

Copenhagen Business School 2009
Cand.merc.aud.-studiet - kandidatafhandling
Institut for regnskab og revision

Værdiansættelse af investeringsjendomme i årsrapporten

Dagsværdiopgørelser i inaktive og illikvide markeder, herunder ansvarsfordelingen mellem revisor og ledelsen ved udarbejdelse og påtegning af årsrapporter, hvori dagsværdiopgørelser indgår.

(Fagene: Ekstern økonomirapportering og revision)

Martin Tranekær

Kristian Nørhave

Afleveret:
22. september 2009

Vejleder:
Caroline Aggestam-Pontoppidan
Institut for regnskab og revision

Forord

Kandidatafhandlingen er skrevet som afslutning på cand.merc.aud.-studiet ved Copenhagen Business School i 2009.

Det er kandidatafhandlingens formål at kombinere disciplinerne revision og ekstern rapportering for at analysere, hvordan dagsværdiopgørelser af investeringsejendomme materialiserer sig i årsrapporten i en periode, hvor markederne er illikvide og inaktive. I relation hertil fokuseres på, hvilke krav der kan stilles til primært revisors sekundært ledelsens opmærksomhed i forhold til de opgjorte og indregnede dagsværdiopgørelser.

Ud over kandidatafhandlingens snævre formål som afslutning på cand.merc.aud.-studiet, tilstræbes det igennem afhandlingen at inspirere til den fortsatte debat omkring dagsværdiopgørelser og det tilhørende ansvar for de i regnskabsaflæggelsen involverede parter, når sådanne måleattributter anvendes.

København, september 2009

Kristian Nørhave

Martin Tranekær

Indholdsfortegnelse

0. EXECUTIVE SUMMARY.....	0
1. INDLEDNING, PROBLEMFELT OG METODE.....	1
1.1 INDLEDNING	1
1.2 PROBLEMSTILLING	2
1.2.1 Problemformulering.....	3
1.3 AFGRÆNSNING OG BEGREBSANVENDELSE.....	3
1.3.1 Regnskabsbrugere og virksomhedernes størrelse.....	4
1.3.2 Besvigelser	4
1.3.3 Interne og eksterne revisorer.....	5
1.3.4 Måleattributter, dagsværdi vs. kostpris, herunder blandede ejendomme	5
1.3.5 Going concern	5
1.3.6 Illikvide og inaktive markeder	5
1.3.7 Leasingkontrakter vedrørende investerings ejendomme	6
1.4 AFHANDLINGENS AKTØRER OG VÆGTNING AF DELSPØRGSMÅL.....	6
1.5 METODE OG PARADIGME	8
1.5.1 Videnskabsteoretisk perspektiv.....	9
1.5.2 Kandidatafhandlingens metode og disposition	10
1.5.2.1 Teorier	11
1.5.2.2 Perspektivering af debatten samt årsrapporten som kommunikationsmodel	11
1.5.2.3 Problemidentifikation (kapitel 5.2).....	12
1.5.2.4 Problembehandling step 1 og 2 (kapitel 5.3, 5.4 og 0).....	13
1.5.2.5 Vurdering af muligheden for en udvidelse af oplysningskravene	15
1.6 OVERSIGT OVER KAPITLERNE.....	16
1.7 KILDEKRITIK - VALIDITET OG RELIABILITET	17
2. TEORI OG MODELLER	18
2.1 AGENTTEORIEN – SAMSPIL MELLEM LEDELSE OG REVISOR.....	18
2.2 REVISORS ROLLE OG REGULERING AF REVISORS ARBEJDE	19
2.2.1.1 Kompetence, professionel dømmekraft og uafhængighed	20
2.2.1.2 Proces	20
2.2.1.3 Kommunikation	22
2.2.1.4 Performance	23
2.3 FORVENTNINGSKLØFTEN	23
2.4 DEN EKSTERNE ÅRSRAPPORT – EN KOMMUNIKATIONSMODEL.....	24
2.4.1 Regnskabets virkelighed	24
2.4.2 Goffmans interaktionsteori.....	25
2.5 OPSUMMERING	29
3. PERSPEKTIVERING AF AFHANDLINGEN I FORHOLD TIL DEN AKTUELLE DEBAT.....	30
3.1 FAIR VALUE: DAGSVÆRDIER I ÅRSRAPPORTEN	30
3.1.1 Dagsværdiers påvirkning på finansielle kriser.....	30
3.1.2 Politisk pres på brug af dagsværdier.....	31
3.2 MÅLING OG VÆRDIANSÆTTELSE AF EJENDOMME I ET ILLIKVIDT MARKED.....	32
3.2.1 Værdiansættelse af ejendomme, ekspertvurderinger.....	33
3.2.2 Værdiansættelse af ejendomme, reguleringsorgan.....	33
3.3 LEDELSENS OG REVISORS ANSVAR SAMT REVISION AF DAGSVÆRDI	34
3.3.1 Grænsedragningen mellem ledelsens og revisors ansvar.....	34
3.3.2 Udfordringer ved revision af dagsværdi i illikvide markeder.....	35
3.4 OPSUMMERING SAMT KANDIDATAFHANDLINGENS BIDRAG TIL DEBATTEN	36
4. ÅRSRAPPORTER SOM KOMMUNIKATIONSMODEL	38
4.1 ÅRSRAPPORTEN SOM KOMMUNIKATIONSMODEL FOR EJENDOMSSÆLSKABER.....	38
4.1.1 Forestillingen, de modstridende roller, selve kommunikationen samt impression management	39

5.	INVESTERINGSEJENDOMME MÅLT TIL DAGSVÆRDI I ÅRSRAPPORTEN	42
5.1	SAMSPILLET MELLEM IFRS OG ÅRL	43
5.2	REGNSKABSBRUGERNES INFORMATIONSBEHOV I FORHOLD TIL DEN EKSTERNE ÅRSRAPPORT	43
5.2.1	<i>Værdiansættelse af virksomheder og investors informationsbehov.....</i>	<i>44</i>
5.2.2	<i>Informationskløft mellem regnskabsbruger og ledelsen, herunder regnskabs-manupulation.....</i>	<i>46</i>
5.2.3	<i>Årsrapporten som en kommunikationsmodel, kvalitative egenskaber.....</i>	<i>47</i>
5.2.4	<i>Dagsværdibegrebet.....</i>	<i>48</i>
5.2.4.1	Investors informationsbehov for dagsværdier og definition af begrebet	49
5.2.4.2	Hierarki for fastsættelse af dagsværdi for investeringsejendomme (IAS 40).....	50
5.2.4.3	Dagsværdiopgørelser i inaktive og illikvide markeder	51
5.2.4.4	Teoretisk diskussion af dagsværdibegrebet i forhold til investeringsejendomme	53
5.2.4.5	Alternative måleattributter for at opfylde regnskabsbrugers informationsbehov	53
5.3	INVESTERINGSEJENDOMME MÅLT TIL DAGSVÆRDI	55
5.3.1	<i>Definition, indregning og måling af investeringsejendomme samt praksis på området.....</i>	<i>55</i>
5.3.1.1	Definition	55
5.3.1.2	Indregning og måling	57
5.3.1.3	Indregning og måling af investeringsejendomme i praksis	58
5.3.2	<i>Mark-to-market og mark-to-model.....</i>	<i>59</i>
5.3.2.1	Normalindtjeningsmodellen	59
5.3.2.2	Discounted cash flowmodellen (DCF-modellen).....	61
5.3.2.3	Ekstern mægler vurdering	62
5.3.2.4	Opsummering og vurdering af valg af metode og modeller	63
5.4	EKSISTERENDE OPLYSNINGSKRAV I RELATION TIL INVESTORS INFORMATIONSBEHOV	64
5.4.1	Anvendt regnskabspraksis samt væsentlige skøn og vurderinger (IAS 1)	66
5.4.2	Generelle oplysninger (IAS 40).....	67
5.4.3	Ændring af regnskabsmæssige skøn (IAS 8).....	72
5.4.3.1	Ændring af værdiansættelsesmetode	73
5.4.3.2	Ændring af pengestrømme og afkastkrav	73
5.5	OPSUMMERING OG VURDERING	75
6.	REVISORS OG LEDELSENS ANSVAR FOR PÅTEGNING AF ÅRSRAPPORTEN	77
6.1	SELKABETS OVERORDNEDE ØKONOMI OG KAPITALSTRUKTUR	78
6.2	LEDELSENS UDARBEJDELSE OG PÅTEGNING AF ÅRSRAPPORTEN.....	79
6.3	REVISORS PÅTEGNING AF ÅRSRAPPORTEN	81
6.3.1	<i>Kompetence, professionel dømmekraft og uafhængighed.....</i>	<i>83</i>
6.3.2	<i>Revision af regnskabsmæssige skøn, herunder dagsværdier.....</i>	<i>84</i>
6.3.3	<i>Opnåelse af revisionsbevis (tilstrækkeligt og egnet).....</i>	<i>86</i>
6.3.3.1	Model og metodevalg.....	88
6.3.3.2	Input til opgørelse af dagsværdien	90
6.3.3.3	Oplysning om de opgjorte dagsværdier i årsrapporten	92
6.3.3.4	Revisors overvejelser om risikoen for besvigelser	93
6.3.4	<i>Revisors konklusion.....</i>	<i>94</i>
6.3.4.1	Forbehold og supplerende oplysninger	95
6.3.4.2	Revisors generelle going concern overvejelser.....	100
6.3.5	<i>Revisionsudvalg.....</i>	<i>101</i>
6.4	OPSUMMERING OG VURDERING	102
7.	VURDERING AF MULIGHEDEN FOR AT UDVIDE OPLYSNINGSKRAVENE	104
7.1	YDERLIGERE OPLYSNINGSKRAV I INAKTIVE OG ILLIKVIDE MARKEDER.....	105
7.2	FORSLAG TIL OPLYSNINGSKRAV.....	106
7.3	KONSEKVENSEN AF YDERLIGERE OPLYSNINGSKRAV FOR LEDELSEN OG REVISOR	109
7.3.1	<i>Revisors og ledelsens ansvar for mangler.....</i>	<i>109</i>
7.3.2	<i>Revisors og ledelsens ansvar for yderligere oplysningskrav.....</i>	<i>110</i>
7.3.3	<i>Cost-benefit overvejelser.....</i>	<i>111</i>
7.4	OPSUMMERING OG VURDERING	112
8.	KONKLUSION.....	113

9. PERSPEKTIVERING	118
10. LITTERATURLISTE	120
BILAGSHÆFTE	124
1. BILAG – NORMALINDTJENINGSMODELLEN	124
2. BILAG – DCF-MODELLEN.....	125
3. BILAG – OVERBLIK OVER NORMALINDTJENINGSMODELLEN OG DCF-MODELLEN	126
4. BILAG – INTERVIEWS	127
Inteview med Henrik Grønnegaard (HG), Senior Manager, REV/REGN, Deloitte.....	127
Inteview med Jesper Tullin (JT), direktør og bestyrelsesmedlem for Finansgruppen A/S.....	130
Interview med Henrik Z. Hansen (HH), statsautoriseret revisor samt medlem af Fondsrådet.....	133
5. BILAG – EMPIRISK GENNEMGANG AF EKSTERNE ÅRSRAPPORTER.....	136
Oversigter over anvendt regnskabspraksis hos børsnoterede ejendomsselskaber.....	136
Oversigt over oplysninger om særlige forudsætninger mv.	141
Oversigt over oplysninger om lejeindtægter og omkostninger.....	147
6. BILAG – FORSLAG TIL NOTER MV.....	149
7 BILAG – REGNSKABSBEKENDTGØRELSEN FOR KREDITINSTITUTTER OG FONDSMÆGLERSELSKABER	151
8 FIGUROVERSIGT	155

0. Executive Summary

When presenting annual reports for property companies, a number of issues have arisen out of the financial crisis as investment properties can be measured at fair value. Fair value is based either on objective, identifiable market prices (mark-to-market) or on models (mark-to-model) that are verified by using market indicators. In January 2009, IAASB published an alert for audit of the determination of fair value in inactive and illiquid markets.

The thesis is partly based on a theoretical analysis of the investor's need for information in terms of measurement attributes and disclosures and partly on a definition of responsibilities between the auditor and management for the fair value recognition and disclosures. In an empirical analysis, the general practice for presentation of annual reports for ten of the most prominent, Danish listed property companies, in which investment properties have been measured at fair value, has been investigated.

Our analysis and assessments have shown that some of the disclosure requirements according to IFRS resemble general provisions and, in our view, the disclosures given in the annual reports are inadequate to meet these disclosure requirements. In addition, we believe that the users of financial statements could benefit from including further disclosure requirements in the accounting standards.

We have assessed that both the auditor and management have separate responsibilities for the fair values and disclosures in the annual reports presented. Management's responsibility is based on common responsibility standards whereas the auditor's responsibility is based on professional responsibility standards. If members of management have special skills, these members will be subject to a stricter judgment.

Management must ensure that all accounting standards are observed in the annual report. The auditor's responsibility is to check that management has taken all requirements in the accounting standards into consideration – and in the event of inadequacy the auditor must qualify the audit opinion. If matters are found in the annual report, which the user of financial statements should pay special attention to, the auditor must highlight the matter in an emphasis of matter paragraph in the audit opinion.

We suggest that further disclosure requirements be implemented in IAS 40 by way of sensitivity analyses and segmental disclosures. According to the conceptual framework for IFRS, further disclosures should always be considered from a cost-benefit point of view.

1. Indledning, problemfelt og metode

1.1 Indledning

*"If markets become inactive, market price information becomes unavailable and estimates need to be made on the basis of other information, often using models, some of which incorporate inputs that are "unobservable.""*¹

I januar 2009 udsendte International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB²) en alert om revision af dagsværdiopgørelser i inaktive og illikvide markeder, der indeholder en guide for punkter, som revisor bør forholde sig til, når årsrapporter³ indeholder dagsværdiopgørelser. Den udsendte alert skal ses i sammenhæng med den finansielle krise, hvor incitamentene for at udøve regnskabsmanipulation med årsrapporten øges, når ledelsen kommer under pres.

I forbindelse med aflæggelse af årsrapporter for ejendomsselskaber⁴ opstår en række problemstillinger i forbindelse med den finansielle krise, idet værdiansættelse af investeringsejendomme kan fastsættes til dagsværdi. Dagsværdier fastsættes enten på baggrund af objektivi t identificerbare handelspriser eller på baggrund af modeller, der verificeres ved brug af markedsindikatorer.

*"Det generelt lave antal transaktioner samt det forhold, at en del af de gennemførte transaktioner sker som forcerede handler, har gjort det sværere at fastlægge dagsværdien for en ejendom eller grund."*⁵

Det medfører, at de fleste ejendomsselskaber ikke længere har muligheden for at anvende handelspriser som værdiansættelsegrundlag, men i stedet skal anvende anerkendte modeller til at fastlægge dagsværdien. Modeller, som i høj grad bygger på forudsætninger, der som fremhævet i det indledningsvise citat ofte ikke kan verificeres objektivi t, idet markedsindikatorerne er væsentligt påvirket af den aktuelle markedssituation.

¹ IAASB, oktober 2008 – Challenges in auditing fair value accounting estimates

² IAASB, internationalt uafhængigt organ, der udsteder revisionsstandarder til brug for revision, review mv.

³ Begrebet årsrapport anvendes i afhandlingen i overensstemmelse med IFRS/IAS-regelsættet.

⁴ Ejendomsselskaber defineres i nærværende fremstilling som selskaber, der professionelt investerer i ejendomme.

⁵ Claus Hallqvist (Deloitte) og Morten Jørgensen (Deloitte), 2009, RevRegn nr. 2, Værdiansættelse af ejendomme i et illikvidt marked, s. 68

Ejendomselskabets interessenter har ligeledes ikke længere handelspriser som referencepunkt, hvorfor oplysninger i årsrapporten om forudsætninger for den opgjorte dagsværdi for ejendomsporteføljen er nødvendige for et fornuftigt vurderingsgrundlag.

Ovenstående aktualiserer en række problemstillinger i relation til opgørelsen af dagsværdier, herunder blandt andet fordelingen mellem revisors og ledelsens ansvar for at tage stilling til dagsværdiopgørelser og den information, som stilles til interessenternes rådighed i årsrapporten. International Accounting Standard Boards (IASB⁶) ekspertpanel har allerede i oktober 2008 udsendt et notat omkring måling af dagsværdier samt noteoplysninger. Notatet forholder sig til de problemstillinger, der aktualiseres i relation til dagsværdiopgørelser, når markedet bliver inaktivt og illikvidt.

1.2 Problemstilling

Årsrapporten er i stor udstrækning vores samfunds primære redskab til kontrol af forvaltning af ansvar, som det kendes i en agent-principal teoretisk synsvinkel.

Udviklingen i de seneste årtier inden for ekstern rapportering har imidlertid medført, at årsrapporter ikke længere har tidligere tiders klassisk positivistiske præg⁷, men derimod et mere postpositivistisk præg, uagtet der aldrig har fandtes en endegyldig sandhed om de enkelte regnskabsposter⁸.

Fast ejendom i form af investeringsejendomme er en regnskabspost, der har en fysisk manifestation, men hvor måling af regnskabsposten er forbundet med en række subjektive skøn, hvorfor regnskabsposten får et mere postpositivistisk præg.

Specielt i perioder hvor markeder er inaktive og illikvide, og hvor modeller anvendes til estimation af dagsværdier uden reel mulighed for at sammenligne med observerbare markedspriser, er regnskabsposten klart postpositivistisk. Det vanskeliggør ledelsens skøn og vurderinger, ligesom revisors revisionshandling bliver vanskeliggjort, da indhentelse af revisionsbevis for dagsværdiopgørelse i de aktuelle markeder er forbundet med en række udfordringer.

⁶ IASB er det organ, der udsteder standarder inden for International Financial Reporting Standards (IFRS)-regelsættet.

⁷ Kim Klarskov Jeppesen, 2001 Dansk Sociologi, Postmoderne regnskaber?, s. 30 – 33, positivistiske regnskabsposter: regnskabsposter med fysisk manifestation, som er værdiansat objektivt. Postpositivistiske regnskabsposter: regnskabsposter med fysisk manifestation, men hvor værdiansættelsen sker på baggrund af subjektive skøn.

⁸ Kim Klarskov Jeppesen, 2001 Dansk Sociologi, Postmoderne regnskaber?, s. 30 - 33

Når regnskabsposter får et postpositivistisk præg, bliver anvendt regnskabspraksis samt oplysninger om de anvendte forudsætninger ved værdiansættelsen mv. af stor betydning for interessenternes vurdering af virksomhedens forvaltning af ansvar i agent-principal-relationen.

1.2.1 Problemformulering

**”Hvordan måles og præsenteres dagsværdiopgørelser i danske
børsnoterede ejendomsselskabers årsrapporter i inaktive og illikvide markeder,
og hvordan vurderes oplysningernes tilstrækkelighed, herunder hvilket ansvar
revisor henholdsvis ledelsen har for de indregnede dagsværdiopgørelser.”**

Problemformuleringen er operationaliseret ved hjælp af følgende processpørgsmål, der opdeles i en tre-trins-model for at styre afhandlingens analyse og vurdering:

Problemidentifikation:

- Hvilke informationsbehov har regnskabsbruger i relation til ejendomsselskaber?
- Hvad er dagsværdi?

Problembehandling:

- Hvordan måles dagsværdien for en investeringsejendom, og hvordan præsenteres investeringsejendomme målt til dagsværdi i årsrapporterne?
- Hvad er primært revisors og sekundært ledelsens ansvar for de dagsværdier og oplysninger, der indgår i årsrapporten?

Vurdering og sammenfatning af analyse

- Hvilke mangler er der i oplysningerne i de aflagte årsrapporter?
- Hvilke yderligere oplysninger har regnskabsbruger interesse i?

Ovenstående spørgsmål skal ses i sammenhæng med opgavens metodiske tilgang til besvarelsen af problemformuleringen (se Figur 2, side 8).

1.3 Afgrænsning og begrebsanvendelse

I afhandlingen anvendes almindelige fagudtryk fra cand.merc.aud.-studiet, som det må forventes, at afhandlingens læsere er bekendt med. I det omfang særlige udtryk anvendes, organisationer omtales eller lignende, vil der i alle tilfælde blive indsat en fodnote med forklarende tekst.

Nedenfor afgrænses en række problemstillinger, som ellers naturligt støder op til den valgte problembehandling. Afgrænsningerne er foretaget for at sikre en stringent struktur i afhandlingen samt en dybdegående behandling af problemstillingens grundspørgsmål.

1.3.1 Regnskabsbrugere og virksomhedernes størrelse

Problembehandlingen i nærværende afhandling tager udgangspunkt i investors⁹ behov for regnskabsinformation. Det vurderes, at investors informationsbehov er så vidtgående, at øvrige interessenters behov er dækket heraf, omend det anerkendes, at særinteressenter som det offentlige mv. kan have miljømæssige, arbejdsmarkedspolitiske og andre interesser, hvorom der ikke gives oplysninger i årsrapporten¹⁰.

Nærværende fremstilling fokuserer således på årsrapporten, når den skal danne grundlag for investeringsbeslutninger.

Det er valgt at tage udgangspunkt i børsnoterede ejendomsselskaber, hvorfor afhandlingen tager afsæt i IFRS-regelsættet, da dette er obligatorisk for børsnoterede selskaber fra og med henholdsvis 2005 (koncerner) og 2009 (ikke-koncerner). Valget er begrundet i, at unoterede selskaber i stort omfang videregiver anden information til investorer end blot årsrapporter, ligesom øvrige interessenter ofte vil kræve at få et noget mere dybdegående indblik, end årsrapporten tillader¹¹. For børsnoterede selskaber må børslovgivningen iagttages, hvorfor det kun i meget begrænset omfang muliggør, at interessenter får udleveret andet materiale, end hvad der er offentligt tilgængeligt¹².

1.3.2 Besvigelser

I henhold til Regnskabsstandard 240 (RS 240) kan besvigelser opdeles i misbrug af aktiver og regnskabsmanipulation. I relation til kandidatafhandlingens problembehandling vurderes det, at besvigelssperspektivet udelukkende er relevant at behandle med udgangspunkt i regnskabsmanipulation, idet værdiansættelsen af investeringsejendomme i væsentligt omfang er baseret på regnskabsmæssige skøn. Risikoen for misbrug af aktiver vil således ikke blive behandlet nærmere i afhandlingen, og området vurderes i øvrigt ikke at være af væsentlig karakter for problemstillingen.

⁹ Investor defineres som en fysisk eller juridisk person, der køber, sælger eller holder aktier i et givent børsnoteret ejendomsselskab (rationel økonomisk adfærd lægges til grund).

¹⁰ IASBs framework definerer investor som primær interessent.

¹¹ Det metodiske valg er bekræftet ved interview med Jesper Tullin, jf. bilag 4.

¹² Der henvises til værdipapirhandelslovens bestemmelser om insiderinformation mv., § 27.

1.3.3 Interne og eksterne revisorer

I forbindelse med fordelingen mellem revisors og ledelsens ansvar behandler nærværende afhandling udelukkende fordelingen mellem den eksterne revision og ledelsen. Intern revision inddrages ikke, idet fremstillingens fokus er på de problematikker, som dagsværdiopgørelserne i sig selv medfører, og ikke på samspillet med intern revision.

1.3.4 Måleattributter, dagsværdi vs. kostpris, herunder blandede ejendomme

Afhandlingen fokuserer på de problematikker, der opstår ved værdiansættelse af investeringsejendomme, når et marked bliver inaktivt og illikvidt. I den forbindelse er det naturligt at fokusere på de problemstillinger, der opstår ved anvendelse af dagsværdiopgørelser, og at afgrænse problembehandlingen fra at omhandle kostprismodeller. Dermed inddrages kostprismodeller kun, når det anses for hensigtsmæssigt for at besvare selve problemstillingen, og kostprismodellerne vil således ikke blive analyseret særskilt.

Det er dernæst ikke afhandlingens formål at sammenligne kostprismodeller med dagsværdimodeller, men udelukkende at analysere de forhold, der er knyttet sig til anvendelse af dagsværdimodeller. Ligeledes behandles blandede ejendomme ikke, idet inddragelse heraf ikke bidrager til besvarelsen af den konkrete problemformulering.

1.3.5 Going concern

Når en virksomhed aflægger årsrapporten, sker det under forudsætning af en række grundlæggende forudsætninger, hvoraf going concern er en central forudsætning. Det bemærkes, at going concern i forbindelse med regnskabsaflæggelse i alle tilfælde er af central betydning. Derfor vil nærværende kandidatafhandling ikke fokusere på going concern som en isoleret og primær problemkreds ved analyse af værdiansættelse af investeringsejendomme i inaktive og illikvide markeder. Omvendt vil going concern blive inddraget som en problemstilling, når ledelsen skal aflægge årsrapporten og afgive ledelseserklæring samt, når revisor skal udforme sin påtegning.

1.3.6 Illikvide og inaktive markeder

Problembehandlingen tager udgangspunkt i, at den aktuelle markedssituation for ejendomme er udtryk for et inaktivt og illikvidt marked. Det er imidlertid uden for afhandlingens formål at verificere empirisk, hvorvidt der definatorisk foreligger en situation, hvor markedet kan betragtes som inaktivt

og illikvidt. Det skyldes, at det er vores opfattelse, at markedsdeltagerne implicit er ”blevet enige om”, at markederne er illikvide og inaktive.

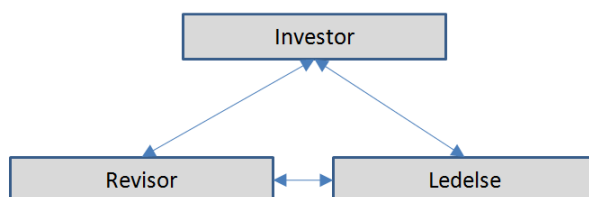
I den nuværende markedssituation vurderer vi, at revisionsmålet værdiansættelse for investerings ejendomme medfører en betydelig risiko efter RS 330, og at det i relation til noteoplysningerne er revisionsmålet fuldstændighed, der er forbundet med betydelig risiko. Vores problembehandling er derfor afgrænset til at behandle disse to revisionsmål.

1.3.7 Leasingkontrakter vedrørende investerings ejendomme

Afhandlingens fokus på indregning af investerings ejendomme til dagsværdi medfører særlige problemstillinger i relation til finansielle og operationelle leasingkontrakter for investerings ejendomme. Emnet vil ikke blive behandlet, da det ikke bidrager til besvarelsen af selve problemstillingen.

1.4 Afhandlingens aktører og vægtning af delspørgsmål

Afhandlingens problemformulering kan analyseres og besvares ud fra en række forskellige aktørsynsvinkler, hvor det er vores vurdering, at de i Figur 1 oplistede aktører er centrale for problemstillingen.



Figur 1 – Samspillet mellem aktører i regnskabsaflæggelsesprocessen¹³

I forbindelse med afhandlingens problemformulering kan interaktionen mellem de tre parter beskrives ved, at ledelsen udarbejder og offentliggør en årsrapport, som er påtegnet af revisor. Investor anvender herefter årsrapporten til prognose-, kontrol- og fordelingsformål¹⁴. Trepartsforholdet er hele grundlaget for revisors påtegning på årsrapporten, og derfor må alle tre parter inddrages i problembehandling. Hovedvægten lægges på måling og præsentation i årsrapporten i et investorperspektiv samt på revisors overvejelser og ansvar ved indhentning af revisionsbevis. Sekundært behandles ledelsens ansvar alene for at give det fulde billede af problemfeltet. Det valgte fokus skal ses i sammenhæng med, at revisor under den aktuelle markedssituation må udvise særlig professionel skepsis, når dagsværdier indgår i årsrapporten¹⁵.

¹³ Egen tilvirkning: Udarbejdet med udgangspunkt i afhandlingens tilgang til problemformuleringen

¹⁴ Defineret i overensstemmelse med ÅRL § 12

¹⁵ IAASB, oktober 2008 – Challenges in auditing fair value accounting estimates

På baggrund af ovenstående er de enkelte delspørgsmål tildelt følgende vægt i afhandlingen:

20 % Problemidentifikation: Regnskabsbrugernes krav samt definition af dagsværdibegrebet, herunder relevante sammenhænge til offentliggjorte årsrapporter.

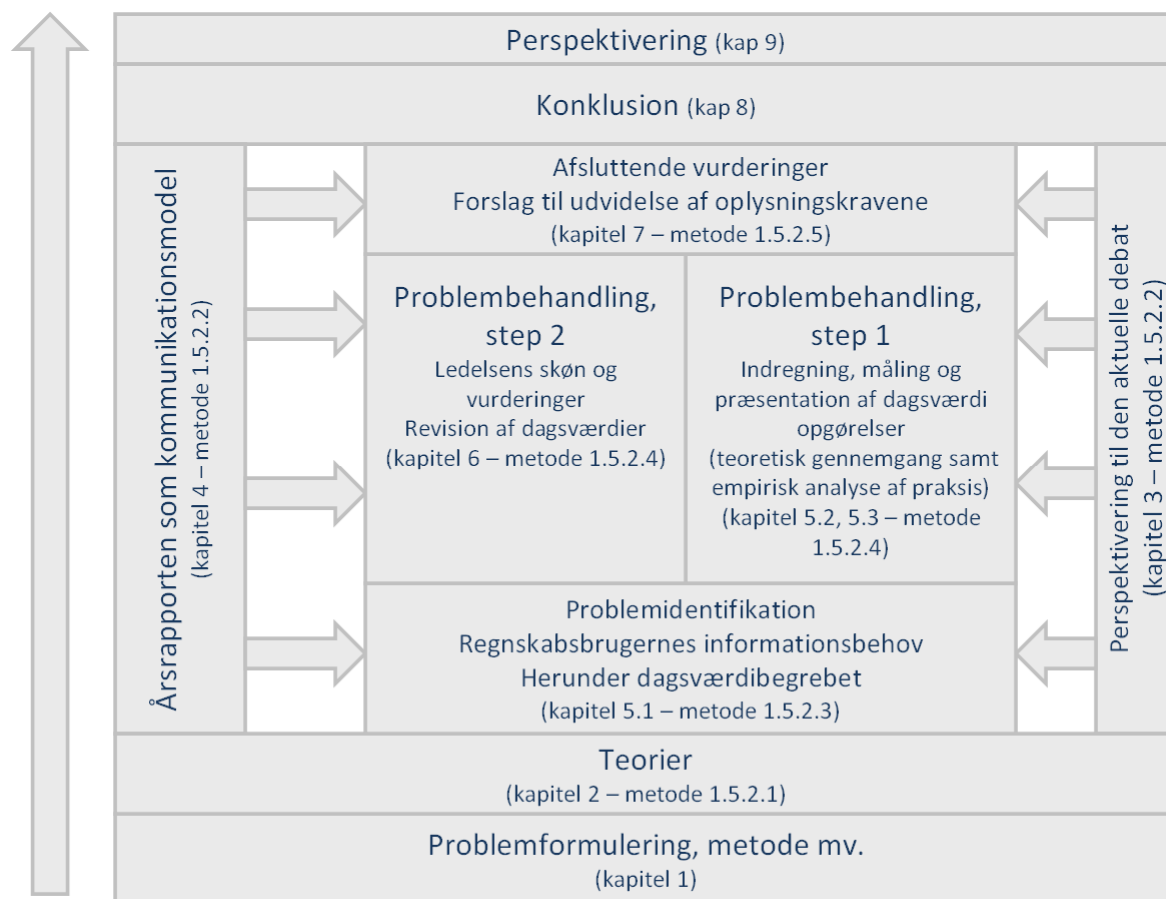
45 % Problembehandling, step 1: Måling og præsentation i årsrapporterne, herunder empirisk analyse af offentliggjorte årsrapporter og vurdering heraf.

25 % Problembehandling, step 2: Primært revisors og sekundært ledelsens ansvar for de aflagte årsrapporter samt vurdering af revisors overvejelser ved indhentelse af revisionsbevis.

10 % Vurdering af muligheden for udvidelse af de aktuelle oplysningskrav.

1.5 Metode og paradigme

I nærværende metodeafsnit er det valgt indledningsvist at skitsere afhandlingens struktur for at give et overblik over den valgte fremgangsmåde. Det er valgt at opbygge strukturen omkring en tre-trins-model, hvor fundamentet for afhandlingen er et teorigapitel, hvorefter analysedelen opdeles i en problemindikation, problembehandling step 1 og 2 og endelig en afsluttende vurdering af behovet for yderligere oplysning/noter.



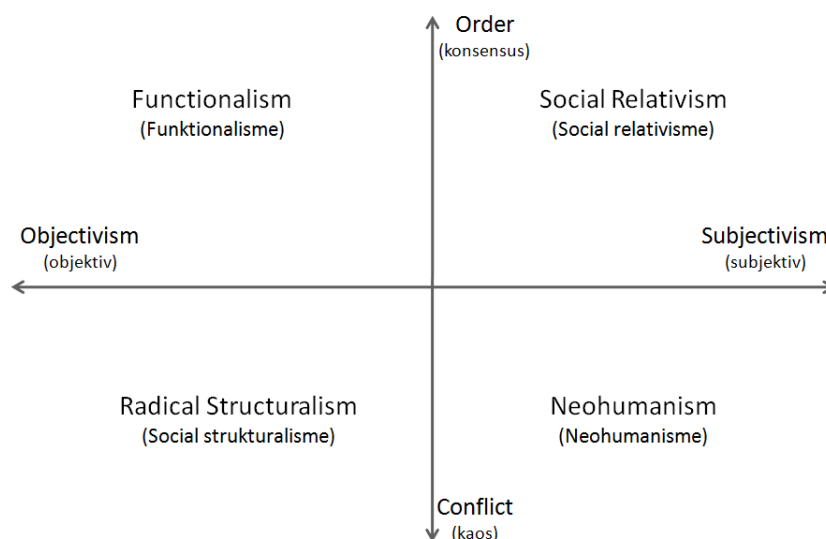
Figur 2 – Kandidatafhandlingens disposition

For at besvare afhandlingens problemstilling vil der blive anvendt forskelligartede metoder i forbindelse med analysen af hvert trin i fremstillingen. Indledningsvist gennemgås afhandlingens vidensteoretiske perspektiv for at give et indblik i de implicitte antagelser, analysen bygger på, hvorefter de primært anvendte metoder for hvert kapitel gennemgås kronologisk i overensstemmelse med anvisningerne i Figur 2 ovenfor.

1.5.1 Videnskabsteoretisk perspektiv

Ved at behandle afhandlingens videnskabsteoretiske perspektiv og efterfølgende redegøre for fremstillings paradigme og metodologi forsøges det at undgå, at analysen rammes af det metodologiske forklaringsproblem¹⁶. En eksplicit gennemgang af fremstillingens værdipræmisser sikrer således, at iagttagere kan forholde sig objektivt til de underliggende antagelser og den samfundsvidenskabelige forskningsproces.

Hirschheim & Klein har i 1989 beskrevet fire paradigmer for udvikling af informationssystemer. Idet fremstillingens problemstilling er relateret til årsrapporten, der kan karakteriseres som en kommunikationsmodel for information, er der søgt inspiration til at redegøre for værdipræmisserne i nedenstående model.



Figur 3 – Videnskabsteoretisk perspektiv¹⁷

Kilde: Hirschheim & Klein (1989), s. 1202 samt egen tilvirkning

Afhandlingen beskæftiger sig med årsrapporten som en kommunikationsmodel for information, hvis formål er at skabe konsensus, for så vidt angår en virksomheds historiske performance ved hjælp af finansiell og non-finansiell information. Herudover skal den sikre interessenterne et solidt prognosegrundlag for virksomhedens fremtidige performance¹⁸.

¹⁶ Claus Nygaard, 2005, Samfundsvidenskabelige analysemetoder

¹⁷ Egen tilvirkning på baggrund af Hirschheim & Klein (1989), s. 1202

¹⁸ ÅRL § 12, Prognose, kontrol og fordelingsopgaven (i IFRS framework er dette sammenskrevet som prognoseopgaven, da denne samler op på alle tre elementer).

Dernæst analyserer problemstillingen dagsværdiopgørelser i illikvide og inaktive markeder, for så vidt angår investeringsejendomme. Dagsværdiopgørelsen kan enten tage udgangspunkt i mark-to-market eller mark-to-model, hvorfor de kan have et såvel objektivt præg som mere subjektivt præg. Det kan således diskuteres, om regnskabsposten investeringsejendomme har et positivistisk eller postpositivistisk præg. Idet markedsdata dog ofte er svært tilgængelige, og hvis tilgængelige så forsinkede, vil der i denne fremstilling blive lagt vægt på, at regnskabsposten har et postpositivistisk¹⁹ indhold, da det anerkendes, at materielle anlægsaktiver i form af fast ejendom har en fysisk manifestation, men samtidig iagttages det, at værdiansættelsen sker på baggrund af subjektive skøn. Det skal endvidere ses i sammenhæng med, at hver enkel ejendom er unik og medfører underliggende forskelle i pengestrømmene ejendommene imellem.

1.5.2 Kandidatafhandlingens metode og disposition

Nedenfor redegøres for den metodiske tilgang til teorikapitlet, problemidentifikationen, problembehandlingen og den afsluttende vurdering og sammenfatning af analysen. Metoden er udarbejdet med udgangspunkt i den skinbarlige virkelighed²⁰.

Den valgte metode er udtryk for, at afhandlingen udformes som et survey, der giver et indblik i, hvordan børsnoterede ejendomsselskaber måler og præsenterer investeringsejendomme i deres årsrapporter for 2007/08. Undersøgelsesdesignet er således udtryk for et statisk studie af lovgivning samt praksis på området.

Den overordnede metode er deduktiv præget, idet surveyet er baseret på love, standarder mv., og kan betegnes som eksplorativt og diagnosticerende i forhold til anvendelsen i praksis. Selve case studierne af de eksterne årsrapporter, som er nærmere omtalt i afsnit 1.5.2.4, er derimod udtryk for en mere induktiv tilgang, omend formålet primært er at sammenholde praksis med gældende love og standarder. Omvendt anvendes den empiriske analyse til at understøtte den afsluttende problem-løsende/normative del af afhandlingen, hvor der udarbejdes forslag til ændringer.

¹⁹ Kim Klarskov Jeppesen 2001, Dansk Sociologi nr. 1, Postmoderne regnskaber

²⁰ Ib Andersen, 2006, Den skinbarlige virkelighed

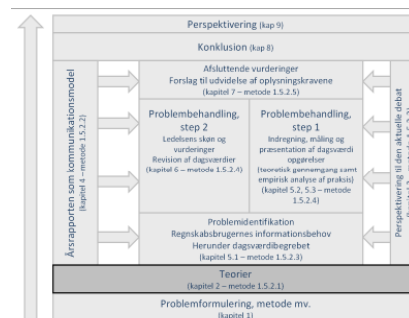
Interview brugt til inspiration ved fastlæggelse af opgavens metode:

Der er foretaget et indledningsvist åbent, delvist struktureret interview²¹ med en højinformant inden for IFRS-regelsættet, inden udarbejdelsen af metodeafsnittet er påbegyndt. Interviewet er som alt-overvejende anvendt til at sikre, at vi tidligt i processen får et overblik over de umiddelbare problemelementer, som problemstillingen indeholder. Ved anvendelse af et interview tidligt i processen har vi været opmærksomme på at kombinere informationen opnået ved interviewet med sekundære kilder i form af artikler, journals mv. for at sikre, at vi metodisk har konstrueret et nuanceret fundament for afhandlingen.

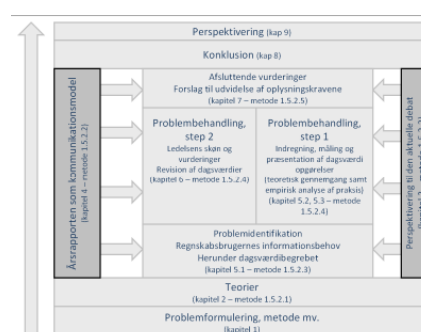
De efterfølgende afsnit 1.5.2.1 - 1.5.2.5 er struktureret med udgangspunkt i Figur 2, side 8. Figuren er vist i hvert enkelt afsnit, hvor det med farve er markeret, hvilket kapitel den metodiske gennemgang vedrører.

1.5.2.1 Teorier

Der opstilles i kapitlet teorier til brug for den videre analyse af afhandlingens problemstilling. Teorierne skal ses i sammenhæng med det rammeværk, som IFRS er udarbejdet under, hvilket der redegøres særskilt for i forbindelse med problemidentifikationen.

**1.5.2.2 Perspektivering af debatten samt årsrapporten som kommunikationsmodel****Perspektivering af afhandlingen i forhold til den aktuelle debat**

Begrebet "dagsværdiopgørelser" er i mange sammenhænge diskuteret, og der har igennem de senere år været en tiltagende debat omkring, hvorvidt overgang fra den formueorienterede til den præstationsorienterede regnskabsteori igen bør anbefales²², omend IFRS ikke er fuldt formueorienteret i sin nuværende udformning.



Sekundære data: Kapitlet anvender således artikler, journals, publikationer mv. til at danne en referenceramme til afhandlingens videre analyse af problemformuleringen. Disse sekundære artikler, journals mv. vil der i selve analysen blive refereret til, når det anses for relevant for problembehandlingen.

²¹ Ib Andersen, 2006, Den skinbarlige virkelighed, s. 168

Årsrapporten som kommunikationsmodel

Formålet med denne del af afhandlingen er eksplicit at fremhæve, at årsrapporten skal forstås som en kommunikationsmodel/platform for det enkelte regnskabsaflæggende selskab.

Metodisk anvendes et single casestudy²³ af en udvalgt årsrapport (sekundære data), hvor analysen heraf foretages i overensstemmelse med Goffmans interaktionsteori. Som repræsentant for de børs-noterede ejendomsselskaber vælges Jeudan, idet selskabet har et ry for at være foregangseksempel, for så vidt angår oplysninger i årsrapporten. Det er valgt ikke at gennemgå mere end én årsrapport, idet formålet alene er at fremhæve et i praksis og teorien anerkendt fænomen – årsrapporten som kommunikationsmodel.

Dernæst foretages et åbent, delvist struktureret interview (primære data) med en udvalgt professionel investor for at tydeliggøre årsrapporten som kommunikationsmodel i et stakeholder perspektiv. Interviewet refereres ikke direkte i opgaven, men der henvises hertil, hvor det vurderes relevant.

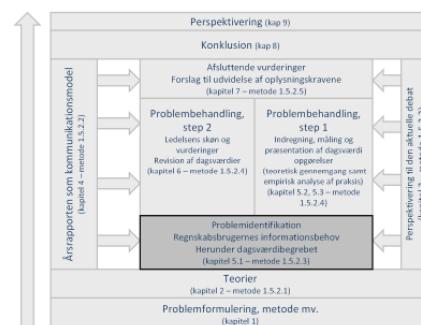
1.5.2.3 Problemidentifikation (kapitel 5.2)

Problemidentifikationen tager udgangspunkt i en teoretisk vurdering af investors informationsbehov i relation til dagsværdiopgørelser. Det er metodisk valgt at fokusere på en teoretisk vurderende tilgang hertil i denne del af afhandlingen for at anvende problemidentifikationen som base for selve problembehandlingen i de efterfølgende kapitler.

Primære data: I relation til investors informationsbehov foretages et delvist struktureret interview²¹ med en direktør og bestyrelsesmedlem for et større dansk ejendomsinvesteringsselskab.

Interviewet er foretaget med henblik på at give inspiration til behandling af den konkrete problemstilling og er gennemført som et delvist struktureret interview. Det har ikke været hensigten at opnå repræsentativt gyldige udtalelser, hvorfor der udelukkende er gennemført ét interview.

Sekundære data: Der anvendes årsrapporter i det omfang, det er relevant for at underbygge de konkrete afsnit i problemidentifikationsfasen. Der henvises til afsnit 1.5.2.4, hvor den metodiske tilgang

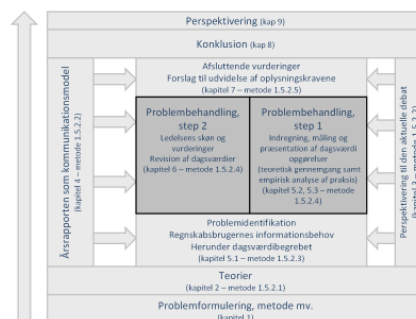


²² Jens O. Elling, 2008, Financiel Rapportering, kapitel 4.

til anvendelse af årsrapporter i den empiriske analyse er omtalt nærmere. Dernæst anvendes fagbøger og artikler om investors informationsbehov i den teoretiske del af problemidentifikationen.

1.5.2.4 Problembehandling step 1 og 2 (kapitel 5.3, 5.4 og 0)

I **Step 1** tages udgangspunkt i IFRS-referenceramme og standarder (IFRS/IAS²⁴) for dagsværdiopgørelser og investeringsejendomme. Der redegøres for anvendelsen af standarderne, hvorefter der i de enkelte afsnit foretages en analyse af, hvordan anvendelsen af standarderne materialiserer sig i de enkelte årsrapporter for de danske børsnoterede ejendomsselskaber.



Sekundære data: Analysen vil tage udgangspunkt i standarder, love, fortolkningsbidrag skrevet hertil, papers fra IASB, IAASB og lignende materiale, der har til formål at identificere opgave- og ansvarsfordeling mellem primært revisor og sekundært ledelsen i relation til problemstillingen.

I forbindelse med selve analysen af standarder, love, fortolkningsbidrag mv. inddrages et udvalg af børsnoterede ejendomsselskabers seneste offentliggjorte årsrapporter.

Fastlæggelsen af en egentlig totalpopulation for børsnoterede danske ejendomsselskaber afhænger af, hvordan et ejendomsselskab defineres, idet enkelte af de børsnoterede selskabers (der besidder investeringsejendomme) balancer ligeledes består af andre aktiver. Vi har derfor udvalgt årsrapporterne ved at stratificere populationen på baggrund af investeringsejendommenes andel af balancen og herefter udvalgt de ti største ejendomsselskaber målt herpå. Udvælgelsen af de største ejendomsselskaber er begrundet i, at disse selskaber ud fra en rationel økonomisk tilgang vil have det højeste informationsniveau, idet de har størst interesse i at nedbringe deres kapitalomkostninger.

Der foretages multi case²⁵ studier af de ti udvalgte årsrapporter inden for de særligt udvalgte områder, der er relateret til indregning, måling og præsentation af investeringsejendommene, når disse måles til dagsværdi.

²³ Ib Andersen, 2006, Den skinbarlige virkelighed, side 112f.

²⁴ International Financial Reporting Standard (IFRS), International Accounting Standard, IAS'er udstedt før reguleringsorganet ændrede navn til IASB.

Kapitlet foretager således en teoretisk gennemgang af standarderne, sammenhængen herimellem mv. kombineret med en empirisk analyse af, hvordan anvendelsen heraf materialiserer sig i praksis. Vi vil i det omfang, vi mener, at der er en kløft mellem standardernes krav og praksis, påpege dette.

Analysen af disse årsrapporter foretages med udgangspunkt i Goffmans interaktionsteori omhandlende impression management samt de informationskrav, som analysen viser, at regnskabsbruger bør stille til detaljeringsgraden af oplysningerne i årsrapporten med henblik på en retvisende værdiansættelse af virksomheden baseret på analytikerens egne eksplicite forudsætninger.

Samtidig vil analysen, hvor det vurderes relevant, blive perspektiveret i forhold til den verserende debat samt de foretagne interviews.

Ovenstående bygger på en rationel analyse af investors informationsbehov, og analysen forholder sig ikke til investors informationsbehov i praksis, hvis der måtte være forskelle. Det har været overvejet at anvende spørgeskemaer til at indhente investorers og revisorers synspunkter på problemstillingen. Det er imidlertid vurderet, at spørgeskemaer ikke har været en praktisk løsning af flere grunde. Den væsentligste begrundelse ligger i, at investorerne efter vores opfattelse ofte er tilbageholdende med at besvare spørgeskemaer, ligesom de større revisionshuse har meldt ud til de ansatte, at der ikke længere ønskes rundsending af spørgeskemaer. Det kan ikke afvises, at den valgte undersøgelsesteknik samt fravalg af spørgeskemaer kan påvirke konklusionen.

I Step 2 foretages en problembehandling af, hvorledes ansvarsfordelingen er mellem ledelsen og revisor. Det primære fokus er revisors overvejelser om indhentelse af revisionsbevis samt konklusion herpå.

Primære data: Der foretages indledningsvist et delvist struktureret interview²¹ med en højinformant inden for regnskabsmæssige og revisionsmæssige udfordringer i relation til ledelsens og revisors ansvar for dagsværdiopgørelser i årsrapporten. Som i de øvrige interviews i afhandlingen vil det blive anvendt som grundlag for vores overvejelser i relation til afsnittet. Det har ikke været hensigten at opnå repræsentativt gyldige udtalelser, hvorfor der udelukkende er gennemført ét inter-

²⁵ Ib Andersen, 2006, Den skinbarlige virkelighed, s. 113f.

view. Det er vores vurdering, at den manglende repræsentative gyldighed af interviewet ikke har påvirket konklusionen som konsekvens af den begrænsede anvendelse af interviewet.

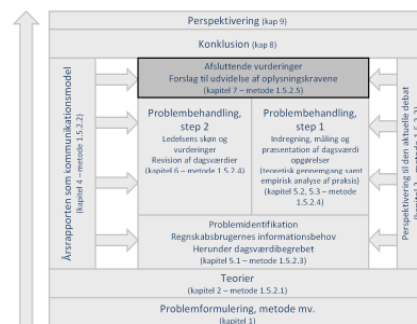
Sekundære data: Problembehandlingen vil i step 2 have en teoretisk tilgang, hvor love og standarder vil være det primære fundament. Analysen vil i flere sammenhænge perspektiveres til den empiriske analyse og kapitlerne 5.3 og 5.4.

Der har været hensigten at anvende tidligere afgørelser og domme om revisors ansvar vedrørende revision af dagsværdiopgørelser, men ved en gennemgang af foreliggende domme er det konstateret, at der ikke foreligger domme, som indeholder elementer, der er relevante for problemstillingen.

1.5.2.5 Vurdering af muligheden for en udvidelse af oplysningskravene

Det afsluttende kapitel har til formål at foretage en vurdering og analyse af, hvilke yderligere oplysninger/noter investor kunne have fordel af at få i et inaktivt og illikvidt marked. Tilgangen vil primært være deduktiv, idet der tages udgangspunkt i gældende rammeværker, love, standarder samt investors teoretiske informa-

tionsbehov, hvorefter der med inspiration fra gældende standarder for finansielle instrumenter mv. vil blive søgt udledt relevante oplysninger/noter; oplysningskrav som efter vores opfattelse vil kunne implementeres i den gældende standard for investeringsejendomme.



1.6 Oversigt over kapitlerne

Kapitel 2 har til formål at redegøre for de teorier, som vil danne grundlag for afhandlingens analyse, herunder sætte teorierne ind i den relevante kontekst.

Kapitel 3 og 4 har dels til formål at placere problemidentifikation, problembehandlingen og den empiriske analyse i forhold til den aktuelle debat og dels at fremhæve årsrapporten som en kommunikationsmodel/platform for det rapporterende selskab.

Kapitel 5 har til formål at identificere investors informationsbehov i relation til dagsværdiopgørelser og herefter at foretage en konkret analyse og vurdering af de metoder, der anvendes ved fastsættelse af dagsværdier. Dernæst foretages en empirisk analyse samt en vurdering af, hvordan dagsværdiopgørelser materialiserer sig i praksis, herunder i relation til gældende oplysningskrav.

Kapitel 6 har til formål at analysere og vurdere fordelingen mellem primært revisors og sekundært ledelsens ansvar. Analysen foretages primært ved at analysere lovtekster, standarder og publikationer. Kapitalet er et essentielt element i besvarelse af afhandlingens problemformulering og kombinerer således det teoretiske fundament og forståelsesgrundlag med ledelsens og revisors praktiske stillingtagen til dagsværdiopgørelserne samt oplysninger herom i årsrapporten.

Kapitel 7 er en afsluttende analyse og vurdering af muligheden for udvidelse af oplysningskravene. Analysen diskuterer samtidig konsekvensen af de yderligere krav i forhold til primært revisor samt i forhold til IFRS-begrebsrammens cost-benefit perspektiv.

De enkelte analysekapitler indeholder afslutningsvist et opsummerings- og vurderingsafsnit, som har til formål at samle op på de i det givne kapitel foretagne analyser og vurderinger. Delkonklusioner i traditionel forstand er fravalgt for mere aktivt at kunne behandle kapitlernes indhold i de afsluttende afsnit.

1.7 Kildekritik - validitet og reliabilitet

I nærværende fremstilling anvendes en kombination af primære og sekundære kilder. Der henvises til de enkelte metode- og teoriafsnit, hvor kilderne beskrives og vurderes.

I alle henseender er det tilstræbt at anvende de mest objektive kilder til sikring af en valid konklusion. Der er foretaget en kritisk vurdering af alle kilder med henblik på at afdække, hvorvidt disse er utroværdige eller biased, og dermed vil have tilsvarende påvirkning på fremstillingens konklusion.

Enkelte af de anvendte kilder er af ældre dato. Det fremhæves, at kilder af ældre dato typisk er anvendt i forbindelse med fastlæggelse af opgavens teoretiske grundlag. Kilder af ældre dato udgøres primært af artikler indeholdende teorier, tanker mv. af mere almengyldig karakter.

I relation til selve diskussionen af dagsværdibegrebet er der i afhandlingen anvendt en række discussion papers, artikler, standarder mv., der alle omhandler finansielle instrumenter (omfattet af IAS 39). En investeringsejendom er ikke et finansielt instrument, men derimod et materielt anlægsaktiv efter IAS 40 eller omsætningsaktiv efter IFRS 5²⁶. De anvendte kilder diskuterer imidlertid dagsværdibegrebet bredt, hvorfor det er vurderet, at diskussionen i relation til finansielle instrumenter med få forbehold kan overføres til investeringsejendomme.

Der er anvendt enkelte specialer fra cand.merc.aud.-studiet mv. som inspiration til opgavestruktur og tilgangsvinkel til opgaven.

Informationssøgningen er stoppet den 1. august 2009, hvorfor information, der er offentliggjort om emnet eller tilgrænsende emner herefter, ikke er medtaget i afhandlingen.

²⁶ Investeringsejendomme klassificeres som aktiv, der besiddes med henblik på salg.

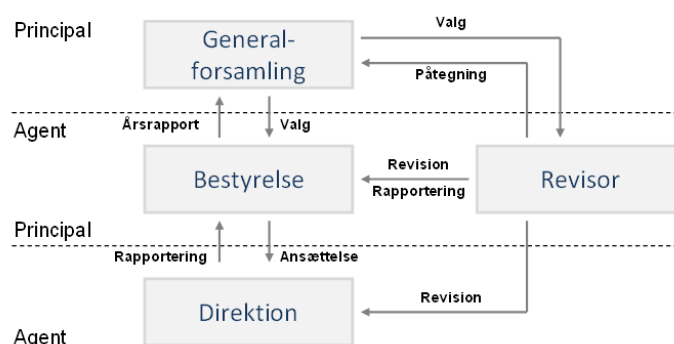
2. Teori og modeller

Nedenfor redegøres for de grundlæggende teorier, som afhandlingens problemidentifikation, problembehandling og empiriske analyse arbejder indenfor. Redegørelsen har således til formål at give et samlet overblik over de enkelte teories relevans i forhold til den konkrete problemstilling, og der inddrages således kun den del af de enkelte teorier, som anses relevant i forhold til konteksten.

2.1 Agentteorien – samspil mellem ledelse og revisor

I nærværende afsnit redegøres for agentteorien som teoretisk grundlag for afhandlingens analyse af fordelingen mellem ledelsens og revisors ansvar for dagsværdiopgørelser i årsrapporten. I redegørelsen tages indledningsvist udgangspunkt i forholdet mellem ejer og bestyrelse/direktion, hvorefter revisor og tredjemand sættes i forhold hertil.

Den agentteoretiske problemstilling opstår, når en principal (f.eks. ejeren) delegerer tilsyn med og ledelsen af en virksomhed til en bestyrelse og direktion, som det fremgår af Figur 4 nedenfor. Principalens opgave er at konstruere incitamentsstrukturer, der sikrer, at ledelsen af virksomheden arbejder i overensstemmelse med ejernes interesser²⁷.



Figur 4 – Agentteorien i et revisionsperspektiv²⁸

Der kan fremhæves to grundlæggende årsager til, at principalen ønsker at kontrollere den kontraktuelle relation til agenten²⁹:

- 1) Agentteorien tillægger parterne rationel økonomisk adfærd, hvorefter den enkelte kontraherende part vil forsøge at maksimere sit eget udbytte – adfærden betegnes som opportunistisk adfærd.
- 2) Der opstår i relationen endvidere informationsasymmetri mellem agenten og principalen, idet

²⁷ Rolf Elm-Larsen, 2005, Revision i agentteoretisk belysning

²⁸ Rolf Elm-Larsen, 2005, Revision i agentteoretisk belysning

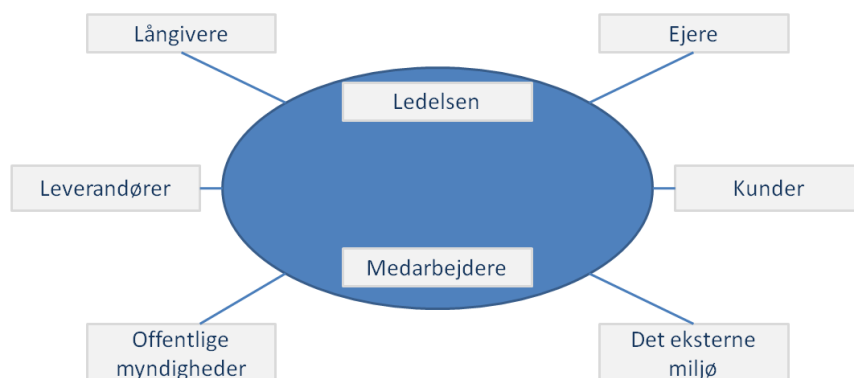
ledelsen har daglig kontakt med virksomheden samt indblik i flere enkeltforhold, end principa-
len kan opnå. En fuldstændig overvågning af agenten er i et cost-benefit perspektiv ikke renta-
bel.

Revision af den eksterne årsrapport er derfor et vigtigt element i principalens tilsyn med agenten,
hvorfor det er afgørende for principalen, at revisor kan anses for objektiv, kompetent og uafhængig.
Principalen må samtidig gøre sig klart, hvilket omfang og hvilke begrænsninger den udførte revisi-
on har og på den baggrund tage stilling til nødvendigheden af yderligere kontrol af agentens adfærd.

I relation til nærværende problemstilling må dels principalen i form af ejeren og dels tredjemand i
form af långivere således nøje overveje fordelingen mellem ledelsens og revisors ansvar, da denne
grænsedragning må anses som grundlaget for, hvilken værdi der kan tillægges revisors påtegning af
årsrapporten. Herunder må det nøje overvejes, hvorvidt den enkelte har brug for yderligere kontrol
af agenten for at kunne træffe de beslutninger, som maksimerer deres velfærd³⁰.

2.2 Revisors rolle og regulering af revisors arbejde

I afsnittet ovenfor redegøres for agentteorien, som teoretiserer forholdet mellem ejerne, ledelsen og
revisor. Agentteorien kan imidlertid kritiseres på flere områder, herunder bemærkes det, at den har
en investorsynsvinkel og ikke en stakeholder synsvinkel. En virksomhed kan imidlertid beskrives
som et netværk af socioøkonomiske sammenhænge, som det fremgår af Figur 5 nedenfor.



Figur 5 – Virksomheden som en koalitionsmodel af primære interessenter³¹

Ovenstående stakeholder perspektiv medfører, at agentteorien nødvendigvis må suppleres af et
egentligt paradigme for revisors eksistensberettigelse og koncept. I det følgende redegøres således

²⁹ Wallace, Wanda A (1980): "The Economic Role of the Audit in Free and Regulated Markets", s. 12-13

³⁰ The Institute of chartered accountants (in England & Wales) 12/2005, Agency theory and the role of audit

³¹ Jens O. Elling, 2008, Finansiell rapportering, teori og regulering, s. 24, figur 1.2

for en konceptuel tilgang til revisionsprocessen med udgangspunkt i Pratt & van Peursems tanker herom³².

Troværdighed og etik;	Kompetence, professionel dømmekraft og uafhængighed
Proces;	Revisionsrisiko, revisionsbevis og væsentlighed
Kommunikation;	Rapport
Performance;	Standarder, rettidig omhu og kvalitetskontrol

2.2.1.1 Kompetence, professionel dømmekraft og uafhængighed

Revisors eksistensberettigelse er i henhold til Pratt & van Peursem nært knyttet til evnen til at opretholde følgende karakteristika for professionen som helhed³³:

- Kompetence, viden og færdigheder til at udføre en effektiv revision.
- Uafhængighed, deraf evnen til at udvikle en objektiv bedømmelse af et givet forhold.
- Professionel dømmekraft, herunder hvad der må anses for væsentligt.

I dansk lovgivning er ovennævnte kvalifikationer implementeret i reguleringen via uafhængighedsbekendtgørelsen, FSR's Etikudvalg, krav om fortløbende faglig uddannelse samt de enkelte revisionsstandarder mv.

Ovenstående skal ses i sammenhæng med, at revisorprofessionen nødvendigvis må sikre, at samfundet indser revisors eksistensberettigelse. Som erklæringsafgiver skal revisors eksistensberettigelse ses i forhold til, at årsrapporten tilføres yderligere informationsværdi ved påtegning af revisor.

2.2.1.2 Proces

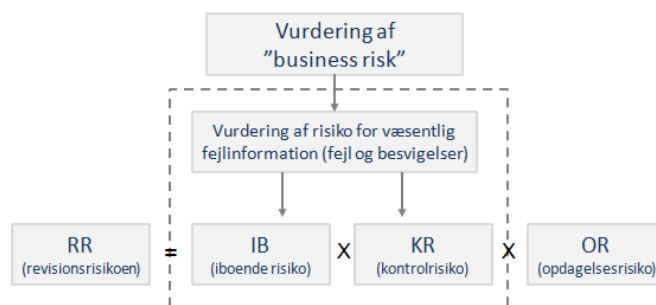
Revisorprofessionen opnår i henhold til ovenfor sin troværdighed i et samfundsperspektiv ved at have den fornødne kompetence, professionelle dømmekraft samt uafhængighed. Omvendt vil selve effektiviteten og resultatet af revisionsprocessen ultimativt påvirke omdømmet af professionen, idet erhvervsskandaler eller andre forhold, hvor revisionssvigt antydes eller stadfæstes, vil have stor betydning for omverdenens opfattelse af revisors eksistensberettigelse og evne til at opnå formålet

³² Michael J. Pratt & Karen van Peursem, 1992 revised, Towards a conceptual framework for auditing, s. 11-31

³³ Michael J. Pratt & Karen van Peursem, 1992 revised, Towards a conceptual framework for auditing, s. 19

hermed. Forventningskløften har desuden ofte i forbindelse med erhvervsskandaler haft en ikke ubetydelig påvirkning på den offentlige debat³⁴.

Revisors overordnede risiko betegnes revisionsrisikoen; defineret som risikoen for at afgive en blank påtegning på en årsrapport, der er væsentligt fejlbehæftet. Revisionsrisikoen kan opdeles i følgende komponenter:



Figur 6 –Revisionsrisiko i et procesperspektiv³⁵

Som det fremgår er IB og KR givne og eksisterer uafhængigt af den værende revisionsproces, hvorimod OR er udtryk for revisors valg i forbindelse med indhentelse af revisionsbevis. Revisionsbeviset reguleres primært i RS 500 omhandlende revisionsbevis, herunder er RS 540 (revision af regnskabsmæssige skøn) samt RS 545 (revision af dagsværdier) særligt relevante i relation til afhandlingens problemstilling.

Revisors kompetence til at indhente revisionsbevis må samtidig efterprøves. I den forbindelse bør RS 315 inddrages, hvori der stilles krav om, at revisor besidder det fornødne branchekendskab. I relation til revision af ejendomsselskaber, der måler ejendomme til dagsværdi, må en sådan kompetence anses for altafgørende for, at revisors påtegning kan anses for at tilføre investor værdi.

Revisionsbevis indhentes imidlertid altid under hensyntagen til regnskabsposten eller forholdets væsentlighed for årsrapporten som helhed, således at cost-benefit begrebet er afgørende herfor. Det bemærkes samtidig, at det i sidste ende udelukkende afgøres af, hvorvidt revisor vurderer, at et forhold vil medføre, at en kyndig regnskabsbruger vil træffe en anden beslutning. I relation til markedssituationen må det forventes, at revisor efter RS 330 vurderer, at revisionsmålet værdiansættel-

³⁴ FSR Beretning 2008, www.fsr.dk

³⁵ Messier Jr. and William F, 2006, Auditing & Assurance Service, s. 65, figur 3-1

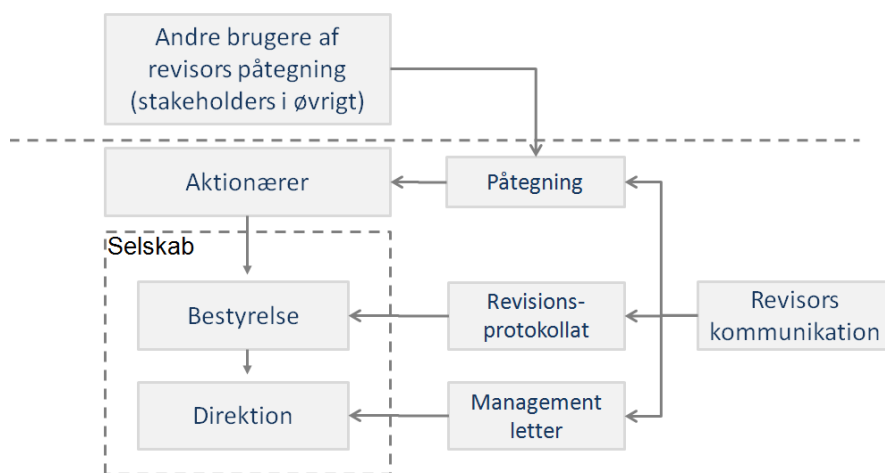
se medfører betydelig risiko for fejlinformation. Vores senere analyse vil derfor ligeledes tage udgangspunkt i revisionsmålet værdiansættelse.

Samtidig bemærkes det, at i en agentteoretisk synsvinkel bør principalen specielt være opmærksom på revisors begrænsede ansvar for at opdage besvigelser. Revisors ansvar for at opdage besvigelser er således begrænset til at opretholde professionel skepsis, overveje muligheden for, at besvigelser kan forekomme, indhente den øverste ledelses vurdering af risikoen for besvigelser og lignende overordnede handlinger³⁶.

2.2.1.3 Kommunikation

Revisionsprocessen skaber udelukkende værdi for aktionærerne, når resultatet af revisionsprocessen kommunikeres til disse. Revisors ultimative kommunikationsmiddel er revisionspåtegningen, hvor revisor kan modificere sin påtegning med såvel forbehold som supplerende oplysninger.

Revisors lovfæstede muligheder for at kommunikere observerede forhold kan skitseres således:



Figur 7 – Kommunikation af revisors observationer / resultat af revisionen³⁷

I relation til afhandlingens problemstilling fokuseres på påtegningen, idet investorperspektivet er primært. I relation hertil må RS 540/545 analyseres for at vurdere, hvilket krav der stilles til verifikation af dagsværdiopgørelser, der indgår i den eksterne årsrapport.

³⁶ RS 240

³⁷ Egen tilvirkning, inspiration: FSR, Revisorhåndbogen 2009, RS 700/701, RS 265, RS 260

2.2.1.4 Performance

Pratt & van Peurse klassificerer i deres konceptuelle tilgang til revision følgende tre forhold under performance:

- Revisor reviderer i henhold til professionens egne standarder.
- Rettidig omhu efterleves³⁸.
- Kvalitetskontrol i bred forstand.

I forbindelse med problembehandlingen er det interessant at forholde sig yderligere til revisionsstandarderne. Som tidligere nævnt er flere revisionsstandarder særligt vigtige i relation til analysen i nærværende fremstilling, idet det må forventes, at revisor efterlever disse. Samtidig må det forventes, at revisor ikke udfører væsentlig mere arbejde, end gældende standarder foreskriver, idet det til en vis grænse ikke vil kunne ses i overensstemmelse med lov om godkendte revisorer og revisionsvirksomheder § 16, stk. 1. Det fremgår heraf, at revisorer skal udføre revisionen med omhu, nøjagtighed og den hurtighed, som deres beskaffenhed tillader i overensstemmelse med god revisions-skik.

I fremstillingens analysedel vil spændingsfeltet mellem revisors pligt til at leve op til standarderne og samtidig overholde formuleringen i § 16, stk. 1 blive analyseret mere indgående i forhold til påtegning af årsrapporter, hvor dagsværdiopgørelser indgår.

2.3 Forventningskløften

Ovenstående konceptuelle tilgang til revisionsprocessen fordrer, at såvel afsender (revisor) som modtager (regnskabsbruger) af en blank revisionspåtegning begge har fuld forståelse for og indsigt i revisionsprocessen og de standarder, der ligger til grund for afgivelsen af revisors påtegning. Er det ikke tilfældet, opstår der en forventningskløft mellem, hvad regnskabsbruger forventer, revisor udfører af handlinger, og de handlinger, som revisor udfører. Når forventningskløften øges medfører det lavere troværdighed for revisor, lavere indtjeningspotentiale og prestigetab for revisorprofessionen.

³⁸ Princippet er fastsat i dansk lovgivning, jf. lov om godkendte revisorer og revisionsvirksomheder § 16, stk. 1.

Der er en række forhold, der medvirker til, at forventningskløften opstår³⁹. I forhold til nærværende problemstilling er det vores opfattelse, at det primært er den komplicerede beskaffenhed af revisionsprocessen ved revision af dagsværdier, der medfører en forventningskløft. Det forhold kompliceres af, at opgørelsen af dagsværdier for investeringsejendomme baseres på beregninger, som ikke er tilgængelige for regnskabsbrugere.

Afhandlingen vil primært anvende teorien om forventningskløften i forhold til revisors indhentelse af revisionsbevis. Det skal ses i sammenhæng med, at der ved revision af dagsværdier nemt opstår en kløft mellem de revisionsbevis, revisor kan indhente, og det regnskabsbruger forventer, at revisor opnår.

2.4 Den eksterne årsrapport – en kommunikationsmodel

Den agentteoretiske problemstilling hænger sammen med det forhold, at årsrapporten i vores samfund har opnået skikkelse af en kommunikationsmodel for finansiel og tilhørende non-finansiel information. Årsrapporten er i dag et centralt element i principalens kontrol med agenten, herunder anvendes årsrapporten til at mindske informationsasymmetrien mellem principalen og agenten. Dernæst har årsrapporten som illustreret i Figur 5 på side 19 ligeledes en central rolle i et stakeholderperspektiv.

I relation hertil er det imidlertid værd at bemærke, at anvendelse af årsrapporten til sådanne formål fordrer en række implicite forhold omkring regnskabets objektivitet, som ikke eksplicit fremhæves. Derfor redegøres først for afhandlingens paradigme for regnskabets ontologi, hvorefter en interaktionsteori præsenteres for at tydeliggøre, hvordan årsrapporten anvendes i et stakeholderperspektiv til kommunikation af non-finansiel og finansiel information.

2.4.1 Regnskabets virkelighed

Årsrapporten som en objektiv kommunikationsmodel må derfor drøftes nærmere, idet det må antages, at regnskabsbrugerne alt andet lige efterspørger en neutral præsentation af en virksomheds finansielle og non-finansielle performance.

³⁹ I artiklen "The audit expectation gap: A review of the contributing factors nævnes: complicated nature of an audit function; conflicting role of auditors; retrospective evaluation of auditors' performance; time lag in responding to changing expectation; and self-regulation process of the auditing profession.

Der må således være nogle grundlæggende præmisser, som afsender og modtager begge anerkender, herunder⁴⁰:

- At de menneskelige aktører tror, der eksisterer en objektiv verificerbar virkelighed vedrørende et selskabs økonomiske og sociale situation.
- At de tror, at denne virkelighed kan repræsenteres ved hjælp af tal og tekst i årsregnskabet.
- At de tror, at en eventuel revisor, som følge af sin revision, kan erkende, hvorvidt der er overensstemmelse mellem den objektive virkelighed og dennes repræsentation i regnskabet.

En objektiv og neutral fremstilling af den finansielle performance forudsætter således, at der findes en objektiv sandhed om økonomisk rapportering. Det er uden for afhandlingens formål at diskutere, hvorvidt der kan opstilles en sådan stringent model for rapportering af økonomisk performance, men det kan blot konstateres, at regnskabsreguleringen for flere regnskabsposter lader det være op til den enkelte virksomhed at fastlægge den anvendte regnskabspraksis. Derved tillades forskelligartet indregning og måling for ellers ensartede økonomiske hændelser⁴⁰.

Når ellers ensartede regnskabsposter kan præsenteres forskelligt (anvendt regnskabspraksis), og der ligeledes er skøn knyttet til værdiansættelsen (regnskabsmæssige skøn), øges behovet for information om de forudsætninger og antagelser, der lægges til grund for den enkelte indregning og måling. Sker det ikke, kan regnskabsbruger ikke tage kvalificeret stilling til den enkelte regnskabspost og dermed regnskabet som helhed.

I nærværende afhandling indtages den holdning, at regnskabets ontologi i høj grad må betragtes som postmodernistisk præget af stærke socialkonstruktivistiske strømninger gennem de seneste år.

2.4.2 Goffmans interaktionsteori

I forlængelse af ovenstående sammenfatning af fremstillingens paradigme for regnskabets ontologi redegøres i de følgende afsnit for, hvordan regnskabet i et interaktionsperspektiv får en central placering, når en virksomhed vil kommunikere finansielle og non-finansielle forhold til omverdenen. I kapitel 4 vil teorien blive anvendt på en konkret årsrapport for at tydeliggøre, hvorledes interaktionsteorien udspiller sig ved aflæggelsen af årsrapporter.

⁴⁰ Kim Klarskov Jeppesen, 2001, Postmoderne Regnskaber?, Dansk Sociologi nr. 1

Teorien er baseret på Goffmans interaktionsteori, som efterfølgende er tolket af Peter Skærbæk i sammenhæng med udarbejdelse og offentliggørelse af årsrapporter⁴¹. Nedenfor redegøres for teoriens grundtræk med udgangspunkt i originalteksten samt med støtte i Peter Skærbæks tolkning heraf. Dernæst relateres i mindre omfang til nærværende analyse af dagsværdier i illikvide og inaktive markeder, hvor det anses for relevant for den videre afhandling.

Goffmans interaktionsteori, som bygger på impression management, tager sit afsæt i, at der i det daglige liv er en række sociale situationer, hvor den enkelte tilrettelægger og justerer sin adfærd for at gøre et bestemt indtryk og dermed opnå et bestemt resultat. Nedenfor gennemgås overordnet de elementer, der indgår i interaktionsteorien, herunder forestillingen, teamet, regionerne, de modstridende roller, kommunikationen af indtrykkene og afslutningsvist selve kernen i interaktionsteorien - nemlig styring af kommunikationen kaldet impression management.

- Forestillingen

"All the activity of a given participant on a given occasion that serves to influence in any way any of the other participants".⁴²

Som det fremgår ovenfor, er forestillingen et udtryk for handlinger, der har til formål at påvirke modtageren med disse indtryk – fakta fremføres/kommunikeres via forestillingen til modtageren. Succesen af forestillingen måles på, hvorvidt den enkelte formår at give et solidt indtryk af, at det fremførte er et udtryk for virkeligheden.

Årsrapporten er ofte et centralt element i en virksomheds fremførsel af finansiell styrke, evne til at skabe positiv indtjening samt mere bløde forhold som troværdig, tillid og kompetence.

- Temaet

"Successful performances are usually staged not by individuals but by teams, who share both risk and discreditable information in a manner comparable to a secret society".⁴³

⁴¹ Peter Skærbæk 2002/03, Det årlige maskespil, økonomistyring og informatik – 18. årgang 2002/03 nr. 3

⁴² E. Goffman, 1992, The presentation of self in everyday life. (En kort opsummering fra P. Manning, Erving Goffman and Modern sociology 1992, side 37–44).

⁴³ E. Goffman, 1992, The presentation of self in everyday life. (En kort opsummering fra P. Manning, Erving Goffmann and Modern sociology 1992, side 37–44).

Forestillingerne fremføres ofte af teams, og i henhold til Peter Skærbæks tolkning af Goffmans teori er den afgørende faktor for, om den enkelte er medlem af teamet et spørgsmål om, hvorvidt individet synes at bidrage hensigtsmæssigt til forestillingen.

I relation til årsrapporten er det således interessant at analysere, hvem i virksomheden der udadtil fremfører forestillingen.

- Regionerne

Regionerne består af en front-stage og en back-stage region, som er skarpt adskilt af en adgangsvej, som i de fleste sammenhænge ikke kan overskrides af udefrakommende. I back-stage regionen udvikles det plot, der senere skal fremføres via forestillingen, og i front-stage regionen fremføres selve skuespillet som på en scene.

Plottet i forestillingen udvælges efter subjektive eller objektive kriterier på baggrund af den dagsorden, som virksomheden har i forhold til omverdenen. Det er ikke muligt for publikum at trænge ind på back-stage området, hvorfor publikum må foranledige sin opfattelse af forestillingens grundlag på selve forestillingen og intet andet.

I virksomheder, herunder særligt i børsnoterede virksomheder, er adgangsvejen mellem back-stage og front-stage regionerne skarpt adskilt for at sikre, at kun information, der allerede er offentliggjort via børsen, er tilgængelig.

- De modstridende roller

"When knowledge of back-region activities is valuable, a variety of people with "discrepant roles" attempt to gain access by masquerading as team members".⁴⁴

I henhold til Peter Skærbæks fortolkning af interaktionsteorien er det grundlæggende element i de modstridende roller, at der foreligger informationsasymmetri mellem aktører, der fremfører forestillingen, og publikum. Informationsasymmetrien udgøres af fem grundlæggende forhold:

- Sorte hemmeligheder; forhold der anses for inkompatible med de indtryk, som forestillingen giver.
- Interne hemmeligheder; kan offentliggøres uden forestillingens indtryk skades.

⁴⁴ E. Goffman, 1992, The presentation of self in everyday life. (En kort opsummering fra P. Manning, Erving Goffmann and Modern sociology 1992, side 37–44).

- De betroede hemmeligheder; som aktørerne ikke kan afsløre uden at miste troværdighed.
- Strategiske hemmeligheder; hvilke handlinger teamet har planlagt at udføre.
- De frie hemmeligheder, som kan afsløres uden skade for forestillingens indtryk, og som samtidig blot underbygger det givne indtryk.

- Selve kommunikationen af udtrykkene

Selve kommunikationen af udtrykkene er helt afgørende, da selv små forhold kan medføre, at publikum begynder at tvivle på aktørernes troværdighed. Peter Skærbæk fremfører, at en person i et interview, der siger ”Øh, holder det nu...”, kan fremstå utroværdig, og kommunikationen kan falde til jorden.

I relation til årsrapporten bliver indtryk baseret på layout, sprogbrug, sammentællinger, interne sammenhænge i talmæssige opstillinger mv. afgørende for at fastholde kommunikationens troværdighed.

- Impression management

”The fear of disclosing discreditable information encourages performers to practice the art of ”impression management” and avoid unpleasant “scenes” in which each individual’s projected self may become irreconcilable with a presented self”⁴⁵.

I relation hertil skal det sikres, at forestillingen gennemspilles som planlagt. Den enkelte aktør må under ingen omstændigheder afsløre hemmeligheder, der forstyrrer forestillingens tilsigtede indtryk.

⁴⁵ E. Goffman, 1992, The presentation of self in everyday life. (En kort opsummering fra P. Manning, Erving Goffmann and Modern sociology 1992, side 37–44).

2.5 Opsummering

I nærværende kapitel er redegjort for afhandlingens teoribase, som vil danne grundlag for de analyser og vurderinger, der foretages i de følgende kapitler.

Det fremgår af metodeafsnittet samt indledningen til de enkelte kapitler, hvilke teorier der danner det primære grundlag for de givne analyser og vurderinger. Overordnet kan det fremhæves, at Goffmans interaktionsteori indledningsvis anvendes i kapitel 4 til at bibringe en forståelse af årsrapporten som kommunikationsmodel i forhold til ejendomsselskaber. Dernæst anvendes afhandlingens paradigme om regnskabets ontologi som fundament for vurderingen af oplysningskravene i kapitel 5 og 7.

Agentteorien og den konceptuelle tilgang til revisionen anvendes primært i kapitel 6 til analyse og vurdering af revisors henholdsvis ledelsens ansvar for de indregnede dagsværdier, herunder revisors indhentelse af revisionsbevis.

3. Perspektivering af afhandlingen i forhold til den aktuelle debat

Kapitlets formål er indledningsvist at placere afhandlingens problemformulering i forhold til den verserende debat omkring dagsværdiopgørelser i illikvide og inaktive markeder. Uddrag af debatten er udvalgt med udgangspunkt i de i Figur 1 angivne aktører (investor, revisor og ledelsen) i relation til relevansen heraf for problemformuleringen. Endelig er det kapitlets formål at skabe klarhed over kandidatafhandlingens bidrag i forhold til den eksisterende debat.

Debatten har efter vores opfattelse omhandlet dels en generel debat af dagsværdi som måleattribut, dels en konkret debat omkring investeringsejendomme og endelig ansvarsfordelingen mellem revisor og ledelsen. De enkelte resumeer vil fremdrage forfatterne/debatørernes synspunkter uden, at der nødvendigvis tages stilling hertil. De artikler, journals mv., der er resumeret, vil herefter danne en samfundsmæssig referenceramme for den videre problembehandling af afhandlingens problemfelt.

3.1 Fair value: Dagsværdier i årsrapporten

Afsnittet vil i korte træk fremhæve væsentlige synspunkter vedrørende anvendelse af dagsværdi som måleattribut i årsrapporten, herunder særligt i forhold til den finansielle krise.

3.1.1 Dagsværdiers påvirkning på finansielle kriser

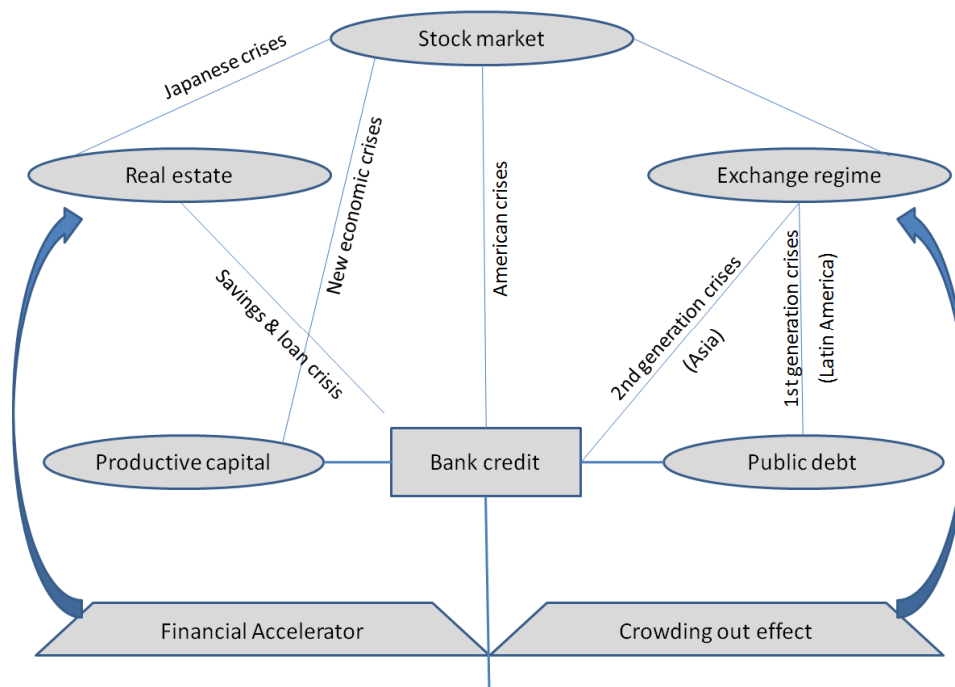
Artiklen "Assessing the impact of fair value upon financial crises"⁴⁶ er skrevet i 2007 og beskæftiger sig med skiftet fra anvendelse af den kostprisbaserede regnskabsmodel til den dagsværdibaserede regnskabsmodel. Indledningsvist kritiserer artiklen, at dagsværdi er bedst til at give et indblik i likvidationsprovenuet i en ikke-forceret likvidation, men at begrebet samtidig sammenblander transformationsprocessens værdiskabelse med urealiserede kapitalgevinster og -tab.

Artiklen har følgende pointer:

- Markederne er ikke perfekte, hvorfor værdiansættelse til dagsværdi kan være problematisk.
- Procyklisk øget risikotagning er kimen til de fleste tidligere finansielle kriser, og dagsværdiopgørelser vil forøge denne tendens.
- Dagsværdiopgørelser kan forlænge finansielle kriser, idet efterklangen af kriserne vil påvirke kapitalmarkeder en tid efter krisen og dermed trække dagsværdiopgørelserne ned.

⁴⁶ Robert Boyer, 2007, Socio-Economic review, "Assessing the impact of fair value upon financial crises"

- Bankers anvendelse af dagsværdiopgørelser kan mindske bankernes robusthed mod finansielle chok.



Figur 8 – The key role of banks as providers of liquidities during crises⁴⁷

Det fremgår af figuren, at ejendomsmarkedet primært påvirkes af ”savings & loan crisis”, som den finansielle krise for indeværende netop er et udtryk for.

3.1.2 Politisk pres på brug af dagsværdier

I artiklen ”Fair value: Hårdt politisk pres på dagsværdier i regnskaber”⁴⁸ fremhæver de to forfattere den verserende debat, der i høj grad er politisk forankret i forhold til den fortsatte anvendelse af dagsværdi som måleattribut. Debatten har ligeledes være påvirket af konvergensprojektet mellem Financial Accounting Standard Board (FASB⁴⁹) og IASB.

Den 30. december 2008 fremlagde Securities and Exchange Commission (SEC)⁵⁰ en rapport indeholdende en vurdering af behovet for en generel suspension af dagsværdi som værdiansættelsesmetode som en konsekvens af, at SEC havde opnået mandat til at foretage et sådan indgreb i forbindelse med redningspakken. Lignende politisk indblanding i regnskabsreglerne er set i IASB, hvor EU lag-

⁴⁷ Robert Boyer, 2007, Socio-Economic review, ”Assessing the impact of fair value upon financial crises”.

⁴⁸ Thomas Riise Johansen, Thomas Plenborg, 2009, Økonomisk ugebrev nr. 1 og 2.

⁴⁹ Det amerikanske reguleringsorgan, der udsteder regnskabsstandarder i USA.

de politisk pres på blandt andet IASB for at åbne muligheden for omklassifikation af obligationer fra handelsbeholdning til hold-til-udløbmåling med heraf følgende ændring i måleattribut til amortiseret kostpris.

Modstanderne af dagsværdi som måleattribut fremhæver efter forfatterens mening primært, at dagsværdierne forstærker krisen i nedgangstider, som det ligeledes fremhæves af den videnskabelige artikel ovenfor, herunder fremhæves særligt bankernes solvensproblematik i forhold til BASEL II-reglerne. I relation til måling til dagsværdi for investeringsejendomme fremhæves det, at måleattributten typisk medfører kunstigt høje værdiansættelser under højkonjunktur og tilsvarende lavere værdiansættelse under lavkonjunktur.

Fortalerne for dagsværdi fremfører efter forfatterens argumentation primært, at regnskabsreguleringens formål ikke er at danne grundlag for den styringsmæssige vinkel, hvorfor ledelsen og myndigheder bør udvikle særskilte regelsæt hertil, hvis det anses for nødvendigt.

Forfatterne fremhæver afslutningsvist, at løsninger på debatten omkring anvendelse af dagsværdi som måleattribut bør løses gennem andre lovgivningsmæssige tiltag end ændring af regnskabslovgivningen af politiske årsager, da årsrapportens formål er at støtte investors investeringsbeslutninger mv.

3.2 Måling og værdiansættelse af ejendomme i et illikvidt marked

Nedenfor sammenskrives resumeerne af dels en artikel omhandlende værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi i illikvide markeder og dels Erhvervs- og Selskabsstyrelsens (E&S) notat omhandlende ejendomsselskabernes brug af dagsværdi som måleattribut. Artiklerne er skrevet i forbindelse med den nuværende finanskrisen og med det formål at redegøre for finanskrisens afsmitning på ejendomsmarkedet.

⁵⁰ Securities and Exchange Commission, det amerikanske børstilsyn

3.2.1 Værdiansættelse af ejendomme, ekspertvurderinger⁵¹

”Det generelt lave antal transaktioner samt det forhold, at en del af gennemførte transaktioner sker som forcerede handler, har gjort det sværere at fastlægge dagsværdien for en ejendom eller grund⁵¹”.

I artiklen fremhæves ovenstående iagttagelse, der medfører, at fastlæggelse af dagsværdien i en mark-to-market betragtning ikke længere er mulig i samme udstrækning og med samme nemhed som tidligere. Det skal ses i sammenhæng med, at det er et krav ved anvendelse af en mark-to-market metode, at værdien er baseret på observationer fra et effektivt og likvidt marked. Forfatterne argumenterer for, at en mark-to-model metode i stedet skal anvendes, hvor det typisk er en afkastbaseret model, der danner grundlag for værdiansættelsen. Det pointeres endvidere, at selv i et likvidt og effektivt marked vil ejendomme i praksis værdiansættes efter en mark-to-model metode, da ejendomme og grunde ikke er fuldt sammenlignelige. Omvendt skal der foretages benchmark til markedsdata, selvom der foretages værdiansættelse ved brug af mark-to-model.

Forcerede handler som fænomen diskuteres endvidere i artiklen. Det er her forfatterens holdning, at forcerede handler, hvor prisen er væsentligt reduceret med det formål at kunne gennemføre en hurtig handel, som udgangspunkt ikke bør påvirke fastsættelsen af dagsværdien. Samtidig bemærker forfatterne, at såfremt det høje niveau for forcerede handler fortsætter, vil det på et tidspunkt ikke kunne undgå at påvirke dagsværdien i nedadgående retning, idet det høje udbud af forcerede handler modsvarer købernes efterspørgsel på markedet. Sker dette, vil de forcerede handler til sidst blive betragtet som normale efter omstændighederne og vil derfor skulle afspejles i dagsværdiopgørelserne.

3.2.2 Værdiansættelse af ejendomme, reguleringsorgan⁵²

E&S har efter undersøgelse af udvalgte årsrapporter observeret, at flere forhold gentagne gange har påvirket opgørelsen af dagsværdier for investeringsejendomme i årsrapporterne. I den forbindelse er det særligt bemærket, at dagsværdierne i flere tilfælde under finanskrisen og i det faldende marked kan have været overvurderede efter E&S' opfattelse.

⁵¹ Claus Hallqvist (Deloitte) og Morten Jørgensen (Deloitte), 2009, RevRegn nr. 2 Værdiansættelse af ejendomme i et illikvidt marked, s. 68

⁵² Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, 3. april 2009. Som udgangspunkt vedrører notatet primært virksomheder, der aflægger årsrapport efter årsregnskabsloven. Det er imidlertid vores vurdering, at der er en del betragtninger, som ligeledes er gældende for virksomheder, der anvender IFRS. I notatet henvises endvidere til IAS 40, ligesom lovbemærkningerne til ÅRL § 38 henviser til IAS 40.

Som en konsekvens heraf har E&S udarbejdet et notat for at højne den fremtidige kvalitet af ejendomsselskabers aflagte årsrapporter, herunder bidrage med en fortolkning af de gældende regnskabsregler.

Flere selskaber anvender valuarvurderinger til brug for opgørelse af den enkelte investerings ejendoms dagsværdi i årsrapporten. E&S har konstateret, at flere eksterne vurderingsmænd indregner værdien af fremtidige investeringer i valuarvurderingerne, hvilket ikke kan anses at være i overensstemmelse med IAS, afsnit 51. Det er derimod de faktiske forhold på balancedagen, der skal lægges til grund.

E&S har endvidere bemærket, at flere selskaber anvender et afkastniveau væsentligt under det niveau, som en række ejendomsmæglere anvender, hvilket kan have påvirket dagsværdiopgørelserne positivt. E&S påpeger, at der naturligvis altid er foretaget en konkret vurdering, omend ejendomsmæglernes indikatorer tyder på, at der kan have været spekuleret i anvendelse af lave afkastniveauer. Samtidig har E&S' gennemgang af årsrapporter vist, at enkelte positive faktorer har været medtaget i såvel fastsættelse af afkastniveau som pengestrømme, eksempelvis budgetterede huslejestigninger, hvilket naturligvis er en direkte fejl i de konkrete dagsværdiopgørelser.

3.3 Ledelsens og revisors ansvar samt revision af dagsværdi

Dette afsnit vil bestå af en gennemgang af artikler mv. omhandlende ledelsens og revisors ansvar generelt samt særlige forhold ved revision af dagsværdi i illikvide markeder, herunder med henvisning til regnskabsmæssige skøn.

3.3.1 Grænsedragningen mellem ledelsens og revisors ansvar⁵³

Artiklen indleder med at fastslå, at den gældende regulering, for såvidt angår revisors og ledelsens ansvar for årsrapporten, er klart defineret hver for sig. Ledelsen har ansvaret for at aflægge årsrapporten, som skal overholde lovgivningen og skal give revisor adgang til de nødvendige oplysninger med henblik på undersøgelse af selskabets forhold. Det er således ikke revisors ansvar at aflægge årsrapporten, og spørgsmålet er så, om det udelukkende er ledelsens ansvar at aflægge en årsrapport, der overholder lovgivningen.

I artiklen behandles begrebet professionsansvar (skærpet culpa). Det konstateres, at ledelsen ikke er undergivet et professionsansvar vedrørende de i årsrapporten anvendte regnskabsregler. Revisor er derimod undergivet skærpet culpa. Det medfører, at i det omfang den af revisor foretagne revision ikke fanger uoverensstemmelser eller andre fejl, der efter de regler og standarder, som gælder for revisorer, burde være opdaget, vil revisor kunne ifalde et selvstændigt ansvar herfor.

Artiklen pointerer herudover, at selvom direktionen og bestyrelsen ikke forventes at være specialister inden for de aktuelle regnskabsregler, vil et medlem af ledelsen blive bedømt hårdere, såfremt det pågældende medlem af ledelsen har særlige kvalifikationer. I samme gennemgang fremhæves det forhold, at selvom ledelsen ikke har de fornødne kompetencer til at udarbejde en given opgørelse i årsrapporten eller lignende, er det ikke noget, der kan uddelegeres til revisor, da det vil være i strid med uafhængighedsreglerne, når det gælder børsnoterede selskaber. Det fremgår afslutningsvist af artiklen, at det stadig er ledelsens opgave at være bekendt med de regler og bestemmelser, som virksomheden er omfattet af, og i den forbindelse søge nødvendig rådgivning fra tredjemand, hvis ledelsen finder det nødvendigt som følge af manglende kompetencer i selskabet.

3.3.2 Udfordringer ved revision af dagsværdi i illikvide markeder⁵⁴

I nyligt udsendte alert fra IAASB fra oktober 2008 omtales de udfordringer, der aktualiseres ved revision af en årsrapport, hvor dagsværdiopgørelser indgår som følge af de regnskabsmæssige skøn, årsrapporten nødvendigvis må indeholde grundet det nuværende marked. Det fremhæves, at dagsværdiopgørelser er en stor udfordring specielt på grund af den reducerede likviditet i markedet. Det medfører, at revisor skal forholde sig mere detaljeret til de forudsætninger, der er lagt til grund for anvendelse af en mark-to-model metode til fastlæggelse af dagsværdien.

Revisor skal endvidere forholde sig til besvigelser i form af regnskabsmanipulation. Det fremhæves af IAASB, at selv uden ledelsen bevidst har forsøgt at foretage regnskabsmanipulation, er der risiko for, at ledelsens skøn er tendentiøse. Samtidig udelukker notatet ikke, at de tendentiøse regnskabs-skøn kan være bevidst udarbejdet. Specielt i de tilfælde hvor et selskab er presset som følge af manglende indtjening. I disse tilfælde må det forventes, at revisor er særlig kritisk og indhenter yderligere revisionsbevis for de regnskabsmæssige skøn.

⁵³ Advokat Jørgen Boe, Kromann Reumert og professor, dr. Jur. Jan Schans Christensen, Københavns Universitet, 2009, RevRegn nr. 1, Om grænsedragningen mellem ledelsens og revisors ansvar, s. 12

Ovenstående harmonerer med udtalelse fra lektor ph.d Kim Klarskov Jeppesen, hvor han pointerer, at der i en lavkonjunktur er større risiko for svindel. Her er ledelsen nødt til at dække over, at det går skidt. Dette bakkes op af administrerende direktør i Deloitte Erik Holst Jørgensens udtalelse om, at revisorer har en vigtig rolle i forhold til at afdække risikoen for, at besvigelser kan opstå, herunder regnskabsmanipulation.⁵⁵

3.4 Opsummering samt kandidatafhandlingens bidrag til debatten

Opsummeringen af den verserende debat ovenfor viser tydeligt, at debatten omhandlende dagsværdiopgørelser for blandt andet investeringsejendomme i illikvide markeder har været omfattende. Specielt fremhæver Thomas Riise Johansen og Thomas Plenborg i en offentliggjort artikel, at dagsværdibegrebet til trods for debatten bør bevares som måleattribut, og at de styringsmæssige problemstillinger, som dagsværdibegrebet medfører, bør løses ved anden regulering. Dermed bliver kandidatafhandlingen højaktuel, da det fortsat vil stille revisor og ledelsen over for en række udfordringer, når ejendomsselskaber værdiansætter deres porteføljer til dagsværdi i den aktuelle markedssituation.

I forhold til debatten vil nærværende kandidatafhandling fokusere på samspillet mellem de regnskabsmæssige og de deraf afledte revisionsmæssige udfordringer, som kun i stærkt begrænset omfang er offentligt debatteret. Særligt kan der forekomme en forventningskløft mellem det revisionsbevis, som revisor reelt kan indhente, når dagsværdier er opgjort i inaktive og illikvide markeder, og det revisionsbevis, som investor forventer, at revisor ved blank påtegning af en given årsrapport har kunnet indhente.

Som beskrevet i metodeafsnittet er afhandlingens fundament en teoretisk analyse af de regnskabsmæssige krav, der er gældende, når dagsværdier indregnes i årsrapporten, hvor markederne er inaktive og illikvide. I forlængelse heraf udarbejdes en teoretisk analyse af ansvarsfordelingen mellem primært revisor og sekundært ledelsen i relation til årsrapportens indhold.

54 IAASB, oktober 2008, alert: Challenges in auditing fair value accounting estimates in the current market environment – afsnittet er skrevet med udgangspunkt i IAASB's holdninger i denne alert.

55 Børsen, 30. marts 2009, artikel: Flere sminkede regnskaber på vej, s. 8

Kandidatafhandlingen baseres herudover på case studier af danske børsnoterede ejendomsselskabers offentliggjorte årsrapporter som oplistet ovenfor. Den teoretiske analyse vil således blive perspektiveret i forhold til den praktiske anvendelse af lovgivning, standarder mv.

Samtidig vil afhandlingen bidrage med en analyse af regnskabsbrugers teoretiske informationsbehov og i den forbindelse fremhæve oplysninger, som efter vores vurdering med fordel kunne gives i de børsnoterede ejendomsselskabers eksterne årsrapport, hvor dagsværdiopgørelser indgår, herunder specielt, når markederne bliver inaktive og illikvide.

4. Årsrapporter som kommunikationsmodel

I nærværende kapitel gives et overblik over danske børsnoterede ejendomsselskabers årsrapporter med henblik på at give et overordnet indblik i branchens kutymmer i forbindelse med regnskabsaflæggelsen. I Figur 9 nedenfor er fremhævet de enkelte selskabers nøgletal, for såvidt angår balance-sum, andel af balancen, der er anbragt i investeringsejendomme, hvor stor en andel af investerings-ejendommene, der er klassificeret som investeringsejendomme disponeret for salg og en række andre oplysninger.

Tal i 1.000 kr.	Balance	heraf investeringsejendom	heraf investerings-ejendomme til salg	Lejeindtægter, brutto	Årsrapporten	Antal sider	Revisionsfirma	Anvendt regelsæt
Jeudan	9.426.359	8.634.310 91,6%	0	737.844	År 2008	98 sider	Deloitte	IFRS
Nordicom	5.625.325	5.237.927 93,1%	1.370.141	Joplyst	År 2008	106 sider	Deloitte	IFRS
Tower Group	4.669.420	4.228.833 90,6%	0	64.891	År 2007/08	76 sider	Ernst & Young	IFRS
Schaumann Properties	3.886.716	679.085 17,5%	0	61.529	År 2008	51 sider	Beierholm	IFRS
Victoria Properties Tower Group	1.938.892	1.834.898 94,6%	0	Joplyst	År 2008	79 sider	Grant Thornton	IFRS
Berlin III	1.774.561	1.673.255 94,3%	0	Joplyst	År 2007/08	48 sider	PWC	IFRS
Berlin IV B	1.651.460	1.440.903 87,3%	0	Joplyst	År 2007/08	48 sider	PWC	IFRS
Investea Sweden Properties	927.398	792.002 85,4%	170.100	50.492	År 2008	76 sider	PWC	IFRS
Investea German High Street II B	830.189	786.038 94,7%	0	46.509	År 2008	64 sider	PWC	IFRS
Dan-Ejendomme	459.218	257.524 56,1%	0	22.847	År 2008	51 sider	Deloitte	IFRS

Figur 9 – Oversigt over danske børsnoterede ejendomsselskaber med investeringsejendomme⁵⁶

Det fremgår af ovenstående figur, at omfanget af den enkelte årsrapport er størst for de selskaber, der har den største nominelle værdi af balancen.

4.1 Årsrapporten som kommunikationsmodel for ejendomsselskaber

I afhandlingens teoribase redegøres der for, at årsrapporten ikke nødvendigvis bygger på en objektiv verificerbar virkelighed, men derimod på en række anerkendte retningslinjer (regnskabsstandarde mv.) for, hvordan finansiell og non-finansiell information kommunikerer til regnskabsbrugerne.

Når ledelsen aflægger en årsrapport, eksisterer der således et incitament til at anvende denne som kommunikationsmedie for de budskaber, som ledelsen ønsker at formidle til aktiemarkedet. I det omfang regnskabsbrugerne ikke er opmærksomme på denne manglende verificerbarhed, bliver regnskabet virkelig i sin konsekvens, hvilket Kim Klarskov Jeppesen argumenterer for i artiklen⁵⁷ ”Postmoderne regnskaber”, jf. omtalen i afsnittet om regnskabets ontologi. Ledelsen kan således have en interesse i at fastholde regnskabslæserens opfattelse af, at regnskabet er objektivt verificerbart.

⁵⁶ Egen tilvirkning på baggrund af gennemgang af årsrapporterne for de oplistede selskaber

⁵⁷ Kim Klarskov Jeppesen, 2001 Dansk Sociologi nr. 1, Postmoderne regnskaber ?, s. 30-33

Nedenfor er med udgangspunkt i et kortfattet case studie af udvalgte dele af Jeudans årsrapport redegjort for, hvordan Jeudan anvender årsrapporten som kommunikationsmodel, særligt i forhold til udvalgte elementer af Goffmans interaktionsteori. Jeudan vil ikke blive anvendt som gennemgående eksempel, men blot som eksemplificering af Goffmans interaktionsteori.

4.1.1 Forestillingen, de modstridende roller, selve kommunikationen samt impression management

Jeudans årsrapport fremstår som gennemført og professionelt udarbejdet, herunder bemærkes særligt et omfattende dokument, der giver et godt overblik over selskabets forhold suppleret med et grafisk layout, der er indbydende.

Årsrapporten 2008 er opbygget omkring en stringent struktur, som kan skitseres således:

Forestillingen / Impression management	Beretning / fortællinger	Aktiemarkedet	Regnskab og forklaringer
	Letter to shareholders (7)	Aktionærforhold (36)	Regnskabsberetning (52)
	Ledelsesberetning (12)	Corporate governance (38)	Risikofaktorer (58)
	Ejendomsmarkedet (16)	Ansvarlighed (42)	Ledelses- og revisionspåtegning (68)
	Mål og strategier (22)	Ledelse & organisation (44)	Regnskab og noter (71)
	Ejendomsporteføljen (30)		

Figur 10 Oversigt over indholdet af Jeudans årsrapport⁵⁸

Jeudan beskriver under mål og strategier, at det over en længere årrække er målet at opnå en forrentning på ca. 16 % p.a. af den gennemsnitlige egenkapital. Målet er efter vores opfattelse shareholder drevet, idet aktionærernes interesse i selskabet netop er udtrykt ved den gennemsnitlige nominelle egenkapital.

Når Jeudans ledelse sætter et sådant mål, må det forventes, at resten af årsrapporten afspejler, hvordan mål, strategier, ejendomsportefølje mv. understøtter dette afkastbaserede mål.

⁵⁸ Egen tilvirkning på baggrund af Jeudans årsrapport for 2008

I relation til interaktionsteorien vil forestillingen således blive tilrettelagt for at understøtte budskabet om, at ovenstående mål om niveau for afkast er opnåeligt. For at nå afkastmålet må selskabet fokusere dels på driften og dels på udviklingen i ejendomsporteføljens værdi. I årsrapporten, side 35, skriver Jeudan:

”Alle tal er vigtige. Ingen er dog vigtigere end driften.”

Dette statement skal ses i sammenhæng med, at Jeudan i 2008 har et positivt resultat på den ordinære drift før finansielle poster, men et negativt resultat før skat (efter finansielle poster og værdireguleringer). Jeudans nettoværdiregulering for investeringsejendommene i 2008 udgøres af en nettoredskrivning på 251 mio.kr. Jeudan forklarer nedskrivningen ved:

”To modsatrettede forhold påvirker værdien. Dels har forberinger i ejendommenes drift medført en opskrivning på DKK 492 mio., som er opnået ved effektivisering af driften og øgede lejeindtægter. I modsat retning trækker nedskrivninger på ca. DKK 531 mio. som følge af ovenstående udvikling [læs: udviklingen på ejendomsmarkedet i København] og i samfundsøkonomien i øvrigt, ligesom Jeudan har foretaget yderligere reservationer til ombygning mv. på DKK 212 mio.”

Det er i relation til Jeudans beskrivelse af værdiansættelsen interessant at bemærke, at selskabets ledelse kun i meget begrænset omfang fremhæver de usikkerheder, som værdiansættelsen af ejendomsporteføljen trods alt må inkludere.

Værdiansættelsen består, som vi senere vil redegøre for, dels af usikkerhed knyttet til budgettering af pengestrømme og dels usikkerhed knyttet til fastlæggelsen af afkastprocenten. Pengestrømmene er relativt sikre, mens fastsættelsen af afkastprocenten ofte er forbundet med større skøn. Jeudan udarbejder på side 58 under risikofaktorer en følsomhedsanalyse af, hvordan egenkapital vil ændres ved stigning henholdsvis fald i afkastprocenten i intervallet +/- 1,00 %-point (i intervaller af 0,25 %-point).

At udarbejde en følsomhedsanalyse kan i henhold til Goffmans interaktionsteori betragtes som en fri hemmelighed, da alle ved, at værdien af selskabets egenkapital afhænger af det anvendte afkastkrav. Omvendt forholder Jeudans ledelse sig ikke i årsrapporten til, hvordan fastsættelsen af et afkastkrav kan være påvirket af, at markedet for kontorejendomme må betragtes som inaktivt og illikvidt ultimo 2008. Samtidig undlader Jeudan at give nærmere oplysninger om, hvordan de er kommet frem

til den konkrete afkastprocent. Der oplyses udelukkende et nettoafkastkrav på 5,3 % som gennemsnit for porteføljen.

I henhold til en teoretisk gennemgang af normalindtjeningsmodellen, som Jeudan bruger som værdiansættelsesmodel, har forhold som type af ejendom, beliggenhed, lejers bonitet, udbud/efterspørgsel, forskel i faktisk leje og markedsleje, kontraktlængde, genudlejningsrisiko, tomgang, indretningsudgifter, udskudt vedligeholdelse mv. alle indflydelse på afkastprocenten. Jeudan omtaler kun dette forhold meget overordnet i punktform på side 58. Legalisering af en ikke nærmere omtale må ses i sammenhæng med, at der gives oplysning om, at der er nedskrevet 531 mio. kr., hvilket ledelsen henfører til markedsforholdene. Regnskabsbruger kan imidlertid ikke vurdere, hvor stor en ændring i afkastprocenten det egentlig dækker over, eller hvordan ledelsen forholder sig her til.

Ovenstående illustrerer således, hvordan eksplicitte shareholder mål kan blive helt afgørende for at forstå sammenhængen i de budskaber, der kommunikeres i den eksterne årsrapport. Samtidig er det vores opfattelse, at Jeudans årsrapport er et eksempel på, hvordan impression management kan få stor indflydelse på, hvordan strukturen og budskaberne i årsrapporten udformes. I den forbindelse kan regnskabsbruger stå tilbage med det indtryk, at de i årsrapporten udarbejdede dagsværdier er cementeret som objektive pr. balancedagen, idet såvel ledelse som revisor har underskrevet årsrapporten.

Denne fremstilling skal opfattes som en kritisk tilgang til anvendelsen af årsrapporten som kommunikationsmiddel til markedsføringsbudskaber til brug for at fremme salget af selskabets aktie. Omvendt skal fremstillingen ikke opfattes som en mistillid til den af selskabets ledelse aflagte årsrapport, der i øvrigt ligeledes er blankt påtegnet af revisor. På den anden side finder vi det fortsat betænkeligt, at usikkerheder og skøn ikke er omtalt mere detaljeret i årsrapporten taget i betragtning, at over 90 % af balancen er opgjort til dagsværdi set i sammenhæng med de inaktive og illikvide markeder.

5. Investeringsejendomme målt til dagsværdi i årsrapporten

Nærværende kapitel har til formål at analysere, hvordan investeringsejendomme målt til dagsværdi materialiseres i de børsnoterede ejendomsselskabers årsrapporter. Analysen foretages særligt i forhold til regnskabsbrugernes informationsbehov i relation til måling af dagsværdi og tilhørende oplysninger. Kapitlet anlægger indledningsvist en teoretisk tilgang til informationsbehovet, en analyse af gældende bestemmelser på området og herefter følges den teoretiske analyse op med en empirisk analyse af praksis på området.

Regnskabsbrugernes informationsbehov for danske børsnoterede ejendomsselskaber er i stort omfang heterogene, idet såvel investorer, långivere, medarbejdere, myndigheder mv. alle har interesse i forskellige kvantitative og kvalitative oplysninger. Et sådant heterogent informationsbehov vil alt andet lige medføre, at en fremstilling burde anlægge et stakeholder perspektiv⁵⁹.

I kandidatafhandlingen er der imidlertid argumenteret for, at investor har det bredeste informationsbehov, hvorfor de øvrige interessenters informationsbehov i det store hele må anses for dækket, når investors informationsbehov dækkes. IASB har i ”The Conceptual Framework” (TCF) argumenteret for ovenstående ved at fremhæve, at investor indskyder den mest risikovillige kapital og har dermed teoretisk det største informationsbehov. Selskabet vil ligeledes ud fra en rationel adfærd forsøge at minimere selskabets egenkapitalomkostninger ved at tilvejebringe præcis den information, som minimere investors risikopræmie til et niveau, der er berettiget med udgangspunkt i virksomhedens underliggende drift.

Tilvejebringelsen af yderligere oplysninger i årsrapporten må imidlertid i forhold til minimering af egenkapitalomkostningerne ses i sammenhæng med et cost-benefit perspektiv. Selskabet vil således udelukkende stille ikke-lovkrævet information til rådighed for investor og øvrige interessenter, i det omfang omkostningen til fremskaffelse heraf er lig med eller mindre end reduktionen i selskabets egenkapitalomkostninger. Konklusionen vil imidlertid være præget af afhandlingens tilgang til årsrapporten som en standardvare tilpasset investors informationsbehov.

⁵⁹ Jens O. Elling, 2008, Finansiell rapportering, s. 181f.

5.1 Samspillet mellem IFRS og ÅRL

Indledningsvist må det afklares, hvorledes IFRS-regelsættet er implementeret i dansk lovgivning, idet problemstillingen angår danske børsnoterede selskaber, der, for så vidt angår koncerner, fra og med 1. januar 2005 har skulle følge IFRS-regelsættet⁶⁰. De enkelte medlemslande i EU er blevet pålagt at implementere IFRS i national lovgivning ved udstedelse af IFRS-forordningen.

Danmark har herefter i december 2004 udstedt IFRS-bekendtgørelsen, der regulerer samspillet mellem årsregnskabsloven og IFRS-regelsættet. I bekendtgørelsen fremhæves i § 4, hvilke paragraffer i årsregnskabsloven der ikke skal følges, når selskabet aflægger årsrapport efter IFRS samtidig med, at det fremhæves, at alle øvrige paragraffer skal anvendes. Er der strid mellem IFRS og ÅRL, træder IFRS-regelsættets detailbestemmelser forud for ÅRL-paragrafferne.

Bekendtgørelsen får dermed følgende reelle påvirkning på danske børsnoterede ejendomsselskaber, der aflægger årsrapport efter IFRS:

- Der skal medtages en ledelsesberetning efter kravene i ÅRL, jf. IFRS-bekendtgørelsen § 3, stk. 2.
- Årsregnskabslovens grændliggende krav til et retvisende billede, grundlæggende forudsætninger mv. i ÅRL §§11-13 finder fortsat anvendelse på de dele af årsrapporten, der følger bestemmelserne i ÅRL.

IFRS-bekendtgørelsen indeholder ikke andre væsentlige elementer, som er relevante for nærværende problembehandling.

5.2 Regnskabsbrugernes informationsbehov i forhold til den eksterne årsrapport

Nedenstående fremstilling tager udgangspunkt i strukturen i "The Conceptual Framework" for IFRS.

I afsnit 5.2.1 og 5.2.2 tages udgangspunkt i brugernes informationsbehov på niveau 1, og der analyseres på forskelle mellem kurs-indre værdi for ejendomsselskaber.

I afsnit 5.2.3 tages udgangspunkt i begrebsrammens kva-

Målsætninger	Niveau 1	Brugernes informationsbehov
	Niveau 2	Kvalitative egenskaber
Målesystemer	Niveau 3	Definition af elementer
	Niveau 4	Indregning og måling
	Niveau 5	Klassifikation
		Grundlæggende forudsætninger

⁶⁰ ÅRL kapitel 18 samt IFRS-bekendtgørelsen, bek. nr. 1329 af 14/12/2004

litative egenskaber på niveau 2 for at give et grundlag for den efterfølgende diskussion af dagsværdiopgørelser. Endelig i afsnit 5.2.4 diskuteres selve dagsværdibegrebet i relation til definition, indregning og måling.

De grundlæggende forudsætninger i form af going concern, periodisering osv. gennemgås ikke nærmere, idet det vurderes, at disse ikke vil have selvstændig værdi i relation til den konkrete problembehandling.

5.2.1 Værdiansættelse af virksomheder og investors informationsbehov

”Cash is king, the rest is opinion.”⁶¹

Investors ultimative anvendelse af information fra selskabet materialiserer sig i værdiansættelsen af investors aktiebesiddelse i form af en kursberegning for at vurdere, hvorvidt investor skal tage beslutning om en købs-, salgs- eller holdstrategi.

På aktiemarkedet er et hyppigt kommenteret nøgletal kurs-indre værdi, som udtrykker forholdet mellem selskabts bogførte egenkapital og selskabets værdi på aktiemarkedet. Såfremt selskabets årsrapport indeholder en balance, der lever op til kravene for en perfekt balance⁶², vil kurs-indre værdi være 1. Nedenfor fremgår de faktiske kurs-indre værdier for de givne selskaber:

Tal i 1.000 kr.	Kurs- / indre værdi pr. 22. juli 2009
Jeudan	1,01
Nordicom	0,21
Tower Group	0,19
Schaumann Properties	0,56
Victoria Properties Tower Group	0,94
Berlin III	0,24
Berlin IV B	0,23
Investea Sweden Properties	N/A
Investea German High Street II B	0,43
Dan-Ejendomme	1,12
Jensen & Møller Invest A/S	0,96

Figur 11 – Kurs-indre værdi for danske børsnoterede ejendomsselskaber

Ovenstående indikerer, at investorerne mener, at ejendomsselskabernes balancer ikke er perfekte, hvorfor der er behov for at udarbejde en fundamental analyse samt værdiansættelse af selskaberne.

⁶¹ Udtrykket bruges sarkastisk i aktieanalytikerkulturen, hvor regnskabsprincipper ikke altid tillægges den store værdi, hvorimod pengestrømme opfattes som objektive.

⁶² Jens O. Elling, 2008, Finansiell rapportering s. 145f

Forskelle mellem virksomhedens markedsværdi og bogførte egenkapital for ejendomsselskaber vil typisk bero på, at investorerne værdiansætter ejendommene højere/lavere end selskaberne, indregner porteføljeeffekter, goodwill mv., hvor porteføljeffekter (synergier) og internt oparbejdet goodwill ikke tillades indregnet i årsrapporten⁶³. Samtidig kan udviklingen i markedets risikoappetit i stort omfang påvirke kurs-indre værdi, hvilket vurderes at være tilfældet gennem den seneste tid som konsekvens af den aktuelle krise.

Når investor udarbejder en fundamental analyse af et givent selskab, indgår såvel finansielle som non-finansielle elementer i værdiansættelsen. Investor anvender offentligt tilgængelig information i form af årsrapporter, kvartalsrapporter, fondsbørsmeddelelser, branchekendskab, aktuel konjunkturvurdering, virksomhedens hjemmeside, presseomtale, investorpræsentationer mv.⁶⁴

Ved anvendelse af en direkte værdiansættelsesmodel estimerer investor egenkapitalens kapitalværdi ved at tilbagediskontere det forventede fremtidige afkast med en fastsat diskonteringsfaktor. Diskonteringsfaktoren udtrykker således fra et virksomhedssynspunkt egenkapitalomkostningerne og fra ejersynsvinklen ejernes afkastkrav.

De fremtidige dividender kendes sjældent, og de fleste analytikere ønsker ensidigt at fokusere på driftsaktiviteten som værdiskabende aktivitet. Derfor anvendes ofte indirekte værdiansættelsesmodeller, hvor kapitalværdien af nettodriftsaktiverne estimeres ved at tilbagediskontere fremtidige forventede afkast baseret på opstillet budget og proformaregnskab⁶⁵. På et teoretisk plan vil begge modeller give samme resultat, hvorfor der i denne redegørelse for regnskabsbrugers informationsebehov argumenteres med udgangspunkt i dividendemodellen for at synliggøre de sammenhænge, som findes relevante.

I dividendemodellen diskonteres de forventede dividender med et afkastkrav, der fastlægges ved brug af CAMP-modellen, som er baseret på følgende formel:

$$K_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

⁶³ Jens O. Elling, 2008, Finansiell rapportering s. 212f, analyseret i forhold til ejendomsselskaber

⁶⁴ Jens O. Elling og Ole Sørensen, 2004, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, kapitel 2 og 3

⁶⁵ Jens O. Elling og Ole Sørensen, 2004, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, kapitel 7

hvor r_f er den risikofrie rente udtrykt ved typisk en 10-årig statsobligation, og hvor ledet $\beta[E(r_m)-r_f]$ udtrykker risikopræmien. Ledet dekomponeres i $E(r_m)-r_f$, der udtrykker det forventede afkast på markedsporteføljen minus den risikofrie rente som udtryk for en markedsrisikopræmie, der herefter ganges på β , der er udtryk for aktiens systematiske risiko. Det fremgår således, at selskabets kapitalomkostninger påvirkes af niveauet på β . Beta-ledet er udtryk for fundamentale karakteristika ved selskabet. Et beta-led, der afgiver fra 1⁶⁶, er således udtryk for, at selskabets driftsmæssige og finansielle risiko afviger fra markedsporteføljen⁶⁷. Den historiske beta måles som samvariationen mellem aktiens kursudvikling og aktiemarkedet.

Det kan således udledes af ovenstående, at investors informationsbehov er nært knyttet til revurderingen af indregnede værdier i balancen, herunder ved prognosticering af fremtidige pengestrømme, samt muligheden for at fastlægge selskabets reelle beta.

5.2.2 Informationskløft mellem regnskabsbruger og ledelsen, herunder regnskabsmanupulation

Ledelsen af det enkelte selskab vil alt andet lige have en større viden om selskabets forhold, end regnskabsbrugerne, hvorfor der opstår informationsasymmetri. Denne informationskløft kan udgøres af enten negativ eller positiv information⁶⁸.

Den danske børslovgivning stiller en række krav til, hvordan information fra børsnoterede selskaber må og skal offentliggøres.⁶⁹ Disse regler har til hensigt at sikre et skarpt skel mellem intern og ekstern viden, således at risikoen for, at insiderviden anvendes ved børshandel, minimeres mest muligt.⁷⁰

I relation til kandidatafhandlingens problemfelt er netop denne asymmetri central i et agent-principal perspektiv, hvor ledelsen kan have incitament til at manipulere med eksempelvis værdiansættelsen af investeringsejendomme for at give et bedre indtryk af selskabet end ellers. En sådan skævvridning af de opgjorte dagsværdier og indtryk af selskabet er i RS 240 defineret som regn-

⁶⁶ $\beta < 1$: Risikoen er mindre end i markedsporteføljen; $\beta = 1$: Risiko som markedsporteføljen; $\beta > 1$: Risiko større end i markedsporteføljen

⁶⁷ Jens O. Elling og Ole Sørensen, 2004, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, s. 207f.

⁶⁸ $E(KV)$ (aktiemarkedet) $> E(KV)$ (ledelsen); $E(KV)$ (aktiemarkedet) $> E(KV)$ (ledelsen), Jens O. Elling, 2008, Finansiell rapportering, figur 1.4.

⁶⁹ Værdipapirhandelslovens § 27.

⁷⁰ Der henvises til regler for notering på Københavns Fondsbørs afsnit III aktier samt værdipapirhandelsloven.

skabsmanipulation. Specielt i inaktive og illikvide markeder, hvor den aktuelle markedssituation skyldes faldende priser, vil der ofte forekomme større nedadgående værdireguleringer på porteføljerne. I henhold til empiriske analyser vil ledelsen ofte foretage resultatudjævning af disse værdireguleringer over tid, medmindre andre forhold, som f.eks. direktørskifte mv., kan føre til big bath.⁷¹

Investor vil i relation til ovenstående, eksempelvis i forhold til investeringsejendomme, foranledige sin vurdering af selskabet på, at de indregnede dagsværdier af selskabets ejendomsportefølje faktisk afspejler dagsværdien på balancedagen. Som konsekvens af ovenstående beskrevne informationskløft har investor behov for en række oplysninger for at kunne vurdere, om ledelsen efter investors vurdering har opgjort dagsværdierne korrekt.

Asymmetrien i informationerne er således særligt knyttet til immaterielle aktiver, der ikke er indregnet, grundlaget for indregning af dagsværdier samt lignende forhold, som ikke er entydige på baggrund af en verbalt præsenteret regnskabspraksis. Denne type information kræver coloured accounting, hvor selskabets ledelse gennem åbenhed forklarer herom i de enkelte noter samt eventuelt i beretningen(erne).

I relation til oplysningsforpligtelser i årsrapporten kan disse således have to formål for investor; dels at kunne fastslå, om ledelsen har opgjort de indregnede dagsværdiopgørelser korrekt, og dels som information, der kan danne udgangspunkt for at prognosticere de fremtidige pengestrømme.

5.2.3 Årsrapporten som en kommunikationsmodel, kvalitative egenskaber

I "The Conceptual Framework" for IFRS niveau 2 indgår fire kvalitative egenskaber, som efter IASB's opfattelse skal være opfyldt, for at regnskabet har en nytte for regnskabsbruger. De fire egenskaber er forståelighed, relevans, pålidelighed og sammenlignelighed.

I relation til problemstillingens behandling drøftes spændingsfeltet mellem relevans og pålidelighed. I en ren kostprisbaseret regnskabsmodel vil en ejendoms kostpris kunne måles med meget stor præcision. Til gengæld vil oplysningen ikke være lige så relevant, som hvis ejendommen var målt til dagsværdi. Måles ejendommen derimod med udgangspunkt i en formueorienteret regnskabsmodel

⁷¹ Defineret som en situation, hvor en ny direktør ønsker at forbedre muligheden for at lave positive resultater i fremtiden ved at foretage store afskrivninger, nedskrivning mv. i forbindelse med sin tiltrædelse, da disse forhold vil kunne henføres til den tidligere direktør.

til dagsværdi, vil oplysningen være relevant, men oplysningens pålidelighed vil afhænge af mange faktorer. I sidste ende er informationen ikke bedre end de supplerende informationer, som ledelsen giver efter regnskabsstandarderne mv. om det udøvede regnskabsskøn over dagsværdien, da dagsværdien for en ejendom ofte er præget af væsentlige regnskabsmæssige skøn.

Omvendt nævner IASB væsentlighed som et kriterie for, hvilke principper en regnskabspost skal defineres, indregnes og måles efter. Væsentlighed defineres som grænsen for, hvornår inddragelse/udelukkelse af information vil få investor eller anden regnskabsbruger til at træffe en anden beslutning på baggrund af årsrapporten. Væsentlighed som et kriterie trækker derfor i retning af dagsværdi, idet dagsværdien som anført i argumentationen ovenfor anses for at give investor et væsentligt bedre beslutningsgrundlag, end kostprisen gør.

I ”The Conceptual Framework” er det nævnt, at der skal være en balance mellem cost-benefit perspektivet i at give regnskabsoplysninger mv. I denne sammenhæng fastholdes det imidlertid, at dagsværdier er den mest relevante måleattribut, omend den i flere sammenhænge er forbundet med væsentligt merarbejde end ved værdiansættelse til kostpris.

5.2.4 Dagsværdibegrebet

I den formueorienterede regnskabsteori søges den perfekte balance opnået ved at anvende dagsværdier ved måling af de regnskabsposter, hvor det er praktisk muligt. I IFRS-regelsættet anvendes dagsværdi som måleattribut på en række poster, herunder finansielle instrumenter, investeringsejendomme mv. Det bemærkes imidlertid, at i IFRS-regelsættet er dagsværdi defineret på standardniveau, og der findes i IASB’s ”The Conceptual Framework” ikke en generel definition på dagsværdi.

Definitionen på dagsværdi i IAS 39, punkt 9 indeholder imidlertid den mest generelle definition på dagsværdi og fremstår således:⁷²

”Dagsværdi er det beløb, et aktiv kan omsættes til, eller en forpligtelse kan indfries til ved handel mellem kvalificerede, villige og indbyrdes uafhængige parter.”

I maj 2009 har IASB udsendt en exposure draft (ED)⁷³ til en ny standard benævnt ”fair value measurement”, som skal erstatte al tidligere guidance til dagsværdiopgørelser. Den nye standard vil derfor gøre op med det tidligere princip, hvor dagsværdi er defineret på standardniveau, og samle den-

⁷² Se endvidere IAS 41, punkt 8, IFRS 3 - Appendix A, IFRS 4 - Appendix A

⁷³ IASB, 28. maj 2009, Fair value measurement, Exposure draft

ne guidance i en og samme standard. IASB's ED er samstemmende med FAS 157 "Fair Value Measurement"⁷⁴. I fremstillingen tages udgangspunkt i definitionen af dagsværdi for investeringsejendomme som anført i afsnit 5.1.4.1.

5.2.4.1 Investors informationsbehov for dagsværdier og definition af begrebet

IAS 40 definerer dagsværdien af en investeringsejendom som:

"Dagsværdien af investeringsejendomme er det beløb, en ejendom kan omsættes til ved en handel mellem kvalificerede, villige, indbyrdes uafhængige parter på balancedagen."

Det fremgår af IAS 40.38, at dagsværdien af investeringsejendomme skal afspejle markedsf forholdene på balancedagen. Det kan således fremhæves, at der ved målingen ikke tages højde for efterfølgende ændringer, der i større eller mindre omfang måtte påvirke dagsværdien.

Det må samtidig bemærkes, at dagsværdi er lig med kostpris i handelsøjeblikket, hvorfor et ejendomsselskab alt andet lige må iagttage markedsudviklingen nøje fra erhvervelsen og frem til første værdiansættelse til markedsværdi.

Det bemærkes, at dagsværdiopgørelser ikke medregner følgende forhold efter IAS 40.49:

- (a) *Værdistigninger som følge af opretholdelsen af en portefølje af ejendomme med forskellig beliggenhed.*
- (b) *Synergi mellem investeringsejendomme og andre aktiver.*
- (c) *Juridiske rettigheder eller restriktioner, som udelukkende gælder for den aktuelle ejer.*
- (d) *Skattefordele eller -byrder, som udelukkende gælder for den aktuelle ejer.*

Ovenstående skal ses i sammenhæng med, at der er forskel på dagsværdibegrebet og selskabets nytteværdi af en ejendom. Selskabets nytteværdi af en given ejendom er dagsværdien korigeret for de forhold, der fremgår af punkt (a)-(d). Når investor skal vurdere markedsværdien af et ejendomsselskab, vil investor i højere grad vurdere selskabets nytteværdi af ejendommene, der materialiserer sig i pengestrømme, end i de opgjorte dagsværdier efter IAS 40, da disse ikke fuldt ud afspejler de underliggende pengestrømme på selskabsniveau.

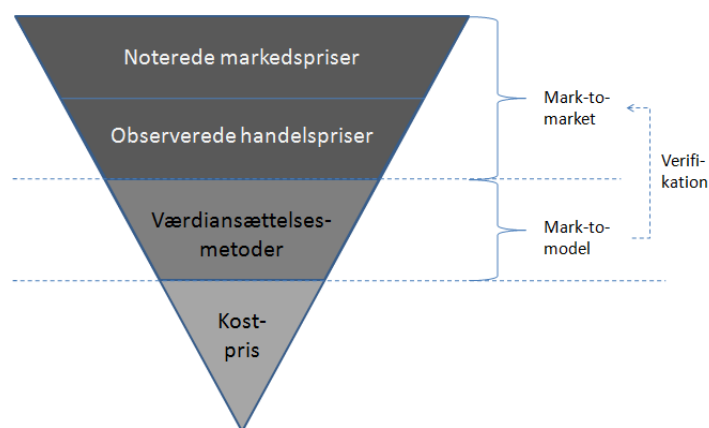
⁷⁴ FAS 157 er udarbejdet af FASB.

5.2.4.2 Hierarki for fastsættelse af dagsværdi for investeringsejendomme (IAS 40)

Dagsværdi efter definitionen i afsnit 5.2.4 dokumenteres i henhold til IAS 40.45 bedst ved aktuelle priser på et aktivt marked for tilsvarende ejendomme med samme beliggenhed og i samme vedligeholdelsesstand, som indgår i et tilsvarende leje- og øvrige kontraktforhold. Forskelle i relation hertil identificeres og reguleres i dagsværdiopgørelsen. I en række tilfælde vil information krævet i henhold til IAS 40.45 ikke være tilgængelig, hvorfor IAS 40.46 anvendes:

- (a) Aktuelle priser på et aktivt marked for ejendomme, som er af en anden art, vedligeholdelsesstand eller har en anden beliggenhed (eller som indgår i andre typer leje- eller andre kontraktforhold), der reguleres for at afspejle disse forskelle.
- (b) Nylige priser for lignende ejendomme på mindre aktive markeder, der reguleres for at afspejle eventuelle ændringer i økonomiske forhold efter det tidspunkt, hvor transaktionerne til disse priser fandt sted.
- (c) Diskonterede pengestrømsprognoser baseret på pådelige skøn over fremtidige pengestrømme på grundlag af vilkår for eksisterende leje- og andre kontraktforhold og, om muligt, ekstern dokumentation, såsom den aktuelle markedsleje for tilsvarende ejendomme med samme beliggenhed og i samme vedligeholdelsesstand. Diskonteringssatsen afspejler aktuelle markedsvurderinger af usikkerhed forbundet med beløb og tidspunkt for pengestrømme.

Grafisk kan ovenstående fremstilles som vist i Figur 12 nedenfor.



Figur 12 – Dagsværdi hierarki efter IFRS-regelsættet⁷⁵

I forbindelse med udbud og efterspørgsel af ejendomme findes der ikke en markedsplads for noterede handelspriser på ejendomme. Ejendomsmarkedet indeholder udelukkende udbudspriser, der i inaktive og illikvide markeder ofte ligger langt fra de priser, som ejendommene handles til.⁷⁶

⁷⁵ Egen tilvirkning på baggrund af IAS 40 og IFRS-regelsættets generelle tilgang til dagsværdibegrebet.

I relation til observerede handelspriser må forcerede handler og tvangssalg iagttages.

Ovenstående forkaster således, at en mark-to-market tilgang kan anvendes i illikvide og inaktive markeder. Derfor anvendes en mark-to-model tilgang, hvilket enten kan ske ved anvendelse af normalindtjeningsmodellen, DCF-modellen eller ved brug af en ekstern vurderingsmand; alternativt en kombination.

I relation til nederste del af dagsværdihierarkiet bemærkes det, at skift fra dagsværdi til kostpris kun i meget sjældne tilfælde vil være i overensstemmelse med IAS 40.31. Det fremgår heraf, at frivilligt skift i anvendt regnskabspraksis fra dagsværdi til kostpris kun kan foretages, når det er utryk for en mere hensigtsmæssigt præsentation, hvilket standarden foreskriver er højst usandsynligt. Samtidig fremgår det af IAS 40.55, at omklassifikation af blot én ejendom fra dagsværdimodellen til kostprismodellen ikke er mulig, når den én gang har været værdiansat til dagsværdi i årsrapporten.

5.2.4.3 Dagsværdiopgørelser i inaktive og illikvide markeder

Dagsværdibegrebet, som anvendes i IAS 40, er udtryk for dagsværdi målt ved transaktioner, der gennemføres mellem kvalificerede og villige parter. Det fremgår af IAS 40.42 og 40.43, at det medfører, at såvel køber som sælger er kvalificerede, dvs. har rimelig viden om ejendommen, og er villige, dvs. ikke er tvunget til at købe eller sælge.

I illikvide og inaktive markeder kan der forekomme forcerede handler og tvangssalg, som i væsentligt omfang vil påvirke muligheden for at opnå et retvisende billede af, hvad dagsværdien reelt er for en given type ejendomme⁷⁷.

IASB har i oktober 2008 udsendt nedenstående notat samt resumé heraf, idet IASB har vurderet, at flere markeder, der anvendes til at opgøre dagsværdier for blandt andet finansielle instrumenter, investeringsejendomme mv., er påvirket af den aktuelle finanskriser:

- *Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active samt sammenskrevet resumé.*
- *Using judgement to measure the fair value of financial instruments when markets are no longer active.*

⁷⁶ Udsagnet synes alment accepteret blandt markedsdeltagerne baseret på den verserende debat i danske medier.

⁷⁷ Claus Hallqvist (Deloitte) og Morten Jørgesen (Deloitte), 2009, RevRegn nr. 2, Værdiansættelse af ejendomme i et illikvidt marked, s. 68

IASB fremhæver, at forcerede handler og tvangssalg ikke er transaktioner, der kan lægges til grund for dagsværdiopgørelser, og at det derfor kan være vanskeligt at basere opgørelserne alene på baggrund af markedet. Omvendt pointeres det, at selskaberne, når de anvender modeller til værdiansættelsen, bør maksimere de observerbare input og minimere de ikke-observerbare input.

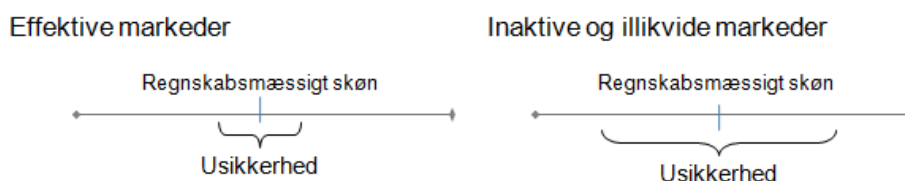
I relation til ejendomsmarkedet kan fremhæves IASB's generelle kommentar om, at aktive markeder er kendetegnet ved, at transaktionerne sker regelmæssigt og på sædvanlige markedsvilkår. Dermed er volumen og antal transaktioner ofte et godt udtryk for, om et marked er inaktivt. Samtidig lægges der op til, at det vil være fejlagtigt at betragte alle handler som udtryk for forcerede handler og lignende, hvorfor virksomheden ikke kan undgå at sammenholde resultatet af værdiansættelsesmodellen med observerbare markedssdata. Uanset at en værdiansættelsesmodel anvendes, vil det ligeledes være et krav, at ledelsen ved fastlæggelse af pengestrømme foretager en passende risikostyring for kredit- og likviditetsrisiko.⁷⁸

Anvendelse af dagsværdier for investeringsejendomme vil indeholde et stort element af regnskabsmæssige skøn efter IAS 40, hvilket specielt kommer til udtryk, når ledelsen anvender værdiansættelsesmodeller, der i nogle tilfælde primært anvender ikke-observerbare data, hvis markedssituationen aktualiserer en sådan tilgang til opgørelsen af ejendommens dagsværdi. IASB erklærer sig enig i, at i tilfælde, hvor markedets observerbare data ikke tilnærmelsesvis kan anvendes som grundlag for dagsværdiopgørelser, må ledelsen da anvende egne vurderinger, der herefter lægges til grund for værdiansættelsen i en mark-to-model metode.⁷⁹

Den potentielle fejlmargen i de regnskabsmæssige skøn, der foretages, når dagsværdierne indarbejdet i årsrapporten, må således alt andet lige øges, når markederne bliver inaktive og illikvide. Det skal ses som en konsekvens af, at det ikke længere i særligt stort omfang er muligt for ledelsen at verificere de forudsætninger, der lægges til grund for en given beregning. Usikkerheden i forhold til de regnskabsmæssige skøn kan illustreres som vist i Figur 13 nedenfor:

⁷⁸ IASB, maj 2009, Using judgement to measure the fair value of financial instruments when markets are no longer active

⁷⁹ An IASB Staff Summary, oktober 2008, Using judgement to measure the fair value of financial instruments when markets are no longer active



Figur 13 – Regnskabsmæssige skøn ved brug af dagsværdier⁸⁰

Ovenstående betyder, at oplysninger om de forudsætninger, der er lagt til grund for de af ledelsen opgjorte dagsværdier, bliver helt centrale for regnskabsbruger, når markederne er inaktive og illikvide.

5.2.4.4 Teoretisk diskussion af dagsværdibegrebet i forhold til investeringsejendomme

Som beskrevet i kapitel 3 pågår der en debat omkring den egentlige anvendelse af mark-to-market metoder, når ejendomme skal værdiansættes til dagsværdi, idet ejendomme altid har særegne karakteristika, som påvirker de underliggende pengestrømme, som f.eks.:

- Type (erhverv, bolig, logistik mv.)
- Beliggenhed
- Lejernes bonitet (kreditværdighed)
- De enkelte lejekontrakter mht. løbetid og udformning i øvrigt
- Ejendommens alternative anvendelsesmulighed

Derfor argumenteres der ofte for, at selv i likvide og aktive markeder må det forventes, at ejendoms-selskaber anvender mark-to-model metoden til opgørelse af dagsværdier⁸¹. Forskellen ligger i, at det i likvide og aktive markeder vil være lettere at få verificeret de resultater, som fremkommer ved brug af DCF-modellen eller normalindtjeningsmodellen, illustreret i Figur 12 ovenfor.

5.2.4.5 Alternative måleattributter for at opfylde regnskabsbrugers informationsbehov

Der vil i problembehandlingen blive argumenteret for, at dagsværdi er den måleattribut, der opfylder investors informationsbehov bedst muligt.

⁸⁰ Egen tilvirkning på baggrund af IAS 8, RS 540/545

⁸¹ Claus Hallqvist (Deloitte) og Morten Jørgesen (Deloitte), 2009, RevRegn nr. 2, Værdiansættelse af ejendomme i et illikvidt mar-ked

Omvendt kan det efter vores mening være interessant at sætte diskussionen i perspektiv til øvrige standarder, der giver mulighed for anvendelse af andre måleattributter, men hvor der findes en faktisk dagsværdi på et noteret marked.

Specielt tænkes i den forbindelse på IAS 39, hvoraf det kan udledes, at selskaber, der eksempelvis har en obligationsbeholdning, hvor ledelsens hensigt er hold-til-udløb, kan vælge at måle denne beholdning til amortiseret kostpris. Det medfører, at udsving i markedskursen ikke afspejles i årsrapporten fra år til år, idet hold-til-udløb strategien medfører, at beholdningen udtrækkes til kurs pari ved udløb. Omvendt må der argumenteres for, at investor netop ikke er interesseret i udsvingene i dagsværdien, idet pengestrømmene på sigt udelukkende påvirkes med beholdningens nominelle værdi målt til kurs pari.

Drages der paralleller til ejendomsmarkedet, vil dagsværdierne på den enkelte ejendom ofte svinge over tid. Omvendt er investor, for så vidt angår investeringsejendomme, ikke væsentligt interesseret i disse midlertidige udsving, idet investor som defineret i IAS 40 har investeret i ejendommene for at få del i ejendommenes pengestrømme og/eller gevinst. Samtidig fremgår det indirekte, at det ikke er kortsigtede gevinster, investor er interesseret i, da ejendommen således skulle klassificeres som et aktiv, der besiddes med salg for øje.

Måling af investeringsejendomme til amortiseret kostpris med udgangspunkt i ledelsens hensigt med erhvervelsen vil imidlertid medføre en række praktiske og teoretiske udfordringer, idet løbetiden ikke på forhånd kan fastlægges ligesom "udløbskursen" ligeledes ikke kendes forud for den indgåede handel. Omvendt indgås der i ejendomsbranchen engagementer, hvor tilbagekøbspriser og tidspunkter er fastsat i den oprindelige aftale (typisk via optioner), hvorfor det i nogle tilfælde vil være muligt at anvende amortiseret kostpris som måleattribut.

Diskussionen af ovenstående er blot medtaget for at understrege, at investor set fra vores synsvinkel ville opnå en højere informationsværdi ved at få målt investeringsejendomme til et hybrid af amortiseret kostpris, og udviklingen i de underliggende dagsværdier udtrykkes som en udjævnet værdistigning/fald, evt. praktiseret som et glidende gennemsnit baseret på eksempelvis en statistisk model. Kandidatafhandlingens formål er ikke at udvikle en ny målattribut, hvorfor emnet ikke uddybes nærmere, men er blot medtaget for at sætte dagsværdibegrebet i forhold til andre måleattributter.

Ovenstående skal således ses i forhold til SEC-rapporten, der forholder sig til behovet for at suspendere dagsværdi som måleattribut for en periode. Ligeledes skal det ses i forhold til det politiske pres fra EU, der var på IASB for at tillade omklassifikation af obligationer i handelsbeholdningen til måling til amortiseret kostpris via hold-til-udløb kategorien.⁸²

5.3 Investeringsejendomme målt til dagsværdi

I kapitlet redegøres og vurderes principperne for definition, indregning og måling af investerings-ejendomme, herunder særligt i forhold til de mark-to-model metoder, der anvendes i praksis på området.

5.3.1 Definition, indregning og måling af investeringsejendomme samt praksis på området

I afsnit 5.2.4 er redegjort for dagsværdi som begreb i forhold til investeringsejendomme i et investorperspektiv. Nedenfor redegøres for definition, indregning og måling af investeringsejendomme på overordnet niveau, omend dagsværdibegrebet ikke uddybes nærmere. Der henvises til tidligere afsnit herfor.

5.3.1.1 Definition

Definitionen på et aktiv

”Ressourcer, der er under virksomhedens kontrol som et resultat af tidligere begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden.”⁸³

Det fremgår af definitionen, at aktivet skal være under virksomhedens kontrol. Kontrol defineres i denne forbindelse ikke som det traditionelle juridiske begreb, ejendomsret. Når det skal afgøres, hvorvidt der regnskabsmæssigt eksisterer et aktiv, er det således kontrollen i sig selv, der er afgørende. Det er således et krav i forhold til definitionen af kontrol, at indregning sker, når såvel de økonomiske fordele som risici tilflyder henholdsvis påhviler virksomheden.⁸⁴

Definitionen på et aktiv fordrer ligeledes, at virksomheden opnår fremtidige økonomiske fordele, og at disse fordele er et resultat af virksomhedens besiddelse af det givne aktiv. De økonomiske fordele kan enten direkte eller indirekte bidrage til virksomhedens pengestrømme. Investeringsejendomme bidrager direkte til virksomhedens pengestrømme, idet der opnås lejeindtægter, der forventeligt er

⁸² Der henvises til artikelreview i afsnit 3.1.2.

⁸³ IASB, The Conceptual Framework/IFRS, definition af et aktiv.

højere end driftsomkostningerne mv. Selvom en ejendom står tom som følge af midlertidig udvikling af ejendommen, opfylder den fortsat definitionen på et aktiv. Dette skal ses i forhold til, at selskabet enten selv forventer at anvende ejendommen efter endt udvikling eller at sælge den videre til tredjemand. Derved vil ejendommen under alle omstændigheder påvirke selskabets pengestrømme i fremtiden.

Endvidere kan det af definitionen udledes, at aktiver skal hidrøre fra tidligere begivenheder, hvorfor aktivet typisk først kan indregnes, når risikoen er overgået til køber.⁸⁵

Definition af investeringsejendomme jævnfør IAS 40:

”Investeringsejendomme er ejendomme, der besiddes for at opnå lejeindtægter, kapitalgevinst eller begge dele, frem for ejendomme, der anvendes i produktionen, til levering af varer og tjenesteydelser eller til administrative formål, eller videresælges som led i det normale forretningsforløb.”

Såfremt der i det konkrete tilfælde kan argumenteres for, at ejendommen opfylder den generelle definition på et aktiv, er det næste skridt at vurdere, hvorvidt ejendommen opfylder kravene for definitionen på en investeringsejendom.

Anvendes en ejendomm derimod eksempelvis som domicilejendom, skal IAS 16 *Materielle anlægsaktiver* anvendes ved den regnskabsmæssige behandling heraf. Besiddes en ejendom med henblik på videresalg som led i det normale forretningsforløb, anvendes IAS 2 *Varebeholdninger*.

I henhold til IAS 40.14 skal der af ledelsen foretages en vurdering af, hvorvidt ejendommen opfylder kriterierne for indregning som investeringsejendom. Virksomheden skal udarbejde et internt dokument med kriterier for, hvornår en ejendom kan indregnes som investeringsejendom. Det interne dokument skal sikre, at ledelsen kan udføre ensartede skøn for hver enkelt ejendom, der ligeledes er i overensstemmelse med standarden.

⁸⁴ Jens O. Elling, 2008, *Finansiell rapportering, teori og regulering*, s. 207f

⁸⁵ Det er uden for fremstillingens formål at diskutere indregningstidspunktet nærmere. Det fremhæves blot, at gensidigt bebyrdende kontrakter ikke indregnes i balancen, medmindre der er tale om tabsgivende kontrakter, jf. IAS 37.

5.3.1.2 Indregning og måling

Når en given ejendom opfylder definitionen på et aktiv og ligeledes falder inden for definitionen på en investeringsejendom, skal det herefter afgøres, om der kan foretages indregning i regnskabet. Det kræves i den forbindelse, at følgende generelle indretningskriterier er opfyldt:

- *Det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde eller fragå virksomheden.*
- *Posten skal kunne måles pålideligt til kostpris eller dagsværdi.*

IASB definerer begrebet ”more probable than not”⁸⁶ som, at sandsynligheden skal være over 50% for, at der er fremtidige økonomiske fordele relateret til indregningen af aktivet, hvilket er fremhævet specifikt for investeringsjendomme i IAS 40.16. Dernæst skal kostprisen for investeringsejendommen kunne måles pålideligt, hvilket ligeledes konkret fremgår af IAS 40.16, der implementerer det generelle krav om pålidelig måling, for så vidt angår investeringsejendomme.

Når det er afgjort, at en given ejendom opfylder definitionen for en investeringsejendom, herunder falder inden for ledelsens kategorier af investeringsejendomme samt opfylder indregningskriterierne, kan selskabet, jf. IAS 40, vælge mellem følgende måleattributter:

- *Dagsværdi*
- *Kostpris med fradrag af akkumulerede af- og nedskrivninger i henhold til IAS 16, Materielle anlægsaktiver*

I IAS 40 er der intet krav om, at selskabets hovedaktivitet er investering i fast ejendom, hvorfor et selskab, der køber blot én ejendom, kan vælge at indregne denne som investeringsejendom, såfremt den opfylder ovenstående. Omvendt skal selskabet måle alle investeringsejendomme efter samme måleattribut. Når dagsværdi er valgt, skal alle investeringsejendomme således herefter måles til dagsværdi. Samtidig medfører valg af indregning til dagsværdi som tidligere nævnt, at selskabet som udgangspunkt ikke senere kan ændre anvendt regnskabspraksis og således måle investerings-ejendomme til kostpris.

En given ejendom kan imidlertid udeholdes fra porteføljen af investeringsejendomme, der måles til dagsværdi, såfremt helt særlige forhold kan have indflydelse på, at det ikke løbende vil være muligt

⁸⁶ Definitionen bygger på IAS 37 om eventualforpligtelser, hvorefter praksis har accepteret denne definition på ”more probable than not” som gældende for alle standarder.

at opgøre dagsværdien pålideligt. Bestemmelsen i IAS 40.53 må efter vores vurdering anses for en undtagelsesbestemmelse, der kun yderst sjældent tages i brug.

5.3.1.3 Indregning og måling af investeringsejendomme i praksis

Dagsværdibegrebet er diskuteret i afsnit 5.1., og det er vores forventning på baggrund heraf, at dagsværdi ofte vælges som måleattribut for ejendomsselskabers investeringsejendomme for at bringe investor størst mulig information om selskabets markedsværdi.

De udvalgte ejendomsselskabers regnskabspraksis (se kapitel 4) fastlægger alle, at dagsværdi anvendes som måleattribut for selskabernes investeringsejendomme, hvilket er i overensstemmelse med vores forventning. Eksempelvis skriver Jeudan under anvendt regnskabspraksis i årsrapporten for 2008:

”Investeringsejendomme måles ved første indregning til kostpris, der omfatter ejendommenes købspris og eventuelle direkte tilknyttede omkostninger. Investeringsejendomme måles efterfølgende til dagsværdi på baggrund af den afkastbaserede værdiansættelsesmodel [normalindtjeningsmetoden], jf. side 54. Der anvendes ikke uafhængige vurderingsmænd ved vurdering af dagsværdierne.”

Ovenstående er således udtryk for en praktisk implementering af IAS 40. Selve formuleringen af anvendt regnskabspraksis afviger selskaber imellem, omend alle anvender dagsværdi. Der henvises til bilag 5, hvoraf anvendt regnskabspraksis for de analyserede årsrapporter fremgår.

5.3.2 Mark-to-market og mark-to-model

Nedenfor er udarbejdet en oversigt over de værdiansættelsesmetoder, som de enkelte ejendomsselskabers anvender, når de skal opgøre en investeringsejendoms dagsværdi :

Tal i 1.000 kr.	Anvendt regnskabspraksis for investeringsejendomme	Metode til fastsæt- telse af dagsværdi	Anvendes eksterne vurderingsmænd	Revisor
Jeudan	Dagsværdi	Normalindtjeningsmodellen	Nej	Deloitte
Nordicom	Dagsværdi	Normalindtjeningsmodellen	Nej	Deloitte
Tower Group	Dagsværdi	DCF-modellen	Ja	Ernst & Young
Schaumann Properties	Dagsværdi	Normalindtjeningsmodellen	Ja	Beierholm
Victoria Properties Tower Group	Dagsværdi	Normalindtjeningsmodellen	Nej	Grand Thornton
Berlin III	Dagsværdi	Normalindtjeningsmodellen	Ja	PWC
Berlin IV B	Dagsværdi	Normalindtjeningsmodellen	Ja	PWC
Investea Sweden Properties	Dagsværdi	Normalindtjeningsmodellen	Nej	PWC
Investea German High Street II B	Dagsværdi	Normalindtjeningsmodellen	Nej	PWC
Dan-Ejendomme	Dagsværdi	Normalindtjeningsmodellen	Nej	Deloitte

Figur 14 – Oversigt over ejendomsselskabernes anvendte værdiansættelsesmetoder⁸⁷

I de følgende afsnit gennemgås på overordnet niveau de modeller, der accepteres i henhold til IAS 40, når dagsværdien for investeringsejendomme skal fastlægges ved brug af mark-to-model samt mark-to-market, for så vidt angår eksterne mæglervurderinger. Gennemgangen har, for så vidt angår mark-to-model, til formål at give et overblik over de inputfaktorer, som er afgørende for, hvilken dagsværdimodel der kommer frem til. Det skal ses i sammenhæng med, at investor for at kunne have en selvstændig mening om de indregnede dagsværdier har brug for oplysninger om de forudsætninger, som værdiansættelsesmodellen hviler på. Dermed fokuseres ikke på de regnetekniske aspekter, men derimod på input til modellen.

Der henvises igen til IASB's holdning om, at ledelsen bør maksimere brugen af input, der er baseret på observerbare data, og minimere input, der hidrører fra ikke-observerbare data. Samtidig henvises til Figur 14 ovenfor, hvoraf det fremgår, at alle selskaberne anvender en mark-to-model tilgang som grundelement i værdiansættelsen, der herefter eventuelt verificeres og suppleres af en valuarvurdering.

5.3.2.1 Normalindtjeningsmodellen

Denne metode omtales i praksis under forskellige navne, herunder som normalindtjeningsmodellen, nettolejemodellen og den afkastbaserede værdiansættelsesmodel. I det følgende benævnes den normalindtjeningsmodellen. Jf. Figur 14 ovenfor er normalindtjeningsmodellen den mest anvendte værdiansættelsesmetode blandt de større børsnoterede selskaber, idet ni ud af ti anvender denne.

Normalindtjeningsmodellen (regneeksempel vedlagt som bilag 1⁸⁸) har følgende faser:

1. Opgørelse af driftsafkast svarende til et normalår (se vedlagte beregningseksempel)
2. Fastsættelse af afkastkrav
3. Beregning af kapitaliseret værdi og regulering for særlige forhold for at beregne dagsværdi

I driftsafkastet for et normalår skal der korrigeres særligt for renoveringsomkostninger, der er tilbagevendende med års mellemrum samt lignende omkostninger. Normalåret er således et udjævnet gennemsnitsår.

Fastsættelse af afkastkravet skal afspejle den risikofrie rente tillagt en risikopræmie, der fastsættes konkret for den pågældende ejendom. Den risikofrie rente vil typisk basere sig på en 10-årig statsobligation. Fastsættelse af risikopræmien på den konkrete ejendomsinvestering er derimod underlagt en del skøn, hvorfor opgørelse af dagsværdi for investeringsejendomme således er udtryk for regnskabsmæssige skøn. I bilag 3 er udarbejdet en oversigt over, hvilke elementer der efter vores opfattelse bør indgå i afkastkravet.

Endelig foretages der eventuel regulering af særlige forhold. Regulering af særlige forhold er eksempelvis udskudt vedligeholdelse, indretningsudgifter, afkast af deposita mv.

Tabel XV: Værdiansættelsesmodel

1 +	Årlige lejeindtægter
2 +/-	Eventuel regulering af eksisterende leje til anslået markedsleje
3 -	Driftsomkostninger
4 -	Ind- og udvendig vedligeholdelse
5 -	Administration
=	Nettoresultat (sum af 1 til 5)
6 /	Afkastprocent
=	Kapitaliseret nettoresultat (nettoresultat / 6)
7 +	Refusionssaldi
8 -	Korrektioner til dagsværdi
=	Dagsværdi (kapitaliseret nettoresultat + 7 - 8)

Figur 15 – Eksempel på normalindtjeningsmodellen⁸⁹

⁸⁷ Egen tilvirkning baseret på empirisk gennemgang af de oplyste selskabers årsrapporter for 2007/08.

⁸⁸ Beregningen indeholder ikke en facitliste over forhold, der skal medtages ved værdiansættelse af ejendomme, men er blot et eksempel herpå.

⁸⁹ Uddrag af Jeudans årsrapport 2008

I Figur 15 ovenfor er medtaget et eksempel på, hvad Jeudan oplyser i årsrapporten for 2008 om de elementer, der inkluderes i opgørelsen af normalindtjeningen.

5.3.2.2 *Discounted cash flowmodellen (DCF-modellen)*

DCF-modellen har ligesom normalindtjeningsmodellen til formål at opgøre en værdi af en given investeringsejendom som surrogat for dagsværdien. Opgørelsen foretages overordnet på baggrund af de forventede fremtidige pengestrømme fra ejendommens drift tilbagediskonteret med investors nominelle diskonteringsrente. Modellen indeholder to elementer, budget- og terminalperioden. Budgetperioden omfatter typisk 5-10 år, og de forventede pengestrømme budgetteres eksplicit for hvert år. I terminalperioden antages det, at pengestrømmene herefter vokser med pristalsreguleringen. DCF-modellen indeholder følgende faser:

1. Opgørelse af pengestrømme i budgetperioden
2. Opgørelse af terminalperioden og terminalværdi
3. Fastlæggelse af diskonteringsrente
4. Tilbagediskontering

Eksempel på modellens anvendelse er vedlagt som bilag 2.⁹⁰ Budgetteringen af pengestrømme foretages år for år, og det er således en konkret forventning til det enkelte år, der afspejles i DCF-modellen, hvilket er i modsætning til normalindtjeningsmodellen, hvor et udjævnet normalår kapitaliseres. I 2. fase fastlægges pengestrømme i terminalperioden, og terminalåret skal være udtryk for en normaliseret/udjævnet årlig pengestrøm baseret på et gennemsnit for poster, der normalt er tilbagevendende med års mellemrum.

Diskonteringsrenten består som i nettoindtjeningsmodellen af den risikofrie rente samt en risikopræmie. Fastlæggelsen af risikopræmien afviger imidlertid væsentligt fra normalindtjeningsmodellen, idet DCF-modellens budgetperiode muliggør, at der eksplicit tages højde for en række forhold, som i normalindtjeningsmodellen er korigeret i risikopræmien og dermed afkastkravet.

En væsentlig forskel mellem DFC-modellen og normalindtjeningsmodellen er, at DCF-modellen tager højde for inflation. Det skal ses i sammenhæng med, at nettoindtjeningsmodellen opgør indtjeningen i et normalår og medtager således ikke pristalsregulering for lejer mv., hvorfor diskonte-

ringsrenten ligeledes ikke reguleres for inflation (realdiskonteringsrente) for at sikre symmetri i beregningen. I DCF-modellen foretages der lejeregulering i budgetperioden, som den faktisk forventes at finde sted, hvorfor diskonteringsrenten skal inkludere inflationselementet for at tage højde herfor. Der henvises til bilag 3 for et overblik over ligheder og forskelle i øvrigt mellem modellerne.

Det skal endelig bemærkes, at den anvendte diskonteringsrente for terminalperioden skal være udtryk for en realdiskonteringsrente, da terminalperioden ikke skal renses for inflation modsat budgetperioden. Dette skal ses i sammenhæng med, at terminalperioden ligesom i normalindtjeningsmodellen er en normaliseret/udjævnet størrelse.

5.3.2.3 Ekstern mæglervurdering

Endelig er det muligt at anvende eksterne valuarvurderinger til fastlæggelse af dagsværdien. Det er muligt enten at bruge valuarvurderingen som direkte grundlag for indregning af dagsværdien eller til at understøtte de interne beregninger, som anvendes til at fastlægge dagsværdien.

Den eksterne valuar anvender typisk en af nedenfor oplistede metoder:

- *M2 ganges med områdets gennemsnitlige m2-priser. I den forbindelse korrigeres m2 for ejendommens særlige forhold.*
- *Normalindtjeningsmodellen*
- *DCF-modellen*

Såfremt virksomheden vælger, at dagsværdien skal fastlægges på baggrund af den uafhængige mæglervurdering, er der en række forhold vedrørende vurderingsrapporten, der bør vurderes:

- **Inaktivt/illikvidt marked:** Antallet af handler i et inaktivt og illikvidt marked vil være faldet markant, og det medfører, at f.eks. afkastkravet observeret i markedet kan være forældet. På baggrund af dette er det nødvendigt for virksomheden at forholde sig til, om tidspunktet for vurderingen og dermed selve vurderingen stadig er "up-to-date". Det er svært at sige præcis, hvor lang tid før regnskabsaflæggelsen den skal være foretaget, men det kan konstateres, at der på få måneder sker meget i markedet. Det kan derfor være nødvendigt, at mægleren skal revurdere dagsværdiberegningen.

⁹⁰ Beregningen indeholder ikke en facitliste over forhold, der skal medtages ved værdiansættelse af ejendomme, men er blot et eksempel herpå.

- **Vurderingstemaet:** Vurderingstemaet bør fastlægges nøje.⁹¹ Dette skal følge anbefalingerne fra The Royal Institution of Chartered Surveyors' (RICS) Valuation Standards; i daglig tale kaldet The Red Book.⁹²
- **Erfaring og markedskendskab:** Endelig er den uafhængige mæglers erfaring og markedskendskab afgørende for anvendelsen af en sådan vurdering.

En mæglervurdering kan være en god metode til fastlæggelse af dagsværdien, når ovenstående forhold tages i betragtning. Vi har foretaget en empirisk analyse af i hvor stort omfang mæglervurderinger anvendes i danske børsnoterede ejendomsselskaber. Jf. Figur 14, side 59 fremgår det, at fire ud af ti selskaber anvender valuarvurderinger, omend analysen viser, at det ofte sker for at verificere selskabets egne modelresultater. Det må ligeledes gøres klart, at indhentelsen af en valuarvurdering i sin konsekvens er en mark-to-model blot udarbejdet af en ekspert, da en valuar ligeledes, jf. ovenfor, anvender standardiserede modeller til beregning af en dagsværdi.

5.3.2.4 Opsummering og vurdering af valg af metode og modeller

De danske børsnoterede ejendomsselskaber anvender, jf. vores undersøgelse, alle dagsværdi som måleattribut for investeringsejendomme. Ovenfor er redegjort for de metoder, som anvendes til fastsættelse af dagsværdien, og der henvises endvidere til afsnit 5.2.2., hvor der er redegjort for dagsværdihierarkiet.

Som omtalt tidligere vil fastlæggelse af dagsværdien i illikvide markeder i mindre omfang være baseret på markedsbaserede data. Dette gør det nødvendigt i højere grad at udfordre de forudsætninger og data, der anvendes ved værdiansættelsen. Det er vores vurdering, at DCF-modellen i disse tilfælde har den klare fordel, at ejendomsselskaberne lettere kan tage højde for udviklingen i de underliggende variabler, og at den dermed bedre afspejler faktiske forhold. Dermed kan modellen bedre anvendes til udarbejdelse af alternative scenarier samt følsomhedsanalyser.

Det er på baggrund heraf vores anbefaling, at selskaberne under de nuværende markedsforhold overvejer at anvende DCF-modellen frem for normalindtjeningsmodellen. I den forbindelse er det vigtigt at bemærke, at en ændring i valg af model er tilladt, såfremt det giver et mere rigtigt billede

⁹¹ Vurderingstemaet fastlægger, hvad der skal vurderes, og under hvilke forudsætninger vurderingen skal foretages.

⁹² The Red Book er et internationalt anerkendt sæt retningslinjer for, hvordan professionel vurdering af fast ejendom planlægges og gennemføres, så vurderingen er i overensstemmelse med det, der er aftalt med opdragsgiver.

og samtidig er en ændring af regnskabsmæssige skøn efter IAS 8. Dette skal behandles efter principperne herfor.

Som supplement til modellerne vurderer vi, at det i inaktive og illikvide markeder kan være fornuftigt at indhente vurderinger fra uafhængige valuarer eller indhente markedsrapporter over gennemførte handler med hensyn til afkastniveau. Det er vores vurdering, at mæglervurderinger kan anvendes for at få de mest opdaterede markedsdata med i fastlæggelse af dagsværdien, da dette typisk er muligt for netop mæglerne, fordi det er deres primære funktion at kende markedet. Det hænger sammen med, som det fremgår af vores teoretiske behandling af dagsværdibegrebet, at dagsværdier opgjort via værdiansættelsesmodeller (se Figur 12) i muligt omfang skal underbygges med markedstransaktioner mv.

5.4 Eksisterende oplysningskrav i relation til investors informationsbehov

I nærværende kapitel foretages en empirisk analyse af, hvordan gældende oplysningsforpligtelser for investeringsejendomme materialiseres i årsrapporterne. I relation til fremstillingen tages udgangspunkt i, at ejendomsmarkedet kan anses for inaktivt og illikvidt, hvorfor diskussionen af tilstrækkeligheden af selskabernes oplysninger skal ses i lyset heraf.

I Figur 16 nedenfor er i oversigtsform præsenteret de oplysningsforpligtelser, der findes i IFRS-regelsættet i relation til ovenstående.

Den efterfølgende gennemgang vil indledningsvist behandle IAS 1 omhandlende regnskabspraksis, herefter IAS 40, for så vidt angår helt specifikke krav til oplysninger, når investeringsejendomme indregnes til dagværdi og endelig IAS 8 i sammenhæng med ændring i regnskabsmæssige skøn.

Overordnet bemærkes det, at mange af de oplysningsforpligtelser, der er krævet efter IFRS/IAS standarderne, er udtryk for meget brede formuleringer, der efter vores opfattelse i stor udstrækning lader det være op til det enkelte selskab at tolke kravene. Derfor er årsrapporterne gennemgået kvalitativt, og nedenstående er udtryk for vores vurdering på baggrund heraf. Samtidig bemærkes det, at vi i bilag 5 har vedlagt uddrag af eksempelvis regnskabspraksis for selskaberne samt kommentering på enkelte udvalgte forhold.



Figur 16 – Oplysningsforpligtelser, IFRS Investeringsejendomme⁹³

Oplysningskravenes samspil med den danske ledelsesberetning

Som behandlet i afsnit 5.1 er der fortsat krav om medtagelse af en ledelsesberetning i årsrapporter aflagt efter IFRS. Indholdet for børsnoterede selskaber, der er relevante i forhold til investeringsejendomme, er indeholdt i ÅRL § 99, hvor primært stk. 1, nr. 2 og 3 er væsentlige. Bestemmelserne foreskriver, at der i ledelsesberetningen er krav om, at der angives usikkerheder ved indregning og måling, eventuelt med angivelse af beløb, dernæst oplysning om usædvanlige forhold, der har påvirket indregning og måling.

I IFRS-regelsættet er alle oplysningskrav implementeret som notekrav, idet begrebet ledelsesberetning ikke som sådan kendes i regelsættet. I praksis har der i de danske IFRS-årsrapporter ikke været en stringent opdeling af oplysninger medtaget i noterne henholdsvis ledelsesberetningen. Oplysningskrav efter IFRS, som efter ordlyden skulle gives i noterne, har i praksis ofte været givet i ledelsesberetningen.

⁹³ Egen tilvirkning på baggrund af relevant IFRS/IAS-standarder. Teksten er sammenskrevet og kan ikke i alle tilfælde tages som udtryk for den enkelte standards eksakte ordlyd.

Ovenstående praksis påvirkes i væsentligt omfang af, at ledelseberetningen ikke er omfattet af revisionspligten for regnskabsår med start fra 1. september 2008 eller senere⁹⁴. Det er derfor vores opfattelse, at revisor som helhed fremadrettet vil kræve, at alle IFRS-notekrav rent faktisk gives i noter og ikke længere alternativt i ledelsesberetningen.

Efter vores opfattelse er der endvidere sammenfald mellem de oplysninger, der kræves medtaget i den danske ledelsesberetning og efter IFRS/IAS-oplysningskrav for investeringsejendomme. Da revisionspligten omfatter alle oplysningskrav efter IFRS/IAS standarderne, kan disse oplysninger ikke længere gives i en del af årsrapporten, der ikke er omfattet af revisionpligt.

Nedenfor vil der blive henvist til oplysningskravene på tværs af IFRS/IAS standarderne, idet der i de enkelte krav vil være visse sammenfald i den information, der opfylder oplysningskravene. Det vil ligeledes ofte i flere tilfælde være naturligt, at selskabet giver visse dele af de krævede oplysninger samlet, omend kravene udspringer er flere særskilte standarders krav. ÅRL-kravene vil ikke blive omtalt, idet de således anses for indeholdt i IFRS-kravene.

5.4.1 Anvendt regnskabspraksis samt væsentlige skøn og vurderinger (IAS 1)

I ni ud af de ti årsrapporter⁹⁵ redegøres der i note 1 eller 2 til årsrapporten for den anvendte regnskabspraksis i sin helhed. Det følger kravet i IAS 1.108, som præciserer, at der i årsrapporten skal oplyses om anvendt regnskabspraksis for væsentlige poster. Som det fremgår af vores gennemgang af de børsnoterede ejendomsselskabers anvendte regnskabspraksis i bilag 5, er målegrundlaget i form af oplysning om måling til dagsværdi og kostpris foretaget fyldestgørende i alle selskaber.

Ud over selve oplysningen omhandlende målegrundlaget bør IAS 1.116 iagttages. Afsnittet indeholder følgende formulering:

”Virksomheden skal i noterne oplyse om primære forudsætninger for fremtiden samt andre primære kilder til skønsmæssig usikkerhed på balancedagen, som indebærer en betydelig risiko for at forårsage en væsentlig regulering af den regnskabsmæssige værdi af aktiver og forpligtelser inden for det næste regnskabsår. Noter skal, for så vidt angår disse aktiver og forpligtelser, indeholde detaljerede oplysninger om:

(a) Deres art, og

(b) Deres regnskabsmæssige værdi på balancedagen.

⁹⁴ Ændring af årsregnskabsloven vedtaget af Folketinget den 3. juni 2008.

⁹⁵ Schaumann Properties A/S oplyser om anvendt regnskabspraksis før resultatopgørelsen og balancen og dermed ikke i noter.

I henhold til IAS 1.119 kan der ses bort fra IAS 1.116, såfremt aktivet er værdiansat til dagsværdi på balancedagen baseret på markedspriser. Denne undtagelse gælder efter vores opfattelse ikke for investeringsejendomme, idet der ikke findes et noteret marked herfor, jf. afsnit 5.2.4.3. Investeringsejendomme værdiansættes som tidligere beskrevet efter en mark-to-model metode, hvor resultatet i større eller mindre udstrækning verificeres ved brug af tilgængelig markedsinformation.

I de enkelte årsrapporter oplyses der relativt ensartet herom. Oplysning sker fortrinsvist i en note lige før eller efter anvendt regnskabspraksis. En kritisk gennemgang af formuleringerne afslører imidlertid efter vores opfattelse, at de anvendte afsnit bærer præg af generiske standardformuleringer, der kunne passe på de fleste ejendomsselskaber.

Der kan naturligvis i relation til ovenstående argumenteres for, at en del af kravet er opfyldt ved at give oplysninger i henhold til IAS 40.75 omkring valg af metode og væsentlige forudsætninger. Disse oplysninger suppleres endvidere i alle årsrapporter med en standardfølsomhedsanalyse, der viser konsekvensen af ændringer i afkastprocenten målt på enten investeringsejendommenes markedsværdi og/eller ændringer i selskabets egenkapital. Diskussionen må således ses i sammenhæng med afsnit 5.4.2 nedenfor, hvortil der henvises.

5.4.2 Generelle oplysninger (IAS 40)

Dagsværdi- eller kostprismodel (IAS 40.75 (a))

IAS 40.75 indeholder en række specifikke krav til oplysninger vedrørende investeringsejendomme. Indledningsvist kræves det, at der gives oplysning i henhold til IAS 40.75(a), om hvorvidt dagsværdi eller kostprismodellen er anvendt, hvilket er omtalt i afsnit 5.4.1 ovenfor, idet den faktiske beskrivelse vil kunne findes i selskabets anvendte regnskabspraksis.

Dernæst kræves det, at der oplyses om, hvilke kriterier der anvendes til at skelne mellem investeringsejendomme, domicilejendomme samt ejendomme, som besiddes med henblik på salg. IAS 40.75(c) finder efter vores opfattelse altid anvendelse, idet et selskab først kan klassificere en ejendom som investeringsejendom, når kriterier herfor er fastlagt. I praksis viser vores gennemgang, at ejendomsselskaber typisk definerer de regnskabsposter, som de har ejendomme indenfor, hvorefter der ikke foretages yderligere. Vi vurderer umiddelbart, at det er tilstrækkeligt, omend der med fordel kunne præsenteres en klassifikationsmodel i årsrapporten med kriterier for de tre kategorier.

Dagsværdioplysninger mv. (IAS 40.75 (c), (d) og (e))

Det helt centrale i relation til kandidatafhandlingens problemstilling er IAS 40.75(d) og (e), idet det her kræves, at selskaber oplyser om de anvendte metoder til værdiansættelsen samt væsentlige forudsætninger, herunder om dagsværdien er baseret på markedsindikatorer eller i større omfang andre faktorer. Samtidig skal det oplyses, i hvilket omfang dagsværdien er baseret på vurderinger foretaget af en uafhængig valuar.

Oplysningskravet i IAS 40.75(d) består efter vores opfattelse af følgende elementer:

- 1) Valg af model, herunder konkret redegørelse for, hvordan selskabet bruger modellen.
- 2) Følgende inputparametre bør beskrives detaljeret:
 - Budgettering af pengestrømme
 - Fastlæggelse af afkastprocent
- 3) I relation til afkastprocenten bør der gives oplysninger om, i hvilket omfang denne er baseret primært på ledelsens vurderinger eller markedsindikatorer.

I inaktive og illikvide markeder bliver de to første oplysningskrav særligt interessante, når det i årsrapporten oplyses, at værdiansættelsen primært er baseret på ledelsens vurdering og skøn.

Ad 1) Modelvalg

Metodemæssigt kan selskabet som tidligere omtalt enten have valgt en normalindtjeningsmodel eller en DCF-model. Som den empiriske analyse viser, anvender alle selskaber normalindtjeningsmodellen. Tower Group anvender imidlertid DCF-modellen som primær model og normalindtjeningsmodellen som sekundær model til at verificere resultatet af den første model. Som konsekvens heraf vil vores analyse primært fokusere på normalindtjeningsmodellen, men ligeledes inddrage DCF-modellen, når det er relevant. Det skyldes, at DCF-modellen som tidligere nævnt, efter vores omfatelse, giver den mest nøjagtige værdiansættelse i et inaktiv og illikvidt marked (jf. afsnit 5.3.2.4).

I forbindelse hermed er det interessant, at selskaberne generelt refererer til normalindtjeningsmodellen eller DCF-modellen, som om disse var udtryk for en i lovgivningen eksakt beskrevet model. Jeudan og Nordicom er således eneste ejendomsselskaber (i Figur 15 på side 60 fremgår Jeudans oversigtsfigur over normalindtjeningsmodellen), der oplyser nærmere om deres brug af den anvendte model. Der foretages en relativ detaljeret beskrivelse i relation til opgørelsen af driftsafkastet.

Omvendt beskrives selve elementerne i afkastprocenten ikke. De øvrige analyserede ejendomsselskaber oplyser ikke nærmere om de anvendte modeller, beregningsmetoder eller lignende.

Ad 2) Forudsætninger

Som beskrevet ovenfor kan forudsætningerne for den opgjorte dagsværdi af en investerings ejendom opdeles i lejeindtægter/driftsomkostninger og afkastprocent samt øvrige reguleringer.

En analyse af tekstafsnit i de enkelte årsrapporter viser, at de enkelte selskaber ofte oplyser om tomgangsprocenter, lejeniveauer, lejepotentialer mv. herunder oplyses ofte om forventet udvikling i driftsomkostninger. Der fokuseres dog ofte mere ensidigt på lejeindtægter end en nettopengestrømsbaseret tankegang som efter vores opfattelse retfærdiggør. Disse forhold må oplyses samtidig med at elementerne i pengestrømmene oplyses i henhold til ad 1.

Det er vores vurdering, at ledelsen bør fokusere på at redegøre for de vurderinger og skøn, der er forbundet med fastlæggelsen af afkastprocenten. Der stilles i IFRS/IAS-standarderne ingen specifikke krav hertil⁹⁶, hvorfor det er op til selskaberne at udfylde bestemmelsen om at oplyse om væsentlige forudsætninger, som afkastkravet er et udtryk for.

Det karakteristiske for vores gennemgang er, at selskabernes oplysninger om afkastkrav er meget sporadiske og præget af, at hovedparten af selskaberne oplyser et gennemsnitligt afkastkrav, hvor kun tre af selskaberne kommer med opdeling af afkastprocenten på portefølje (interval opdeling), ejendomstype eller beliggenhed. Eksempelvis giver Victoria Properties oplysninger som vist i Figur 17 nedenfor:

Intervaller for anvendte afkastprocenter er gengivet i tabellen nedenfor.

	Andel af portefølje	Gennemsnitligt afkastkrav
Afkastprocent: 6,0% til 6,5%	0,9%	6,0%
Afkastprocent: 5,5% til 6,0%	43,5%	5,5%
Afkastprocent: 5,0% til 5,5%	25,5%	5,2%
Afkastprocent: 4,5% til 5,0%	10,7%	4,6%
Afkastprocent: 4,0% til 4,5%	19,4%	4,0%
	100,0%	5,0%

Figur 17 – eksempel på oplysning om afkastprocent⁹⁷

⁹⁶ Som omtalt er der generelle krav i IAS 1 og 8.

⁹⁷ Årsrapport for Victoria Properties 2007/08

Regnskabsbruger har ofte ikke mulighed for at tage stilling til, hvilke elementer der medtages i opgørelsen af pengestrømmene, og hvilke der afspejles i afkastprocenten, og det er efter vores tolkning af 40.74(d) en klar mangel i forhold til de oplysningskrav, der er fastsat heri. Det skal ses i sammenhæng med, at modellerne er fastlagt i praksis, og regnskabsbruger kan dermed ikke slå op i en regnskabsstandard for at få forståelse af, hvordan modellerne konkret er anvendt. I bilag 1, 2 og 3 fremgår det, hvordan, vi mener, at de givne forhold bør afspejles i pengestrømmene henholdsvis afkastkravet.

Ad 3) Inaktive og illikvide markeder

Ovenstående diskussion af pengestrømme og afkastkrav skal særligt ses i forhold til de nuværende inaktive og illikvide markeder. IASB fremhæver en række forhold i sin publikation om måling og oplysning om dagsværdi for finansielle instrumenter⁹⁸.

Notatet omhandler finansielle instrumenter, men det er vores holdning, at selskaber der i årsrapporten måler investeringsejendomme til dagsværdi, bør være opmærksomme på IASB's holdninger heri. Det skal ses i sammenhæng med, at årsrapporten skal give et retvisende billede (true and fair view), hvor IASB i notatet nævner en række oplysninger, som bør gives.

Specielt lægges der vægt på, at der for væsentlige regnskabsposter gives særlige oplysninger, når en række forhold gør sig gældende:⁹⁹

- Væsentlig regnskabspost
- Usikkerheder og subjektivitet
- Input baseret på skøn og vurderinger frem for objektive markedsindikatorer
- Komplexitet
- Prisvolatiliteten øges
- Forskellen mellem udbudspris og købspris stiger (bid-offer spread øges)
- Reduktion i likviditeten

Ovenstående punkter gør sig gældende for de analyserede ejendomsselskaber, men vi har ved analysen konstateret, at selskaberne i meget begrænset omfang giver de oplysninger, som IASB foreslår.

⁹⁸ IASB Expert Advisory Panel, oktober 2008, Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active, part II

IASB foreslår i notatet følgende oplysningstyper:

- En detaljeret beskrivelse af instrumenter og tilknyttede dagsværdiopgørelser.
- Information om den anvendte metode til fastlæggelse af dagsværdi.
- Forklaring på de input, der er anvendt til beregningen.

Ovenstående tre punkter kan ses i nøje sammenhæng med det generelle krav om, at det skal oplyses, om input i modelberegningerne primært er baseret på ledelsens vurderinger eller markedsindikatorer. Selskaberne beskriver alle markedsforholdene på de markeder, som de opererer på, herunder at ejendomsmarkederne er præget af illikviditetsproblemer, turbulens mv. Omvendt er selskaberne meget tilbageholdende med at oplyse, hvordan disse forhold har haft indvirkning på værdiansættelsen, herunder hvordan forholdene påvirker input til værdiansættelsen. Det er vores tolkning, at kravene er en klar mangel i forhold til de gældende regler i IAS 40.75(d).

Lejeindtægter og driftsomkostninger (IAS 40.75(f))

Til brug for investors analyse af de underliggende pengestrømme på selskabets investeringsejendomme indeholder IAS 40.75(f) krav om, at der skal oplyses om de tre forhold, som er udtrykt i punkt IAS 40.75 (i) til (iii) (se Figur 16, side 65).

Lejeindtægterne fra investeringsejendomme oplyses i alle i årsrapporterne, hvorimod oplysningerne om direkte driftsomkostninger ofte har en mere uklar karakter. I årsrapporterne fremgår det klart, hvordan selskabets nettoomsætning fordeler sig på lejeindtægter fra investeringsejendomme kontra anden nettoomsætning. Eksempelvis giver Jeudan oplysningerne således:

4. NETTOOMSÆTNING				
	KONCERN		MODERSELSKAB	
	2008	2007	2008	2007
Lejeindtægter fra Investeringsejendomme	472.059	378.579	174.221	158.598
Andre indtægter fra Investeringsejendomme	1.089	0	304	0
Salgsværdi af årets produktion inkl. igangværende arbejder (Service)	228.226	126.037	0	0
Øvrig omsætning Service	36.470	19.459	0	0
NETTOOMSÆTNING I ALT	737.844	524.075	174.525	158.598
For Jeudan Servicepartner A/S er der i resultatopgørelsen indregnet igangværende arbejder til salgspris med t.DKK 89.665 (2007: t.DKK 123.544). Heraf andrager avance t.DKK 13.329 (2007: t.DKK 21.278).				
I forbindelse med udlejningen af Investeringsejendomme til kunder afholder Koncernen en række omkostninger, som viderefaktureres direkte til kunderne eksempelvis varme, el, vand, renhold etc. De samlede viderefakturerede omkostninger fremgår nedenfor.				

Figur 18 – Eksempel på oplysning om lejeindtægter fra investeringsejendomme¹⁰⁰

⁹⁹ IASB Expert Advisory Panel, oktober 2008, Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active, part II, afsnit 113

¹⁰⁰ Uddrag af Jeudans årsrapport 2008, note 4

Andre selskaber har valgt at supplere oplysninger om nettoomsætning og huslejeandel med en oversigt over lejeindtægterne pr. ejendom. Det har eksempelvis Investa German High Street II A/S gjort.

Mere varierende bliver indtrykket af selskabernes årsrapporter, når kravet om oplysning af driftsomkostninger tilknyttet henholdsvis udlejede og ikke-udlejede arealer skal oplyses. Jeudan har foretaget en egentlig specifikation, jf. Figur 19 nedenfor. I andre årsrapporter, som eksempelvis Investea German High Street II, Investea Sweden Properties, Berlin III, Berling IV samt Dan-Ejendomme Holding A/S, gives oplysningerne enten slet ikke eller i en indirekte form, som efter vores vurdering ikke er særlig informativ.

5. DRIFTSOMKOSTNINGER				
	KONCERN		MODERSELSKAB	
	2008	2007	2008	2007
Driftsomkostninger Investeringsejendomme	92.380	62.604	34.886	28.935
Driftsomkostninger Service	232.710	128.033	0	0
DRIFTSOMKOSTNINGER I ALT	325.090	190.637	34.886	28.935
Direkte driftsomkostninger ikke udlejede Investeringsejendomme	1.081	2.363	381	803

Figur 19 –Oplysning om driftsomkostninger tilknyttet investering med/uden lejeindtægter¹⁰¹

5.4.3 Ændring af regnskabsmæssige skøn (IAS 8)

IAS 8 stiller krav om, at i det omfang et regnskabsmæssigt skøn ændres fra et år til det næste, skal der oplyses om følgende forhold:

- Afsnit 39: Virksomheden skal oplyse om arten og størrelsen af det regnskabsmæssige skøn, der påvirker det aktuelle regnskabsår, eller som forventes at påvirke fremtidige regnskabsår, bortset fra oplysninger om virkning på fremtidige regnskabsår, når det er praktisk umuligt at foretage et skøn over denne virkning.
- Afsnit 40: Hvis den beløbsmæssige størrelse af virkningen på fremtidige regnskabsår ikke oplyses, fordi det er praktisk umuligt at foretage et sådant skøn, skal virksomheden oplyse dette.

Det er vores vurdering, at ovenstående oplysningskrav er af betydning for de oplysninger, som gives i ejendomsselskabernes årsrapporter for investeringsejendomme. Der foretages en gennemgang nedenfor.

¹⁰¹ Uddrag af Jeudans årsrapport 2008, note 5

5.4.3.1 Ændring af værdiansættelsesmetode

Når selskabet skal fastsætte en investeringsejendoms dagsværdi, anvendes forskellige surrogatværdier, herunder kapitalværdiberegninger, som konsekvens af, at markederne ikke er perfekte eller komplette. Særligt i inaktive og illikvide markeder udgør selve beregningerne ofte en væsentlig del af grundlaget for værdiansættelsen.

Ændrer et selskab model fra brug af f.eks. normalindtjeningsmodellen til DCF-modellen, betegnes skiftet som udgangspunkt som en ændring af regnskabsmæssigt skøn. Det skal ses i sammenhæng med, at regnskabspraksis er udtrykt ved, at værdiansættelsen foretages til dagsværdi. Hvordan dagsværdien skønnes, er selvsagt en del af et regnskabsmæssigt skøn og ikke en praksis.¹⁰²

Ændres model, vil der således kræves oplysninger efter afsnit 39/40 ovenfor. Der er ingen af de analyserede selskaber, der i året 2007/08 har ændret modelanvendelse, hvorfor der ikke kan foretages en empirisk analyse af modelændringer.

5.4.3.2 Ændring af pengestrømme og afkastkrav

Ud over ovenstående oplysninger ved ændring af model til opgørelse af dagsværdien, vil det være et krav, at selskabet hvert år beskriver årets ændring af regnskabsmæssige skøn i henhold til IAS 40.39. En sådan oplysning gives eksempelvis, som Jeudan har gjort det i årsrapporten 2008 som vist nedenfor:

UREALISERET GEVINST/TAB

Tabel XIV: Dagsværdireguleringer

Den samlede regulering til dagsværdi udgjorde		
Investeringsejendomme	DKK mio.	-251
Finansielle gældsforpligtelser	DKK mio.	-390
I alt - netto	DKK mio.	-641

Figur 20 – Eksempel på oplysning om årets dagsværdiregulering¹⁰³

Ovenstående er udtryk for en grov nettoficering af ændringer i de enkelte input fra forrige år til det aktuelle regnskabsår. Det er vores holdning, at praksis på området har anlagt en meget simpel tolkning af kravet om oplysninger om ændrede regnskabsmæssige skøn, idet ændringen eksempelvis

¹⁰² IAS 8.1-8.40

¹⁰³ Uddrag af Jeudans årsrapport 2008, ledelsesberetning

kunne forventes opdelt på, hvad der skyldes ændringer i den risikofrie rente henholdsvis risikopræmien samt, hvad der kan henføres til ændrede pengestrømme.

Ud over oplysninger om årets ændring er det ligeledes et krav, at ledelsen eksplicit tager stilling til den eventuelle indvirkning på fremtidige regnskabsår. Omvendt er investeringsejendomme efter vores opfattelse omfattet af IAS 8.40, hvor det ikke umiddelbart er muligt at oplyse den beløbsmæssige størrelse af indvirkningerne på fremtidige regnskabsår. Det er imidlertid et krav, at ledelsen giver oplysninger herom.

I den forbindelse har vi empirisk observeret, at flere selskaber blandt andet udarbejder og offentliggør følsomhedsanalyser for at fremhæve det forhold, at en række faktorer har indflydelse på de dagsværdireguleringer, der påvirker selskabets resultat i fremtidige regnskabsår. Det er efter vores vurdering ikke et krav at udarbejde følsomhedsanalyser, omend det kan understøtte ledelsens verbale redegørelse for de usikkerheder, som de regnskabsmæssige skøn indeholder.

Jeudan og Tower Group udarbejder begge følsomhedsanalyser fordelt på såvel leje som afkastkrav, hvorimod de øvrige selskaber udarbejder følsomhedsanalyser, der er mere fragmenterede. Dernæst udarbejder hele fem selskaber ingen følsomhedsanalyser, hvoraf et enkelt selskaber verbalt redegør for betydningen af en ændring på +/- 5% af afkastkravet i noterne.

Et godt eksempel på en følsomhedsanalyse er efter vores opfattelse Tower Group. Afkastprocenten analyseres udelukkende inkl. terminalperioden, hvorimod lejeændringer analyseres både med og uden terminalperiode.

FØLSOMHEDSANALYSE - AFKASTKRAV

Ændring i gns. egenkapital afkast	Pct.	-0,75%	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%
Ændring i markedsværdi	DKK mio.	136	89	44	0	-43	-86	-127
Markedsværdi	DKK mio.	4.365	4.318	4.273	4.229	4.186	4.143	4.102

Ændring i gns. afkast for gæld	Pct.	-0,75%	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%
Ændring i markedsværdi	DKK mio.	459	295	143	0	-134	-259	-377
Markedsværdi	DKK mio.	4.688	4.524	4.372	4.229	4.095	3.970	3.852

Figur 21 – Eksempel på følsomhedsanalyse for afkastkrav¹⁰⁴

¹⁰⁴ Uddrag af årsrapporten for Tower Group 2007/08, noter

FØLSOMHEDSANALYSER - LEJEN

Ændring i leje pr. år inkl. terminal periode	Pct.	-2,0%	-1,5%	-1,0%	0,0%	1,0%	1,5%	2,0%
Ændring i markedsværdi	DKK mio.	-103	-77	-52	0	52	77	103
Markedsværdi	DKK mio.	4.126	4.152	4.177	4.229	4.281	4.306	4.332

Ændring i leje pr. år ekskl. terminal periode	Pct.	-2,0%	-1,5%	-1,0%	0,0%	1,0%	1,5%	2,0%
Ændring i markedsværdi	DKK mio.	-44	-33	-22	0	22	33	44
Markedsværdi	DKK mio.	4.185	4.196	4.207	4.229	4.251	4.262	4.273

Figur 22 – Eksempel på følsomhedsanalyse for lejen¹⁰⁴

5.5 Opsummering og vurdering

Investors informationsbehov omfatter information til brug for værdiansættelse af sin andel i egenkapitalen i et givent ejendomsselskab. Det skal ses i sammenhæng med, at balancen i det enkelte ejendomsselskab ikke er perfekt, hvorfor selskabernes egenkapital ikke udtrykker markedsværdien af selskabet. Investor har derfor grundlæggende behov for at kunne fastlægge selskabets reelle markedsværdi, herunder foretage en vurdering af de indregnede aktiver og forpligtelser samt prognosticere selskabets fremtidige pengestrømme, som kan danne grundlag for beregning af kapitalværdien af selskabet.¹⁰⁵

I relation til indregning af investeringsejendomme til dagsværdi anvendes i praksis normalindtjeningsmodellen, som estimerer et driftsafkast for et normalår, der herefter kapitaliseres. Herefter verificeres resultatet ved at se på udvalgte markedsindikatorer.

I inaktive og illikvide markeder er det vores opfattelse, at DCF-modellen bør anvendes, idet der i denne model kan foretages justering af flere variabler i pengestrømmene, end det er muligt i normalindtjeningsmodellen. Til trods herfor anvender kun ét af de analyserede selskaber DCF-modellen. TowerGroups anvendelse af såvel normalindtjeningsmodellen som DCF-modellen for at sammenholde resultaterne kan efter vores opfattelse ligeledes være anbefalelsesværdig.

Investors behov for at kunne vurdere de indregnede dagsværdier i selskabernes årsrapporter forudsætter, at en række oplysninger gives. Ejendomsporteføljens underliggende pengestrømme samt de til kapitaliseringen anvendte afkastkrav er selve kernen i dagsværdiberegningerne. Der oplyses ofte en del om lejeniveau, tomgang mv., men der fokuseres meget lidt på den samlede brut-

to/nettopengestrøm, som er knyttet til porteføljen, herunder præsenteres det ikke, hvordan selskabet anvender normalindtjeningsmodellen i praksis. Afkastkrav oplyses ofte på overordnet niveau, og de markedsforhold, der har påvirket afkastkravene, oplyses ofte i standardvendinger for det pågældende marked. Ledelsens overvejelser og skøn kommer dermed kun i meget begrænset omfang til udtryk i beretninger, noter mv., omend der er krav om, at ledelsen eksplicit oplyser, hvilke input der overvejende er baseret på ledelsens vurderinger, og hvilke der i overvejende grad er baseret på markedsindikatorer.

Vores empiriske analyse viser, at der meget sjældent oplyses om, hvilke risikofaktorer der indgår i pengestrømmene, og at der aldrig oplyses om, hvilke risikofaktorer der indgår i afkastprocenten. Dermed har investor ikke mulighed for at vurdere, hvorvidt en given risiko er justeret i pengestrømmene og/eller i afkastprocenten. Det medfører, at en reel brugbar vurdering af niveauet i afkastkravet vanskeliggøres fra investors synsvinkel.

Endelig har vi noteret os, at selskabernes ledelse kun i meget begrænset omfang forholder sig til de inaktive og illikvide markeder og ikke i den relation har fundet grundlag for i væsentligt omfang at udvide omfanget af oplysninger i noter og beretning.

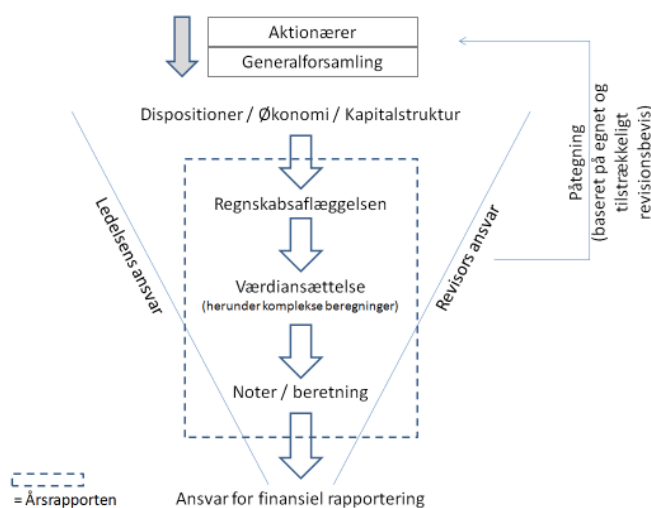
¹⁰⁵ Svarende til virksomhedens markedsværdi

6. Revisors og ledelsens ansvar for påtegning af årsrapporten

Som anført i indledningen til afhandlingen medfører måling af regnskabsposter til dagsværdi i inaktive og illikvide markeder en række revisionsmæssige udfordringer, som IAASB har fremhævet i det udsendte notat¹⁰⁶ omkring revision af dagsværdier for finansielle instrumenter.

Formålet med kapitlet er således at analysere primært revisors og sekundært ledelsens rolle i relation til årsrapporten, når der i årsrapporten indgår dagsværdiopgørelser baseret på mark-to-model opgørelser i inaktive og illikvide markeder. Analysen foretages dels i et agentteoretisk perspektiv, som der er redetgjort for i afsnit 2.1, og dels i forhold til de konkrete revisionsstandards og lovgivning i mere bred forstand. Fokus er på revisionsmålet værdiansættelse af investeringsejendomme som sådan og på fuldstændighed for de til dagsværdiopgørelserne tilknyttede oplysningsforpligtelser som konsekvens af, at de efter vores vurdering er forbundet med betydelige risici efter RS 330.

Som der er argumenteret for i afhandlingens teoribase, er fundamentet for, at revisor kan tilføre årsrapporten yderligere informationsværdi, at revisor kan anses som kompetent og uafhængig af den regnskabsaflæggende enhed. I dansk lovgivning er det indføjet i lov om godkendte revisorer og revisionsvirksomheder § 16, stk. 1, at revisor er offentlighedens tillidsrepræsentant. Revisors rolle som offentlighedens tillidsrepræsentant skal ses i forhold til revisors erstatningsansvar, der ikke udelukkende eksisterer over for klienten i agent-principal forholdet, men også over for offentligheden i form af långivere, leverandører, kunder mv.¹⁰⁷



Figur 23 – Oversigt over afhandlingens gennemgang af ledelsens vs. revisors roller¹⁰⁸

¹⁰⁶ IAASB, oktober 2008 – Challenges in auditing fair value accounting estimates

¹⁰⁷ K. Füchsel, P. Gath, L. B. Langsted, J. Skovby, 2007, Revisor, regulering og rapportering, s. 33-43

¹⁰⁸ Kilde: Egen tilvirkning, baseret på gennemgang af aktieselskabsloven, revisionsstandards samt lovgivning om revisors og ledelsens ansvar.

Af figuren ovenfor fremgår elementerne i den økonomiske rapportering til selskabets interessenter. I første omgang skabes der værdi i transformationsprocessen, der resulterer i en given profit eller underskud samt finansiell stilling. Selskabet skal herefter rapportere dette resultat samt finansielle stilling via regnskabsaflæggelsen, der omfatter værdiansættelse af balanceposter samt udarbejdelse af forklarerende beretninger om forhold af væsentlig betydning.

I kapitlet gennemgås indledningsvist i afsnit 6.1 den overordnede ansvarsfordeling mellem revisor og ledelse, for så vidt angår selskabets ledelse og økonomi. Herefter analyseres i afsnit 6.2 ledelsens rolle ved udarbejdelsen og aflæggelsen af årsrapporten. Derefter redegøres i afsnit 6.3 dels for selve revisionsprocessen og dels for revisors kommunikation af resultatet af revisionen i form af påtegningen af årsrapporten. I forhold til Pratt & van Peursems konceptuelle tilgang til revision (se afsnit 2.2) inddrages performance, herunder revisionsstandarder, i relation til revisionsbeviset af hensyn til afhandlingens struktur.

6.1 Selskabets overordnede økonomi og kapitalstruktur

I aktieselskabslovens¹⁰⁹ § 54, stk. 1 fremgår det, at ledelsen af et aktieselskab forestås af bestyrelsen og direktionen i forening.

Overordnet fastlægges bestyrelsens henholdsvis direktionens ansvar i aktieselskabsloven § 54, stk. 2-3, hvoraf det fremgår, at bestyrelsen og direktionen forestår ledelsen af selskabet. Det medfører, at bestyrelsen ikke udelukkende agerer som tilsynsorgan, men ligeledes har en aktiv rolle i forbindelse med ledelsen af selskabet. Omvendt sondres der i loven mellem daglig og overordnet ledelse.

Normalt argumenteres der for, at Danmark i aktieselskabsloven anvender den angelsaksiske tostrengede ledelsesmodel. Det er efter vores opfattelse nærmere en halvandetstrengt ledelsesmodel, idet bestyrelsen som tilsynsorgan ikke kan anses for uafhængig af selve ledelsen af selskabet, omend bestyrelsens ledelsesopgaver er afgrænset til overordnet ledelse.

Direktionen forestår den daglige ledelse vedrørende den normale og løbende drift af selskabet og tilrettelægger i den forbindelse selskabets bogføring under iagttagelse af gældende regler. Dernæst har direktionen pligt til at iværksætte en betryggende formueforvaltning. Alle forhold skal varetages

¹⁰⁹ Det tages udgangspunkt i aktieselskabsloven inden reformen af selskabslovgivningen.

under hensyntagen til de anvisninger, som må foreligge i en direktioninstruks fra bestyrelsen samt med repsekt for trufne bestyrelsesbeslutninger.¹¹⁰

I relation til direktionens opgaver er det bestyrelsens ultimative ansvar at kontrollere, at direktionen har sikret en forsvarlig organisation, formueforvaltning samt tilrettelæggelse af bogføringen. Ud over disse tilsynsopgaver fastlægger bestyrelsen selve selskabets strategi og tegner selskabet i større anliggender, som ikke kan ses som elementer i selskabets normale og løbende drift.¹¹¹

Såfremt ledelsen forsømmer deres opgaver eller laver fejl og derved tilføjer selskabet skade, ifalder de ansvar i henhold til ASL § 140, stk. 1. Såfremt andre enheder end selve selskabet påføres skade, er ansvaret imidlertid udelukkende eksisterende, såfremt ASL eller selskabets vedtægter er overtrådt. I bestemmelsen er ordlyden ”fortsæt eller uagtsomt” anvendt, hvilket kan sammenlignes med det almindelige erstatningsbegreb, culpa.

Det fremgår modsætningsvis af ASL, at udelukkende ledelsen er ansvarlig for selskabets dispositioner og drift. Når revisor som offentlighedens tillidsrepræsentant påtegner årsrapporten, har revisor således ikke ansvar for de dispositioner, som selskabets ledelse har udøvet i året. Er de foretagne dispositioner således afspejlet i den finansielle rapportering i overensstemmelse med gældende regnskabsstandards, ligger det dermed uden for revisionens formål i øvrigt at kritisere ledelsens dispositioner.¹¹² Det skal ses i sammenhæng med selve formålet med revisionen, som er analyseret i afsnit 6.3.

6.2 Ledelsens udarbejdelse og påtegning af årsrapporten

Ledelsens udarbejdelse og påtegning af årsrapporten for børsnoterede ejendomsselskaber følger som udgangspunkt IFRS-regelsættet. IFRS-regelsættet indeholder imidlertid ikke bestemmelser for alle forhold vedrørende aflæggelse af årsrapporten, men indeholder primært bestemmelser om indregning, måling, præsentation og oplysninger. Derfor er der i ÅRL § 137, stk. 4 bemyndigelse til, at Erhvervs- og Selskabsstyrelsen kan fastsætte nærmere regler. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har

¹¹⁰ Erik Werlauff, 1999 Aktieselskabsloven med kommentarer s. 424-430

¹¹¹ Erik Werlauff, 2006, Bestyrelsens arbejde og ansvar, kapitel 2, 5, 6, 7 og 8

¹¹² Medmindre de foretagne dispositioner medfører risiko for, at ledelsen ifalder strafansvar. Er det tilfældet, er revisor forpligtet til at rapportere dette i sin påtegning, jf. erklæringsbekendtgørelsen.

udstedt IFRS-bekendtgørelsen, der¹¹³ henviser til en række bestemmelser i årsregnskabsloven, som selskabet fortsat skal følge.

IFRS-bekendtgørelsen præciserer blandt andet, at årsregnskabslovens kapitel 1 om lovens anvendelsesområde, grundlæggende krav mv. skal følges, ligesom IFRS-bekendtgørelsen foreskriver, at der er krav om ledelsesberetning, ledespåtegning mv.

Ovenstående medfører, at ledelsens ansvar vedrørende årsrapporten skal undersøges og bestemmes ud fra årsregnskabslovens regler. I ÅRL afsnit 1, kapitel 2 fremgår det i § 8, at det er ledelsesorganerne, der har ansvar for aflæggelse af årsrapporten for virksomheden. For de børsnoterede danske ejendomsselskaber udgør ledelsesorganet bestyrelse og direktion. Det fremhæves specifikt, at det er alle medlemmer af ledelsen, der har ansvaret for, at årsrapporten udarbejdes i overensstemmelse med lovgivningen samt overholder krav i eksempelvis virksomhedens vedtægter. Da de børsnoterede ejendomsselskaber i Danmark er revisionspligtige, er det desuden ledelsens ansvar at udarbejde årsrapporten således, at der er tid til revision, godkendelse og indsendelse inden for lovgivningens og eventuelt vedtægternes frister.

For at markere ledelsens ansvar for årsrapporten (i forhold til revisors ansvar, som belyses i afsnit 6.3) skal ledelsen i henhold til ÅRL § 9 underskrive årsrapporten og i denne tilknytning udarbejde en ledespåtegning. Heri skal ledelsen erklære, hvorvidt årsrapporten overholder lovgivningen, vedtægterne samt giver et retvisende billede i sin helhed. Helt specifikt skal det oplyses for de børsnoterede virksomheder, hvorvidt ledelsesberetningen indeholder en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som virksomheden står overfor. Herudover skal der i årsrapporten oplyses om de enkelte ledelsesmedlemmers navn og funktion i forhold til virksomheden.

Såfremt et ledelsesmedlem ikke er enig eller er delvist uenig i, at årsrapporten godkendes på det foreliggende grundlag, kan personen ikke undlade at underskrive, jf. ÅRL § 10. I dette tilfælde har ledelsesmedlemmet muligheden for at tilføje sine indvendinger med en konkret og fyldestgørende begrundelse i tilknytning til underskriften på ledespåtegningen. Underskriver og tilkendegiver det pågældende medlem intet, mistes muligheden for at protestere i tilknytning til årsrapportens tilblivelse og inden en eventuel generalforsamling.

¹¹³ 1329 af 14/12 2004 bekendtgørelse om anvendelse af internationale regnskabsstandards for virksomheder omfattet

Ovenstående fastlægger, at det er ledelsens ansvar at aflægge årsrapporten. De skal således være bekendt med de regler og bestemmelser, som virksomheden er omfattet af. Hvis de ikke selv i virksomheden har alle de nødvendige kompetencer, er det ledelsens ansvar at søge rådgivning fra tredjemand, hvilket i den nuværende finanskriser kan være meget relevant, da mange brancher og markeder er påvirket heraf.

Ved ledelsens aflæggelse af en årsrapport samt revisors påtegning heraf er der forskel på den ansvarsnorm, som ledelsen henholdsvis revisor bedømmes efter. Ledelsen er underlagt de almindelige bestemmelser i ASL § 140, 1. pkt, hvoraf det fremgår:

” Stiftere, bestyrelsesmedlemmer og direktører, som under udførelse af deres hverv forsætligt eller uagtsom har tilføjet selskabet skade, er pligtige til at erstatte denne.”

Bestemmelsen er udtryk for en almindelig culpa-bestemmelse (forsætligt eller uagtsomt). Ledelsen kan ifalde ansvar, såfremt der er årsagssammenhæng og påregnelighed i form af, at ledelsen har foretaget retsstridige handlinger eller udeladelser.¹¹⁴

6.3 Revisors påtegning af årsrapporten

Det fremgår af afsnittet ovenfor, at de lovbestemmelser, der regulerer ledelsens ansvar ved udarbejdelse og aflæggelse af en årsrapport, er af en meget bred karakter. Det står i stærk kontrast til en meget detaljeret regulering af revisors rolle i forbindelse med påtegning af årsrapporter.

Revisor er underlagt professionsansvar i form af skærpet culpa, hvor ansvarsbedømmelsen sker efter speciel faglig målestok. Professionsansvaret tager udgangspunkt i den viden og de kvalifikationer samt den omhu, som personer, der agerer som revisorer, kan forventes at besidde inden for rimelighedens grænser.

I relation hertil er det således ikke fremstillingens formål at give et samlet overblik over revisors rolle i revisionsprocessen som helhed, men derimod at udvælge de elementer i revisionsprocessen og dele af revisors lovfæstede ansvar, som er særligt relevant i sammenhæng med afhandlingens problemstilling.

af årsregnskabsloven

¹¹⁴ Erik Werlauff, 2006, Bestyrelsens arbejde og ansvar

I overblikksform kan de væsentligste elementer findes i nedenstående bestemmelser:

- Årsregnskabslovens § 135
- Lov om godkendte revisorer og revisionsvirksomheder (revisorloven)
- Erklæringsbekendtgørelsen
- Uafhængighedsbekendtgørelsen
- Revisionsstandarder

Årsregnskabslovens § 135 foreskriver, at selskabets ledelse skal lade en revisor revidere den af ledelsen udarbejdede og aflagte årsrapport. Den detaljerede regulering af revisors rolle i den forbindelse tager afsæt i revisorloven.

I relation til regnskabets ontologi argumenteres der i afhandlingens metodiske præmisser for, at regnskabet ikke har en objektiv virkelighed, idet regnskabsposterne over tid har ændret karakter fra at have et positivistisk præg til at have et postpositivistisk og for flere poster konstruktivistisk præg. Når regnskabet undergår denne forandring, må det samtidig forventes, at revisors rolle redefineres. I den sammenhæng er revision i dag defineret som:

”En systematisk proces, der går ud på objektivt at opnå og vurdere bevismateriale vedrørende påstande om økonomiske handlinger og begivenheder, for at forvisse sig om graden af overensstemmelse mellem disse påstande og anerkendte kriterier.”¹¹⁵

Revisors rolle ved revision af dagsværdier for investeringsejendomme omfatter således en kontrol af, at de beregnede dagsværdier er opgjort i overensstemmelse med de retningslinjer, som er gældende herfor, herunder at der i årsrapporten gives korrekte og fyldestgørende oplysninger i overensstemmelse med regnskabsstandarderne samt, at årsrapporten som helhed giver et retvisende billede.

Som omtalt er revisorloven § 1, stk. 2 udgangspunktet, hvorefter revisors opgave er revision af regnskaber mv., supplerende beretninger samt afgivelse af erklæringer og rapporter, der i øvrigt kræves i henhold til lovgivningen, og som ikke udelukkende er til hvervgivers eget brug.

Det bemærkes, at revisor har metodefrihed i forbindelse med indsamling af det revisionsbevis, som revisor finder egnet og tilstrækkeligt til at danne grundlag for sin konklusion.¹¹⁶ I den sammenhæng

kan ASL § 54b, stk. 1 nævnes, hvorefter det påhviler ledelsen af et givent selskab at give revisor de oplysninger, der må anses af betydning for revisors bedømmelse af selskabet. Ud over denne uopfordrede oplysningspligt over for revisor, har selskabets ledelse ligeledes pligt til efter ASL § 54b, stk. 2 at give revisor mulighed for og adgang til at foretage de undersøgelser, som revisor finder nødvendige for at kunne påtegne selskabets årsrapport. Dermed kan revisors arbejde ikke undergives begrænsninger af selskabets ledelse.

Revisors pligt til at påtegne årsrapporten og dermed erklære sig enig i, at årsrapporten giver et retvisende billede af selskabets resultat samt finansielle stilling, skal endvidere ses i forhold til væsentlighedskriterier som omtalt i afsnit 2.2.1.2.

6.3.1 Kompetence, professionel dømmekraft og uafhængighed

Som allerede nævnt i indledningen er det helt afgørende, at revisor er uafhængig af selskabet. Ud fra en teoretisk synsvinkel er uafhængigheden et begreb, der definatorisk er til at håndtere. I praksis opstår der imidlertid en række grænsetilfælde, der må tages selvstændig stilling til.

Selvom ansvaret for årsrapporten påhviler ledelsen, og revisor i henhold til lovgivningen udelukkende forestår revisionen, foregår der en vis dialog mellem ledelse og revisor. I den forbindelse må uafhængighedsbekendtgørelsen¹¹⁷ iagttages, idet denne sætter helt specifikke grænser for, hvilke opgaver revisor må assistere et børsnoteret selskab med i forbindelse med udarbejdelsen af en årsrapport, som revisor efterfølgende skal revidere. Helt overordnet må revisor ikke forestå bogføring, registreringer, afstemninger, udarbejdelse af selve årsrapporten mv., hvilket medfører, at ledelsen i sin konsekvens af bestemmelsen er afskåret fra at uddelegere opgaver til revisor, der vedrører forberedelsen af selve årsrapporten eller dokumenter, der ligger til grund herfor.

Omvendt mener vi ikke, at der opstår problemer ved, at ledelsen beder revisor være særligt opmærksom på visse regnskabsposter eller forhold ved revisionen af årsrapporten. Det forudsætter, at revisor fortsat selv fastlægger revisionsstrategien og ikke pålægges begrænsninger i revisionen, herunder bevarer sin uforudsigelighed efter RS 240.

¹¹⁵ Kim Klarskov Jeppesen, 2001, Dansk Sociologi nr. 1, Postmoderne regnskaber?

¹¹⁶ L. B. Langsted, P. K. Andersen, M. Christensen, 2007, Revisors ansvar s. 43f

¹¹⁷ Uafhængighedsbekendtgørelsens § 5 forbyder selvrevision.

Det medfører, at der i forhold til fastlæggelsen af dagsværdien for selskabets investeringsejendomme må selskabets ledelse uafhængigt af revisor beregne en dagsværdi, som herefter forelægges selskabets revisor. Revisor kan herefter påpege problemer i forhold til beregningen, herunder input, som ledelsen herefter må revurdere og kommentere på. Det harmonerer med RS 540, punkt 4, hvoraf det fremgår, at ledelsen har ansvaret for regnskabsmæssige skøn.

I forbindelse med revision af regnskabsmæssige skøn relateret til dagsværdier er revisors kompetence afgørende. Det må imidlertid bemærkes, at revisors rolle er at være generalist¹¹⁸ i forhold til revisionsprocessen. Revisors rolle er derfor at besidde et vist branchekendskab, jf. RS 315, og at revisor dermed har et overblik over de faktorer, der har indvirkning på dagsværdiopgørelsen for investeringsejendomme. Omvendt er grænsefladen efter vores opfattelse, at revisor ikke nødvendigvis er ekspert, men vigtigst af alt kender sine egne begrænsninger i forhold til, hvornår en ekspert skal involveres. I den forbindelse anvender revisor sin professionelle skepsis og dømmekraft til at vurdere regnskabspostens betydning for det retvisende billede, usikkerheder knyttet til opgørelsen samt egne evner til at forholde sig til regnskabsposten mv. Vores vurdering underbygges af interview med Henrik Z. Hansen,¹¹⁹ som ligeledes vurderer, at revisors vigtigste evne er at vurdere, hvornår revisors egne evner ikke rækker til en kompetent og kvalificeret stillingtagen til en regnskabspost, uden at eksterne eksperter inddrages. Dermed bliver revisionspåtegningen endeligt et udtryk for en ekspertudtalelse om, hvorvidt årsrapporten ikke indeholder væsentlige fejl, omend revisor kan have indhentet revisionsbevis via andre eksperter.

6.3.2 Revision af regnskabsmæssige skøn, herunder dagsværdier

I forbindelse med revision af værdiansættelse af investeringsejendomme er der indblandet væsentlige elementer af regnskabsmæssige skøn. Revisor skal i den forbindelse sikre sig, at de udøvede skøn som anført ovenfor er i overensstemmelse med anerkendte kriterier i form af regnskabsstandarderne herfor.

IAS 8.32 foreskriver, at forretningsaktiviteter er forbundet med usikkerhed, og dermed kan mange regnskabsposter ikke måles med sikkerhed, men kun skønnes, hvilket foretages på baggrund af se-

¹¹⁸ Jørgen Boe og Jan Schans Christensen, 2009, nr. 1, Revision og regnskabsvæsen, Om grænsedragningen mellem ledelsens og revisors ansvar.

¹¹⁹ Medlem af Fondsrådet samt revisor for Jeudan A/S. Der henvises til referat af interviewet vedlagt som bilag 4.

neste pålidelige data, der er tilgængelige. IAS 8.33 påpeger endvidere meget centralt, at udøvelsen af skøn ikke påvirker årsrapportens pålidelighed.

Måling af investeringsejendomme til dagsværdi er dermed en skønnet regnskabspost, hvilket i henhold til IFRS ikke påvirker årsrapportens pålidelighed. Det fremhæves ligeledes i RS 545, at dagsværdi er baseret på skøn og derfor i sagens natur upræcis.

Normalindtjeningsmodellen er følsom i forhold til, at det er prognosticerede pengestrømme, som modellen hviler på. Særligt i forhold til poster, der er tilbagevendende med års mellemrum er modellen følsom overfor, at disse indgår med et korrekt gennemsnitstal i normalåret. I DCF-modellen er det særligt terminalåret, der må have ledelsens og revisors særlige opmærksomhed, idet undersøgelser viser, at op til 70 % af kapitalværdien typisk ligger i terminalåret,¹²⁰ når kapitalværdiberegninger anvendes.

Omend ledelsen har ansvaret for aflæggelse af årsrapporten, viser undersøgelser af lignende kapitalværdiberegninger, at det typisk er interne eksperter, eventuelt i samspil med eksterne eksperter, der beregner dagsværdierne.¹²¹ Derved flyttes ledelsens ansvar fra at udarbejde og kontrollere selve beregningerne til at sikre, at de personer, der udfører opgaverne, har de fornødne kvalifikationer.¹²²

I forlængelse af diskussionen om ledelsens ansvar, når opgørelsen af særligt komplicerede poster foretages af interne eksperter, er det relevant at perspektivere den indledningsvise ansvarsfordeling mellem revisor og ledelsen.

Udgangspunktet jf. den indledningsvise analyse, er at såvel ledelsen som revisor hver har selvstændigt ansvar for årsrapporten. I forbindelse med revisors ansvar er det i sagens natur forventningen, at revisor agerer som sagkyndig, da revisorsprofessionen netop er beskæftiget med kontrol af finansiell information, herunder revision af årsrapporter mv.

¹²⁰ Carsten Krogholt Hansen, Christian Pedersen og Thomas Plenborg, 2007, Revision og regnskabsvæsen nr. 1, Danske erfaringer med værdiforringelsestest – Del 1 & 2.

¹²¹ Carsten Krogholt Hansen, Christian Pedersen og Thomas Plenborg, 2007, Revision og regnskabsvæsen nr. 1, Danske erfaringer med værdiforringelsestest – Del 1 & 2. I relation hertil bemærkes det, at analysen er udarbejdet for værdiforringelsestest, som imidlertid også er baseret på kapitalværdiberegninger efter DCF-modellen. Derfor er analysen anvendt til at belyse den aktuelle problemstilling vedrørende dagsværdiopgørelser for investeringsejendomme.

¹²² Det må udledes af ASL § 54b, for så vidt angår ledelsens ansvar for selskabets organisation, og efter ÅRL § 8 med hensyn til ledelsens ultimative ansvar for årsrapporten som dokument.

I henhold til de indledningsvise vurderinger af ledelsesansvaret er det helt centralt, at hverken direktionen eller bestyrelsen forventes at være specialister. Særligt kan argumenteres for, at kompleksiteten af de konkrete regnskabsregler kan have en betydning for graden af ledelsens ansvar for den enkelte regnskabspost.¹²³ Efter professor dr. jur. Jan Schans Christensens opfattelse¹²⁴ er ledelsens ansvar således primært at antage kvalificerede medarbejdere eller rådgivning. Dermed er ledelsens opgave primært at sikre kompetence og kvalifikationer hos den arbejdskraft, der hyres til at udføre de komplekse beregninger, omend ledelsen i sidste instans fortsat har ansvaret for de indregnede dagsværdier.

Revisor må forholde sig til det professionsansvar, der er pålagt revisor ved revision af dagsværdiopgørelser, herunder er revisor, som omtalt af Pratt & Van Peursem i en konceptuel tilgang til revision, underlagt branchens standarder mv. I de følgende afsnit redegøres og analyseres revisionsprocessen i forbindelse med opnåelse af revisionsbevis.

6.3.3 Opnåelse af revisionsbevis (tilstrækkeligt og egnet)

Revisor skal i forbindelse med selve påtegningen af årsrapporten opbevare dokumentation efter RS 230, som en erfaren revisor, der ikke har forudgående tilknytning til revisionen, kan forstå, herunder lægges særligt vægt på resultatet af revisionshandlingerne og det opnåede bevis.

I den forbindelse er det et krav, at revisor dokumenterer selve revisionsstrategien og den revisionsplanlægning, som revisor udfører efter RS 300. Specielt i forhold til den aktuelle problemstilling er RS 315 samt RS 330 som omtalt tidligere af afgørende betydning. RS 315, punkt 2 foreskriver, at revisor skal forstå virksomheden og dens omgivelser. I den forbindelse lægges der vægt på, at forståelsen skal kunne danne grundlag for, at revisor kan risikorette revisionsprocessen.

I RS 315 skelnes ikke mellem fejlinformation som konsekvens af besvigelser eller fejl (tilsigtede eller utilsigtede fejl), og revisor skal derfor overveje risikoen for, at begge typer fejlinformation opstår. I forbindelse med revision af dagsværdier må revisor således forholde sig til, hvilke kompetencer virksomheden internt råder over, når dagsværdierne skal fastlægges. Vigtigheden heraf under-

¹²³ Jørgen Boe og Jan Schans Christensen, 2009, nr. 1, Revision og regnskabsvæsen, Om grænsedragningen mellem ledelsens og revisors ansvar.

¹²⁴ Jørgen Boe og Jan Schans Christensen, 2009, nr. 1, Revision og regnskabsvæsen, Om grænsedragningen mellem ledelsens og revisors ansvar s. 19, sidste og andensidste afsnit i anden spalte.

streges ligeledes af den alert, som IAASB har udsendt i oktober 2008, hvor netop udfordringerne i relation til revision af dagsværdiopgørelser baseret på estimer omhandles.¹²⁵

Uanset revisors konklusion omkring virksomhedens interne kompetencer må regnskabsposten investeringsejendomme, for så vidt angår revisionsmålet værdiansættelse,¹²⁶ være en betydelig risiko. Dermed er revisor forpligtet til at foretage substanshandlinger, der specifikt adresserer denne risiko.¹²⁷ I de efterfølgende afsnit vil der blive foretaget en analyse af implikationer, som indhentelsen af et sådant revisionsbevis kan medføre for revisor.

De bestemmelser, der regulerer revisors revisionsbevis, er fastlagt i RS 500, punkt 2, hvoraf det fremgår, at de revisionsbeviser, som revisor har indhentet til brug for revision af en given regnskabspost, i sin helhed skal kunne anses for egnede og tilstrækkelige. Den første del af bestemmelsen omhandler således kvaliteten af revisionsbeviset, hvorimod den sidste del omhandler mængden af revisionsbeviser.

I RS 500 er fastlagt en række revisionshandlinger, som revisor kan vælge imellem. Imidlertid omhandler RS 545 specifikt revision af dagsværdiopgørelser. I RS 540, punkt 10 fremgår tre grundlæggende måder, som revisor kan forholde sig til dagsværdiopgørelser på:

- Gennemgå og teste fremgangsmåden, der er anvendt af ledelsen til at udøve det regnskabsmæssige skøn (1).
- Udøve et uafhængigt skøn til sammenligning med det af ledelsen udøvede, eller (2).
- Gennemgang af efterfølgende begivenheder, der giver revisionsbevis om rimeligheden af det udøvede skøn (3).

De tre ovenstående metoder kan anvendes enkeltvis eller i kombination i henhold til revisionsstandarden. I forhold til dagsværdiopgørelser for investeringsejendomme vurderes det, at gennemgang af efterfølgende begivenheder ikke er en mulighed, idet ejendomsselskaberne netop besidder ejendommene for at opnå en andel i pengestrømmene samt opnå en langsigtet gevinst på investerings ejendommene. Dermed kan revisor ikke forvente, at dele af porteføljen sælges, og der dermed opnås dokumentation for den opgjorte dagsværdi.

¹²⁵ IAASB, oktober 2008, Challenges in auditing fair value accounting estimates in the current market environment

¹²⁶ RS 500, punkt 17 b (iv), 2008, Revisorhåndbogen

¹²⁷ RS 330, punkt 53, 2008, Revisorhåndbogen

Revisor vil altid i større eller mindre omfang anvende en kombination af punkt 1 og 2. Det skal ses i sammenhæng med revisors pligt til at forstå virksomhedens proces ved fastlæggelse af dagsværdiopgørelserne, hvilket udledes af RS 315.¹²⁸ Samtidig bemærkes det, at hovedvægten efter vores opfattelse bør lægges på metoden under punkt 1, idet det kan diskuteres, hvilke forudsætninger revisor har for at udøve et eget skøn, særligt hvis revisor ikke involverer eksperter efter RS 620.

6.3.3.1 Model og metodevalg

Som omtalt indledningsvist, er der betydelige risici knyttet til revisionsmålet værdiansættelse for, så vidt angår opgørelsen af dagsværdier for investeringsejendomme i inaktive og illikvide markeder. Dermed må revisor i henhold til RS 545, punkt 30 vurdere, hvorvidt de forudsætninger og vurderinger, som ledelsen har lagt til grund for de opgjorte dagsværdier, kan anses for rimelige.

Selskabet kan enten have anvendt normalindtjeningsmetoden eller DCF-modellen. Det er tidligere omtalt, at modellerne ikke er teoretisk forankret i IFRS/IAS-standarderne, men er et udtryk for kapitalværdiberegninger, der gennem praksis har udviklet sig med tiden. Dermed er der risiko for, at modellerne ikke er standardiseret selskaberne imellem. Det medfører endvidere en betydelig risiko for revisor, der må forholde sig til modellernes korrekthed. Revisor har overordnet to muligheder; enten kan revisor via følsomhedsanalyser forholde sig til den valgte models robusthed, eller revisor kan anvende en ekspert, der kan assistere revisor med at vurdere modellen, medmindre revisor mod forventning selv besidder ekspertisen til at kunne verificere modellen.

I forbindelse med revisors stillingtagen til modellernes korrekthed bør de overvejelser, som er fremhævet i afsnit 5.4.2 vedrørende eksempelvis en eksplicit opsplitting af, hvilke risici der afspejles i pengestrømmene, og hvilke risici der afspejles i afkastprocenten, have særlig opmærksomhed. Det er et led i revisors pligt til at sikre, at modellerne anvendes konsistent fra år til år og fra ejendom til ejendom.

- Dagsværdiens følsomhed (betydelige risici knyttet til værdiansættelsen)

En måde, hvorpå revisor kan teste modellens følsomhed i forhold til de af ledelsen anvendte forudsætninger, er at udarbejde en følsomhedsanalyse efter RS 545, punkt 45, hvor revisor udfordrer de enkelte variabler i modellen. Efter vores opfattelse bør revisors dokumentation i den aktuelle mar-

¹²⁸ Jf. RS 545, punkt 10

kedssituation indeholde en fyldestgørende følsomhedsanalyse, der viser, at revisor relativt detaljeret har udfordret hver enkelt variabel, der kan medføre en væsentlig fejl i årsrapporten.¹²⁹

Følsomhedsanalysen bør således dels udfordre de budgetterede pengestrømme med hensyn til tomgang, lejereguleringer, driftsomkostningernes niveau mv. Dernæst bør selve afkastkravet undergives en følsomhedstest, hvor revisor tester, hvordan forskellige relevante ændringer af afkastkravet påvirker den opgjorte dagsværdi. Følsomhedsanalysen har ud over den konkrete test til formål at give revisor et overblik over, hvor robust modellen er over for mindre fejlskøn, der måtte være indeholdt i ledelsens forudsætninger.

Specielt i det omfang en virksomhed anvender DCF-modellen, bør revisor være særlig opmærksom, når en stor del af ejendommens dagsværdi ligger i terminalåret.

Det er vores holdning, at en revision, der er gennemført, hvor markedet er inaktivt og illikvidt, altid bør indeholde en sådan følsomhedsanalyse. Samtidig bemærkes det, at det er vores opfattelse, at revisionsbeviset aldrig kan træde i stedet for en egentlig stillingtagen til modellens korrekthed. Følsomhedsanalysen viser udelukkende, om modellen har en høj eller lav volatilitet ved mindre ændringer af input.

Har revisor ikke tilstrækkelige kvalifikationer til at kunne vurdere modellen, må revisor derfor involvere en ekspert til selve modelgennemgangen.

- Anvendelse af eksperter i revisors arbejde

Revisor er som omtalt tidligere generalist, hvorfor revisor kan have behov for at få en ekspert til at forholde sig til den tekniske del af modellen. De større revisionshuse har egne interne afdelinger, der er specialiseret inden for særligt komplekse modeller. Har revisor imidlertid ikke mulighed for at anvende intern ekspertise hertil, er det muligt for revisor at få en ekstern ekspert til at gennemgå modellen for de tekniske forudsætninger.

Anvender revisor en ekstern ekspert, må revisor nøje forholde sig til de almindelige retningslinjer i RS 620 omhandlende revisors brug af eksperter i relation til opnåelse af tilstrækkeligt og egnet revi-

¹²⁹ RS 320, punkt 2

sionsbevis, herunder er det særligt relevant at sikre, at ekspertens arbejde er tilpasset revisionens formål, og at eksperten har den fornødne erfaring og kompetence.

Af ovenstående kan det udledes, at revisor har et selvstændigt ansvar for at verificere, at den anvendte model er korrekt opsat og regner rigtigt. Ovenstående omhandler primært den tekniske del af modellen, hvori de input, der ligger til grund for den konkrete beregning af dagsværdien, analyseres nedenfor med hensyn til opnåelse af revisionsbevis.

Anvendelse af eksperters arbejde kan endvidere forekomme i to andre situationer:

- Selskabet har værdiansat selskabets ejendomme på baggrund af valuarvurderinger.
- Revisor finder det nødvendigt at anvende eksperter i form af en valuar til at verificere en eller flere af de af selskabet opgjorte dagsværdier.

I disse situationer har revisor efter RS 620 ansvar for at foretage tilsvarende vurderinger som anført ovenfor. Revisors ansvar lempes således ikke ved brug af en ekspert, men anvendelsen af eksperter skal blot betragtes som en del af revisors totale mængde af revisionsbevis, der efter revisors risikovurdering er nødvendig for at kunne påtegne årsrapporten. Det skal ses i sammenhæng med, at revisor er generalist, men samtidig skal afgive en revisionspåtegning, der er udtryk for en ekspertvurdering. Derfor må revisor nødvendigvis anvende eksperter på de områder, hvor revisor har erkendt begrænsninger i sine kompetencer og erfaring.

6.3.3.2 Input til opgørelse af dagsværdien

Ovenfor er analyseret revisors muligheder for at verificere modellens regnetekniske korrekthed. Imidlertid er et mindst lige så vigtigt element de input, som de konkrete beregninger er baseret på. Det karakteristiske for de input, der ingår i modellen, er, at de i høj grad vedrører fremtiden. Omvendt involverer aflæggelsen af en årsrapport, hvor investeringsejendomme måles til dagsværdi efter IAS 40, ikke direkte en erklæring om fremtidige finansielle oplysninger. Revisor kan efter vores opfattelse alligevel søge inspiration i RS 3400. I RS 3400 er præciseret, at ledelsens involvering er et ufravigeligt krav.

Som drøftet er det ofte ikke ledelsen, der er den udførende part i forbindelse med dagsværdiberegningerne, hvorfor revisor bør sikre sig, at ledelsen formelt og reelt har godkendt modelforudsætningerne og de endelige beregninger af dagsværdierne.

Fremtidige pengestrømme

De fremtidige pengestrømme for den enkelte ejendom er en væsentlig del af grundlaget for beregningerne ved opgørelse af dagsværdien. Revisor kan med fordel finde inspiration til revisionshandlinger i RS 3400, hvor de centrale elementer er at forsøge at basere gennemgangen på revisors tidligere erfaringer med selskabet, herunder verificere de fremtidige pengestrømsprognoser ved at vurdere realismen i forhold til historiske tal. Revisor kan foretage nogle af disse handlinger overordnet ved at tage stikprøver på, hvor gode tidligere års pengestrømsprognoser har vist sig at være i forhold til de realiserede pengestrømme.

Dernæst må revisor foretage konkrete handlinger for de dagsværdiberegninger, der udvælges til gennemgang, herunder forholde sig til risiko for tomgang, lejerrestriktioner og regulering samt driftsomkostninger mv. Endelig bør revisor foretage et konsistentstjek til de prognosticerede pengestrømme fra sidste regnskabsaflæggelse, hvor der ikke bør forekomme væsentlige afvigelser, medmindre ejendommens potentiale er udviklet, og der foreligger dokumentation for lejeforhøjelser, omkostningsreduktion eller lignende.

Afkastkrav

Afkastkravet består som tidligere behandlet af en risikofri rente og en risikopræmie, som reelt udtrykker et nettoficeret afkastkrav, idet en række forhold trækker i retning af en højere henholdsvis lavere risikopræmie. Revisor kan ikke opnå et stærkt revisionsbevis herfor, men er overladt til primært at indhente revisionsbevis ved undersøgelses- og forespørgselsteknikker, jf. RS 500.

Revisor kan overveje to principielle tilgange til opgørelsen af afkastprocenten. Enten forsøger revisor at estimere et eksakt afkastkrav, eller alternativt kan revisor forsøge at retfærdiggøre det af selskabet valgte afkastkrav. Det må efter vores opfattelse frarådes, at revisor bliver for specifik, netop fordi området er præget af meget stor usikkerhed.

En række større mæglerkæder offentliggør markedsbarometre og andre markedsrapporter, som revisor med fordel kan hente inspiration i med henblik på at verificere den af ledelsen fastsætte afkastprocent. I forbindelse med vores interview med Henrik Z. Hansen påpegede han, at revisors arbejde ofte er præget af, om ejendomsselskabet er en stor eller mindre spiller på markedet. De store spillere får løbende salgstilbud, foretager løbende gældspleje via realkreditinstitutterne og er i kontinuerlig dialog med mæglerkæder, hvorfor selskaberne har gode forudsætninger for at kunne fastsætte et af-

kastkrav. I modsætning hertil er de mindre ejendomsselskaber, hvor revisor i højere grad selv må forsøge at fastsætte en forventning til afkastkravet. I den forbindelse bør revisor være opmærksom på, hvorvidt de foreliggende markedsindikatorer er udtryk for forcerede handler eller markedsindikatorer, der lever op til definitionen af dagsværdibegrebet, som omfatter kvalificerede og villige parter. Der henvises til perspektiveringen i kapitel 3, hvoraf det fremgår, at revisor må være særlig opmærksom på, hvornår det høje udbud af ejendomme på grund af forcerede handler reelt trækker markedet i nedadgående retning, fordi det modsvares af en faktisk lavere efterspørgsel hos køberne.

Vi mener derfor, at revisor bør vælge en overordnet tilgang ved revision af børsnoterede ejendomsselskaber, hvor det af ledelsen anvendte afkastkrav retfærdiggøres. Afkastkravet underlægges endvidere en følsomhedsanalyse, således at revisor har en fornemmelse af, hvor volatil dagsværdien er i forhold til marginale ændringer i afkastkravet (se nærmere omtale ovenfor).

6.3.3.3 Oplysning om de opgjorte dagsværdier i årsrapporten

Ved påtegning af årsrapporten er revisors erklæring udtryk for, at årsrapporten som helhed giver et retvisende billede af selskabets resultat samt finansielle stilling, og at årsrapporten ikke indeholder væsentlige fejl.

Revisor må således tage særskilt stilling til, om alle efter regnskabsstandarderne krævede noter er medtaget i det omfang, informationen er væsentlig. Efter gældende praksis må noteoplysninger både vurderes særskilt og i sammenhæng med årsrapporten som helhed.¹³⁰ Fondsrådet¹³⁰ har i sit notat om væsentlighed opdelt notekrav i følgende:

- Anvendt regnskabspraksis
- Forklarende noter, der relaterer sig til regnskabsposter
- Forklarende noter, der giver en alternativ målingsmulighed
- Risikonoter
- Kontrolnoter

Notekravene i IAS 1, IAS 8 samt IAS 40, som er behandlet i afsnit 5.4, er i sammenhæng med inaktive og illikvide markeder udtryk for forklarende noter, der relaterer sig til specifikke regnskabspo-

¹³⁰ Fondsrådet, 17. december 2008, Fondsrådets generelle overvejelser og afvejninger ved vurdering af væsentlighed i forbindelse med regnskabskontrol

ster. Dermed bliver oplysningskravenes væsentlighed vurderet på baggrund af regnskabspostens væsentlighed efter Fondsrådets notat.

Idet ejendomsselskabernes balance består af investeringsejendomme som største aktiv, er alle oplysningskrav efter vores opfattelse væsentlige, og revisor skal opnå revisionsbevis for, at oplysningskravene er efterlevet og fyldestgørende i forhold til det retvisende billede som helhed. Der henvises til revisors konklusion i afsnit 6.3.4.

Efter vores opfattelse kan en række af de problematikker, der er forbundet med de regnskabsmæssige skøn for opgørelsen af dagsværdier for investeringsejendomme, løses over for investor ved, at der gives mere ensartede og mere fyldestgørende oplysninger.

6.3.3.4 Revisors overvejelser om risikoen for besvigelser

Revisor planlægger sin revision således, at fokus er rettet mod de regnskabsposter, herunder de elementer i regnskabsposterne, hvor risikoen for fejl i årsrapporten er størst (tilsigtede og utilsigtede). Det medfører, at når revisor reviderer en årsrapport, hvori investeringsejendomme måles til dagsværdi, er revisors fokus rettet mod dagsværdiberegningerne, idet regnskabsmæssige skøn i høj grad er baseret på vurderinger og forudsætninger, som ikke objektivt lader sig vurdere.¹³¹

I tider hvor markederne er inaktive og illikvide som konsekvens af en påbegyndt lavkonjunktur, er ledelsens incitament¹³² til at foretage tendentiøse eller bevidst manipulerede regnskabsmæssige skøn til stede.¹³³

I den forbindelse er revisor underlagt RS 240, hvorefter revisor er forpligtet til et overveje risikoen for, at besvigelser forekommer, herunder udvise en passende professionel skepsis, når revisionen udføres.

Med henvisning til forventningskløften vil der ofte opstå forskelle mellem, hvad regnskabsbruger forventer, revisor gør i relation til risikoen for, at besvigelser i form af regnskabsmanipulation kan

¹³¹ L. B. Langsted, P. K. Andersen, M. Christensen, 2007, Revisor ansvar, s. 57f

¹³² Besvigelsestrekanten som beskrevet i RS 240 (incitament, mulighed og pres)

¹³³ Finn Schøler, 2003, Regnskabsmanipulation.

forekomme, og de overvejelser revisor gør sig. Det fremgår ofte af den offentlige debat, at revisor efter offentlighedens vurdering burde have opdaget de besvigelser, der forekom.¹³⁴

Revisors professionelle skepsis bør således efter vores opfattelse fange situationer, i hvilke ledelsen udøver tendentiøse skøn, hvor samtlige dagsværdier er fastlagt i den høje ende af det interval, som revisor mener, dagsværdien bør ligge indenfor. Dernæst bør revisor fange deciderede regnetekniske forhold i modelanvendelsen, der har til formål at give en høj dagsværdi.

Omvendt kan revisor alt andet lige ikke drages til ansvar for, at ledelsen på enkelte ejendomme enten har fastlagt et for lavt afkastkrav eller for positive pengestrømsprognoser med det formål at manipulere med de regnskabsmæssige værdier. Dette naturligvis under forudsætning af at revisor i øvrigt har udvist passende professionel skepsis i relation til de forhold, som revisor i andre sammenhænge er blevet bekendt med. En passende professionel skepsis skal igen efter vores opfattelse udmåles i forhold til den aktuelle markedssituation, hvorfor inaktive og illikvide markeder alt andet lige må medføre, at revisor i forhold til tidligere år øger sin professionelle skepsis og den større usikkerhed.

6.3.4 Revisors konklusion

Revisor skal afgive en påtegning på årsrapporten med høj grad af sikkerhed. Det fremgår af analysen under punkt 6.3.3.2, at en række af de input, der ligger til grund for opgørelse af dagsværdien af selskabets investeringsejendomme, er baseret på fremtidige pengestrømme.

I den forbindelse bemærkes det, at revisor normalt i henhold til erklæringsbekendtgørelsen udelukkende kan afgive en påtegning med moderat grad af sikkerhed, når fremtidige finansielle oplysninger (RS 3400) er en del af de oplysninger, som revisor skal erklære sig om. Det er efter vores opfattelse for vidtgående at konkludere, at revisor dermed ikke kan påtegne en årsrapport, hvor dagsværdier er opgjort på baggrund af fremtidige pengestrømme. Omvendt kan der således opstå en forventningskløft mellem revisor og regnskabsbruger i forhold til det revisionsbevis, regnskabsbruger forventer, revisor har indhentet, og det revisionsbevis revisor faktisk har haft mulighed for at ind-

¹³⁴ Senest i forbindelse med eksempelvis Stein Bagger-sagen har KPMG gentagne gange måtte forsvare sig i forhold til kritiske spørgsmål fra offentligheden, som efter vores opfattelse har afspejlet, at offentligheden ikke har forstået revisionsbegrensning i relation til opdagelsen af besvigelser. Der tages ikke stilling til, om enkelte eller flere anklager er korrekte eller fejlagtige, blot at de fra offentligheden stillede spørgsmål efter vores opfattelse er udtryk for en forventningskløft.

hente. Henrik Z. Hansen¹³⁵ mener i den forbindelse, at den usikkerhed, der er knyttet til egnetheden af det revisionsbevis, revisor opnår, for så vidt angår de fremtidige pengestrømme, kompenseres af mængden af revisionsbevis, som revisor indhenter. Derfor kan mængden, når der indhentes uafhængige revisionsbevis fra forskellige kilder, således kompensere for egnetheden af det enkelte bevis.

Revisor må særligt, når markederne er inaktive og illikvide, forholde sig til revisionsrisikoen (se afsnit 2.2.1.2 om revisionsrisiko), idet risikoen for at afgive en påtegning, der er behæftet med fejl, øges. Revisor må efter vores opfattelse i forbindelse med afgivelse af en modificeret påtegning overveje risikoen ved ikke at være meget specifik i sin modificering, da regnskabsbruger ellers kan tillægge påtegningen unødigt stor værdi.

6.3.4.1 Forbehold og supplerende oplysninger

Revisors påtegning er omfattet af RS 700, hvor revisors overvejelser i relation til en eventuel modificering af påtegningen er reguleret i RS 701. I Figur 24 nedenfor er i oversigtsform oplistet revisors muligheder for at modificere sin påtegning. I det følgende vil revisors anvendelse af supplerende oplysninger og forbehold blive betragtet i forhold til indregning, måling og præsentation af investeringsejendomme til dagsværdi i et inaktivt og illikvidt marked.

	Supplerende oplysning	Forbehold	Forbehold (afkræftende)	Ingen konklusion
Fremhæve forhold	(1)	I/A	I/A	I/A
RS 701 10a/10b (strafansvar mv.)	(2)	I/A	I/A	I/A
Uenighed med ledelsen	I/A	(3)	(5)	(7)
Manglende revisionsbevis	I/A	(4)	(6)	(7)

Figur 24 – Supplerende oplysninger, forbehold samt afkræftende konklusion¹³⁶

Ad 1 og 2) Supplerende oplysninger

Når revisor afgiver sin påtegning på en årsrapport, skal revisor tage stilling til, om revisor er blevet bekendt med forhold, der kan medføre en supplerende oplysning (nr. 1 og 2 ovenfor). En suppleren-

¹³⁵ Interview (sammenskrevet referat) er vedlagt som bilag 4.

¹³⁶ Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af RS 701

de oplysning påvirker ikke revisors konklusion som helhed. Revisor skal medtage en supplerende oplysning, når ledelsen kan ifalde strafansvar, ledelsen overtræder lovgivning om regnskabsaflægelse mv., eller revisor ønsker at fremhæve forhold af særlig betydning for årsrapporten.¹³⁷

I forhold til afhandlingens problemstilling er det interessant at se nærmere på, hvornår revisor bør medtage en supplerende oplysning vedrørende de opgjorte dagsværdier for investeringsejendomme, idet det netop er revisors ansvar at kommunikere resultatet af sin revision i påtegningen.

Det er helt centralt i forhold til afgivelsen af en supplerende oplysning at være opmærksom på, at den supplerende oplysning ikke må give nye oplysninger om årsrapporten. Hensigten er alene at give revisor mulighed for i særlige tilfælde at fremhæve forhold i årsrapporten, som, revisor vurderer, er af særlig vigtighed for regnskabslæser; dvs. forhold, som allerede er beskrevet i en note eller i ledelsesberetningen.

Supplerende oplysninger må derfor ikke anvendes til at afhjælpe eller fremhæve eventuelle mangler i årsrapporten, da mangler, der påvirker det retvisende billede, altid bør medføre et forbehold. Det skal ses i sammenhæng med, at manglende oplysninger er udtryk for uenighed med ledelsen om, hvorvidt oplysningen skal medtages eller ej. Samtidig må det frarådes, at revisor ukritisk i supplerende oplysninger fremhæver særlige forhold, da revisor risikerer, at regnskabsbruger tillægger de supplerende oplysninger større værdi end begrundet i egentlige forhold.

Det er dermed overladt til den enkelte revisors professionelle dømmekraft at tage stilling til, i hvilke situationer det anses for nødvendigt at give supplerende oplysninger. Ved formulering af en supplerende oplysning er det vigtigt, at revisor udviser omhu, således at den supplerende oplysning ikke giver regnskabslæseren indtryk af, at der er tale om en anmærkning, et form for forbehold, eller andre forhold, som revisor forsøger at "skrive sig fra". Den supplerende oplysning skal alene tjene til formål at fremhæve de som nævnt allerede beskrevne forhold, hvor revisor er enig med ledelsen i den regnskabsmæssige behandling og omtalen heraf.

Det er omvendt vores vurdering, at de nuværende usikkerheder i markederne for en række ejendomsselskaber kunne danne grundlag for, at revisor i en supplerende oplysning henviser til afsnittet

¹³⁷ Revisionsudtalelse nr. 2007-3

i årsrapporten (note, ledelsesberetning, anvendt regnskabspraksis), hvor ledelsen omtaler usikkerhederne forbundet med de opgjorte dagsværdier. Det skal ses i forhold til, at dagsværdierne i overvejende grad er fastsat på baggrund af ledelsens skøn og vurderinger, når markederne bliver inaktive og illikvide. Det lave antal transaktioner vanskeliggør, at der for alle ejendommens vedkommende indhentes tilstrækkelig information om lignende markedstransaktioner.

Det er samtidig vores opfattelse, at der ikke findes et klart svar på, om en supplerende oplysning bør medtages eller ej, da det altid er en konkret vurdering. Som bemærket har revisorerne for de ti analyserede ejendomsselskaber ikke fundet anledning til at afgive en supplerende oplysning. Det kan eventuelt som nævnt sporadisk skyldes, at revisor er opmærksom på den kløft, der er mellem revisors opfattelse af en supplerende oplysning og regnskabsbrugers. Dermed kan revisor have afvejet vigtigheden af den supplerende oplysning i forhold til en eventuel skadelig virkning, som denne kunne have på selskabet som konsekvens af interessenternes overtolkning heraf. Ud fra et teoretisk synspunkt er dette ikke noget, som må påvirke revisor i sin påtegning og konklusion, men kan altså være et aspekt, som påvirker revisors stillingtagen i praksis.

Afslutningsvist bør der i forbindelse med supplerende oplysninger henvises til revisors pligt til at afgive supplerende oplysninger i situationer, hvor going concern hviler på meget væsentlige forudsætninger, hvortil der er knyttet stor usikkerhed.

I den forbindelse vil værdiansættelsen af investeringsejendomme have en væsentlig effekt på virksomhedens kapitalforhold, og dermed kan værdiansættelsen direkte påvirke situationer, hvor et ejendomsselskab er tæt på kapitaltab. Problemstillingen er derfor tæt forbundet med going concern, som er gennemgået mere omfattende i afsnit 6.3.4.2. Det er imidlertid vores vurdering, at going concern primært, specielt i det nuværende marked, er drevet af likviditeten i det enkelte selskab og er ikke i større omfang påvirket af risikoen for kapitaltab. Imidlertid kan der i en række låneaftaler være covenants omkring krav til soliditet og dermed krav om en vis minimumskapital. Dermed kan dagsværdireguleringerne få store konsekvenser på et selskabs likviditetsforhold, hvilket kan medføre incitament til at foretage regnskabsmanipulation i forbindelse med opgørelse af dagsværdierne for at undgå at stresse selskabets likviditet (der henvises til vurderingen heraf i afsnit 6.3.3.4).

Ad 3, 4 og 5) Forbehold

Det er revisors selvstændige ansvar i forbindelse med påtegning af årsrapporter eventuelt at modificere sin påtegning efter RS 701, herunder med et forbehold, når situation 3-7 i Figur 24 er aktuel. Det fremgår af RS 701, at et forbehold enten kan være begrundet i uenighed med ledelsen eller manglende revisionsbevis og dermed adskiller sig fra supplerende oplysninger ved netop at påvirke revisors konklusion.

Uenighed med ledelsen

I erklæringsbekendtgørelsen er oplistet en række forhold, der kan medføre uenighed med ledelsen. Især i relation til revision af investeringsejendomme målt til dagsværdi, mener vi, at følgende er særligt relevant:

- Regnskabet indeholder ikke de krævede oplysninger eller opfylder ikke betingelserne for at udelade krævede oplysninger, medmindre de manglende oplysninger er helt ubetydelige.
- Usikkerhed vedrørende opgørelsen af regnskabet eller usædvanlige forhold, som har påvirket det, er ikke tilstrækkeligt oplyst.

Det er vores opfattelse, at revisor i relation til sin påtegning bør overveje to helt centrale forhold, når revisionsbeviset er indhentet; dels hvorvidt den af ledelsen fastlagte dagsværdi for investeringsejendommene ligger inden for det interval, som revisor kan retfærdiggøre, og dels om ledelsen i henhold til regnskabsstandarderne og det retvise billede som helhed har oplyst tilstrækkeligt om de usikkerheder, som de inaktive og illikvide markeder har medført.

Ligger ledelsens regnskabsmæssige skøn uden for det interval, som revisor har fastlagt, må revisor starte med at afgøre, om afvigelsen kan anses som væsentlig. Revisor må ligeledes overveje, om forholdet gør sig gældende for mere end én ejendom, således at revisor må genoverveje revisionsstrategien på baggrund af tendentiøse skøn. Som det fremgår af interviewet med Henrik Z. Hansen,¹³⁸ overvejer revisor nu at kvantificere forholdet i påtegningen. Efter vores opfattelse er det i regnskabsbrugers interesse, at forholdet kvantificeres, da regnskabsbruger ellers kan overtolke revisors forbehold og dermed træffe fejlagtige og for selskabet fatale beslutninger. Omvendt vil en kvantificering i revisors påtegning medføre, at revisor aktivt i en påtegning har taget stilling til et interval, hvori værdien af ejendomsporteføljen bør ligge. I den forbindelse mener vi, at revisor må

¹³⁸ Interview (sammenskrevet referat) er vedlagt som bilag 4.

overveje sit ansvar, hvis et sådan fastlagt interval er fejlbehæftet, specielt i lyset af at revisor ikke er ekspert i værdiansættelse af ejendomme, men derimod generalist i forhold til revisionsprocessen.

Det andet forhold, som revisor overveje vedrører tilstrækkeligheden/fuldstændigheden af de oplysninger, som ledelsen har afgivet i forbindelse med de usikkerheder, der er knyttet til markedet. Særligt bør revisor forholde sig til, om regnskabsbruger får et retvisende billede af de risici, som den aflagte årsrapport er forbundet med. Efter vores opfattelse er revisor ofte tilbageholdende med at anvende et sådant forbehold, da der netop som beskrevet ovenfor vil være risiko for, at regnskabslæser overtolker et sådant forbehold. Det kan efter vores vurdering være forklaringen på, at der ikke forekommer forbehold i de analyserede årsrapporter, omend det efter vores opfattelse ved en restriktiv tolkning af IFRS/IAS-standarderne kan hævdes, at mere detaljerede og konkrete oplysninger er fejlagtigt udeholdt. Som nævnt er notekravene meget bredt formuleret vedrørende investeringsejendomme og usikkerheder knyttet til dagsværdiopgørelser herpå, hvorfor revisor har en relativ bred margin at operere indenfor, når det vurderes, om ledelsen har givet fyldestgørende oplysninger.

Endelig bør det nævnes, at såfremt ledelsen aflægger en årsrapport under forudsætning af going concern, og revisor mener, at den burde være aflagt på baggrund af realisationsværdier, må revisor afgive en afkræftende konklusion (5).

Manglende revisionsbevis

Revisor skal ligeledes tage forbehold, såfremt der er forhold i regnskabet, som revisor ikke kan indhente egnet og tilstrækkeligt revisionsbevis for.

I forbindelse med investeringsejendomme målt til dagsværdi er det vigtigt at påpege, at det faktum, at markederne bliver inaktive og illikvide, ikke i sig selv medfører, at revisor ikke kan opnå revisionsbevis for de indregnede dagsværdier. Det skal ses i sammenhæng med, at revisor, som definitionen på revision (se afsnit 6.3) anfører, blot skal sikre, at regnskabsposten er målt, som regnskabsstandarderne foreskriver samt, at der er givet relevante og krævede oplysninger herom.

Som det fremgår af IASB's notat¹³⁹ om dagsværdiopgørelse i inaktive markeder, kan dagsværdi i tilfælde, hvor der ikke er lignende markedstransaktioner være baseret på primært ledelsens skøn og vurderinger. Det medfører i sig selv ikke, at revisor tager forbehold, da måling til dagsværdi på baggrund heraf er tilladt, så længe ledelsen har maksimeret brugen af observerbare input.¹⁴⁰

Omvendt bliver det ledelsens opgave at give revisor tilstrækkelig dokumentation for, at de foretagne regnskabssmæssige skøn er rimelige. Vi henviser til selve drøftelsen af revisors opnåelse af revisionsbevis.

6.3.4.2 Revisors generelle going concern overvejelser

I henhold til IAS 1.23-24 har ledelsen ansvaret for at foretage en vurdering af, om selskabet er en going concern. Ledelsen skal fra balancedagen udarbejde en vurdering, der dækker de næste 12 måneder, og en række af overvejelserne bør i henhold til IAS 1.24 dække aktuel og forventet lønsomhed, indfrielse af forpligtelser, finansieringskilder mv.

Ledelsens ansvar er således at tage stilling til, om going concern forudsætningen er relevant, hvorimod revisors ansvar efter RS 570, punkt 2 er at overveje, hvorvidt ledelsens anvendelse af denne forudsætning er passende. Såvel ledelse som revisor har dermed et selvstændigt ansvar herfor.

Det fremgår af såvel IAS 1 som RS 570, at going concern er nært knyttet til evnen til at fortsætte driften, herunder i forhold til selskabets lønsomhed samt likviditet. Ejendomsselskabers værdiregulering på investeringsejendomme er udtryk for urealiserede kurstab og vil derfor efter vores opfattelse udelukkende påvirke revisors konklusion i de tilfælde, hvor en urealiseret dagsværdiregulering medfører kapitaltab, og selskabet ikke har mulighed for at reetablere kapitalen inden for de i lovgivningen anførte tidsfrister.¹⁴¹

Som det fremgår af perspektiveringen af afhandlingens problemfelt i kapitel 3, er ejendomsmarkedet tæt forbundet med kreditkriser, hvorfor der er øget risiko vedrørende muligheden for, at ejen-

¹³⁹ IASB Expert Advisory Panel, oktober 2008, Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active, part II

¹⁴⁰ Herunder skal ledelsen som tidligere beskrevet fortsat iagttage markedstransaktioner, der ikke kan betragtes som forcerede. Omvendt er manglende markedstransaktioner i sig selv ikke diskvalificerende for de opgjorte dagsværdier.

¹⁴¹ Aktieselskabsloven § 69, bestyrelsen skal foranledige, at generalforsamling afholdes senest seks måneder efter, at selskabet har tabt halvdelen af sin aktiekapital. På generalforsamlingen skal bestyrelsen redegøre for selskabets økonomiske stilling og om fornødent stille forslag om foranstaltninger, der bør træffes, herunder selskabets opløsning

domsselskaberne vil forlænge deres kreditfaciliteter. Omvendt falder denne del af going concern problematikken uden for afhandlingens problemstilling.

Going concern-forudsætningen er selvsagt væsentlig i forhold til indregning af investeringsjendomme, idet investeringsejendomme udelukkende kan indregnes til dagsværdi, når going concern forudsætningen er relevant. I modsat fald skal der ske indregning af investeringsejendomme til realisationsværdier i overensstemmelse med bestemmelserne for regnskabsaflæggelse for en ikke going concern.

6.3.5 Revisionsudvalg

Omend revisionsudvalg endnu først er ved at blive implementeret i praksis, er det vores opfattelse, at debatten om revisionsudvalg er relevant at inddrage i forhold til problembehandlingen.

Revisionsudvalg er implementeret i dansk lovgivning på baggrund af 8. EU direktiv¹⁴² og er fra og med 2009 lovpligtigt at etablere for alle børsnoterede selskaber. Revisionudvalg etableres som et bestyrelsesudvalg, der nedsættes som en del af bestyrelsen. Alternativt kan revisionsudvalgsopgaver varetages af bestyrelsen som helhed.

Revisionsudvalgets opgaver er fastlagt i revisorlovens § 31, stk. 2 og 3:

- *Overvåge regnskabsaflæggelsesprocessen.*
- *Overvåge, om virksomhedens interne kontrolsystem, eventuelle intern revision og risikostyringssystemer, fungerer effektivt.*
- *Overvåge den lovpligtige revision af årsregnskabet mv.*
- *Overvåge og kontrollere revisors uafhængighed.*
- *Afgive indstilling til den samlede bestyrelse om forslag til valg af revisor.*

Mindst ét medlem forventes, jf. revisorloven § 31., stk. 1, at være uafhængig og besidde kvalifikationer inden for regnskabsvæsen eller revision. Kravet medfører, at selskabets ledelse får tilført et medlem, som har særlige kvalifikationer med henblik på at vurdere anvendt regnskabspraksis samt forhold relateret til selskabets regnskabsaflæggelse.

¹⁴² Europaparlamentets og Rådets direktiv 2006/43/EF af 17. maj 2006 (8. direktiv)

Samtidig må det bemærkes, at etablering af revisionsudvalg ikke ændrer ved bestyrelsens og direktionens eksisterende ansvarsnormer. Det er til enhver tid ledelsens ansvar at have den krævede viden og indsigt til at sikre, at selskabets årsrapport aflægges efter gældende regler, herunder købe tredjemandes kompetencer i form af konsulentytelser til at sikre den krævede viden og indsigt.

Efter vores opfattelse trækker implementeringen af revisionsudvalg i retning af, at medlemmerne heraf pålægges et skærpet culpa i forhold til regnskabsaflæggelsen. I forarbejderne til revisorlovens § 31 nævnes imidlertid, at det bemærkes, at etablering af revisionsudvalg ikke berører det grundlæggende princip i ASL om, at ledelsens ansvar ikke er professionsansvar.

Det er således vores vurdering, at etablering af revisionsudvalg ikke medfører en ændret ansvarsnorm mellem revisor og ledelse, men omvendt alt andet lige medfører, at selskabernes ledelse i praksis får øget fokus på regnskabsaflæggelsen, herunder den anvendte regnskabspraksis. Set i sammenhæng med udviklingen i regnskabsreglerne, der fortsat bliver mere komplekse, vurderes det fornuftigt, at bestyrelsen eksplicit pålægges at føre øget tilsyn og kontrol hermed. Dermed ændres konklusionen på nærværende afhandling ikke som konsekvens af de nyligt implementerede revisionsudvalg.

6.4 Opsummering og vurdering

Ledelsen og revisor har begge et selvstændigt ansvar for, at årsrapporten giver et retvisende billede af selskabets resultat samt finansielle stilling, omend deres roller i denne sammenhæng er forskellige.

Overordnet set er det ledelsen, der har det ultimative ansvar for at fastlægge dagsværdien af selskabets investeringsejendomme. Ledelsen forestår sjældent selv dagsværdiberegningerne,¹⁴³ og ansvaret er således knyttet til selskabets ansvar for at lade opgaver udføre af internt kvalificerede personer eller hyre assistance fra tredjemand. Ledelsen, herunder såvel bestyrelsen som direktionen, anses som udgangspunkt ikke for at være specialister i relation til regnskabsreglerne, hvorfor deres ansvar bedømmes ud fra en normal ansvarsnorm; culpa.

¹⁴³ Carsten Krogholt Hansen, Christian Pedersen og Thomas Plenborg, 2007, Revision og regnskabsvæsen nr. 1, Danske erfaringer med værdiforringelsestest – Del 1 & 2. Undersøgelsen bygger på komplekse beregninger, hvorfor vores påstand, om at ledelsen sjældent forestår beregningerne selv er underbygget heraf.

I en agent-principal-teoretisk synsvinkel bør regnskabsbruger være opmærksom på, at fastlæggelsen af dagsværdi således ikke er en eksakt videnskab.

Revisor er i modsætning til ledelsen professionel og er derfor underlagt professionsansvar. Revisor har det fulde ansvar for at sikre sig, at årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med gældende regnskabsstandards og øvrig lovgivning. Når revisor reviderer en dagsværdiopgørelse for en investering, vil revisor typisk fastlægge et interval, inden for hvilket revisor kan acceptere, at dagsværdien er fastsat. Endelig vil revisor afslutningsvist vurdere, om de i årsrapporten som helhed foretagne regnskabsmæssige skøn er tendentiøse.

Det medfører, at revisor således ikke forholder sig nøjagtigt til den konkrete dagsværdi, men derimod til, at den af ledelsen opgjorte dagsværdi ikke er væsentlig forkert og efter revisors opfattelse udgør et fornuftigt og kvalificeret bud på den faktiske dagsværdi. Omvendt er revisor opmærksom på, at en anden værdi ligeledes kunne være anvendt uden revisors konklusion og påtegning havde ændret sig.

Revisor har ligeledes ansvar for at overveje, hvorvidt et forhold i en af ledelsen aflagt årsrapport er så væsentligt, at revisor skal henviser hertil i sin påtegning ved brug af en supplerende oplysning for at fremhæve væsentlige elementer, herunder usikkerheder i årsrapporten. Når markederne er inaktive og illikvide medfører det, at revisor efter vores opfattelse bør overveje at medtage en sådan supplerende oplysning, da det kan være vanskeligt at have en eksakt mening om markedssituationen, hvilket alt andet lige medfører større usikkerheder for de udøvede regnskabsmæssige skøn.

I relation til udformning af sin påtegning bør revisor efter vores opfattelse nøje overveje at kvantificere eventuelle forbehold, idet regnskabsbruger ellers kan tolke revisors påtegning for hårdt. Omvendt skal revisor ved kvantificering af uenigheder med ledelsen overveje risikoen for, at det kan være ansvarspådragende over for regnskabsbruger, da revisor ikke er ekspert i værdiansættelse af ejendomme, men generalist i forhold til revisionsprocessen.

7. Vurdering af muligheden for at udvide oplysningskravene

Investor har en række informationsbehov, som der er redegjort for i kapitel 5.2. Informationsbehovene kan helt overordnet sammenfattes til at danne grundlag for estimering af markedsværdien af selskabets egenkapital.

En række af disse informationsbehov er som redegjort for allerede lovkrævede, mens andre informationsbehov ikke tilgodeses af de nuværende regnskabsstandarder. Det er i afsnit 5.4 vurderet, at regnskabsstandarderne indeholder en række meget overordnede oplysningskrav for investerings ejendomme målt til dagsværdi. Dernæst er det konstateret ved den empiriske analyse, at det forhold afspejles i selskabernes anvendelse af de brede bestemmelser, idet der er en del forskelligartet implementering af oplysningskravene. Herudover er det observeret, at en række af de helt fundamentale forudsætninger for dagsværdiberegningerne kun oplyses på et overfladisk niveau, hvor regnskabsbruger ikke får mulighed for at tage stilling til de enkelte elementer i forudsætningerne for dagsværdiberegningerne. Det medfører, at investors selvstændige vurdering af de indregnede dagsværdier vanskeliggøres, hvilket alt andet lige medfører øgede kapitalomkostninger for selskabet på grund af den manglende gennemsigtighed.

Det er vores vurdering, at det bør have to konsekvenser; dels at selskaberne i praksis strammer op i forhold til opfyldelsen af de meget brede oplysningskrav, herunder at IASB eventuelt må præcisere bestemmelserne i fortolkningsbidrag eller ved omskrivning af IAS 40 og dels at standarden suppleres med nye meget relevante oplysningskrav.

Vores ændringsforslag skal ses i forhold til, at oplysningskravene med fordel kan gøres mere detaljerede på en række punkter, omend ulemperne ved meget detaljerede regnskabsstandarder må iagttages. Forøgelse af mere detaljerede oplysningskrav medfører alt andet lige, at der efter vores vurdering opnås øget sammenlignelighed på tværs af selskaberne. Som følge heraf får investor større mulighed for at vurdere ledelsens skøn og vurderinger, der ligger til grund for de opgjorte dagsværdier, og dermed foretage en mere nøjagtig estimering af selskabets markedsværdi af egenkapitalen. Omvendt er kravene udarbejdet med repsekt for den tilgang, som IASB selv anvender i deres notat omkring finansielle instrumenter, hvor der lægges op til, at ledelsen selv bør vurdere, hvor stor vægt hver enkelt oplysninger mv. tillægges. Det skal ses i sammenhæng med, at oplysningskravene ellers vil få et detaljeringsniveau, der ikke levner plads til, at de tilpasses de konkrete selskaber.

Med udgangspunkt i vores opsummering og vurdering i kapitel 5 og 6 har vi derfor i nærværende kapitel foretaget en gennemgang af følgende:

- Gældende lovkrav, som efter vores fortolkning heraf ikke opfyldes i tilstrækkelig grad i de børsnoterede ejendomsselskabers årsrapport 2008.
- Yderligere oplysningskrav, som efter en konkret vurdering med fordel kunne implementeres i regnskabsstandarden for investeringsejendomme; IAS 40.

I forbindelse med vurderingen af yderligere relevante oplysningskrav har vi foretaget en gennemgang af IFRS 7¹⁴⁴ og 8¹⁴⁵ samt vurderet IASB's notat om finansielle instrumenter i inaktive og illikvide markeder. Oplysningskrav, som vi har fundet relevante på baggrund af investors informationsbehov, er medtaget i de følgende afsnit.

7.1 Yderligere oplysningskrav i inaktive og illikvide markeder

Det kan i forlængelse af ovenstående diskuteres, hvorvidt der bør stilles ensartede krav til noteoplysningerne i såvel aktive og likvide markeder som inaktive og illikvide markeder. I den forbindelse bør IFRS-begrebrammens kvalitetshieraki tages i betragtning. Særligt kan det efter vores vurdering være i strid med krav om konsistens (sammenlignelighed), at et selskabs oplysninger (herunder noter) ændres fra år til år.

Et sådant valg vil ligeledes medføre, at det enkelte selskabs ledelse og revisor må forholde sig til, hvorvidt markedet rent faktisk kan betragtes som inaktivt og illikvidt. Denne beslutning vil efter vores opfattelse være præget af subjektive skøn, hvorfor medtagelsen eller undladelsen af visse oplysninger fortsat vil være op til selskabets ledelse.

De i afsnit 7.2 udledte oplysningskrav er derfor generelle for såvel aktive og likvide markeder som inaktive og illikvide markeder. Det er således dybden og ikke omfanget af oplysningskravene, der bør ændres i inaktive og illikvide markeder.

¹⁴⁴ IFRS 7 omhandler oplysningskrav for finansielle instrumenter og er anvendt som inspiration, idet standarden omhandler en række oplysningskrav for dagsværdier.

¹⁴⁵ IFRS 8 omhandler driftssegmenter og er anvendt som inspiration til opdeling på segmenter.

7.2 Forslag til oplysningskrav

Jf. vores overvejelser omkring oplysningskrav i afsnit 7.1, har vi valgt at fokusere på nedenstående særligt væsentlige oplysninger:

Oplysningskrav, som allerede er fastsat i regnskabsstandarderne, men som ikke på fyldestgørende vis gives i ejendomsselskabernes årsrapporter anno 2008:

1. Oplysning om, hvorvidt de opgjorte dagsværdier primært er baseret på observationer på et aktivt marked eller primært ved brug af ledelsens vurderinger og skøn (modeller).¹⁴⁶
2. Oplysninger om forudsætninger for pengestrømme og afkastprocenter, herunder dekomponering af, hvilke risici der indgår i pengestrømme og afkastprocenter.

Yderligere oplysningskrav, som med fordel kan implementeres i IAS 40:

3. Segmentoplysninger
4. Følsomhedsanalyser for såvel ændring i afkastprocent som lejeindtægter

Ad 1) Modeller samt observationer på et aktivt marked

Som vi konstaterede i den empiriske analyse i kapitel 5, anvendes altid modeller som fundament for opgjorte dagsværdier for investeringsejendomme. I henhold til IAS 40 verificeres modelresultatet i større eller mindre omfang ved benchmark til markedsindikatorer. Der gives imidlertid ikke oplysninger i årsrapporterne om, hvorvidt det primært er modellen og ledelsen vurderinger, der har dannet grundlag for værdiansættelsen, eller markedsindikatorer i form af sammenlignelige transaktioner i markedet. Investor har derfor ikke umiddelbart mulighed for at vurdere pålideligheden af den opgjorte dagsværdi.

IAS 40.75(d) har et direkte krav om oplysning af, hvorvidt dagsværdien primært er baseret på markedsindikatorer eller i større grad andre faktorer. Vores empiriske analyse har imidlertid vist, at praksis ikke tolker denne bestemmelse i overensstemmelse med vores anbefaling ovenfor. I forbindelse med vores forslag til yderligere krav, vil vi ligeledes lægge vægt på, at ledelsen skal give særskilte oplysninger om ikke-observerbare input samt, hvordan de er estimeret.¹⁴⁷ Samtidig bør det være et krav, at selskabet i mere entydige vendinger beskriver selve kontrolmiljøet omkring de processer, der understøtter opgørelsen af dagsværdierne for ejendomsporteføljen. Det kan hjælpe inve-

¹⁴⁶ Oplysningskravet er udarbejdet bl.a. med inspiration fra IFRS 7.27(b)/(c).

¹⁴⁷ Vores krav er udarbejdet med udgangspunkt i IASB, oktober 2008, Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active, punkt 104 g

stor med at vurdere, hvordan ledelsen har tilrettelagt processen, samt vurdere de elementer og risici, der er indeholdt i processen. Den sidste del heraf er således udtryk for et mere detaljeret krav, som ikke kan tolkes ud fra de gældende bestemmelser, hvorimod den første del direkte må anses for mangler i de aflagte årsrapporter.

Ad 2) Pengestrømme og afkastkrav

Den empiriske analyse i kapital 5.4 viste, at selskaberne ikke oplyser om, hvilke risici der medtages i henholdsvis pengestrømme og afkastkrav ved fastsættelse af dagsværdien for selskabets investeringsjendomme samt ej heller argumenterer herfor. Det skal ses i sammenhæng med, at der ikke er faste regler for, hvordan normalindtjeningsmodellen henholdsvis DCF-modellen anvendes i praksis. Dermed kan investor være usikker på, hvilke elementer der indgår i det enkelte selskabs faktiske anvendelse af den givne model og som konsekvens heraf på den opgjorte dagsværdi. I den forbindelse kan det nævnes, at der ofte oplyses udelukkende om et gennemsnitligt afkastkrav på porteføljeniveau.

Det medfører, at investor ikke direkte kan forholde sig til niveauet af afkastprocenten, idet et selskab medtager nogle risici i pengestrømmene og andre i afkastkravet. Vi henviser til bilag 3, hvori vi har udarbejdet en oversigt over, hvordan de to modeller typisk medtager forskelligartede risici.

I IAS 40.74(d) er der krav om, at væsentlige forudsætninger for modelberegninger oplyses eksplicit. Efter vores opfattelse er selve modellens opbygning en væsentlig forudsætning, hvorfor modelstrukturen og opbygningen altid bør oplyses. For hvert element i modellen bør ledelsen udarbejde en kortfattet beskrivelse af, hvad det givne element indeholder. Efter beskrivelsen af de enkelte elementer bør det være et krav, at ledelsen forholder sig til og oplyser om de elementer, der er essentielle for det pågældende selskabs fastsættelse af afkastkrav.

Herefter kan det udledes, at det er et krav, at ledelsen for de væsentligste elementer, som identificeres jf. ovenfor, suppleres med eksempelvis oversigter og tabeller, der understøtter regnskabsbrugers vurdering af forholdet. Er lejekontrakternes længde eksempelvis afgørende for niveauet i selskabets fastsættelse af afkastkrav for kontorejendomme, vil det medføre, at der udarbejdes en tabel over kontraktlængder. I bilag 6, forslag 1 er opstillet en figur med de elementer, som ledelsen efter vores opfattelse som minimum bør forholde sig til.

Ad 3) Segmentoplysninger

Vores empiriske analyse har vist, at kun et enkelt selskab har udarbejdet en segmentopdeling (ejendomstype) af ejendomsporteføljen. Dermed er det ikke umiddelbart muligt for regnskabsbruger at vurdere den enkelte porteføljes reelle sammensætning samt dagsværdi.

Vi mener, at en opdeling i matrix-form af ejendomsporteføljen på ejendomstyper samt beliggenhed (geografi), der viser dels afkastkrav og dels dagsværdi for hver enkelt celle i den udarbejdede matrix (se forslag i bilag 6), kan give regnskabsbruger et væsentligt forbedret grundlag for vurdering af ejendomsporteføljen.

Efter vores opfattelse bør selskabets ledelse ligeledes være opmærksom på, hvorvidt de forhold, der indgår i afkastkravets fastsættelse, afviger mellem de forskellige boligtyper. Såfremt det er tilfældet, bør ledelsen efter vores mening fremhæve disse forhold pr. ejendomstype. Det skal ses i sammenhæng med de forslag, vi har fremsat under ad 2).

Den konkrete opdeling i segmenter og detaljeringsgraden heraf vil vi ikke berøre nærmere, men blot nævne, at overvejelser i stil med de i IFRS 8 oplyste bør ligge til grund for segmentkravenes implementering.¹⁴⁸ Opdelingen foretages i overensstemmelse med virksomhedens aktiviteter, herunder med fokus på, hvilke segmenter der internt foretages rapportering på til de øverste beslutningstagere. Fastlæggelsen af segmenter på baggrund af den interne rapportering vil give investor muligheden for at få indblik i, hvordan ledelsen grupperer og vurderer selskabets sammensætning af ejendomsporteføljen.

Ad 4) Følsomhedsanalyse

Den i kapital 5.4 udarbejdede empiriske analyse viste, at der er væsentlige forskelle på den måde, hvorpå de enkelte selskaber udarbejder følsomhedsanalyser samt, at næsten halvdelen slet ikke udarbejder en følsomhedsanalyse.

Vi mener, at det fra investors synsvinkel er afgørende, at der udarbejdes følsomhedsanalyser for regnskabsposter, der er forbundet med væsentlige regnskabsmæssige skøn, herunder hvordan den

¹⁴⁸ Eksempelvis kunne IFRS 8.13/15 anvendes analogt. For investeringsejendomme kunne kriterierne være, at når et segment udgør mere end 10% af dagsværdien skal det medtages separat, og når et enkelt segment udgøre mere end 75% af dagsværdien af porteføljen skal det deles yderligere op. Andre grænser kunne muligvis anvendes.

fremtidige markedsudvikling påvirker selskabets resultat i fremtidige regnskabsår. Det muliggør, at investor med en anden vurdering af afkastkravet har mulighed for at se konsekvensen af en sådan ændring direkte afspejlet i dagsværdierne.

I bilag 6 har vi udarbejdet et forslag til, hvordan en sådan følsomhedsanalyse efter vores mening kan og bør udarbejdes. Det fremgår af bilaget, at selskabet efter vores opfattelse bør udarbejde en segmentopdelt følsomhedsanalyse, da en helt overordnet følsomhedsanalyse indeholder begrænset informationsværdi.

Det fremgår af vores forslag til oplysninger, at følsomhedsanalysen bør udarbejdes dels for afkastkrav og dels for lejeniveau. Samtidig fremgår det, at fokus bør være på afkastkravet, da pengestrømmene er forbundet med mindre usikkerhed end selve afkastkravet. Derfor bør følsomhedsanalysen for afkastkravet indrettes i forhold til den segmentopdeling, som er omtalt under ad 3).

Som nævnt er ovenstående udtryk for et nyt krav, omend vi mener, at opmærksomheden kan henledes på IAS 8.39, hvoraf det fremgår, at ledelsen skal oplyse om forhold, der kan have indvirkning på regnskabsmæssige skøn i fremtidige år. Det er imidlertid vores tolkning af denne bestemmelse, at kravet om følsomhedsanalyse ikke kan udledes direkte heraf.

7.3 Konsekvensen af yderligere oplysningskrav for ledelsen og revisor

I relation til ovenstående vil vi opdele konsekvenserne heraf i to afsnit. I det første afsnit behandles ledelsens henholdsvis revisors ansvar for de manglende oplysninger, og i andet afsnit behandles revisors og ledelsens ansvar i fremadrettet perspektiv i forhold til de yderligere oplysningskrav. Dernæst har vi afslutningsvist valgt at diskutere de givne afledte effekter på selskabets ressourceforbrug ved regnskabsaflæggelsen.

7.3.1 Revisors og ledelsens ansvar for mangler

Som vurderet i kapitel 6 har revisor og ledelsen begge et selvstændigt ansvar for, at årsrapporten er aflagt efter gældende regnskabsstandarder. I relation til oplysningsforpligtelserne medfører det, at ledelsen har ansvaret for at medtage alle krævede oplysninger og revisor har ansvaret for at kontrollere, at ledelsen har medtaget alle oplysninger efter regnskabsstandarderne. I den forbindelse bør det nævnes, at der efter vores opfattelse ikke er involveret særligt komplekse forhold i relation til op-

lysningskravene i regnskabsstandarden, hvorfor der må stilles samme krav til revisor som ledelsen, omend de er underlagt henholdsvis professionsansvar og almindelig culpa.

Ledelsen har således tilsidesat sin pligt i forbindelse med aflæggelsen af årsrapporterne, hvori oplysningerne under punkt 1) og 2) ikke er medtaget, og kan ifalde ansvar over for interessenter, der har truffet økonomiske beslutninger på baggrund heraf, og som efterfølgende lider tab.¹⁴⁹

Revisor burde, jf. vores gennemgang af den modificerede påtegning, have taget forbehold for manglende oplysninger i årsrapporten, idet årsrapporten med de givne mangler ikke kan anses for aflagt i overensstemmelse med gældende regnskabsstandarde. Fondsrådets notat omkring væsentlighed på notekrav, herunder oplysningskrav, kan særligt danne grundlag for vurderingen, idet det heri positivt fremhæves, at manglerne skal vurderes i sin helhed og ikke kun hver for sig. Dermed mener vi, at mangler efter punkt 1) og 2) i sin helhed medfører en væsentlig udeladt oplysning, som revisor burde tage forbehold for.

7.3.2 Revisors og ledelsens ansvar for yderligere oplysningskrav

Ledelsen vil have ansvaret for at udarbejde de nye oplysninger/noter i årsrapporten eller få andre til at udarbejde oplysningerne/noterne for sig.¹⁵⁰ I den forbindelse må det overvejes, om selskabet allerede er besiddelse af oplysningerne, der kræves, eller om disse skal udarbejdes særskilt. Efter vores opfattelse er de krævede oplysninger i stort omfang indbefattet af oplysninger (eller information, der kan danne grundlag herfor), som ledelsen efter aktieselskabsloven § 54 bør være i besiddelse af for at kunne foretage en betryggende formueforvaltning og ledelse af selskabet. Omvendt kan det forventes, at registreringssystemerne i mindre omfang må tilpasses.

Revisor skal som redegjort for i kapital 0 revidere de yderligere oplysninger/noter i henhold til gældende revisionsstandarde. Som omtalt er det Fondsrådets holdning, at noter og øvrige oplysninger skal revideres med samme væsentlighedsniveau som øvrige poster i regnskabet.

¹⁴⁹ De almindelige erstatningsansvarlige regler skal være opfyldt i form af culpa, årsagssammenhæng, påregnelighed, økonomisk tab osv.

¹⁵⁰ Uafhængighedsreglerne taget i betragtning kan revisor ikke bistå med udarbejdelse af sådanne oplysninger/noter. Revisor kan udelukkende påpege, hvis oplysningerne/noterne mangler, hvorefter ledelsen må tage stilling til form og indhold.

I forbindelse med revisionen af de yderligere oplysninger skal revisor indhente revisionsbevis herfor, hvilket medfører en række overvejelser. For så vidt angår ad 1) og ad 2) i afsnit 7.2, hvor det i høj grad er ledelsens vurderinger, der danner grundlag for oplysningerne, skal revisor udfordre de oplysninger/noter, som ledelsen giver, herunder danne sig en selvstændig mening om, hvorvidt de givne oplysninger/noter er nøjagtige og fuldstændige i forhold til revisors opfattelse heraf.

For så vidt angår ad 3) og ad 4) i afsnit 7.2, har revisor allerede i selve revisionen af de talmæssige størrelser forholdt sig til selve regnskabsposten. Derfor vil revisors opgave primært være rettet mod kontrol af, at oplysningerne segmenteres og præsenteres i overensstemmelse med de yderligere oplysningskrav. Revisionsbeviset er derfor primært baseret på afstemning til selskabets registrerings-system samt stikprøvevis kontrol af korrekt fordeling og beregning.

7.3.3 Cost-benefit overvejelser

Når ovenstående skal vurderes i forhold til IFRS-begrebsrammen, er det nødvendigt at overveje cost-benefit betragtningen. Derfor vurderes det, om de nye krav tilfører investor større værdi end de ressourcer, der kontinuerligt anvendes på at fremskaffe, registrere, præsentere og revidere de givne oplysninger/noter. Det skal ses i sammenhæng med, at det i sidste instans er investor, der via reduceret udbytte (set over selskabets samlede levetid), betaler for det i selskabet øgede ressourceforbrug.

Det er uden for afhandlingens formål at foretage en omfattende analyse af denne cost-benefit betragtning. Samtidig vil en analyse af oplysningernes/noternes informationsværdi være baseret på kvalitative data, der vanskeligt lader sig kvantificere, hvorfor analysen vil få et subjektivt præg.

Det er vores opfattelse, at vores forslag til yderligere oplysninger/noter skaber øget informationsværdi for investor ved vurderingen/revurderingen af dagsværdien af investeringsejendommene i det enkelte selskab. Samtidig mener vi, at omkostningerne til udarbejdelsen af oplysningerne/noterne vil stå i rimeligt forhold til den øgede informationsværdi, uden at der er argumenteret nærmere herfor.¹⁵¹

¹⁵¹ En række andre forhold kunne iagttages, herunder eventuelle konkurrencemæssige hensyn, som må overvejes, når et selskabs oplysninger/noter øges.

7.4 Opsummering og vurdering

I nærværende kapitel er foretaget en analyse af dels eksisterende oplysningskrav, som ikke er fyldestgørende i de aflagte årsrapporter, og dels af forslag til yderligere oplysningskrav, der kunne medvirke til at reducere ejendomsselskabernes kapitalomkostninger, og som samtidig ud fra en cost-benefit vurdering er rentable.

Det er vores vurdering, at følgende krav bør præciseres i IAS 40:

- Oplysning om, hvorvidt de opgjorte dagsværdier primært er baseret på observationer på et aktivt marked eller primært ved brug af ledelsens vurderinger og skøn (modeller).
- Dekomponering af elementer i pengestrømme og afkastprocenter.

I relation til implementering af nye oplysningskrav i IAS 40 er følgende identificeret som væsentligt:

- Segmentoplysninger
- Følsomhedsanalyser for såvel ændring i afkastprocent som lejeindtægter

Ovenstående krav bør medtages i såvel inaktive og illikvide markeder som i aktive og likvide markeder for at respektere kravet om konsistens i IFRS begrebsrammen, og det er dermed kun dybden af den enkelte oplysning, der bør øges i den aktuelle markedssituation.

8. Konklusion

Formålet med afhandlingen har primært været at bidrage til den verserende debat omkring dagsværdier ved at foretage en empirisk analyse af, hvordan dagsværdiopgørelser for investeringsejendomme materialiserer sig i årsrapporterne for børsnoterede ejendomsselskaber. Analysen har haft udgangspunkt i regnskabsbrugers informationsbehov, herunder det trepartsforhold, der eksisterer mellem regnskabsbruger, ledelsen og revisor i regnskabsaflæggelsen. I den kontekst har problembehandlingen analyseret primært revisors ansvar for indhentelse af revisionsbevis ved påtegning af årsrapporten, herunder sekundært ledelsens ansvar for udarbejdelsen heraf. Endelig er analysen suppleret med vores forslag til yderligere oplysningskrav. Oplysningskrav, som efter vores vurdering med fordel kan implementeres i regnskabsstandard IAS 40 i fremtiden.

Afhandlingens problemidentifikation har behandlet regnskabsbrugers informationsbehov til brug for værdiansættelsen af ejendomsselskaber i forbindelse med køb og salg af ejerandele heri. I den empiriske analyse er det konstateret, at kurs-/indre værdi er større eller mindre end 1 for ejendomsselskaberne, hvilket indikerer, at egenkapitalen ikke er udtryk for markedsværdien af det enkelte ejendomsselskab. Det kan skyldes, at investor værdiansætter investeringejendomme højere/lavere end selskabet, indregner porteføljeeffekter (synergier), skattefordele, internt oparbejdet goodwill og andre immaterielle aktiver, som ikke kan indregnes i selskabets balance efter IFRS.

Det kan af ovenstående udledes, at selskabernes balancer ikke er perfekte. Opnåelsen af en perfekt balance må bl.a. bero på, at selskaberne indregner flest mulige aktiver og passiver til dagsværdi. Børsnoterede ejendomsselskaber vil derfor forventeligt indregne investeringsejendomme til dagsværdi, idet dagsværdi er udtryk for, hvad en investeringsejendom kan omsættes til ved en handel mellem kvalificerede, villige og indbyrdes uafhængige parter på balancedagen.

Vores empiriske analyse har bekræftet forventningen om, at de analyserede ejendomsselskaber anvender dagsværdi som måleattribut for investeringejendomme. Regnskabsstandarden for investeringsejendomme indeholder et dagsværdihierarki for surrogater (mark-to-model) for en reel dagsværdi, idet alle ejendomme har unikke karakteristika, og ligeledes som konsekvens af, at der ikke findes noterede markedspriser for ejendommene.

I forbindelse med dagsværdi som måleattribut har SEC offentliggjort en rapport, hvori de argumenterer for, at dagsværdi fortsat bør anvendes som måleattribut, omend der i den amerikanske red-

ningspakke var bemyndigelse til, at SEC kunne suspendere dagsværdiopgørelser i en periode. Det er vores holdning, at investor fortsat opnår størst informationsværdi via dagsværdiopgørelser, og at de afledte styringsmæssige problemer bør løses via anden regulering end regnskabsreguleringen.

Vi har konstateret, at alle ejendomsselskaberne anvender mark-to-model som udgangspunktet for de opgjorte dagsværdier for selskabets investeringsejendomme, hvilket er i overensstemmelse med vores opfattelse af kravene i IAS 40. Mark-to-model materialiserer sig i praksis i form af en normalindtjeningsmodel og/eller en DCF-model, der indeholder pengestrømme og afkastkrav. Pengestrømmene er baseret på et budget, hvor afkastkravet i højere grad indeholder væsentlige regnskabsmæssige skøn. Vores empiriske analyse har vist, at normalindtjeningsmodellen anvendes i ni ud af ti tilfælde. Det står i kontrast til, at DCF-modellen efter vores mening bedst afspejler dagsværdien i inaktive og illikvide markeder, da den lettere kan tage højde for udviklingen i underliggende variabler.

Anvendelse af modeller fritager ikke selskabet for at sammenligne modelresultat med markedstransaktioner, omend markedet er inaktivt og illikvidt. Ledelsen må vurdere, hvorvidt der er transaktioner på markeder, som ikke er udtryk for forcerede handler og tvangssalg. Herudover må ledelsen forholde sig til, hvornår de forcerede handler og tvangssalg bliver en almindelig del af udbuddet og dermed påvirker prisdannelsen på markedet permanent. Er det tilfældet, bør disse markedstransaktioner ligeledes afspejles i dagsværdierne.

Som supplement til modellerne mener vi, at selskaberne med fordel kan anvende uafhængige valutavurderinger for at få indarbejdet de mest opdaterede markedsdata i dagsværdiopgørelserne, da mæglernes kompetence er at kende markedet; alternativt understøtte mark-to-model beregningerne med indkøbte markedsrapporter om de pågældende områder. Ovenstående skal ses i sammenhæng med, at usikkerhederne ved fastsættelse af regnskabsmæssige skøn øges, når markederne bliver inaktive og illikvide, idet sammenlignelige markedstransaktioner reduceres. Det er vores forventning, at regnskabsbruger stiller større krav til oplysning om de indregnede dagsværdier som konsekvens heraf.

De nuværende oplysningskrav for investeringsejendomme målt til dagsværdi er primært:

- *Anvendt regnskabspraksis, herunder målegrundlag.*
- *Usikkerheder forbundet med anvendelsen af anvendt regnskabspraksis .*
- *Oplysninger om årets ændring i regnskabsmæssige skøn.*

- *Metoder og væsentlige forudsætninger, der ligger til grund for de opgjorte dagsværdier, herunder om der er anvendt valuarvurderinger.*

De nuværende oplysningskrav bærer efter vores opfattelse præg af at have en overordnet karakter, og de enkelte selskaber har således implementeret dem forskelligt i praksis, hvilket fremgår af den empiriske analyse. Særligt har vi observeret, at der i forbindelse med modelforudsætning ikke gives oplysninger om, hvilke faktorer og risikoelementer der er medtaget i pengestrømmene henholdsvis afkastprocenten. Det medfører, at en reel brugbar vurdering af niveauet i afkastkravet vanskeliggøres for investor.

I forhold til afhandlingens aktører har såvel revisor som ledelsen et selvstændigt ansvar for den aflagte årsrapport, omend ansvaret adskiller sig på flere punkter. Der er foretaget en analyse af såvel ledelsens som revisors rolle ved regnskabsaflæggelsen ud fra en agent-principal teoretisk synsvinkel.

Ledelsen har det egentlige ansvar for at aflægge årsrapporten og dermed foranledige, at dagsværdierne for investeringsejendomme opgøres korrekt. Ledelsen anses som udgangspunkt ikke for at være specialister ved aflæggelsen af årsrapporten, herunder regnskabsreglerne, medmindre det enkelte ledelsesmedlem har særlige kompetencer. Det betyder, at den almindelige ansvarsnorm culpa lægges til grund for en ansvarsbedømmelse.

Revisor agerer som professionel og er derfor underlagt professionsansvar, når revisor påtegner selskabets årsrapport. I den forbindelse har revisor et selvstændigt ansvar for, at lovgivning, herunder regnskabsstandarder, aktieselskabsloven, revisionsstandarder mv., er overholdt, når påtegningen afgives.

Når revisor skal revidere værdiansættelsen af investeringsejendomme og dermed leve op til sit professionsansvar må revisor indhente et egnet og tilstrækkeligt revisionsbevis. I den sammenhæng bemærkes, at ledelsen opgør en dagsværdi, som den anser for korrekt og retvisende, hvorimod revisor typisk forsøger at retfærdiggøre den af ledelsen fastsatte dagsværdi ved at fastsætte et interval for dagsværdien, som det indhentede revisionsbevis kan underbygge. Det er samtidig revisors ansvar at vurdere årsrapporten som helhed, herunder sikre sig, at årsrapporten ikke er aflagt under forudsæt-

ningen af tendentiøse skøn og vurderinger. Revisor bør efter vores opfattelse ikke være for specifik og skal kende sine begrænsninger i ikke at være ekspert i værdiansættelse.

Revisor er generalist og vil derfor efter vores opfattelse særligt i forhold til beregningsmodellerne, have behov for at søge ekspertbistand til at sikre modellernes regneregler og validitet. Omvendt er revisor selvstændig ansvarlig for at have det fornødne branchemæssige kendskab til ejendomsmarkedet samt at kende sig egne begrænsninger i forhold til, hvornår eksperter involveres.

Det er vores vurdering, at revisor særligt, når markeder er inaktive og illikvide, har ansvar for at overveje at medtage en supplerende oplysning med henvisning til ledelsens omtale af markedsforholdene. Vores empiriske analyse har vist, at der i ingen af de aflagte årsrapporter er medtaget supplerende oplysninger, omend vi netop i denne situation mener, at en henvisning vil være berettiget. Medtager ledelsen ikke omtale af markedssituationen, bør revisor overveje sit ansvar for at tage forbehold for manglende oplysninger om de hertil knyttede usikkerheder.

Vi har empirisk konstateret, at selskaberne ikke fyldestgørende giver de oplysninger, som er krævet efter regnskabsstandarderne, herunder særligt:

Ledelsens vurdering af markederne: *Ledelsen bør eksplicit oplyse om sin vurdering af markederne, herunder i hvilket omfang vurderingen har medført, at dagsværdierne primært er baseret på observerbare input (markedstransaktioner) eller ikke-observerbare input (ledelsens skøn og vurderinger). Principperne for de anvendte ikke-observerbare input bør oplyses, og ledelsen bør forholde sig særskilt til de foretagne estimerede input.*

Pengestrømme og afkastkrav: *Specifikke krav om specifikation af elementer, der indgår i pengestrømmene henholdsvis afkastkravet, herunder skal der for de væsentligste elementer udarbejdes særskilte oplysninger eventuelt i form af oversigter, tabeller eller lignende.*

Det er vores opfattelse, at ovenstående er udtryk for, at regnskabsstandarderne er formuleret meget bredt og derfor lader det være op til selskaberne at tolke, hvor fyldestgørende oplysninger, der gives. Det er konkluderet, at såvel ledelsen som revisor har et selvstændigt ansvar for ovenstående manglende fuldstændighed af noterne, hvorfor ledelsen burde have udarbejdet et mere fyldestgørende noteapparat, og revisor burde have taget forbehold for de manglende noter.

Vi har herudover identificeret yderligere oplysninger/noter, som med fordel kunne implementeres i IAS 40 for at øge gennemsigtigheden for regnskabsbruger, og samtidig vil det have den fordel, at kapitalomkostningerne alt andet lige vil reduceres. Følgende er identificeret:

Segmentoplysninger: *Ejendomsporteføljen bør opdeles på ejendomstype og beliggenhed (geografi), idet en segmentering af dagsværdierne og afkastkravene er en forudsætning for, at regnskabsbruger kan anvende informationen til en egentlig selvstændig vurdering.*

Følsomhedsanalyser: *Følsomhedsanalyser bør indarbejdes for at sikre, at regnskabsbruger har viden om, hvordan ændringer i afkastprocenten samt lejeniveauet vil påvirke værdien af selskabets investeringsejendomme. Følsomhedsanalyserne bør som minimum foretages på de identificerede segmenter.*

Kravene bør efter vores opfattelse være gældende i såvel inaktive og illikvide markeder som i aktive og likvide markeder, idet dels hensynet til konsistens i oplysningerne bør vægtes højt, og dels fordi investeringsejendomme altid er forbundet med væsentlige regnskabsmæssige skøn. Det er således primært dybden i oplysningerne, der bør øges i inaktive og illikvide markeder. Det skal ses i sammenhæng med IASB's og vores holdning til, at et endnu mere detaljeret regelsæt vil fjerne muligheden for, at ledelsen selvstændigt vurderer, hvilke forhold der bør tillægges særlig vægt i de kvalitative oplysninger om skøn og vurderinger, som er forbundet med dagsværdiopgørelserne.

De yderligere oplysningskrav skal naturligvis ses i et cost-benefit perspektiv, idet investor i sidste ende bliver pålagt det merforbrug af ressourcer, som oplysningskravene medfører for ledelsen og revisor. Det skal ses i sammenhæng med, at ledelsen vil skulle bruge ekstra ressourcer på tilrettelæggelse af registreringssystemer samt udarbejdelse af oplysninger, og revisor vil skulle revidere oplysningerne i henhold til de gældende revisionsstandarder.

Det er vores opfattelse, at forslagene vil skabe øget informationsværdi og kun medføre begrænset ekstra ressourceforbrug, idet ledelsen må forventes internt at styre selskabets ejendomsportefølje på baggrund af væsentlige dele af ovenstående.

9. Perspektivering

I forbindelse med udarbejdelsen af nærværende kandidatafhandling er vi undervejs blevet opmærksomme på en række tilstødende problemstillinger, som ville have været relevante og interessante at have behandlet nærmere. Afhandlingen har imidlertid haft sine begrænsninger i forhold til omfang, hvorfor afgrænsningen er udarbejdet med henblik på ikke at berøre disse tilstødende problemstillinger. Nedenfor er dels redegjort for tilstødende problemstillinger og ligeledes for enkelte problemstillinger, der ligger i direkte forlængelse af den i afhandlingen foretagne problembehandling.

Problembehandlingen har været afgrænset fra at diskutere kostprismodellen. I kapitel 3 er den verserende debat om hensigtsmæssigheden i igen at overgå fra dagsværdimodellen til kostprismodellen gengivet. I den forbindelse bør det i en perspektivering fremhæves, at en sådan løsning langt fra eliminerer de regnskabsmæssige usikkerheder, som de underliggende dagsværdier bygger på. Det skal ses i sammenhæng med, at kostpriser alene kan anvendes som objektiv måleattribut i et stigende markedet, idet IFRS-regelsættet indeholder krav om nedskrivning til genindvindingsværdien,¹⁵² såfremt den er lavere end kostprisen. En beregning af genindvindingsværdien vil for ejendomme igen basere sig på mark-to-model og dermed indeholde de samme usikkerheder som egentlige dagsværdier. Dermed vil der i faldende markeder ofte ikke være forskel på at bruge dagsværdimodeller kontra kostprismodeller.¹⁵³

Samtidig kan det være relevant at drøfte muligheden for, at IASB udarbejder en guidance til fastsættelse af dagsværdi for investeringsejendomme. I praksis kendes det for virksomheder underlagt Finanstilsynet, hvor Finanstilsynet for pensionskasser mv. har udarbejdet et bilag til regnskabsbekendtgørelsen, hvori rammen for hvordan afkastmodellen (normalindtjeningsmodellen) henholdsvis DCF-modellen fremgår.

Det kunne ligeledes i et bredere perspektiv være interessant mere indgående at diskutere going concern problematikkerne knyttet til den aktuelle markedssituation, herunder påvirkningen på oplysningerne i årsrapporterne samt revisors reaktion herpå i et ansvarsperspektiv. Specielt i relation her-

¹⁵² Defineret som den højeste af aktivets nettosalgspris og aktivets nytteværdi beregnet som nutidsværdien af de forventede fremtidige pengestrømme.

¹⁵³ Nettosalgsprisen er salgsprisen fratrukket salgskostninger, hvilket er en reel forskel mellem dagsværdi og kostpris i et faldende marked. Salgskostninger kan udgøre et betydeligt beløb ved handel med fast ejendom.

til er der knyttet en række usikkerheder til forlængelsen af ejendomsselskabernes lån og kreditfaciliteter i øvrigt.

På et abstrakt niveau kan det afslutningsvist diskuteres, om der reelt set findes markedsindikatorer, der kan danne grundlag for en mark-to-market opgørelse af dagsværdien for en given ejendom. Diskussionen kan ses i forhold til, at prisdannelsen på ejendomsmarkedet efter vores opfattelse er baseret på prisforventningen hos de store spillere, der dermed agerer prissættere. De store ejendomsselskaber anvender interne modeller til brug for prissætningen (udbud/efterspørgsel), hvorfor markedet i sin konsekvens heraf bliver prissat ud fra en mark-to-model betragtning. Dermed bliver mark-to-model internt i selskaberne omdrejningspunkt, og realiserede transaktioner bliver alene anvendt til back-test af modellernes anvendelighed til at beregne dagsværdier.

10. Litteraturliste

Titel

Forfatter

Bøger

Jens O. Elling

2008, Gjøellerup Forlag

Finansiell rapportering, teori og regulering

Ole Sørensen & Jens O. Elling

2004, Gjøellerup Forlag

Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang

Erik Werlauff

2006 Gjøellerup, 1. udgave

Bestyrelsens arbejde og ansvar

Erik Werlauff

1999 Greens§Jura, 1. udgave

Aktieselskabsloven med kommentarer

L. B. Lagsted, P. K. Andersen

2005 Forlaget Thomson, 6. udgave

M. Christensen

Revisors ansvar

K. Füchsel, P. Gath

2005 Forlaget Thomson, 1. udgave

L. B. Langsted, J. Skovby

Revisor, regulering og rapportering

Journals og videnskabelige artikler

Robert Boyer

Socio-Economics review (2007) s. 779-807

Assessing the impact of fair value upon financial crises

Joerg-Markus Hitz

2007, European Accounting review, vol. 16., no.2

The Decision Usefulness of fair value accounting

A theoretical Perspective

Kim Klarskov Jeppsen

Januar 2001, Dansk Sociologi

Postmoderne regnskaber?

Finn Schøler

2005, nr. 2 Ledelse & erhvervsøkonomi

Regnskabsmanipulation

- The Institute of Chartered Accountants* December 2005
Audit Quality – Agency theory and the role of audit
- Communications of the ACM* Oktober 1989
Four paradigms of Information systems Development
- Michael J. Pratt &* 1993, Accounting Education, 2nd Edition
Karen Van Peurse *Towards a conceptual framework for auditing*
- LEE Tech-Heang, Azham Md. Ali* 2008, Journal of Modern Accounting
The audit expectation gap: A review of the contributing factors
- Artikler**
- Claus Hallquist &* 2009, Revision & Regnskabsvæsen org. 78, nr. 2
Morten Jørgensen(Deloitte) *Værdiansættelse af ejendomme i et illikvidt marked*
- Jørgen Boe (Kromann Reumert)&* 2009, Revision & Regnskabsvæsen org. 78, nr. 2
Jan Schans Christensen (KU) *Om grænsedragningen mellem ledelsens og revisors ansvar*
- Carsten Krogholt Hansen* 2008, Revision & Regnskabsvæsen org. 75., nr. 1 & 2
Thomas Plenborg *Dansk erfaring med værdiforringelsestest – Del 1 & 2*
- Sumit Sudan* 2009, Inspi nr. 6
Måling af ejendomme
- Thomas Riese Johansen* 2009, Økonomiske ugebrev nr. 1 & 2
Thomas Plenborg *Fair value: Hårdt politisk pres på dagsværdier i regnskaber*
SEC: Opgør med dagsværdier
- Carsten Krogholt Hansen* 2008, Revision & regnskabsvæsen org. 75., nr. 1 & 2
Thomas Plenborg *Danske erfaring med værdiforringelsestest – Del 1 & 2*

Notater, discussion papers og alerts

<i>The Audit Practice Board</i>	Oktober 2008 <i>Going concern issues during the current economics conditions</i>
<i>The Audit Practice Board</i>	Januar 2008 <i>Audit issues when financial market conditions are difficult and credit facilities may be restricted</i>
<i>International Accounting Standards Board</i>	Maj 2009, Exposure Draft/2009/5 <i>Fair Value Measurement (based on FAS 157)</i>
<i>International Accounting Standards Board</i>	Oktober 2008, An IASB Staff Summary <i>Using judgement to measure the fair value of financial Instruments when markets are no longer active</i>
<i>International Accounting Standards Board</i>	Oktober 2008, IASB Expert Advisory Panel <i>Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active</i>
<i>Erhvervs- og Selskabsstyrelsen</i>	April 2009 <i>Nota tom måling (værdiansættelse) af ejendomme</i>
<i>The large accounting network</i> ¹⁵⁴	December 2007, Press release <i>Determining the fair value of financial instruments under IFRS in current market conditions</i>
<i>Fondbrådet</i>	17. december 2008 <i>Fondbrådets generelle overvejelser og afvejninger ved vurdering af væsentlighed i forbindelse med regnskabskontrol</i>

¹⁵⁴ PWC, Grant Thornton, Deloitte, BDO, KPMG and Ernst & Young

Love og vejledninger

<i>International Accounting Standards Board</i>	<i>2007, Magnus Informatik</i> <i>Internationale regnskabsstandarder (IFRS) bind 1 & 2</i>
<i>Aktieselskabsloven</i>	Lov nr. 538 af 8. juni 2006
<i>International Accounting Standards Board</i>	April 1989 <i>The Framework for preparation and presentation of financial statements</i>
<i>Foreningen af statsautoriserede revisorer</i>	2008, Forlaget Thomson <i>Revisorhåndbogen 2008</i>

Bilagshæfte

1. Bilag – Normalindtjeningsmodellen

Eksempel - normalindtjeningsmodellen	
Leje	5.000
Tomgang	-100
	4.900
Ejendomsudgifter	-100
Administration	-150
Ejendomsskatter- og afgifter	-20
Andel af fællesudgifter	-5
Vedligeholdelse	-459
Indretningsudgifter	-500
Normalår	3.666
Kapitaliseret værdi (dagsværdi)	66.655
Forudsætninger:	
Administration i % af leje	3,00%
Vedligeholdelse pr. m2	51
Antal m2	9.000
Realdiskonteringsrente (afkastkrav)	5,50%

2. Bilag – DCF-modellen

Eksempel - DCF-modellen		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
		År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminalår
Leje		5.000	5.100	5.202	5.306	5.412	5.520	5.631	5.743	5.858	5.975	5.975
Tomgang		0	0	0	0	-500	0	0	0	0	-500	-100
		5.000	5.100	5.202	5.306	4.912	5.520	5.631	5.743	5.858	5.475	5.875
Ejendomsudgifter		-100	-102	-104	-106	-108	-110	-113	-115	-117	-120	-120
Administration		-150	-153	-156	-159	-147	-166	-169	-172	-176	-164	-176
Ejendomsskatter- og afgifter		-20	-20	-21	-21	-22	-22	-23	-23	-23	-24	-24
Andel af fællesudgifter		-5	-5	-5	-5	-5	-6	-6	-6	-6	-6	-6
Vedligeholdelse		-459	-468	-478	-487	-497	-507	-517	-527	-538	-549	-549
Indretningsudgifter		0	0	0	0	-2.500	0	0	0	0	-2.500	-500
Frit Cash Flow		4.266	4.351	4.438	4.527	1.633	4.710	4.804	4.900	4.998	2.113	4.501
Betalingsrække (tilbagediskonteret nutidsværdi) (note 1)		3.968	3.765	3.573	3.390	1.137	3.052	2.896	2.748	2.607	1.025	81.841
Beregnet dagsværdi		(NPV af betalingsrækken - tilbagediskonteret med nominel diskonteringsrente)										
Terminalværdi	59%	39.709										
Budgetperiode - værdi	41%	28.161										
		67.870										
Forudsætninger:												
Pristalsregulering af leje	2,00%											
Forventet pristalsregulering øvrige poster	2,00%											
Administration i % af leje	3,00%											
Vedligeholdelse pr. m2	50											
Antal m2	9.000											
Realdiskonteringsrente	5,50%											
Nominel diskonteringsrente	7,50%											
Note 1												
Årets frie cash flow * (1+nominel diskonteringsrente) ^ minus budgetåret												

3. Bilag – Overblik over normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen

Faktor	Nettolejemodel			DCF-model	
	Afkastkrav	Driftsafkast	Regulering "i bunden" ¹⁾	Diskonteringsrente	Cash Flow
Type	✓			✓	
Beliggenhed	✓			✓	
Lejernes kvalitet	✓			✓	
Udbud og efterspørgsel	✓			✓	
Forskel i faktisk leje og markedsleje	✓		✓		✓
Kontraktlængde	✓				✓
Genudlejningsrisiko	✓				✓
Tomgang	✓		✓		✓
Indretningsudgifter	✓		✓		✓
Deposita			✓		✓
Udskudt vedligeholdelse	✓		✓		✓
Inflation	÷	÷	÷	✓ ²⁾	✓ ²⁾
Risikofri rente	✓			✓	

1) Reguleres efter beregning af kapitaliseret værdi som tillæg/fradrag i den kapitaliserede værdi. Regulering for flere af disse faktorer kan, jf. ovenfor, også ske i afkastkravet – der må dog ikke foretages regulering både i afkastkrav og som tillæg/fradrag i kapitaliseret værdi (dobbeltregning).

2) Både diskonteringsrente og cash flow inflationskorrigeres.

4. Bilag – Interviews

Inteview med Henrik Grønnegaard (HG), Senior Manager, REV/REGN, Deloitte

Den 15. april 2009

Højinformantens baggrund:

Henrik Grønnegaard (HG) arbejder i Deloitte's faglige afdeling for revision og regnskab og beskæftiger sig primært med regnskabsregler, herunder særligt IFRS-regelsættet, og har gjort det i ca. 5 år. Det er vores opfattelse, at Henrik Grønnegård metodisk kan betegnes som højinformant.

Sammenskrevet referat:

Følgende spørgsmål er anvendt som udgangspunkt for interviewet, men er ikke stillet og besvaret i den kronologiske rækkefølge, som det fremgår. Efter spørgesmålene er udarbejdet et sammenskrevet referat, der fremhæver HG's væsentligste holdninger, vurderinger og kommentarer.

- Hvor stor en andel af de danske ejendomsselskabers investeringsejendommene bliver værdiansat gennem modeller (mark-to-model), og hvor stor en andel bliver værdiansat ved sammenligning med andre ejendomme (mark-to-market)?
- Hvilken effekt har valg af model på det regnskabsmæssige skøn?
- Hvilke usikkerheder er der i værdiansættelsesmodellerne?
- Hvordan gribes de udfordringer an i praksis, der er relateret til dagsværdiopgørelsen, herunder afkastkrav?
- Hvad er revisors risiko ved brug af ekspertvurderinger, herunder hvis ejendomsselskabet anvender en mæglerkædes afkastniveauer eller en konkret mæglervurdering af en ejendom? Hvordan forholder revisor sig hertil?

Det er HG's opfattelse, at investeringsejendomme i praksis bliver værdiansat på baggrund af modeller, og langt den mest anvendte model er normalindtjeningsmodellen. DCF-modellen anvendes ikke så ofte, da denne model er mere ressourcekrævende i form af, at selskabet på mere dybdegående og nuanceret vis tager stilling til forhold vedrørende pengestrømme ud i fremtiden.

Opgørelse til dagsværdi er et regnskabsmæssigt skøn, og i den forbindelse udtaler HG, at der skal gives oplysning i årsrapporten, om hvad der ligger til grund herfor. Det vil sige, at valg af model skal oplyses. Såfremt der ændres i valg af model fra et år til et andet, skal der oplyses herom i årsrapporten, selv om måleattributten fortsat er dagsværdi. Det skal ses i sammenhæng med, at det er en væsentlig ændring af regnskabsmæssige skøn.

Usikkerhederne i modellerne kan der ifølge HG ikke siges noget generelt om, idet der skal tages hensyn til den konkrete ejendom, dens beliggenhed, kontraktlængder, anvendelsesformål, lejerisici mv. Men fastsættelse af afkastkrav er i sig selv en usikkerhed, da afkastkravet ofte vurderes i forhold til handlede sammenlignelige ejendomme. Der har ikke været særlig mange gennemførte handler i den seneste tid [set i forhold til interviewdatoen], hvilket medfører, at HG mener, at det i år er endnu mere usikkert, hvorvidt der anvendes et korrekt afkastkrav. De handler, som kunne lægge til grund for en mark-to-market sammenligning kan ofte være såkaldte forcerede handler, hvor salgsparten er i en situation, hvor ejendommen skal afhændes hurtigt. Dermed bliver sammenligningsgrundlaget sløret af de konkrete parterers økonomiske situation og kan derfor ikke betragtes som en reel dagsværdi, idet parterne ikke lever op til definitionen om, at de skal være villige mv.

Opgørelse af dagsværdi foretages i praksis, jf. HG, ved, at selskaber udarbejder en opgørelse af pengestrømme, afkastgrundlag og endelig beregner en dagsværdi. Revisor foretager herefter revision heraf. Afkastkravet sammenlignes ofte med tidligere år, markedsudvikling mv., ligesom renteniveauet vurderes nøje. Herudover er det værd at bemærke, at mæglervurderinger anvendes for regnskabsårene 2007/08 i langt højere grad end tidligere år som konsekvens af de særlige markedsforhold.

HG bemærker, at risikoen ved brug af ekspertvurderinger skal ses i sammenhæng med revisionsstandarden. Revisor skal forholde sig til mægleren, herunder kompetencer, uddannelse mv. samt de konkrete færdigheder, der vurderes at skulle danne grundlag for udarbejdelse af en vurdering for den pågældende ejendom. Såfremt selskabet har anvendt en anerkendt mægler, vil HG's udgangspunkt være, at revisor som udgangspunkt kan have tillid til, at arbejdet er udført i

overensstemmelse med god skik på området, når den modtagne rapport er udtryk for et godt gennemarbejdet dokument med tydelig beskrivelse af de anvendte forudsætninger.

Referatet er godkendt af Henrik Grønnegård: pr. mail den 18. august 2009

Interview med Jesper Tullin (JT), direktør og bestyrelsesmedlem for Finansgruppen A/S

Den 28. juli 2009

Finansgruppen A/S er en koncern, der primært beskæftiger sig med investeringsejendomme. Finansgruppen aflægger årsrapporten efter ÅRL, men i sammenhæng med interview har fokus været på Finansgruppen A/S som investor og dermed ikke som ejendomsselskab i relation til regnskabsreglerne.

Nedenstående spørgsmål er anvendt som udgangspunkt for interviewet, men er ikke stillet/besvaret i kronologisk rækkefølge, hvorfor der nedenfor er udarbejdet et sammenskrevet referat af de væsentligste holdninger, vurderinger og kommentarer, som JT havde.

1. Når du som investor kigger på investeringsejendomme, i hvor høj grad bruger du de påtegnede årsrapporter?
2. Hvad kigger du specielt efter i årsrapporterne?
3. Hvordan tolker/definerer du begrebet dagsværdi?
4. Foretager du/I selv beregninger på ejendommens værdi? Og hvis ja, hvilke faktorer inddrager du/I?
5. Hvordan mener du, at man fastsætter dagsværdien i et illikvidt og inaktivt marked?
6. I hvor høj grad mener du, at investor kan stole på de dagsværdier, som indgår i ejendomsselskabernes årsrapporter i det nuværende marked?
7. Føler du, at du som investor får oplysninger via årsrapporterne, der dækker dit behov for information?
8. Hvilke værdiansættelsesmodeller foretrækker du/I og hvorfor?
9. Hvilken rolle mener du, at henholdsvis selskabet og revisor har i forbindelse med opgørelse af dagsværdier af selskabets investeringsejendomme? Hvem har ultimativt ansvaret for, om værdien er korrekt?
10. Opfatter du revisor som en ekspert?
11. Hvis der mangler væsentlige oplysninger i årsrapporten, hvem, føler du så, har ansvaret?
12. Hvad opfatter du din revisor som?
13. Synes du, at beskrivelsen af usikkerheder i årsrapporten skal være til stede i velfungerende markeder?

Indledningsvist oplyste JT, at når han som investor kigger på investeringsejendomme, anvender han årsrapporterne som baggrundsmateriale (klasse B-/ Klasse C-virksomheder). Årsrapporten tillægges ikke konkret værdi i forbindelse med selve fastsættelsen af dagsværdien af den pågældende ejendom. Årsrapporten er således blot en baggrundsoplysning, og som investor vurderer han ikke, at informati-

onsbehovet bliver opfyldt ved gennemgang heraf. Det er efter JT heller ikke formålet, da en potentiel køber af sælger bør have fået udleveret samtlige nødvendige oplysninger om ejendommen. Han henviser til, at køb af en ejendom/selskab ofte medfører en fuld due diligence, hvor alle de nødvendige oplysninger medtages. Alt dette vil være for voldsomt at vise i en årsrapport.

JT mener, at informationsmængden i et børsnoteret ejendomsselskab er væsentlig bedre og medvirker fornuftigt til prisfastsættelsen på aktien for det enkelte selskab. Det skal ses i lyset af, at den enkelte aktionær ikke har mulighed for at foretage due diligence af den enkelte ejendom, som selskabet besidder som investeringsejendom inden køb af aktien.

JT fortsætter og beretter, at Finansgruppen laver deres egne dagsværdiberegninger for værdien af hver enkelt ejendom, og i denne forbindelse betyder de i årsrapporten indregnede værdier ikke noget, ligesom øvrige oplysninger i årsrapporten som udgangspunkt ikke anvendes. Omvendt er det interessant at se, hvad sælger i seneste årsrapport har værdiansat ejendommen til. På operationelt plan udarbejdes beregningerne ud fra budgetter og i tråd med den normale afkastbaserede model. I relation til investeringsbeslutningen indgår finansieringen som et særskilt forhold, da det ikke indgår i beregningsdelen vedrørende dagsværdien (ud over indirekte i afkastkravet).

I henhold til ovenstående mener JT ikke, at den dagsværdi, der står i årsrapporten, nødvendigvis er den korrekte set fra investors synsvinkel - måske den kan være det for sælger.

Er en modpart knap på likviditet, eksempelvis i forbindelse med finanskrisen, vil køber ofte byde på en ejendom med et bud, der ligger under, hvad køber selv anser for dagsværdi. Der er således en væsentlig kløft mellem dagsværdien for køber og sælger i inaktive og illikvide markeder som konsekvens af de mange forcerede salgsprocesser. Disse overvejelser ville JT gøre sig, såfremt han skulle ud og købe en ejendom på nuværende tidspunkt. Netop derfor bliver der handlet meget lidt i øjeblikket, da bid/offer spreadet er stort.

JT henviser til den store elastik, der er inkluderet i dagsværdibegrebet, da det jo i sagens natur er en subjektiv vurdering.

JT anvender hyppigst normalindtjeningsmodellen ved værdiansættelse af ejendomme, men tilpasser den i forhold til det forventede cash flow på den enkelte ejendom. Derved anvendes i virkeligheden en kombination af de to modeller. Han foretrækker denne og mener, at man tager alle de væsentlige forhold med.

Det er efter JT's opfattelse ledelsen, der har ansvaret for at udarbejde en opgørelse over værdien af selskabets investeringsejendomme ved brug af værdiansættelsesmodeller. Efterfølgende bør det være revisors ansvar at efterprøve og kontrollere de udarbejdede opgørelser. JT mener, at følgende er en god beskrivelse af ansvarsfordelingen:

"Det er virksomhedens ansvar, at værdiansættelsen er korrekt, og det er revisors ansvar, at den ikke er væsentlig forkert. "

JT opfatter ikke nødvendigvis revisor som ekspert inden for ejendomsbranchen, men mener imidlertid, at man må forvente, at den revisor, som reviderer ejendomsselskaber, har en nogenlunde forståelse for markedet og markedsparametrene. Med udgangspunkt heri opfatter han væsentlige mangler i årsrapporten som en del af revisors ansvar, selv om han godt er klar over, at det er ledelsen, der aflægger årsrapporten. Han udtrykker det således:

"Hvis revisor er blevet forelagt væsentlige oplysninger i forbindelse med revisionen, og disse ikke fremgår af årsrapporten, men burde gøre det, bør revisor gøre opmærksom herpå - revisor må forventes at have fuldstændigt styr på regnskabslovgivningen. "

Revisor opfattes af JT i forbindelse med regnskabsafslutningen som en kontrolfunktion, og i andre perioder som en samarbejdspartner i form af rådgiver.

Ved en drøftelse af usikkerhedsmomenter i det nuværende marked, afslutter JT med at fortælle, at han ikke mener, at der i aktive og velfungerende markeder, hverken i ledelsesberetning eller i revisionspåtegning, bør medtages oplysninger om usikkerheder ved værdiansættelsen. Det begrundes med, at dagsværdien alt andet lige må være mere korrekt, da såvel selskaber som revisor kan sammenligne de beregnede dagsværdier med aktuelle handler, og det regnskabsmæssige skøn bliver dermed foretaget på baggrund af markedsbaserede data.

Referatet er godkendt af Jesper Tullin: pr. mail den 30. juli 2009

Interview med Henrik Z. Hansen (HH), statsautoriseret revisor samt medlem af Fondsrådet

Den 30. juli 2009

Højinformantens baggrund:

Henrik Z. Hansen (HH) er revisor for det største, danske, børsnoterede ejendomsselskab Jeudan og er desuden medlem af Fondsrådet. Han vurderes derfor som en højinformant, både som praktiker og teoretiker.

Sammenskrevet referat:

Følgende spørgsmål er anvendt som udgangspunkt for interviewet, men er ikke stillet og besvaret i den kronologiske rækkefølge, som de fremgår. Efter spørgsmålene er udarbejdet et sammenskrevet referat, hvor HH's væsentligste holdninger, vurderinger og kommentarer fremhæves.

- Hvordan mener du, at man bedst fastsætter dagsværdien på investeringsejendomme i henhold til IFRS i det nuværende marked?
- Hvordan revideres dagsværdien af revisor? Hvad er et tilstrækkeligt revisionsbevis i det nuværende marked?
- Fastlæggelse af dagsværdi baseret på baggrund af budgetterede pengestrømme. Som udgangspunkt er det lig budgetter, jf. RS 3400 om erklæring med begrænset grad af sikkerhed – negativ konklusion. Hvordan mener du, at revisor kan give en erklæring med høj grad af sikkerhed, når dagsværdier indgår i årsrapporten?
- Skal revisor være ekspert inden for ejendomsmarkedet for at kunne foretage revisionen heraf?
- Hvilke rolle, mener du, virksomheden har ved værdiansættelse af investeringsejendomme i årsrapporten, og hvilken rolle har revisor? Hvem har ansvaret for, om værdien er korrekt?
- Tror du, at regnskabsbruger har behov for yderligere oplysninger i forhold til IFRS/IAS, og hvilke?
- Hvordan sikrer revisor, at alle nødvendige oplysninger præsenteres i årsrapporten, så årsrapporten giver et retvisende billede (true and fair view)?
- Er det muligt at undgå supplerende oplysninger om usikkerhed, når der er så få handlede ejendomme i markedet p.t.?

HH startede med at konstatere, at der var tale om meget aktuelle og relevante spørgsmål i forhold til den nuværende markedssituation. Herefter påpegede han, at selv få transaktioner i markedet kan medvirke til en mark-to-market vurdering. Det er i den forbindelse vigtigt, at man ikke anvender forcerede

handler som grundlag herfor, da dette ikke opfylder definitionen på dagsværdi, jf. IAS fordi de ikke afspejler et aktivt marked.

Dagsværdien på investeringsejendomme fastsættes og revideres ifølge HH ud fra flere kilder i det nuværende marked. Typisk indhentes der måske vurderinger fra eksterne uafhængige vurderingsmænd, ligesom selskabernes modtagne lånetilbud fra banker og kreditforeningsinstitutter også kan være med til at danne grundlag for fastsættelse af dagsværdi.

I relation til opgørelse af dagsværdi på baggrund af budgetterede pengestrømme, er det HH's opfattelse, at der er forskel på påtegning af budgetter, jf. RS 3400, og påtegning af årsrapporter. HH påpeger indledningvis, at investeringsjendommene er et delelement af en årsrapport, der påtegnes som helhed, hvorimod et budget påtegnes isoleret set, når RS 3400 anvendes. Endvidere består forskellen i, at pengestrømmene og afkastkravet, der ligger til grund for fastsættelse af dagsværdien, ikke står alene, da der skal foretages et benchmark til markedet (mark-to-market sammenligning af den opgjorte dagsværdi). Det medfører, at de fremtidige pengestrømme blot er en del af vurderingen af dagsværdien, og at alle de øvrige revisionsbeviser kan være med til at øge graden af sikkerhed som omtalt ovenfor.

Det er HH's holdning, at revisor skal være kompetent over for kunden og have de kompetencer, der er nødvendige for at kunne foretage revision efter revisionsstandarderne. Man skal have kendskab til virksomheden og dens branche mv. jf. RS 315, men skal ikke nødvendigvis være ekspert inden for branchen. I større revisionshuse sidder der typisk specialafdelinger inden for mange brancher, og her kan man søge mere viden og anvende denne i revisionen, jf. HH. Revisor er som udgangspunkt generalist, men skal samtidig kende sine begrænsninger og nøje overveje behovet for at inddrage interne eller eksterne eksperter.

Han fastslår, at det er ledelsens ansvar at udarbejde opgørelsen af dagsværdi og at skabe det revisionsbevis, der skal til, for at revisor kan foretage sin revision. Det er derfor ledelsens ansvar, at de indregnede dagsværdier af selskabets investeringsejendomme er korrekte. Revisor skal herefter foretage og dokumentere sin revision. Revisor vil typisk fremskaffe og udarbejde et revisionebvis, der underbygger, at dagsværdien ligger i et givent interval. Intervallet sammenholdes herefter med den af ledelsen udarbejdede dagsværdiopgørelse.

Kan virksomheden ikke give tilstrækkeligt revisionsbevis for værdiansættelsen af ejendommen, og kan revisor via andre metoder ikke skaffe det fornødne revisionsbevis, oplyser HH, at det vil medføre et forbehold for manglende revisionsbevis for værdiansættelsen i påtegningen. Har revisor fået det fornødne revisionsbevis og fastlagt et interval, hvori dagsværdien efter revisors vurdering må forventes at

ligge, vil en overskridelse af dette interval medføre et forbehold for uenighed med ledelsen om dagsværdien. HH vil i dette tilfælde oplyse om uenighed med ledelsen om værdiansættelsen og overveje at oplyse det interval, værdien af investeringsejendommene burde ligge i, og dermed gøre regnskabslæser opmærksom på fejlniveauet.

I forhold til årsrapporterne i det nuværende marked, påpeger HH vigtigheden af, at følsomhedsanalyser indgår, da dette kan give regnskabsbrugerne et godt værktøj til at foretage egne vurderinger. Herudover bør det oplyses, hvis der er specielle lejeforhold eller andre særlige forhold vedrørende de enkelte ejendomme, ligesom de forudsætninger, der ligger til grund for ledelsens dagsværdivurdering, generelt bør oplyses i regnskabet.

Vedrørende usikkerheden ved værdiansættelsen mener HH ikke, at det nødvendigvis bør føre til en supplerende oplysning i revisors påtegning i det nuværende marked, forudsat at usikkerhederne er beskrevet fyldestgørende i årsrapporten. Hvis revisor har dokumenteret sit arbejde om værdiansættelse på fornuftig vis og har fået overbevisning om, at dagsværdien ligger på et passende niveau, og usikkerhederne er omtalt i eksempelvis ledelsesberetningen i årsrapporten, bør revisor overveje, om der alligevel er behov for en supplerende oplysning ud fra en konkret vurdering af virksomheden og årsrapporten. Hvis der ikke står noget om markedet, skal revisor overveje, om der ikke er tale om et forbehold for manglende oplysninger om usikkerheden på ejendomsmarkedet.

Refererat er godkendt af Henrik Z. Hansen: pr. mail den 5. august 2009

5. Bilag – Empirisk gennemgang af eksterne årsrapporter

Oversigter over anvendt regnskabspraksis hos børsnoterede ejendomsselskaber

Selskabs- navn	Anvendt regnskabspraksis (krav i IAS 1.108-115)
Jeudan	Investeringsejendomme: Investeringsejendomme måles ved første indregning til kostpris, der omfatter ejendommenes købspris og eventuelle direkte tilknyttede omkostninger. Investeringsejendomme måles efterfølgende til dagsværdi. Ejendommenes dagsværdi revurderes på baggrund af den afkastbaserede værdiansættelsesmodel, jf. side 54. Der anvendes ikke uafhængige vurderingsmænd ved vurdering af dagsværdierne. Ændringer i dagsværdien indregnes i resultatopgørelsen under posten ”Urealiseret gevinst og tab”. Igangværende projekter på investeringsejendomme måles til kostpris, der omfatter direkte henførbare omkostninger inkl. finansielle omkostninger på lån til finansiering af igangværende projekter. Særindretninger og installationer, der tilbagebetales ved et tidsbegrænset tillæg til lejen, måles til kostpris og afskrives lineært over den tidsbegrænsede periode.
Nordicom	Investeringsejendomme: Færdige investeringsejendomme defineres som grunde eller bygninger, en del af en bygning - eller både grunde og bygninger, som besiddes af Nordicom for at opnå lejeindtægter, kapitalgevinst eller begge dele. Færdige investeringsejendomme måles ved første indregning til kostpris, der omfatter ejendommenes anskaffelsessum og direkte tilknyttede omkostninger. Investeringsejendomme måles herefter til dagsværdi, og samtlige værdireguleringer indregnes i resultatopgørelsen i posten ”Reguleringer til dagsværdi, netto”. Dagsværdien opgøres på grundlag af en normalindtjeningsmodel med udgangspunkt i systematisk vurdering af de enkelte ejendommers forventede afkast. Der foretages ikke afskrivninger på investeringsejendomme, idet den løbende værdiforringelse af ejendomme afspejles i den opgjorte dagsværdi. Dagsværdien for grunde, hvor der ikke er truffet endelig beslutning om formålet med besiddelsen, indgår i koncernens beholdning af investeringsejendomme baseret på et skøn over, hvad grundene sælges til på sædvanlige handelsvilkår.

Tower Group	Investeringsejendomme: Investeringsejendomme er investeringer i ejendomme med det formål at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende afkast af den investerede kapital i form af løbende driftsafkast ved udlejning og kapitagevinster ved salg. Investeringsejendomme indregnes som aktiver på overtagelsesdagen. Investeringsejendomme måles ved første indregning til kostpris, hvilket for en erhvervet investeringsejendom omfatter købspris, omkostninger, der kan henføres til erhvervelsen med tillæg af efterfølgende forbedringer. Renteomkostninger på overtagne ejendomme, der er købt med henblik på at blive sat i stand, med en væsentlig tomgang, bliver aktiveret på ejendomme. Afholdt omkostninger, der tilfører investeringsejendommene nye eller forberede egenskaber, tillægges kostprisen som en forbedring. Omkostninger til reparation og vedligeholdelse indregnes i resultatopgørelsen i det regnskabsår, de afholdes. Investeringsejendomme måles efterfølgende til dagsværdi. Dagsværdien opgøres på grundlag af DCF-modellen, der tager udgangspunkt i den realiserede leje pr. ejendom samt et cash flow budget for en 10-årig periode samt en efterfølgende terminalperiode. Cash flow tilbagediskonteres med en tilbagediskonteringsfaktor (WACC), hvor der er korrigeret for den enkelte ejendoms risiko. Ændringer i investeringsejendommenes dagsværdi indregnes i resultatopgørelsen i det regnskabsår, hvor ændringen er opstået.
Schaumann Properties	Investeringsejendomme: Investeringsejendomme omfatter alle ejendomme (inklusive grunde), som besiddes for at opnå løbende afkast eller en kapitalgevinst. Undtaget er ejendomme erhvervet med henblik på et kortsigtet salg, der indregnes under projektbeholdninger. Investeringsejendomme måles ved første indregning til kostpris, der omfatter ejendommenes anskaffelsessum og direkte tilknyttede omkostninger. Investeringsejendomme måles herefter til dagsværdi, og samtlige værdireguleringer indregnes i resultatopgørelsen under andre driftsindtægter og driftsomkostninger. Dagsværdien opgøres på baggrund af en normalindtjeningsmodel med udgangspunkt i en systematisk vurdering af den enkelte ejendoms forventede afkast. Afholdte omkostninger, der forventes at forøge investeringsejendommenes forventede afkast eller forventes at forøge investeringsejendommenes dagsværdi, tillægges værdien på ejendommene. Der foretages ikke afskrivninger på investeringsejendomme, idet den løbende værdiforringelse af ejendommene afspejles i den opgjorte dagsværdi.

Vitoria Properties Tower Group	Investeringsejendomme: Investeringsejendomme er ejendomme, der besiddes for at opnå lejeindtægter og/eller kapitalgevinster. Investeringsejendomme måles ved første indregning til kostpris tillagt transaktionsomkostninger. Efterfølgende måles investeringsejendomme til dagsværdi svarende til de beløb, som investeringsejendommene på balancedagen kan sælges til ved en kontanthandel til en uafhængig køber. I dagsværdien indgår ikke transaktionsomkostninger ved salg. Dagsværdien fastlægges af ledelsen ved anvendelse af en anerkendt værdiansættelsesmetode baseret på en kapitalværdi beregnet ud fra forventede pengestrømme. I det omfang der er tilgængelige aktuelle markedspriser for sammenlignelige ejendomme, indgår disse som grundlag for vurderingen af ejendommenes dagsværdi. Ændring i dagsværdien indregnes i resultatopgørelsen i det regnskabsår, hvor ændringen er opstået.
Berlin III	Investeringsejendomme: Investeringsejendomme udgør investering i grunde og bygninger med det formål at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende driftsafkast og/eller kapitalgevinst ved videresalg. Investeringsejendomme måles ved anskaffelse til kostpris omfattende anskaffelsespris inkl. købsomkostninger. Renteomkostninger på lån indregnes ikke i kostprisen i opførelses- og ombygningsperioder. Efter første indregning måles investeringsejendomme til dagsværdi. Værdireguleringer af investeringsejendomme indregnes i resultatopgørelsen. Se note 12 for beskrivelse af måling af investeringsejendomme til dagsværdi.
Berlin IV B	Investeringsejendomme: Investeringsejendomme udgør investering i grunde og bygninger med det formål at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende driftsafkast og/eller kapitalgevinst ved videresalg. Investeringsejendomme måles ved anskaffelse til kostpris omfattende anskaffelsespris inkl. købsomkostninger. Renteomkostninger på lån indregnes ikke i kostprisen i opførelses- og ombygningsperioder. Efter første indregning måles investeringsejendomme til dagsværdi. Værdireguleringer af investeringsejendomme indregnes i resultatopgørelsen. Se note 3 for beskrivelse af måling af investeringsejendomme til dagsværdi.

Investea Sweden Properties	Investeringsejendomme: Investeringsejendomme er ejendomme, der besiddes for at opnå lejeindtægter og/eller kapitalgevinster. Investeringsejendomme måles ved første indregning til kostpris, der omfatter ejendommens købspris og eventuelle direkte tilknyttede omkostninger. Investeringsejendomme måles efterfølgende til dagsværdi. Se note 3 for beskrivelse af måling af investeringsejendomme til dagsværdi. Omkostninger, der tilfører en investeringsejendom nye eller forbedrede egenskaber i forhold til anskaffelsestidspunktet, og som derved forbedrer ejendommens fremtidige afkast, tillægges anskaffelsessummen som forbedring. Omkostninger, der ikke tilfører en investeringsejendom nye eller forbedrede egenskaber, omkostningsføres i resultatopgørelsen under ejendommens driftsomkostninger. Der indregnes ikke renter i kostprisen på investeringsejendomme. Værdireguleringer indregnes i resultatopgørelsen. Ejendomme, som forventes solgt inden for et år, reklassificeres til ”Investeringsejendomme til salg” under kortfristede aktiver.
Investea German High Street II B	Investeringsejendomme: Investeringsejendomme er ejendomme, der besiddes for at opnå lejeindtægter og/eller kapitalgevinster. Investeringsejendomme måles ved første indregning til kostpris, der omfatter ejendommens købspris og eventuelle direkte tilknyttede omkostninger. Investeringsejendomme måles efterfølgende til dagsværdi. Se note 3 for beskrivelse af måling af investeringsejendomme til dagsværdi. Omkostninger, der tilfører en investeringsejendom nye eller forbedrede egenskaber i forhold til anskaffelsestidspunktet, og som derved forbedrer ejendommens fremtidige afkast, tillægges anskaffelsessummen som forbedring. Omkostninger, der ikke tilfører en investeringsejendom nye eller forbedrede egenskaber, omkostningsføres i resultatopgørelsen under ejendommens driftsomkostninger. Bygninger under opførelse, tilbygninger og ombygningsprojekter med henblik på fremtidig anvendelse som investeringsejendomme, måles til kostpris. Værdireguleringer indregnes i resultatopgørelsen.

	Ejendomme, som forventes solgt inden for et år, reklassificeres til "Investeringsejendomme til salg" under kortfristede aktiver.
Dan- Ejendomme Holding A/S	Investeringsejendomme: Investeringsejendomme er ejendomme, der besiddes for at opnå lejeindtægter og kapitalgevinster. Investeringsejendomme måles ved første indregning til kostpris. Kostprisen omfatter anskaffelsesprisen samt omkostninger direkte tilknyttet anskaffelsen indtil det tidspunkt, hvor ejendommen er klar til ibrugtagning. Investeringsejendomme måles efterfølgende til dagsværdi. Værdiansættelsen er foretaget efter den afkastbaserede metode, hvor udgangspunktet er taget i det budgetterede resultat for det kommende år korrigeret for udsving, der karakteriseres som værende enkeltstående hændelser. Ledelsen fastsætter afkastkravet ud fra markedsforholdene for den pågældende ejendomstype med vægt på stand, beliggenhed og udviklingspotentiale samt det generelle renteniveau. Ændringer i dagsværdien i forhold til ejendommenes kostpris foretages over resultatopgørelsen.

Oversigt over oplysninger om særlige forudsætninger mv.

Oplysning om metoder, herunder væsentlige forudsætninger og anvendelse af valuar	
	Oplysninger
Jeudan	Dagsværdi: Normalindtjeningsmodellen; selskabet har udarbejdet en detaljeret redegørelse for, hvordan normaltindtjeningsmodellen anvendes af virksomheden. Redegørelsen bekræfter, at selskabet anvender modellen i overensstemmelse med praksis på området. Anvendelse af valuarer: Selskabet oplyser positivt, at der ikke anvendes valuar. Væsentlige forudsætninger: Der redegøres for en række underliggende forudsætninger omkring lejeindtægter, hvorimod afkastprocenten ikke omtales nærmere, men udelukkende oplyses som et gennemsnitligt afkastkrav for porteføljen. Omvendt gives en række oplysninger om ejendomsporteføljen mht. lejekontrakternes sammensætning på lejeniveau, type af ejendomme mv., men ikke hvordan de enkelte elementer vægter i fastsættelsen af afkastkravet. Følsomhedsanalyser ved ændret afkastkrav og leje: ✓ Følsomhedsanalyse for udvikling i afkastkrav, intervaller af 0,25 %-point (+/- 1,00 %-point) ✓ Følsomhedsanalyse for ændring i lejeniveau, intervaller af 10 kr. pr. m² (+/- 50 kr. pr. m²)
Nordicom	Dagsværdi: Normalindtjeningsmodellen; i note 2 er forklaret, hvordan selskabet anvender normalindtjeningsmodellen på detaljeret niveau (post for post, der indgår i driftsafkastet). Omtale af model for estimering og fastsættelse af afkastkrav er dog mere empirisk betinget, idet der ikke omtales en standardtilgang til opgørelsen af afkastkrav, men derimod præsenteres en række opstillinger over, hvordan afkastkravet er fastsat for forskellige ejendomstyper mv. Anvendelse af valuarer: Selskabet omtaler ikke anvendelse af valuar. Væsentlige forudsætninger: I ledelsesberetningen under risikofaktorer har selskabet udarbejdet oversigter over de væsentligste risikofaktorer, herunder er særligt i relation til værdiansættelsen af færdige investeringsejendomme fremhævet, at ændringer i afkastkravet vil påvirke selskabets resultat væsentligt. Følsomhedsanalyser ved ændret afkastkrav og leje: ✓ Følsomhedsanalyse for udvikling i afkastkrav, intervaller af 0,25 %-point (+/- 0,50 %-point) ÷ Følsomhedsanalyse for ændring i lejeniveau

Tower Group	Dagsværdi: DCF-modellen; det oplyses at en 10 årig budgetperiode lægges til grund med efterfølgende terminalperiode med 2 % konstant vækst. Anvendelse af valuarer: Der oplyses intet om brug af valuarer. Selskabet har selv udarbejdet en ekstra værdiansættelse pr. ejendom ved brug af normalindtjeningsmodellen for at verificere de resultater, som DCF-modellen er kommet frem til. Væsentlige forudsætninger: I ledelsesberetningen omtales risici for ændring i markedsforhold mv. uden at det omtales mere specifikt. Der henvises imidlertid til noterne. I note 2 "Regnskabsmæssige skøn og vurderinger" er redegjort for de særlige forhold, der berører værdiansættelsen af investeringsejendomme. Der oplyses om anvendelse af et gennemsnitligt afkastkrav på 7,9 %. Til trods for at selskabet oplyser have investeret i fire forskellige områder, gives der ikke yderligere information om variationen i afkastkravene, ej heller pr. ejendomstype. Afslutningsvist er udarbejdet en følsomhedsanalyse, der viser ændringer i ejendommenes markedsværdi, når afkastkravet ændrer sig 0,25 % - point op/ ned (op til 0,75 %- point). Følsomhedsanalyser ved ændret afkastkrav og leje: √ Følsomhedsanalyse for udvikling i afkastkrav, intervaller af 0,25 % - point (+/- 0,75 % - point) √ Følsomhedsanalyse for ændring i lejeniveau, intervaller af leje pr. år 0,5 % - point (+/- 2%-point)
Schaumann Properties	Dagsværdi: Normalindtjeningsmodellen; 90 % værdiansat ved brug af lokal uafhængig statsautoriseret ejendomsmægler og valuar. Anvendelse af valuarer: Der er, jf. ovenfor, anvendt valuarer på 90 % af ejendommene. Væsentlige forudsætninger: Der oplyses ikke omkring de anvendte afkastkrav, hverken som et gennemsnitligt afkastkrav eller som et segmentvist gennemsnitligt afkastkrav. Der gives oplysninger i ledelsesberetningen omkring risici. Omvendt bærer risikoplysningerne og oplysningerne om usikkerheder præg af generiske oplysninger omkring markedet mv. Der gives ingen egentlige oplysninger om konkrete forudsætninger for fastlæggelse af dagsværdien af ejendomme.

	Følsomhedsanalyser ved ændret afkastkrav og leje: ÷ Følsomhedsanalyse for udvikling i afkastkrav ÷ Følsomhedsanalyse for ændring i lejeniveau
Vitoria Properties Tower Group	Dagsværdi: Normalindtjeningsmodellen; selskabet redegør ikke nærmere for, hvordan selskabet anvender modellen konkret. Anvendelse af valuarer: Selskabet oplyser intet om brug af valuar. Væsentlige forudsætninger: Selskabet oplyser i note 2 en række forhold omkring afkastkrav og forudsætninger i øvrigt. Oplysningerne har præg af generiske oplysninger. Følsomhedsanalyser ved ændret afkastkrav: Der udarbejdes imidlertid en følsomhedsanalyse af selskabets portefølje af investeringsejendomme. Følsomhedsanalyser ved ændret afkastkrav og leje: √ Følsomhedsanalyse for udvikling i afkastkrav, i intervaller af 0,25 %-point (+/- 1 %-point) ÷ Følsomhedsanalyse for ændring i lejeniveau
Berlin III	Dagsværdimetode: Normalindtjeningsmodellen; Der gives ikke oplysninger om den nærmere anvendte metode til opgørelse af det driftsafkast, der kapitaliseres med afkastkravet. Der gives endvidere ikke oplysninger om overvejelserne bag de anvendte afkastkrav. Helt overordnet er det svært at vurdere, om selskabet selv udarbejder en dagsværdiopgørelse pr. 30 juni 2008 eller, om det er den eksterne valuars vurderinger, der 100 % lægges til grund for de indregnede værdier. Anvendelse af valuarer: Dagsværdien af investeringsejendommen er vurderet af en valuar pr. 30. juni 2008. Væsentlige forudsætninger: Selskabet medtager afsnit i note 1 omkring væsentlig valgt regnskabspraksis samt væsentlige regnskabsmæssige skøn og vurderinger. I ledelsesberetningen under "Markedsforhold" omtales markedsforholdene i Tyskland meget generisk. Der oplyses ikke andre steder om eksempelvis anvendt afkastkrav ved kapitalisering af ejendommens driftsoverskud. I note 3 benævnt "Risici" omtales en række risici, herunder risiko for udsving i markedsværdierne, men der tages ikke stilling til, hvorvidt det stagnerede marked kan have påvirket værdiansættelsen eller andre ledelsesmæssige skøn, der har påvirket den finansielle stilling

	pr. balancedagen. Følsomhedsanalyser ved ændret afkastkrav og leje: ÷ Følsomhedsanalyse for udvikling i afkastkrav ÷ Følsomhedsanalyse for ændring i lejeniveau
Berlin IV B	Dagsværdimetode: Normalindtjeningsmodellen; der gives ikke oplysninger om den nærmere anvendte metode til opgørelse af det driftsafkast, der kapitaliseres med afkastkravet. Der gives endvidere ikke oplysninger om overvejelserne bag de anvendte afkastkrav. Helt overordnet er det svært at vurdere, om selskabet selv udarbejder en dagsværdiopgørelse pr. 30. juni 2008 eller om det er den eksterne valuars vurderinger, der 100 % lægges til grund for de indregnede værdier. Anvendelse af valuarer: Dagværdien af investeringsejendommen er vurderet af en valuar pr. 30. Juni 2008. Væsentlige forudsætninger: Selskabet medtager afsnit i note 1 omkring væsentlig valgt regnskabspraksis samt væsentlige regnskabsmæssige skøn og vurderinger. I ledelsesberetningen under "Markedsforhold" omtales markedsforholdene i Tyskland meget generisk. Der oplyses ikke andre steder om eksempelvis anvendt afkastkrav ved kapitalisering af ejendommens driftsoverskud. I note 3 benævnt "Risici" omtales en række risici, herunder risiko for udsving i markedsværdierne, men der tages ikke stilling til, hvorvidt det stagnerede marked kan have påvirket værdiansættelsen eller andre ledelsesmæssige skøn, der har påvirket den finansielle stilling pr. balancedagen. Følsomhedsanalyser ved ændret afkastkrav og leje: ÷ Følsomhedsanalyse for udvikling i afkastkrav ÷ Følsomhedsanalyse for ændring i lejeniveau
Investea Sweden Properties	Dagsværdimetode: Normalindtjeningsmodellen; selskabet oplyser ikke specifikt, hvordan modellen anvendes samt, hvilke faktorer der tages højde for. Anvendelse af valuarer: Der anvendes markedsdato fra eksternt og uafhængig valuar, men ledelsen foretager sammen med Investea A/S (koncernselskab) selv beregningerne og skøn over dagsværdien af den enkelte ejendom.

	Væsentlige forudsætninger: I note 2 omtales risici vedrørende leje samt markedsrisiko. I note 3 medtages derimod væsentlige regnskabsmæssige skøn og vurderinger. Omtalen er generisk præget og omtaler mere markedets risici end selskabets risici. Følsomhedsanalyser ved ændret afkastkrav og leje: ÷ Følsomhedsanalyse for udvikling i afkastkrav ÷ Følsomhedsanalyse for ændring i lejeniveau Bemærk dog: Der er i noten for investeringsejendomme udarbejdet en analyse af følsomheden ved ændring i afkastkravet fra det anvendte afkastkrav. Analysen afviger fra de klassiske opstillinger, idet der kun er medtaget et interval (en ændring i afkastkravet med +/- 5 %).
Investea German High Street II B	Dagsværdimetode: Normalindtjeningsmodellen; selskabet oplyser ikke specifikt, hvordan modellen anvendes samt, hvilke faktorer der tages højde for. Anvendelse af valuarer: Der anvendes markedsdato fra ekstern og uafhængig valuar, men ledelsen foretager sammen med Investea A/S (koncernselskab) selv beregningerne og skøn over dagsværdien af den enkelte ejendom. Væsentlige forudsætninger: I note 2 omtales risici vedrørende leje samt markedsrisiko. I note 3 medtages derimod væsentlige regnskabsmæssige skøn og vurderinger. Omtalen er generisk præget og omtaler mere markedets risici end selskabets risici. Følsomhedsanalyser ved ændret afkastkrav og leje: ÷ Følsomhedsanalyse for udvikling i afkastkrav ÷ Følsomhedsanalyse for ændring i lejeniveau Bemærk dog: Der er i noten for investeringsejendomme udarbejdet en analyse af følsomheden ved ændring i afkastkravet fra det anvendte afkastkrav. Analysen afviger fra de klassiske opstillinger, idet der kun er medtaget et interval (en ændring i afkastkravet med +/- 5 %).
Dan- Ejendomme Holding A/S	Dagsværdi: Normalindtjeningsmodellen; i ledelseberetningen omtales selve afkastkravet, omend det ikke opdeles nærmere på underliggende elementer. Samtidig forklares komponenterne i den anvendte model ikke yderligere, hvorfor det ikke er muligt at vurdere, hvorvidt selskabet anvender modellen. Anvendelse af valuarer: Der oplyses ingen steder omkring anvendelse af valuar.

	Væsentlige forudsætninger: Afkastkrav oplyses i ledelsesberetningen med 4,44 % som gennemsnit for porteføljen. Det oplyses, at afkastkravet er markedskonformt samt afspejler porteføljens udviklingsmuligheder. I note 2 omtales regnskabsmæssige skøn og vurderinger, hvor der henvises til, at investeringsejendomme er en post, der er underlagt disse betingelser. Der refereres til noter samt beretningen. Noterne indeholder de skematisk krævede oplysninger omkring lejeindtægter, dagsværdireguleringer mv. Følsomhedsanalyser ved ændret afkastkrav og leje: √ Følsomhedsanalyse for udvikling i afkastkrav ÷ Følsomhedsanalyse for ændring i lejeniveau Ledelsesberetningen indholder en beskrivelse af de helt overordnede overvejelser, som selskabets ledelse har gjort sig vedrørende fastsættelse af afkastkravet, herunder opdeling i risikofri rente samt risikopræmie.
--	---

Oversigt over oplysninger om lejeindtægter og omkostninger

Oplysninger om lejeindtægter og omkostninger	
Jeudan	Lejeindtægter: ✓ Der gives korrekte oplysninger, jf. note 4. Direkte driftsomkostninger: ✓ Der gives korrekte oplysninger, jf. note 5.
Nordicom	Lejeindtægter: ✓ Der gives korrekte oplysninger, jf. note 16, Direkte driftsomkostninger: ✓ Der gives korrekte oplysninger, jf. note 16.
Tower Group	Lejeindtægter: ✓ Der gives korrekte oplysninger, jf. note 3. Direkte driftsomkostninger: ✓ Der gives korrekte oplysninger, jf. note 4.
Schaumann Properties	Lejeindtægter: ✓ Der gives korrekte oplysninger, jf. note 11. Direkte driftsomkostninger: (✓) Der gives delvist korrekte oplysninger jf. note 11. Det fremgår ikke eksplicit, hvorvidt der indgår driftsomkostninger fra ikke-udlejede arealer.
Vitoria Properties Tower Group	Lejeindtægter: ✓ Der gives korrekte oplysninger, jf. note 13. Direkte driftsomkostninger: ✓ Der gives korrekte oplysninger, jf. note 13.
Berlin III	Lejeindtægter: ✓ Der gives korrekte oplysninger, jf. side 4. Det fremgår implicit, at lejeindtægterne er 100 % lig med nettoomsætningen. Direkte driftsomkostninger: ÷ Der gives ikke umiddelbart oplysninger herom.

Berlin IV B	Lejeindtægter: √ Der gives korrekte oplysninger, jf.side 4. Det fremgår implicit, at lejeindtægterne er 100 % lig med nettoomsætningen. Direkte driftsomkostninger: ÷ Der gives ikke umiddelbart oplysninger herom.
Investea Sweden Properties	Lejeindtægter: (√) Der gives ikke direkte oplysninger om, hvor stor en del af omsætningen, der er lejeindtægter. Det fremgår indirekte, at det er 100 %. Direkte driftsomkostninger: ÷ Der gives ikke umiddelbart oplysninger herom.
Investea German High Street II B	Lejeindtægter: (√) Der gives ikke direkte oplysninger om, hvor stor en del af omsætningen, der er lejeindtægter. Det fremgår indirekte, at det er 100 %. Direkte driftsomkostninger: ÷ Der gives ikke umiddelbart oplysninger herom.
Dan-Ejendomme Holding A/S	Lejeindtægter: √ Der gives korrekte oplysninger, jf.note 4. Direkte driftsomkostninger: (√) Der gives oplysning om driftsomkostninger i note 16, men ikke umiddelbart andel tilknyttet udlejede og ikke-udlejede.

6. Bilag – Forslag til noter mv.

Forslag 1:

Eksempel på oplysning om komponenter i pengestrømme og afkastkravet:

	Elementer i pengestrømmene	Ref.		Elementer i afkastkravet	Ref.
+	Lejeindtægter	1	+/-	Type, beliggenhed	1
+	Regulering af lejeindtægter (evt. til	2	+/-	Lejerkvalitet	2
/	markedsleje)		+/-	Udbud/efterspørgsel	3
-	Driftsomkostninger	3	+/-	Kontraktlængde /Forskel i faktisk leje og	4
-	Ind- og udvendig vedligeholdelse	4		markedsleje	
-	Administration	5	+/-	Genudlejningsrisiko og tomgang	5
=	Nettoresultat		+/-	Indretningsudgifter	6
+	Refusionssaldi	7	+/-	Deposita	7
-	Andre korrektioner direkte til dagsværdien	8	+/-	Udskudt vedligeholdelse	8
=	Dagsværdi (nettorsultat + 7 – 8 / afkastkrav)		+/-	Risikofri rente	9

Efter en visuel præsentation som ovenfor vil det forventes, at de enkelte selskaber verbalt beskriver, hvilke overvejelser der lægges til grund for det enkelte element.

Forslag 2:

Ejendomstype	Geografi			
	Hovedstaden	Sjælland (ekskl. hovedstad)		
Bolig				
Kontor	[Afkastkrav]*			
Logistik	[Dagsværdi]*			
mv.....				
Total				

* Afkastkrav henholdsvis dagsværdi for hver enkelt kategori oplyses.

Forslag 3:

Geografisk segment: Hovedstaden

Afkastkrav													
Ejendomstype		- 1,00%	- 0,75%	- 0,5%	- 0,25%					+ 0,25%	+ 0,50%	+ 0,75%	+ 1,00%
Bolig													
Kontor													
Logistik													
mv.....													
Total													

Der udarbejdes en tabel som ovenfor for hvert geografisk segment

Geografisk segment: Hovedstaden

Afkastkrav																
Ejendomstype		- 5 %	- 4 %	- 3 %	- 2 %	- 1 %						+ 1 %	+ 2 %	+ 3 %	+ 4 %	+ 5 %
Bolig																
Kontor																
Logistik																
mv.....																
Total																

Der udarbejdes en tabel som ovenfor for hvert geografisk segment

7 Bilag – Regnskabsbekendtgørelsen for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber

Bilag 8

Måling af ejendomme til dagsværdi

I henhold til bekendtgørelsens §§ 60 og 61 skal investeringsejendomme og domicilejendomme måles til dagsværdi, sidstnævnte ejendomme ved hjælp af en omvurderingsmodel. Dette bilag beskriver metoderne til bestemmelse af dagsværdien.

Hvis en ejendom tilhører en ensartet gruppe af ejendomme, der regelmæssigt handles til offentliggjorte priser, skal ejendommens dagsværdi fastsættes på grundlag heraf. Dette kan være tilfældet for mindre ejendomme, hvis dagsværdi følgelig kan fastsættes til de offentliggjorte priser, jf. pkt. 7. I de fleste tilfælde vil en ejendoms dagsværdi dog skulle beregnes ved anvendelse af anerkendte målingsmetoder, jf. nedenfor.

En ejendoms dagsværdi kan beregnes:

- 1) på grundlag af afkastmetoden eller
- 2) DCF-metoden (»discounted cash flows«).

Afkastmetoden

En ejendoms dagsværdi fremkommer på baggrund af ejendommens driftsafkast og et til ejendommen knyttet forrentningskrav (afkastprocent).

Dagsværdien er lig driftsafkastet ganget med 100 og divideret med afkastprocenten svarende til nutidsværdien af en uendelig annuitet.

Den fremkomne dagsværdi må eventuelt korrigeres, jf. pkt. 3.

En ejendoms driftsafkast opgøres efter reglerne i pkt. 1.

En ejendoms forrentningskrav (afkastprocent) fastsættes efter reglerne i pkt. 2.

1. Opgørelse af ejendommens driftsafkast:

+ Lejeindtægt

– vedligeholdelsesomkostninger

– administrationsomkostninger

– driftsomkostninger

= Driftsafkast

Alle de nævnte størrelse opgøres på årsbasis.

Lejeindtægten indgår som udgangspunkt med den faktiske lejeindtægt i den kommende 12 måneders periode i henhold til indgåede lejekontrakter.

Hvis det vurderes, at den kontraktfastsatte leje afviger væsentligt (+/- 10 pct.) fra markedslejen, jf. nedenfor, skal markedslejen dog anvendes i stedet for den kontraktfastsatte leje.

I særlige tilfælde kan en kontraktfastsat leje, uanset markedslejen, indgå som lejeindtægt. Sådanne tilfælde foreligger, når lejerens kan anses for at være solid, og der foreligger en uopsigelig langtidslejekontrakt, hvorefter lejer har forpligtet sig til ikke at kræve lejen nedsat i en periode på mindst 10 år regnet fra opgørelsestidspunktet.

Ved markedsleje forstås den leje, som de pågældende arealer må antages at kunne (gen)udlejes til inden for en tidshorisont på 6 måneder, fastsat under hensyntagen til kendskabet til de seneste indgåede lejekontrakter for og udbuddet af tilsvarende arealer med hensyn til beliggenhed, art, størrelse, kvalitet, udstyr og vedligeholdelsesstand. I særlige tilfælde, eksempelvis når der er tale om større domicilejendomme med kun én lejer, kan der opereres med en længere (gen)udlejningshorisont på indtil 12 måneder.

For udlejede arealer indgår en skønnet markedsleje i lejeindtægten. For arealer, som virksomheden selv benytter, fastsættes en skønnet markedsleje, der indgår i lejeindtægten.

Vedligeholdelsesomkostninger indgår med de gennemsnitlige årlige omkostninger, der skal anvendes for at holde ejendommen i normal vedligeholdelsesstand.

Administrations- og driftsomkostninger indgår som udgangspunkt med de budgetterede omkostninger for den kommende 12 måneders periode. I tilfælde hvor omkostningerne ikke afholdes i form af honorar til en ejendomsadministrator, der er uafhængig af virksomheden, estimeres omkostningerne ud fra, hvad der ville skulle betales til en ejendomsadministrator på markedsbaserede vilkår.

Prioritetsrenter må ikke indgå i driftsomkostningerne.

2. Fastsættelse af ejendommens forrentningskrav

En ejendoms forrentningskrav fastsættes således, at dette efter bedste skøn og under hensyn til den pågældende ejendoms særlige forhold svarer til de forrentningskrav, som afspejles i de handler, der har fundet sted på ejendomsmarkedet op til vurderingstidspunktet.

Forrentningskravet for en ejendom afhænger af generelle samfundsøkonomiske forhold samt af forhold, der er specifikke for den pågældende ejendom.

De generelle samfundsøkonomiske forhold er væsentligst obligationsrenten og konjunktursituationen.

De specifikke forhold ved den enkelte ejendom, der influerer på forrentningskravet, er forhold, der påvirker sikkerheden for, at ejendommens afkast vil kunne opretholdes.

Disse særlige forhold er især

- 1) ejendomstype og anvendelsesmuligheder (beboelse, kontor, butik, industri, lager osv.)
- 2) beliggenhed
- 3) indretning og vedligeholdelsesstand
- 4) lejekontraktens løbetid, lejereguleringsklausuler og lejerens bonitet.

Andre særlige forhold ved den enkelte ejendom kan influere på størrelsen af forrentningskravet.

3. Eventuel korrektion af dagsværdien

Det vil ofte være nødvendigt at korrigere den værdi, der fremkommer på baggrund af ovennævnte driftsafkast og forrentningskrav. Det drejer sig om nedenstående tillæg og fradrag:

Tillæg for forudbetalinger og deposita.

Der kan foretages tillæg svarende til kapitalværdien af afkastet af de indestående beløb.

Tillæg for merleje.

Er den lejeindtægt (markedsleje), der indgår i beregningen nedsat i forhold til den faktiske lejeindtægt på vurderingstidspunktet, jf. pkt. 1, kan nutidsværdien af »merlejen« i perioden frem til det forventede tidspunkt for lejenedsættelse tillægges.

Fradrag for udlejede arealer.

Leje for udlejede arealer, der indgår i lejeindtægten efter pkt. 1, skal fradrages for en periode frem til det tidspunkt, hvor arealerne forventes udlejet.

Fradrag for mindreleje.

Er den lejeindtægt (markedsleje), der indgår i beregningen forhøjet i forhold til den faktiske lejeindtægt på vurderingstidspunktet, jf. pkt. 1, skal nutidsværdien af »mindrelejen« i perioden frem til det forventede tidspunkt for lejeforhøjelse fradrages.

Fradrag for udskudte vedligeholdelsesarbejder.

Hvis der forestår større vedligeholdelsesarbejder, som ikke dækkes af de gennemsnitlige vedligeholdelsesomkostninger, der indgår i beregningen efter pkt. 1, skal udgifterne hertil fradrages.

Fradrag for nødvendige udgifter til indretning.

Hvis udlejning af et udlejet areal til en lejeindtægt, der indgår i beregningen efter pkt. 1, forudsætter indretning og istandsættelse efter lejers behov, skal udgifterne hertil fradrages.

DCF-metoden

En ejendoms dagsværdi fremkommer som nutidsværdien af de fremtidige betalinger, som ejendommens besiddelse medfører, jf. pkt. 6. De fremtidige betalinger fastsættes som de estimerede betalinger i en planlægningsperiode, jf. pkt. 4, samt en terminalværdi, jf. pkt. 5.

4. Opgørelse af de estimerede betalinger i planlægningsperioden

Der fastsættes en planlægningsperiode for ejendommen, der mindst skal være på 5 år. Planlægningsperioden er normalt på 5-10 år. Indtægter og omkostninger skal estimeres for hvert enkelt år i den valgte planlægningsperiode. I betalingsstrømmen indgår de i pkt. 1 anførte indtægter og omkostninger. Det enkelte års indtægter og omkostninger fastsættes ud fra realistiske forventninger til, hvorledes de i planlægningsperioden vil være fordelt under hensyn til eksisterende lejekontrakter, fraflytninger, tomgang, vedligeholdelsesomkostninger, administration, inflation osv.

5. Opgørelse af terminalværdien

Terminalperioden er perioden efter udløbet af planlægningsperioden, og terminalåret er det første år i terminalperioden. Terminalværdien af ejendommen er den beregnede dagsværdi i terminalåret. Ud fra en antagelse om, at betalingsstrømmen vil være konstant i terminalperioden, beregnes terminalværdien efter afkastmetoden som beskrevet ovenfor. Den konstante årlige betalingsstrøm svarer til det forventede driftsafkast i terminalåret opgjort i overensstemmelse med pkt. 1. Terminalværdien reguleres eventuelt efter reglerne i pkt. 3.

6. Opgørelse af nutidsværdien af de fremtidige betalinger

De enkelte års betalingsstrømme i planlægningsperioden samt terminalværdien tilbagediskonteres med en diskonteringsrente, som består af det på ejendommen fastsatte forrentningskrav opgjort i

overensstemmelse med pkt. 2 med et tillæg svarende til den inflationsforventning, som er indregnet i udviklingen i de løbende indtægter og omkostninger.

7. Anvendelse af den offentlige ejendomsvurdering

For mindre ejendomme som enfamiliehuse, ejerlejligheder og sommerhuse kan den seneste offentlige ejendomsvurdering anvendes som dagsværdien, medmindre dette i det konkrete tilfælde er åbenlyst misvisende.

8. Anvendelse af en ekstern eksperts vurdering

Fastsættelsen af ejendommenes dagsværdi, herunder fastsættelse af de elementer, der i henhold til ovenstående indgår ved beregningen af dagsværdierne, kan basere sig på en ekstern eksperts vurdering. De foretagne vurderinger samt det forhold, at beregningerne baserer sig på et relevant datagrundlag, vil dog i alle tilfælde være virksomhedens ledelses (direktions og bestyrelses) ansvar. Ansvar for vurderingen kan ikke overlades til eksterne eksperter.

8 Figuroversigt

Figur 1 – Samspillet mellem aktører i regnskabsaflæggelsesprocessen.....	6
Figur 2 – Kandidatafhandlingens disposition	8
Figur 3 – Videnskabsteoretisk perspektiv	9
Figur 4 – Agentteorien i et revisionsperspektiv	18
Figur 5 – Virksomheden som en koalitionsmodel af primære interessenter	19
Figur 6 –Revisionsrisiko i et procesperspektiv	21
Figur 7 – Kommunikation af revisors observationer / resultat af revisionen.....	22
Figur 8 – The key role of banks as providers of liquidities during crises.....	31
Figur 9 – Oversigt over danske børsnoterede ejendomsselskaber med investeringsejendomme.....	38
Figur 10 Oversigt over indholdet af Jeudans årsrapport	39
Figur 11 – Kurs-indre værdi for danske børsnoterede ejendomsselskaber	44
Figur 12 – Dagsværdi hierarki efter IFRS-regelsættet	50
Figur 13 – Regnskabsmæssige skøn ved brug af dagsværdier	53
Figur 14 – Oversigt over ejendomsselskabernes anvendte værdiansættelsesmetoder	59
Figur 15 – Eksempel på normalindtjeningsmodellen.....	60
Figur 16 – Oplysningsforpligtelser, IFRS Investeringsejendomme	65
Figur 17 – eksempel på oplysning om afkastprocent	69
Figur 18 – Eksempel på oplysning om lejeindtægter fra investeringsejendomme.....	71
Figur 19 –Oplysning om driftsomkostninger tilknyttet investering med/uden lejeindtægter	72
Figur 20 – Eksempel på oplysning om årets dagsværdiregulering.....	73
Figur 21 – Eksempel på følsomhedsanalyse for afkastkrav	74
Figur 22 – Eksempel på følsomhedsanalyse for lejen ¹⁰⁴	75
Figur 23 – Oversigt over afhandlingens gennemgang af ledelsens vs. revisors roller	77
Figur 24 – Supplerende oplysninger, forbehold samt afkræftende konklusion	95