0	0	0	0	0	44
Horsens	27	0	0	1	6	0	0	0	0	76
Hvidovre	43	0	0	2	1	0	0	0	0	18
Hørsholm	13	3	0	0	0	0	0	0	0	17
Kalundborg	11	1	0	4	0	0	0	0	1	53
Kjellerup	28	0	0	0	7	1	5	0	4	65
Kolding	36	1	0	2	9	0	1	0	3	84
Korsør	34	10	0	1	4	0	0	0	0	69
Københavns Byret	33	7	0	2	1	1	4	5	1	333
Køge	51	186	8	2	0	1	3	0	10	40
Lemvig	29	1	0	1	1	2	4	0	2	20
Lyngby	15	0	0	1	0	0	1	0	0	31
Mariager	27	0	0	0	0	0	0	0	0	31
Mariager	31	0	0	0	0	0	0	0	0	89
Maribo	67	0	0	4	0	0	1	16	0	49
Middelfart	30	0	0	1	5	0	0	5	1	113
Nakskov	107	0	0	1	1	1	0	0	1	44
Nibe	28	0	0	2	4	0	2	0	3	62
Nyborg	44	1	0	2	1	1	0	1	2	122
Nykøbing Falster	83	1	2	9	3	0	3	0	1	74
Nykøbing Mors	45	0	0	1	21	0	1	0	0	81
Nykøbing Sjælland	34	1	0	8	3	6	28	0	1	64
Næstved	48	5	1	0	3	0	3	0	1	249
Odense	139	10	0	12	10	2	1	2	6	104
Randers	48	17	1	10	8	0	2	6	2	23
Ribe	14	0	0	2	1	0	0	0	0	45
Ringkøbing	20	0	0	0	1	0	9	0	0	32
Ringsted	22	2	0	2	4	0	0	1	0	1
Roskilde	51	3	0	5	4	0	4	0	1	77

	Beboelses-ejendom	EJENDOMSTYPE						SAGER I ALT
		Ejerlejlighed (beboelse)	Ejerlejlighed (erhverv)	Beboelse & erhverv	Landbrugs- ejendom	Ubetbygget grund	Sommer-/ fritidshus	
ALLE BYRETTER	3008	439	24	224	302	49	241	58
Rudkøbing	19	0	0	4	2	0	1	0
Rødding	38	0	0	5	7	0	0	2
Rødvore	21	0	0	1	0	0	0	0
Rønne	32	2	0	4	6	0	2	0
Silkeborg	21	0	0	2	4	3	1	0
Skanderborg	26	3	0	6	3	0	2	0
Skive	39	0	0	2	6	0	4	1
Skjern	34	0	0	0	0	0	0	0
Slagelse	52	1	0	10	9	0	7	0
Sorø	52	0	0	5	17	1	0	0
St. Heddinge	39	6	1	7	9	0	1	3
Sønderup	19	5	0	5	5	0	0	0
Svendborg	34	1	0	2	2	0	0	4
Sæby	34	0	0	10	0	2	0	1
Sønderborg	45	0	0	3	2	0	1	0
Tenstrup	41	0	0	2	0	0	0	1
Thisted	75	5	0	3	1	3	1	0
Tønder	54	0	0	5	8	0	0	0
Tårnby	36	6	0	1	0	1	0	1
Tåstrup	19	18	0	1	0	0	3	0
Varde	45	0	0	2	4	1	3	0
Vejle	42	2	2	3	4	0	0	3
Viborg	41	6	0	1	11	0	0	3
Vordingborg	41	0	0	1	0	1	3	0
Abenrå	14	0	0	0	0	0	4	4
Aalborg	67	27	1	5	13	1	5	1
Aarhus	36	12	0	1	6	1	3	0

** her til kommer 10 skibe, 55 andelsboliger og 864 løsøreaktioner

Statistik for fogedsager 2005

Modtagne begæringer om tvangsauktion over fast ejendom (og skibe, løsøre og andelsboliger)



	Beboelses-ejendom	Ejerlejlighed (beboelse)	Ejerlejlighed (erhverv)	Beboelse & erhverv	Landbrugs-ejendom	Ubebygget grund	Sommer-/fritidshus	Udlejnings-ejendom	Erløvs-ejendom	SAGER I ALT
ALLE BYRETTER	4286	671	65	310	448	68	406	81	224	7122
Assens	31	1	0	1	2	0	3	11	0	50
Ballerup	40	5	1	5	1	0	5	0	3	63
Bæstrup	38	0	0	9	8	0	0	0	1	59
Brøndby	21	1	0	0	0	0	0	0	1	23
Brønderslev	46	1	4	1	10	0	4	4	1	73
Esbjerg	26	5	1	3	0	2	0	0	10	61
Fjerritslev	64	1	0	0	1	0	0	0	3	80
Fredericia	37	3	0	2	0	0	0	1	2	46
Frederiksberg	2	18	9	4	0	0	0	0	0	37
Frederikshavn	20	2	0	3	2	1	2	0	0	36
Frederikssund	137	7	0	0	9	2	102	0	2	265
Fåborg	33	0	0	3	3	0	0	0	2	41
Gentofte	28	36	1	0	0	0	0	2	1	72
Gjadsaxe	33	19	2	0	0	0	0	0	3	62
Glostrup	30	10	0	2	0	0	0	0	0	42
Grenå	51	1	0	5	6	1	11	0	4	80
Grindsted	54	0	0	1	6	0	0	0	4	73
Græsten	39	1	0	3	0	1	0	0	0	48
Haderslev	38	0	0	3	10	0	1	5	1	63
Helsingør	42	5	0	1	2	5	66	0	0	122
Helsingør	40	31	1	0	2	1	3	0	5	86
Herning	69	1	2	4	12	0	0	2	14	129
Hillerød	44	7	0	4	2	2	0	0	1	67

Hjørring	102	0	0	9	10	3	7	6	10	163
Hobro	27	0	0	2	5	0	0	0	0	46
Holbæk	60	0	0	4	19	2	7	3	4	103
Holstebro	19	1	0	1	0	0	0	0	1	24
Holsted	38	0	0	1	2	0	0	0	0	47
Horsens	74	9	0	11	13	0	0	3	4	137
Hvidovre	31	13	0	0	0	0	0	0	0	45
Hørsholm	32	5	1	2	2	0	0	0	2	47
Kalundborg	44	1	0	0	5	0	7	1	2	61
Kellerup	45	1	0	1	16	0	0	2	5	78
Kolding	73	31	4	3	4	0	1	1	1	135
Korsør	38	2	1	3	2	0	6	0	1	65
Københavns Byret	75	229	23	7	0	1	3	2	12	386
Køge	55	5	0	12	8	2	4	0	0	91
Lemvig	25	0	0	4	0	0	3	0	3	41
Lyngby	84	0	0	0	0	0	0	1	0	95
Mariager	32	0	0	0	1	1	0	0	1	37
Maribo	70	0	1	3	2	0	2	6	2	86
Middelfart	22	0	0	3	6	0	0	0	0	32
Nakskov	97	0	0	7	2	2	8	0	4	120
Nibe	40	0	0	0	7	1	2	0	1	59
Nyborg	32	0	0	3	2	2	4	0	4	55
Nykøbing Falster	100	0	2	0	1	0	0	0	0	119
Nykøbing Mors	35	0	0	1	25	1	0	5	2	72
Nykøbing Sjælland	68	0	0	8	9	7	45	0	2	146
Næstved	92	8	0	0	5	2	4	0	3	125
Odense	220	15	0	15	17	3	2	1	4	285
Randers	100	24	0	17	4	2	1	1	9	171
Ribe	49	1	0	4	11	0	0	2	0	68
Ringkøbing	10	1	0	1	0	1	14	1	1	32
Ringsted	49	0	0	5	8	0	0	6	0	68
Roskilde	120	3	0	4	7	1	14	0	8	166
Rudkøbing	29	0	0	15	4	0	2	0	3	56
Rødding	31	0	0	9	6	3	3	3	0	55
Rødvore	36	4	1	0	0	0	0	0	4	48
Rønne	66	4	0	0	9	0	1	0	2	99

Silkeborg	44	1	0	5	3	1	1	4	0	81
Skanderborg	35	3	0	2	3	2	3	0	2	53
Skive	59	0	0	6	5	1	1	0	9	81
Skjern	54	0	0	0	0	0	0	0	0	55
Stagelse	84	2	0	8	2	1	9	0	0	109
Sorø	52	1	0	6	9	2	4	0	0	75
St. Heddinge	63	0	0	1	19	1	1	0	1	86
Struer	19	3	0	2	7	0	0	0	0	36
Svendborg	57	0	0	2	3	0	0	0	5	93
Sæby	30	2	0	0	5	0	1	0	2	53
Sønderborg	45	0	0	0	4	0	0	0	5	54
Ternstrup	55	1	0	2	7	2	1	0	0	69
Thisted	50	2	0	8	10	0	2	2	3	78
Tønder	44	0	0	8	12	1	0	2	5	79
Tårnby	52	5	0	2	0	0	0	0	0	62
Tåstrup	52	52	0	1	0	0	9	0	4	122
Varde	49	0	0	5	7	1	4	0	2	75
Vejle	47	10	3	4	17	0	1	0	8	93
Viborg	40	4	0	2	15	1	0	0	2	73
Vordingborg	50	2	0	7	11	5	7	1	1	89
Abenrå	25	0	0	6	0	0	3	2	2	44
Aalborg	109	50	4	11	10	0	11	0	13	260
Aarhus	88	21	4	13	11	1	11	1	4	161

Statistik for fogedsager i 1. halvår 2011

Modtagne begæringer om tvangsauktion over fast ejendom



	Bebolæses-ejendom	Ejerlejlighed (beboelse)	Ejerlejlighed (erhverv)	Bebolæse & erhverv	Landbrugs-ejendom	Ubebygget grund	Sommer-/fritidshus	Udlejnings-ejendom	Erløvens-ejendom	SAGER I ALT*
ALLE BYRETTER	3.798	759	193	324	392	230	340	84	282	7.273
Hjørring	175	23	1	27	32	14	19	2	21	361
Aalborg	247	21	1	20	30	17	9	2	12	439
Randers	154	10	2	12	25	5	12	4	9	257
Aarhus	78	38	7	7	1	1	3	2	17	192
Viborg	114	3	0	8	24	5	4	0	7	209
Holstebro	146	0	0	11	22	5	10	8	12	260
Herning	109	4	1	8	22	9	6	0	2	182
Horsens	102	4	0	6	10	2	2	2	7	183
Kolding	226	37	8	10	28	20	7	2	12	406
Esbjerg	142	4	1	19	24	8	8	0	11	252
Sønderborg	196	10	10	28	33	3	6	0	10	339
Odense	148	80	3	11	23	6	0	19	15	368
Svendborg	115	8	0	10	19	4	3	1	11	190
Nykøbing Falster	363	47	1	21	12	23	35	3	9	548
Næstved	374	50	96	29	27	22	22	1	23	669
Holbæk	201	3	1	17	19	38	46	1	16	364
Roskilde	223	37	7	17	18	10	36	1	16	382
Hillerød	92	13	2	15	12	1	43	0	6	205
Helsingør	156	39	4	11	5	31	56	0	13	337
Lyngeby	159	13	2	3	0	1	2	3	8	213
Glostrup	145	132	5	16	2	3	9	0	26	370
Frederiksberg	39	62	8	7	0	1	0	0	5	155
København	47	120	25	8	0	0	1	33	11	304
Bornholm	47	1	8	3	4	1	1	0	3	88

* 1 sager i alt er medtaget skibe, løseve, andelsboliger og sager, der ikke er fordelt på ejendomstype. Der er i alt 84 sager, som ikke er fordelt på ejendomstype. Derifl kommer 9 skibe, 36 andelsboliger og 742 løsreaktioner.

Statistik for fogedsager i 2010

Afsluttede sager om tvangsauktion over fast ejendom

Antal gennemførte tvangsaукtioner (i forhold til begæringer)



EJENDOMSTYPE

	Bebosse-s- ejendom	Ejellejlighed (bebøelse)	Ejellejlighed (erhverv)	Bebøelse & erhverv	Landbrugs- ejendom	Ubabygget grund	Fritidshus	Sommer-/ fritidshus	Udlejnings- ejendom	Erlivens- ejendom	SAGER I ALT*	HERAF** GENNEMFØRTE TVANGSAUKTIONER
ALLE BYRETTER	7.359	2.072	345	684	697	479	712	303	532	14.823	5.305	
Hjørring	334	28	3	44	56	38	19	27	29	645	243	
Aalborg	346	71	8	21	23	15	31	10	18	684	208	
Randers	362	26	36	24	32	73	32	9	15	650	265	
Aarhus	166	45	9	19	24	7	14	7	17	399	105	
Viborg	229	18	3	14	57	12	4	4	17	425	139	
Holstebro	298	14	2	15	32	19	18	22	13	485	199	
Herning	316	64	2	22	22	17	18	1	24	531	190	
Horsens	196	20	3	24	18	9	1	11	7	366	102	
Kolding	348	45	8	23	59	30	9	13	27	660	196	
Esbjerg	240	13	1	25	31	15	23	8	20	441	156	
Sønderborg	414	9	4	51	40	10	8	6	19	708	218	
Odense	347	86	7	42	42	11	12	52	36	768	246	
Svendborg	214	12	8	36	40	31	8	9	13	425	172	
Nykøbing Falster	618	16	9	40	28	19	32	3	23	852	375	
Næstved	568	124	20	63	42	30	29	15	37	983	414	
Holbæk	422	121	4	22	43	30	137	11	19	833	396	
Roskilde	407	65	3	35	55	21	33	7	34	689	289	
Hillerød	259	57	7	30	25	47	113	0	21	595	177	
Helsingør	270	99	9	30	15	31	149	4	12	655	223	
Lyngeby	380	35	20	13	7	2	4	15	18	577	128	
Glostrup	302	299	20	28	1	4	11	2	59	773	219	
Frederiksberg	99	384	70	27	0	2	0	14	15	673	261	
København	173	413	89	34	0	5	4	53	34	919	348	
Bornholm	51	8	0	2	5	1	3	0	5	87	36	

* I alt medlager skibe, løsøre og andelsboliger samt sager, der ikke er fordelt på ejendomstype. Der er 168 sager i alt, som ikke er fordelt på ejendomstype.

Ydermere er der 15 sager vedr. skibe, 104 vedr. andelsbolig og 1353 vedr. løsøre, der ikke er fordelt.

** De vedrører alle fast ejendom, hvoraf 8 er frivillige. Hertil kommer 34 vedtørende andelsboliger, 5 sager om skibe og 721 tvangsauktioner vedrørende løsøre.

Statistik for fogedsager i 2009

Afsluttede sager om tvangsauktion over fast ejendom

Antal gennemførte tvangsaукtioner (i forhold til begæringer)



	Bebosse-s- ejendom	Ejerelighed (beboelse)	Ejerelighed (erhverv)	Beboels- & erhverv	Ejendom	Landbrugs- ejendom	Ubebbygget grund	Sommer-/ fritidshus	Udlejnings- ejendom	Ejervens- ejendom	SAGER I ALT* GENNEMFØRTE TVANGSAUKTIONER		
ALLE BYRETTER	6.383	1.794	178	643	464	36	41	49	33	14	432	12.626	4.355
Hjørring	272	43	6	26	27	27	27	38	19	10	20	784	205
Aalborg	361	153	1	10	33	22	11	10	6	4	4	490	310
Randers	295	34	11	22	11	15	35	6	16	1	18	357	156
Aarhus	87	128	4	15	21	16	26	5	21	14	17	445	145
Viborg	269	20	4	15	15	35	6	16	1	18	18	432	144
Holstebro	265	14	2	16	26	5	20	16	22	5	30	343	150
Herning	186	6	4	18	20	30	10	6	12	11	11	432	89
Horsens	208	26	1	26	46	21	21	4	49	24	24	583	114
Kolding	270	25	7	21	19	19	13	9	39	9	9	412	191
Esbjerg	218	10	1	26	0	37	17	5	13	13	14	509	129
Sønderborg	325	1	0	25	20	25	20	7	4	24	20	653	171
Odense	335	85	1	19	17	17	27	3	9	7	7	432	184
Svendborg	174	7	0	25	19	7	7	11	59	6	6	682	116
Nykøbing Falster	487	11	6	19	7	23	29	14	63	24	24	280	280
Næstved	489	92	11	87	42	33	27	82	1	14	14	861	273
Holbæk	377	108	6	42	33	25	27	30	7	28	28	708	226
Roskilde	351	108	2	33	16	21	21	42	129	0	25	637	298
Hillerød	291	81	16	9	27	9	14	117	4	11	4	654	297
Helsingør	179	83	9	27	9	14	14	117	4	11	4	477	186
Lyngby	307	59	12	2	2	5	3	5	16	16	16	447	122
Glostrup	264	251	8	29	3	2	9	1	35	1	35	633	177
Fredensberg	102	257	18	21	0	2	1	1	7	26	26	484	167
København	208	189	40	32	0	1	2	2	21	18	18	587	192
Bornholm	63	3	2	9	5	1	3	0	1	0	1	112	27

* I alt medtager skibe, løsøre og andelsboliger samt sager, der ikke er fordelt på ejendomstype. Der er 166 sager i alt, som ikke er fordelt på ejendomstype.
 Ydermere er der 12 sager vedr. skibe, 85 vedr. andelsbolig og 1.117 vedr. løsøre, der ikke er fordelt.

** De vedrører alle fast ejendom, hvorfra 14 er frivillige. Hertil kommer 14 vedrørende andelsboliger, 6 sager om skibe og 700 tvangsauktioner vedrørende løsøre.

Statistik for fogedsager i 2008

Afsluttede sager om tvangsauktion over fast ejendom

Antal gennemførte tvangsaукtioner (i forhold til begæringer)



	Bebosels-ejendom	Ejerelighed (beboelse)	Ejerelighed (erhverv)	Ejerelighed & erhverv	Beboelse	Landbrugs-ejendom	Ubebbygget grund	Sommer-/frilidshus	Udlejnings-ejendom	Erhvervs-ejendom	SAGER I ALT*	HERAFT** GENNEMFØRTE TVANGSAUKTIONER
ALLE BYRETTER	4.725	978	129	319	349	207	477	98	178	8.8226	1.756	
Hjørring	204	4	11	13	19	7	16	6	11	367	91	
Aalborg	261	85	2	16	15	8	16	1	8	548	176	
Randers	210	27	4	16	31	14	28	4	8	362	63	
Aarhus	89	48	6	7	17	4	7	0	13	257	31	
Viborg	165	4	2	18	12	7	4	4	11	280	56	
Holstebro	198	5	17	10	21	8	6	1	0	311	86	
Herning	266	9	4	8	22	2	12	1	15	398	55	
Horsens	150	14	2	13	15	4	4	12	7	297	45	
Kolding	192	28	2	14	22	10	2	16	7	383	83	
Esbjerg	164	5	0	11	15	2	10	3	5	277	70	
Sønderborg	213	1	4	25	20	3	3	4	5	372	84	
Odense	185	33	2	13	22	2	4	7	6	369	63	
Svendborg	109	2	0	13	7	53	1	3	10	256	41	
Nykøbing Falster	481	14	0	20	10	10	31	8	14	669	201	
Næstved	411	14	0	22	33	11	16	7	8	553	103	
Holbæk	282	7	4	16	21	16	77	5	7	458	101	
Roskilde	229	34	0	11	21	20	28	2	4	388	44	
Hillerød	163	12	1	22	5	18	87	0	8	362	61	
Helsingør	184	41	11	20	7	5	102	1	10	401	57	
Lyngeby	184	13	0	1	1	0	0	4	1	229	30	
Glostrup	212	185	0	18	0	1	13	2	8	464	85	
Fredensborg	59	147	15	0	0	2	0	0	5	279	50	
København	89	244	41	7	0	0	4	7	4	470	71	
Bornholm	25	2	1	5	13	0	6	0	3	76	9	

* I alt medtager skibe, løsøre og andelsboliger samt sager, der ikke er fordelt på ejendomstype. Der er 142 sager i alt, som ikke er fordelt på ejendomstype.

Ydermere er der 4 sager vedr. skibe, 105 vedr. andelsbolig og 1.115 vedr. løsøre, der ikke er fordelt.

** De vedrører alle fast ejendom, hvoraf 7 er frivillige. Hertil kommer 7 vedrørende andelsboliger, én sag om skibe, og 573 tvangsauktioner vedrørende løsøre.

Statistik for fogedsager 2007

Afsluttede sager om tvangsauktion over fast ejendom

Antal gennemførte tvangsaукtioner (i forhold til begæringer)



EJENDOMSTYPE

	Beboelses- ejendom	Ejedejighed (beboelse)	Ejedejighed (erhverv)	Beboelse & erhverv	Landbruks- ejendom	Ubebygget grund	Sommer-/ fritidshus	Udlejnings- ejendom	Ejervens- ejendom	SAGER I ALT* GENNEMFØRTE TVANGSAUKTIONER
ALLE BYRETTER	3250	426	60	223	220	97	270	59	124	5935
Hjørring	222	4	0	8	20	6	17	5	9	378
Aalborg	151	11	3	12	14	5	17	2	8	339
Randers	139	15	1	11	13	6	18	4	1	231
Aarhus	57	8	1	2	12	1	6	1	3	140
Viborg	116	4	0	7	16	3	3	1	6	200
Holstebro	157	8	1	5	17	6	11	1	4	239
Herning	137	4	6	8	6	1	7	0	7	217
Horsens	78	1	1	15	4	2	3	7	4	184
Kolding	174	8	3	16	16	4	1	5	2	337
Esbjerg	77	3	0	7	3	1	6	1	3	149
Sønderborg	223	1	3	10	15	3	8	1	5	343
Odense	188	12	0	19	8	2	5	10	6	331
Svendborg	117	0	0	10	6	7	1	1	7	212
Nykøbing Falster	341	0	2	15	1	7	12	16	13	447
Næstved	255	11	1	16	21	7	11	2	6	349
Holbæk	141	2	0	13	17	10	42	0	8	253
Roskilde	164	17	0	14	17	15	10	0	14	286
Hillerød	111	7	2	11	3	6	38	0	3	242
Helsingør	56	11	0	7	4	0	38	0	4	139
Lyngby	114	13	0	1	0	0	0	2	0	144
Glostrup	116	66	2	8	0	5	12	0	5	239
Frederiksberg	25	93	4	1	0	0	1	0	0	159
København	62	125	17	1	0	0	2	0	4	295
Bornholm	29	2	13	6	7	0	1	0	2	82
										12

* I alt medtager skibe, løsøre og andelsboliger samt sager, der ikke er fordelt på ejendomstype. Der er 209 sager i alt, som ikke er fordelt på ejendomstype. Ydermere er der 4 sager vedr. skibe, 81 vedr. andelsbolig og 912 vedr. løsøre, der ikke er fordelt.

** De vedrører alle fast ejendom. Ingen vedrører andelsboliger eller skibe. Derifl kommer 516 tvangsaукtioner for løsøre.

Statistik for fogedsager 2006

Afsluttede sager om tvangsauktion over fast ejendom
 (og skibe, løsøre og andelsboliger)
 Antal gennemførte tvangsaукtioner (i forhold til begæringer)



EJENDOMSTYPE

	Beboelses-ejendom	Ejerelighed (beboelse)	Ejerelighed (erhverv)	Beboelse & erhverv	Landbrugs-ejendom	Ubetbygget grund	Sommer-/fruktshus	Udlejnings-ejendom	Erløvs-ejendom	SAGER HERAFT	GENNEMFØRTE TVANGSAUKTIONER
ALLE BYRETTER	3144	452	31	228	328	51	241	56	134	5636	689
Assens	30	0	0	1	5	0	1	0	0	0	4
Ballerup	32	5	2	1	2	0	0	0	0	44	2
Brædstrup	26	0	0	5	4	2	0	0	1	49	10
Bryndby	28	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
Brønderslev	42	2	1	1	5	0	1	0	0	60	12
Esbjerg	18	1	0	1	3	0	1	0	3	48	6
Fjerritslev	60	0	0	2	1	0	0	0	2	73	13
Fredericia	32	3	0	1	0	2	0	1	3	42	5
Frederiksberg	0	21	6	0	0	0	0	0	0	38	2
Frederikshavn	16	0	0	2	2	0	1	0	1	26	5
Frederikssund	52	3	0	5	5	3	52	0	2	143	10
Fåborg	12	0	0	1	0	0	0	0	0	13	5
Gentofte	26	18	0	1	0	0	0	1	0	56	1
Gladsaxe	19	20	1	0	0	0	0	1	4	50	2
Glostrup	22	9	0	4	0	0	0	0	0	35	0
Grenå	38	2	0	4	7	6	10	0	4	79	8
Grindsted	36	0	0	0	1	1	0	0	0	49	9
Græsten	18	0	0	1	1	0	0	0	0	30	1
Haderslev	48	0	0	2	9	1	2	6	2	91	14
Helsingør	23	2	1	0	8	3	45	0	2	87	4
Helsingør	29	13	0	1	2	0	1	0	0	46	1
Herning	57	1	1	6	20	1	0	0	3	111	8

	EJENDOMSTYPE						SAGER I ALT	HERAF*** GENNEMFØRTE TVANGSAUKTIONER
	Beboelses- ejendom	Ejerlejlighed (beboelse)	Ejerlejlighed (erhverv)	Beboelse & erhverv	Landbrugs- ejendom	Ubebygget grund		
ALLE BYRETTER	3144	452	31	228	328	51	241	56
Hillerød	28	4	0	1	0	1	1	0
Hjørring	65	0	0	3	6	0	1	5
Hobro	41	0	0	0	6	0	0	1
Holbæk	37	1	0	3	10	1	7	1
Holstebro	17	0	0	1	0	0	0	0
Holsted	27	0	0	1	5	0	0	0
Horsens	38	2	0	3	1	0	0	0
Hvidovre	14	5	0	0	0	0	0	0
Hørsholm	14	2	0	4	1	0	0	0
Kalundborg	35	0	0	0	5	0	3	0
Kellerup	34	1	0	2	8	0	1	0
Kolding	51	11	0	0	4	0	0	0
Korsør	34	6	0	2	1	1	4	1
Københavns Byret	55	176	9	2	0	2	4	4
Køge	29	1	0	2	0	1	3	0
Lemvig	15	0	0	1	0	0	1	0
Lyngby	25	0	0	0	0	0	0	0
Mariager	26	0	0	0	0	0	0	0
Mariø	56	0	0	2	0	0	16	0
Middelfart	26	0	0	3	6	0	1	1
Nakskov	102	0	0	2	1	1	1	0
Nibe	26	0	0	2	5	0	2	0
Nyborg	39	1	0	2	2	1	1	2
Nykøbing Falster	84	1	4	7	4	0	2	0
Nykøbing Mors	39	0	0	1	26	0	1	0
Nykøbing Sjælland	37	1	0	7	3	7	29	0
Næstved	51	6	1	0	2	0	2	1
Odense	152	11	0	13	12	2	0	2
Randers	63	25	1	12	6	0	2	5
Ribe	20	0	0	2	3	0	0	0
Ringkøbing	13	1	0	0	0	4	1	0
Ringsted	29	2	0	3	2	0	0	0

	Beboelses-ejendom	Ejerelighed (beboelse)	Ejerelighed (erhverv)	Ejerelighed (erhverv)	Beboelse & erhverv	Landbrugs-ejendom	Ubebygget grund	Sommer-/fritidshus	Udlejnings-ejendom	Erhvervs-ejendom	SAGER I ALT	HERAFT** GENNEMFØRTE TVANGSAUKTIONER
ALLE BYRETTER	3144	452	31	228	328	51	241	56	134	5636	689	
Roskilde	56	3	0	4	4	0	6	0	0	2	83	
Rudkøbing	20	0	0	5	3	0	2	0	0	2	45	
Rødding	41	0	0	6	5	1	0	3	0	0	15	
Rødvore	17	0	0	0	0	0	0	0	0	1	22	
Rønne	33	4	0	4	6	0	2	0	4	76	7	
Silkeborg	27	0	0	3	4	3	1	0	0	0	66	
Skanderborg	33	4	0	5	3	0	1	0	0	2	56	
Skive	40	0	0	3	7	0	3	1	1	1	55	
Skjern	36	0	0	0	0	0	0	0	0	0	40	
Slagelse	63	1	0	10	9	1	8	0	0	0	95	
Sønderborg	62	0	0	6	18	1	0	1	2	2	95	
St. Heddinge	42	6	1	7	14	0	1	0	0	4	75	
Struer	15	6	0	5	5	0	0	1	0	0	41	
Svendborg	44	1	0	2	2	0	0	4	2	2	79	
Sæby	31	0	0	10	0	1	1	0	0	3	55	
Sønderborg	42	0	0	3	3	0	0	0	7	63	9	
Ternstrup	45	0	0	1	0	1	0	1	2	53	11	
Thisted	67	3	0	5	3	0	1	0	2	94	20	
Tønder	50	0	0	7	13	0	0	0	0	3	87	
Tåmby	47	4	0	2	0	1	0	1	2	60	2	
Tårstrup	17	13	0	2	0	0	6	0	0	43	3	
Varde	50	0	0	1	5	3	5	0	3	75	21	
Vejle	46	1	1	3	3	0	1	1	2	71	5	
Viborg	47	4	0	1	7	0	0	0	1	80	16	
Vordingborg	44	1	0	2	4	1	5	0	3	72	10	
Abenrå	21	0	0	3	0	0	4	1	0	34	6	
Aalborg	72	31	2	7	12	1	7	1	5	215	18	
Aarhus	50	13	0	1	4	1	4	0	1	129	3	

** De vedrører alle fast ejendom, hvorfaf 5 dog er frivillige. Ingen vedrører andelsboliger. Der til kommer 4 tvangsauktioner for skibe og 480 for løsøre.
 Derudover blev afsluttet 84 uspecificerede tvangsauktioner under fast ejendom.

Statistik for fogedsager 2005

Afsluttede sager om tvangsauktion over fast ejendom
 (og skibe, løsøre og andelsboliger)
 Antal gennemførte tvangsaукtioner (i forhold til begæringer)



	EJENDOMSTYPE						SAGER HERAF**				
	Beboels-ejendom	Ejerlejlighed (beboelse)	Ejerlejlighed (erhverv)	Beboelse & erhverv	Landbrugs-ejendom	Ubebygget grund	Sommer-/fritidshus	Udlejnings-ejendom	Erhvervs-ejendom	I ALT	GENNEMFØRTE TVANGSAUKTIONER
ALLE BYRETTER	4463	704	67	337	455	77	434	90	235	7324	1045
Assens	37	1	0	1	3	0	4	14	0	61	16
Ballerup	39	6	1	4	1	0	5	0	3	63	3
Breadstrup	51	0	0	8	10	0	0	0	1	73	10
Brøndby	22	1	0	0	0	0	0	0	0	24	4
Bronderup	43	0	4	1	10	1	4	4	1	69	16
Esbjerg	33	5	1	3	0	2	0	0	11	66	7
Fjerritslev	55	1	0	0	1	0	0	0	0	3	67
Fredericia	39	1	0	5	0	2	0	0	0	3	51
Frederiksberg	3	19	7	4	0	1	0	0	0	0	5
Frederikshavn	18	3	0	3	2	1	3	4	3	40	2
Frederikssund	142	6	0	0	11	2	106	0	2	272	13
Fåborg	28	0	0	1	3	0	0	0	2	34	9
Gentofte	36	33	1	0	0	0	0	5	1	79	3
Gladsaxe	33	17	2	0	0	0	0	0	3	60	4
Glostrup	34	8	0	2	0	0	0	0	0	44	0
Grenå	65	2	0	7	9	3	19	0	5	110	13
Grindsted	58	0	0	1	9	0	0	0	4	80	10
Græsten	44	1	0	5	0	1	0	1	0	56	14
Haderslev	42	1	0	8	0	2	7	4	76	15	5
Helsingør	54	6	0	1	4	7	71	0	0	146	9
Helsingør	38	41	1	1	1	4	0	7	97	97	9

Herning	60	2	0	4	8	0	0	3	14	104	19
Hillerød	53	7	2	6	4	2	0	0	2	82	3
Hjørring	99	0	0	8	11	4	8	6	10	158	41
Hobro	25	0	0	2	6	0	0	0	1	42	7
Holbæk	66	0	0	4	16	2	10	2	4	109	13
Holstebro	18	1	0	1	0	0	0	0	2	25	6
Holsted	49	0	0	2	2	0	0	0	0	56	14
Horsens	76	6	1	14	16	0	1	3	5	142	17
Hvidovre	36	19	0	0	0	0	0	0	0	56	4
Hørsholm	43	6	2	2	1	0	1	0	3	61	4
Kalundborg	46	1	0	2	7	0	7	1	2	67	11
Kjellerup	46	1	0	1	19	0	0	0	2	5	82
Kolding	61	31	8	3	5	3	1	1	0	126	9
Korsør	42	3	2	4	3	0	6	0	0	65	7
Københavns Byret	68	249	21	6	0	0	3	1	15	395	15
Køge	61	4	0	12	7	2	4	0	0	92	4
Lemvig	28	0	0	4	0	0	4	0	3	44	16
Lyngby	94	1	0	0	0	0	0	1	0	105	0
Mariager	29	0	0	0	1	1	0	0	0	33	6
Maribo	79	0	1	3	3	0	2	0	3	91	24
Middelfart	25	0	0	1	5	1	0	0	0	33	8
Nakskov	90	0	0	6	2	2	8	0	3	111	21
Nibe	41	0	0	0	7	1	3	0	1	55	14
Nyborg	35	0	0	4	1	2	3	0	4	56	13
Nykøbing Falster	107	0	0	0	0	0	0	0	2	121	20
Nykøbing Mors	36	0	0	1	11	1	0	5	2	59	19
Nykøbing Sjælland	71	1	0	7	8	5	41	0	1	140	10
Næstved	99	8	0	0	5	2	5	0	2	131	21
Odense	225	16	1	24	15	4	3	1	5	299	52
Randers	95	24	0	15	6	2	1	3	6	159	19
Ribe	51	1	0	4	11	0	0	3	0	71	13
Ringkøbing	13	0	0	1	0	1	18	0	1	39	10
Ringsted	45	0	0	5	12	0	0	6	0	68	7
Roskilde	127	2	0	8	7	1	13	0	8	175	5
Rudkøbing	33	0	1	14	3	0	1	0	2	56	20
Rødding	30	0	0	11.	8	0	3	1	1	54	17

Røddøre	39	5	1	0	0	0	0	0	0	5	53
Rønne	65	3	0	0	9	0	1	0	1	96	14
Silkeborg	41	1	0	5	4	2	2	4	0	81	7
Skanderborg	39	4	0	2	4	2	4	0	2	59	9
Skive	59	0	0	6	7	1	1	0	9	84	37
Skjern	48	0	0	0	0	0	0	0	1	50	19
Slagelse	80	3	0	11	2	1	7	0	0	107	18
Sorø	42	1	0	3	11	2	4	0	0	65	6
St. Heddinge	58	3	0	1	18	1	1	0	0	83	11
Struer	28	2	0	2	8	0	0	0	0	45	12
Svendborg	86	0	0	2	3	0	0	0	5	122	16
Sæby	34	2	0	2	5	0	0	2	3	62	20
Sønderborg	54	0	0	0	2	0	0	0	2	58	11
Tørndrup	51	1	0	3	9	1	1	0	0	67	12
Thisted	51	1	0	8	10	0	3	2	3	78	18
Tønder	45	0	0	6	12	1	1	5	5	81	18
Tårnby	47	5	0	3	0	0	0	0	0	56	1
Tåstrup	54	51	0	1	0	0	8	0	5	120	12
Varde	47	0	0	5	9	1	4	0	2	75	19
Vejle	53	10	3	4	19	0	1	0	8	98	12
Viborg	35	5	0	2	15	1	0	0	1	68	9
Vordingborg	60	1	0	9	7	5	7	1	1	94	12
Abenrå	18	0	0	3	0	0	2	1	3	33	3
Aalborg	126	49	3	10	7	1	13	0	13	261	38
Aarhus	87	22	4	15	12	1	10	1	5	162	9

** De vedrører alle fast ejendom, hvoraf 4 dog er frivillige. Der til kommer 4 tvangsaукtioner for skibe, 193 for løsøre og 1 for andelsboliger.

Statistik for fogedsager i 1. halvår 2011

Afsluttede sager om tvangsauktion over fast ejendom

Antal gennemførte tvangsaукtioner (i forhold til begæringer)



	Bebøelses-ejendom	Ejendoms-ejendom (bebølles)	Ejertilighed (bebølles)	Ejertilighed (erhverv)	Bebøelse & erhverv	Landbrugs-ejendom	Ubetygget grund	Sommer-/fritidshus	Udlejnings-ejendom	Erlivs-ejendom	SAGER I ALT*	HERAF** GENNEMFØRTE TVANGSAUKTIONER
ALLE BYRETTER	3.846	825	179	335	360	229	348	111	274	7.456	2.441	
Hjørring	201	25	5	25	29	18	17	3	20	382	148	
Aalborg	205	16	1	11	19	15	13	4	9	363	105	
Randers	171	9	4	7	11	6	14	2	6	264	86	
Aarhus	82	18	9	10	2	4	2	2	11	186	48	
Viborg	149	11	0	10	16	5	2	0	7	262	97	
Holstebro	154	5	0	11	20	5	11	13	16	278	110	
Herning	119	7	3	13	25	6	7	0	5	217	48	
Horsens	115	4	0	5	11	6	2	1	4	202	56	
Kolding	209	75	10	5	29	24	6	2	14	430	143	
Esbjerg	177	5	2	17	18	8	9	1	13	276	70	
Sønderborg	207	8	5	28	25	4	6	0	15	399	120	
Odense	136	81	2	13	18	8	1	64	11	406	152	
Svendborg	137	34	1	11	32	12	3	2	12	268	133	
Nykøbing Falster	369	27	0	23	15	16	33	0	10	525	198	
Næstved	318	36	14	28	29	4	19	1	16	490	156	
Holbæk	214	3	3	25	21	41	62	1	12	400	168	
Roskilde	215	29	4	20	19	11	34	2	27	378	123	
Hillerød	97	12	6	14	13	3	45	0	7	220	72	
Helsingør	154	40	54	11	2	24	51	1	9	360	143	
Lyngby	166	14	4	8	2	1	0	3	12	229	41	
Glostrup	116	123	3	15	0	4	9	0	20	325	89	
Frederiksberg	33	70	11	9	0	2	0	1	4	158	33	
København	68	170	31	15	0	1	1	8	10	364	78	
Bornholm	34	3	7	1	4	1	1	0	4	74	24	

* I alt medfører skibe, losøre og andelsboliger samt sager, der ikke er fordelt på ejendomstype. Det er 89 sager i alt, som ikke er fordelt på ejendomstype.

Ydermere en der 6 sager vedr. skibe, 37 vedr. andelsbolig og 817 vedr. losøre, der ikke er fordelt.

** De vedrører alle fast ejendom, hvoraf 1 er frivillig. Her til kommer 14 vedrørende andelsboliger, 4 sager om skibe og 469 tvangsauktioner vedrørende losøre.

Forkortelser

Bl.a.	Blandt andet
BRL.	Boligreguleringsloven
DCF.	Discounted Cash-Flow
ERHL.	Erhvervslejeloven
Evt.	Eventuelt
Fx	For eksempel
IAS	International Auditing Standards
Iht.	I henhold til
Inkl.	Inklusiv
Jf.	Jævnfører
KL.	Konkursloven
Lign.	Lignende
LL.	Lejeloven
Mm.	Med mere
Mv.	Med videre
NPV.	Net Present Value
Pga.	På grund af
ÅRL.	Årsregnskabsloven

Domsregister

TB2002.392 Ø

U2001.2404 VLK

U2010.785 H

U2010.2183 H

UfR 1983.1055 H

UfR 2004.2783 V

UfR 2005.330 H

Endnu ikke afgjort sag: ØL 17/2 2012, 20. afd., B238600 G-JJ

Litteraturliste

Den private ejendomsudlejningsbetydning for samfundet – Ejendomsforening Danmarks 150-års jubilæum
Henrik Christoffersen, m.fl.
Ejendomsforening Danmark, 2010

Privat boligudlejning – en glemt boligsektor på vej mod afregulering
Hans Skifter Andersen
Statens Byggeforskningsinstitut

Privat boligudlejning – motiver, strategier og økonomi
Hans Skifter Andersen og Morten Skak
Statens Byggeforskningsinstitut, 2008

Private udlejningsboligers rolle på boligmarkedet – en registeranalyse
Hans Skifter Andersen
Statens Byggeforskningsinstitut, 2007

The economic rationality of landlords
Kathleen Scanlon og Christine M. E. Whitehead
LSE Research Online, 2010

Investeringkalkuler, 4. udgave
Peter Lynggaard
Handelshøjskolens forlag, 2003

Regnskabshåndbogen 2010, 1. udgave
PriceWaterhouseCoopers, 2010

Indsigt i årsregnskabsloven – KPMG's praktiske guide til forståelse af loven, 4. udgave
KPMG, 2009/2010

Ejendomme i årsrapporten
Søren Pilgaard Henschel
HLB, Mortens og Beierholm, gå-hjem-møde, 11. oktober 2006

The significance of residential property investors
Allan Kearns
Financial stability report 2007

Grundkursus i værdiansættelse ved DCF-metoden
Morten Marot Larsen, Per Andersen og Morten Jensen
Ejendomsforeningen Danmark, 5. december 2011

Værdiansættelse af investeringsejendomme – anbefalinger til DCF-modellen
Ejendomsforeningen Danmark, 2010

Urban economics and real estate markets
Denise DiPasquale og William C. Wheaton
Prentice Hall, 1996

Virksomheders valg af kapitalstruktur
Michael Møller og Claus Parum
Institut for finansiering, HHK

Det danske ejendomsmarked
Ejendomsforeningen Danmark
www.ejendomsforening.dk

Køb og salg af fast ejendom, 4. udgave
Finn Træff
Karnov group, 2011

Håndbog i boligfinansiering

Susanne Nielsen

Thomson, 2000

A/B Andelsboliger

Rasmus Juul-Nyholm og Finn Træff

Thomson Reuters, 2007

Køb og salg af virksomheder, 4. udgave

Johannus Egholm Hansen, m.fl.

Nyt juridisk forlag, 2009

Nordic economic policy review

Torben M. Andersen, m.fl.

Norden, nr.1 / 2010

Finansielle virksomheders produkter og services

Institut for Finansiering

Handelshøjskolen i København, 2010

House price changes and idiosyncratic risk: the impact of property characteristics

Steven C. Bourassa, m.fl.

Real estate economics, 2009

Triggers for housing development

Philippe Thalmann

Privat boligudlejning under lup

Hans Skifter Andersen

Statens byggeforskningsinstitut, 2009

Scenarier for ejendomsmarkedets og byggeriets udvikling frem mod 2015
Anders Bjerre, m.fl.
Institut for fremtidsforskning, 2010

Festskrift til Dansk Selskab for Boligret – Lejefastsættelse og lejeregulering
Marianne Dons, m.fl.
Thomson Reuters, 2011

Betænkning nr. 1512/2009 – Betænkning om rekonstruktion mv.
Justitsministeriet
Justitsministeriet, 2009

Rekonstruktion – nye regler
Carsten Ceutz, Bech-Bruun
JUC kursuscenter, 2. december 2011

Rekonstruktion – Fra kriseramt virksomhed til sund virksomhed
Beierholm, 2011

Udvalgte emner om konkurs, betalingsstandsning og rekonstruktion
Anne Louise Husen og Rasmus Mehl
Kursus, Dan-Ejendomme, 21. juni 2010

Rekonstruktionsret, 3. udgave
Henry Heiberg, m.fl.
Jurist- Økonomforbundets Forlag, 2010

Lejemålets ophør og brugsrettens overgang, 2. udgave
Anne Louise Husen og Tove Flygare
Thomsen Reuters, 2011

Kreditorforfølgning – materiel foged- og konkursret, 6. udgave
Bo von Eyben og Peter Møgelvang Hansen
Thomson Reuters, 2010

Finansiering
Rasmus Juul-Nyholm
Grundkursus, Administrationshuset, oktober 2011

Bogen om Bøje Nielsen
Mogens Rubinstein og Stig Andersen
Børsens forlag, 1992

Røvrendt
John Lindskog
People's press, 2006

The cost of capital, corporation finance and the theory of investment
Merton H. Miller og Franco Modigliani
The American Economic Review, Volume XLVIII, nr. 3, 1958

Nye regler om rekonstruktion
Torben Kuld Hansen
Advokaten, 02 / 11

Rekonstruktion af insolvente virksomheder
Ketilbjørn Hertz
Juristen, nr. 2, 2011

Nye regler for rekonstruktion af nødlidende virksomheder
Dorthe Kjærgaard og Nicolai Dyhr
Revision og regnskabsvæsen, nr. 11, 2010