

Copenhagen Business School
Institut for Regnskab og Revision
Cand.merc.aud. kandidatafhandling, 7. maj 2009

Forskelle mellem årsrapportens egenkapital og investors værdiansættelse af egenkapitalen i Ejendomsinvesteringselskaber

Udarbejdet af:

Jacob Simonsen

Vejleder:

Søren Nielsen

Dennis Andersen

Censor:

Indholdsfortegnelse

Side

Executive Summary	3
1 Indledning	5
1.1 Problemformulering	7
1.2 Afgrænsning	8
1.3 Metodevalg	10
2 Den regnskabsmæssige Begrebsramme - IFRS	15
3 Investeringsejendomme	18
3.1 Definition og klassifikation	18
3.2 Indregning og måling	23
3.3 Præsentation og oplysningskrav	57
4 Gæld tilknyttet investeringsejendomme	64
4.1 Definition og klassifikation	64
4.2 Indregning og måling	64
4.3 Præsentation og oplysningskrav	78
5 Delkonklusion, kapitel 3 og 4	84
6 Analyse af mulige forskelle mellem investors værdiansættelse af aktier i EIS'er og den regnskabsmæssige værdiansættelse af egenkapitalen	86
6.1 Analysemetodik	86
6.2 Aktiver	87
6.3 Forpligtigelser	92
6.4 Øvrige forhold	96
6.5 Model til konvertering af regnskabsmæssig egenkapital til investors egenkapital	98
7 Empirisk analyse af årsrapporter for EIS'er i forhold til værdiansættelse af egenkapitalen, herunder opfyldelse af investors informationsbehov	112
7.1 Analyse metodik	112
7.2 Empirisk undersøgelse af model til konvertering af årsrapportens egenkapital til investors egenkapital jf. model i afsnit 6.5.2	114
7.3 Empirisk analyse af kvaliteten af årsrapporterne til opfyldelse af investors informationsbehov	131
8 Analyse af betydningen af IASB dagværdiprojekt for konvertering af den regnskabsmæssige egenkapital til investors dagsværdi	138
8.1 Investeringsejendomme	139
8.2 Udskudt skat	143
8.3 Gæld tilknyttet investeringsejendomme	144
9 Delkonklusion , kapitel 6, 7 og 8	146
10 Vurdering af om IASB vil være i stand til at mindske forskellene mellem den regnskabsmæssige værdiansættelse af egenkapitalen og investors værdiansættelse heraf	148
11 Konklusion	152
12 Forkortelser	154
13 Litteraturliste	155
Bilag 1 - EPRA Modellen	161
Bilag 2 - Korrigeret EPRA model	162
Bilag 3 - Kvalitativ undersøgelse af årsrapporter	163
Bilag 4 - High Yield kurser	168

Executive Summary

Over the last two years, property investment companies have experienced a considerable decline in their market value without reported results having shown the same decline.

The thesis of this dissertation is that the reported equities of property investment companies should equal their market value as the most important assets in the form of investment properties are recognised at fair value, just as it is possible to recognise debt at fair value.

The basis of the dissertation is to describe the present accounting rules for measurement and presentation of investment properties and the related debt.

Subsequently, we have performed a theoretical and practical analysis of the matters which result in measurement differences between reported equity and the market value of the companies. We have moreover carried out a qualitative analysis of whether the annual reports satisfy the information requirements of the investors. The analyses have been made on the basis of a Pan-European examination.

The analysis shows that there are in general material matters regarding the measurement of investment properties at fair value and deferred tax which should be adjusted before the fair value of the reported equity equals the market value of the equity.

Moreover, the analysis shows that despite the fact that annual reports are prepared under international accounting standards, the quality of the annual reports has still not resulted in uniform financial reporting across European borders.

Based on the above analyses, we have analysed the future development of the international accounting standards on the basis of the ongoing discussions in IASB's fair value project group and draft for new standard on recognition of deferred tax.

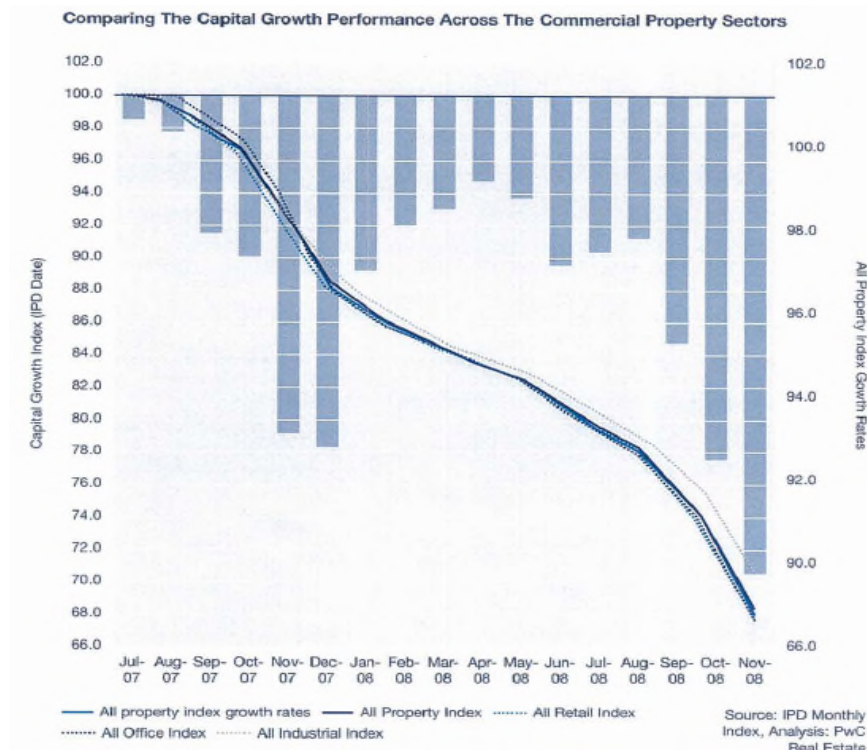
Based on the above analyses, we have assessed that the development of IASB is moving in the direction that theoretically the reported equity should become more comparable with the equity market value. However, we also conclude in our dissertation that, unfortunately, IASB has not presently any measures on the programme to ensure a more uniform quality of the financial reporting across borders, and therefore as regards the investors' information requirements the quality of annual reports will remain unsatisfactory.

1 Indledning

Børsnoterede ejendomsinvesteringsselskaber (EIS) i Europa er hovedsagligt noteret i Storbritannien, Frankrig, Sverige og Holland med Storbritannien, som det klart væsentligste marked¹.

Aktier i EIS'er har genereret et betydeligt negativt afkast i 2008 med et samlet i fald på 48,6 %. Det negative afkast i 2008 har således slettet de seneste års massive kursstigerne med det resultat, at set over de seneste 5 år har investeringer i EIS'er givet et negativt afkast på 66 %².

Faldet i aktiekurserne for EIS'er tilskrives flere forskellige faktorer. Ofte nævnes faldet i huspriserne på alle typer ejendomme som et væsentligt bidrag til udviklingen. Specielt det engelske ejendomsmarked har oplevet store priskefald siden juli 2007 på mellem 30-32 % afhængigt af ejendommstypen.



¹ EPRA yearly update 2008 Appendix A s. 15

² EPRA yearly update 2008 s. 5

Yderligere oplever mange EIS'er, at det er blevet yderst vanskeligt at få tilført den nødvendige lånekapital både i forhold til refinansiering af gæld men i endnu større udstrækning, når der skal optages nye lån³.

Tilføj dertil, at den krise, som startede som en finansiel krise, nu har udviklet sig til en generel økonomisk recession,⁴ som påvirker EIS'ernes mulighed for at indkræve den nødvendige leje til at skabe et positivt afkast til investorerne.

Ovenstående forhold har skabt et skræmmende scenario for mange EIS'er, hvor egenkapitalens værdi bliver mindre pga. negative værdireguleringer af ejendomme til dagsværdi samtidigt med, at långivere generelt forlanger en væsentligt højere solvensprocent end tidligere⁵.

Det er derfor en udbredt opfattelse, at det er afgørende for EIS'ernes overlevelse, at de er i stand til at tiltrække ny kapital enten i form af egenkapital eller i form af tilførsel af hybridkapital f.eks. mezzanin kapital og konvertible obligationer⁶.

Et af de fornemmeste formål med De Internationale Regnskabsstandarder (IFRS) er, at give investorer mulighed for at træffe begrundede beslutningerne om investeringer i selskaber⁷.

En opgørelse af engelske EIS'ers indre værdi sammenlignet med udviklingen i aktiekurserne viser således jf. nedenstående graf at der i januar 2009 gives en rabat på aktierne på intet mindre end 50 %.

³ ETRE 2009, s. 22.

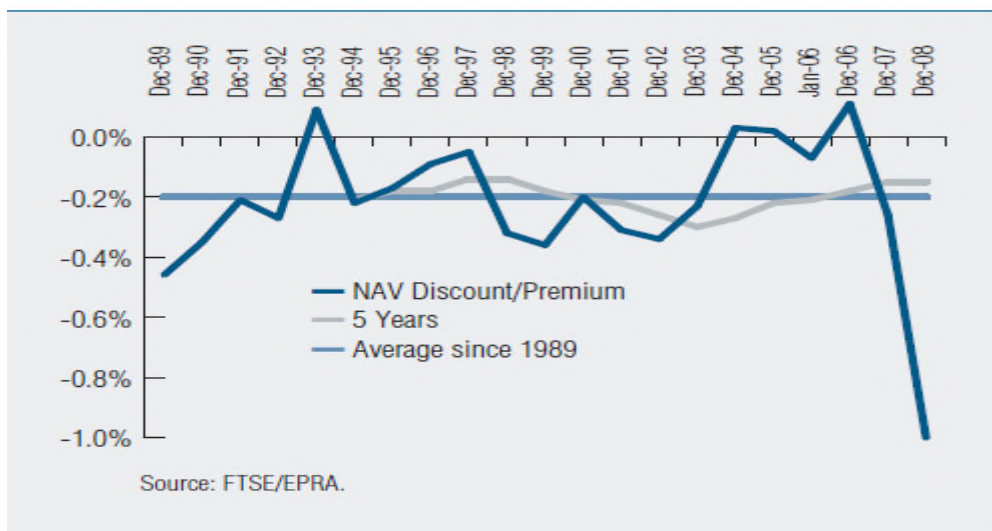
⁴ ETRE 2009 s. 5.

⁵ ETRE 2009, s. 14.

⁶ ETRE 2009, s. 14.

⁷ IFRS Framework, paragraph 9 og IAS 1, paragraph 9.

EXHIBIT 2-15

FTSE/EPRA U.K. Index: NAV/Discount Premum

Det må derfor vurderes som yderst relevant at analysere og vurdere, om regnskabsstandarderne vedr. indregning og måling af inv.ejd. samt den tilknyttede gæld giver investor tilstrækkelig med information til at kunne foretage en begrundet beslutning om, hvorvidt der skal investeres i EIS'er når markedet tilsyneladende ikke har samme opfattelse af dagsværdi som regnskabsstandarderne.

1.1 Problemformulering

EIS'er, som kun investerer i ejendomme som defineret i IAS 40 har det karakteristika, at deres klart væsentligste aktiv er inv.ejd. Yderligere har denne type selskaber det karakteristika, at det væsentligste passiv er en gæld, som er optaget i forbindelse med erhvervelsen af inv.ejd.

Reguleringer af værdien af ovenstående regnskabsposter, samt de pengestrømme, som afledes af regnskabsposterne, er således som udgangspunkt de væsentligste poster for investor, hvilket leder os hen til opgavens hovedproblem.

Hvorfor opstår der afvigelser mellem regnskabsstandardernes værdiansættelse af inv.ejd. og deres tilknyttede gæld og investor/markedets værdiansættelse under hen-

syn, til at det væsentligste aktiv (inv.ejd.) og forpligtigelser (gælden direkte tilknyttet inv.ejd.) er optaget til dagsværdi, og at egenkapitalen således også bør være udtryk for dagsværdien af selskabet⁸?

Ovenstående hovedproblem vil blive belyst ud fra følgende delspørgsmål:

- Hvorledes skal inv.ejd. og den dertil tilknyttede gæld behandles i overensstemmelse med IFRS Begrebsrammen?
- Hvorledes skal inv.ejd. og den dertil tilknyttede gæld behandles efter primært IAS 40 og IAS 39?
- Hvordan er kvaliteten af EIS'ers årsrapporter på tværs af landegrænser i Europa, i forhold til at opfylde investors oplysningskrav?
- Hvilke ændringer til måling af dagsværdi vil IASB formodentligt gennemføre i forbindelse med afslutningen af deres projekt vedr. dagsværdimåling?

På baggrund af ovenstående spørgsmål vurderes det, hvorvidt ændringerne til måling af dagsværdi, vil medføre en mindre afstand mellem den rapporterede egenkapital og investor/markedets værdiansættelse heraf, det vurderes ligeledes, om udvikling vil fremme opfyldelse af oplysningskravene.

1.2 Afgrænsning

Afhandlingen er udarbejdet inden for fagområdet regnskab med fokus på den regnskabsmæssige behandling af emnet. Det medfører at afhandlingen ikke vil beskæftige sig indgående med værdiansættelsesberegninger, men alene er en gennemgang og analyse af, hvilke faktorer som har indflydelse på værdiansættelsesberegningen samt modellernes opbygning.

⁸ Forskel mellem regnskabsmæssig dagsværdi og markedets opfattelse af dagsværdi benævnes herefter målingsforskelle.

Siden 2005 har alle børsnoterede selskaber i Europa skulle aflægge regnskab efter IFRS. Dette betyder, at det som udgangspunkt vil være muligt at sammenligne årsrapporterne på tværs af landegrænser. Vi beskæftiger os således ikke med unoterede selskaber eller selskaber, som kun har obligationsserier noteret på børserne. Vi vil således også udelukkende beskæftige os med aflagte årsrapporter og afgrænser os fra at analysere prospekter, som typisk er fokuseret på rapportering af fremadrettede forventninger.

Da vores analyse af årsrapporter omfatter flere europæiske lande vil vi ikke beskæftige os med Årsregnskabsloven eller anden landespecifik lovgivning.

Geografisk vil vi kun beskæftige os med selskaber som er børsnoteret i Danmark, Sverige, Østrig, England, Holland og Frankrig. Vi afgrænser således også fra at analysere Amerikanske SEC registrerede selskaber, og US GAAP vil således kun blive inddraget, i det omfang det er relevant for analysen af den fremtidige udvikling inden for indregning og måling af aktiver og gæld til dagsværdi.

Vi analyserer kun EIS'er som udelukkende beskæftiger sig med investering i inv.ejd. jf. definitionen i IAS 40. Ejendomsudviklere vil vi således ikke beskæftige os med. Ejendommene behandles som udgangspunkt efter IAS 2 (ofte benævnt projektbeholdning) og optages som udgangspunkt til kostpris⁹. I markedsværdien for selskabet vil markedet således skulle indregne forventede positive cashflows, som ikke indregnes i regnskabet, før der er sket salg efter reglerne i IAS 18. Dermed er der ikke længere en direkte sammenhæng mellem den rapporterede egenkapitalværdi og markedsværdien af aktien. Det er således vores vurdering at "blandede" selskabers egenkapital ikke har direkte sammenhæng til markedsværdien af aktien.

I forhold til årsrapporterne beskæftiger vi os kun med den regnskabsmæssige behandling af posterne inv.ejd. og den direkte tilknyttede gældspost, samt udskudt skat, dog beskæftiger vi os ikke med opgørelse af grundlaget for udskudt skat jf. IAS 12, værdiansættelse

⁹ R+R "Værdiansættelse af ejendomme i et illikvidt marked"

af finansielle instrumenter jf. IAS 39 og indregning og præsentation af lejeindtægter jf. IAS 17.

Årsagen til at vi kun beskæftiger os med ovenstående regnskabsposter er, at det må konstateres, at posterne er de absolut mest væsentlige poster i årsrapporterne for rene EIS'er.

Informationssøgning til opgaven er afsluttet den 1. april 2009.

1.3 Metodevalg

1.3.1 Kildemateriale / Kildekritik

Vi har undervejs i opgaven referencer til diverse artikler rapporter mv. som er indhentet for at underbygge vores påstande. Kilderne, hvorfra vi har indhentet materiale, er gennemgået nedenfor med henblik på at vurdere materialets objektivitet og relevans for opgaven.

Til beskrivelse af de nuværende regler for inv.ejd. anvendes i overvejende grad sekundære data i form af materiale fra Fondsrådet, IASB, PWC, KPMG, Deloitte og IVSC samt anerkendte amerikansk/engelske lærebøger. Det er vores vurdering, at kilderne må anses som værende objektive og relevante for opgaven.

I forbindelse med udarbejdelsen af vores analyse har vi indhentet primære data i form af interview med en analytiker fra Danske Markets. En sådan undersøgelse indeholder nødvendigvis en vis form for subjektivitet fra analytikerens side og interviewers side men det er vores vurdering, at ved en struktureret fremgangsmåde ved interview processen kan undersøgelsens objektivitet sikres.

I forbindelse med analysen er tillige anvendt sekundære data i form af udvalgte årsrapporter, rapporter fra EPRA samt materiale fra IASB, som tillige anvendes til at underbygge vores vurdering af den fremtidige udvikling inden for indregning af aktiver og passiver til dagsværdi.

Vi mener ikke, at der er grundlag for at anfægte objektiviteten og troværdigheden af ovenstående kilder.

Kildehenvisninger vil være placeret som fodnoter hvorimod henvisninger til standarder vil være placeret både i tekst og som fodnoter.

Fortegnelse over forkortelser vil være placeret i sammenhæng med litteraturlisten bagerst i opgaven.

1.3.2 Opgavestruktur

Struktur	
1.	
Problemformulering	
2.	
Den regnskabsmæssige Begrebsramme - IFRS	
Udvalgte regnskabsmæssige problemstillinger vedrørende	
3.	4.
Investeringsejendomme	Gæld tilknyttet investeringsejendomme
3.1	4.1
Definition og klassifikation	Definition og klassifikation
3.2	4.2
Indregning og måling	Indregning og måling
3.3	4.3
Præsentation og oplysningskrav	Præsentation og oplysningskrav
5.	
Delkonklusion	
6.	
Analyse af mulige forskelle mellem aktiemarkedets værdiansættelse af aktier i EIS'er og den regnskabsmæssige værdiansættelse af egenkapitalen	
7.	
Empirisk analyse af årsrapporter for EIS'er i forhold til værdiansættelse af egenkapitalen, herunder opfyldelse af investors informations behov	
8.	
Analyse af betydningen IASB dagsværdiprojektet for konvertering af den regnskabsmæssige egenkapital til investors dagsværdi	

9. Delkonklusion
10. Vurdering af effekten af IASB vil være i stand til at mindske forskellene mellem den regnskabsmæssige værdiansættelse af egenkapitalen og investors værdiansættelse heraf
11. Konklusion

Kapitel 1 - Problemformulering

Kapitlet starter med en indledning til afhandlingens hovedproblemstilling, som er beskrevet i problemformuleringen. Der foretages herefter en afgrænsning af problemområdet og der gives en begrundelse for emner som ikke er relevante for afhandlingen. I afsnittet model og metodevalg redegøres for det anvendte kildemateriale samt strukturen i opgaven.

Kapitel 2 - Den regnskabsmæssige Begrebsramme efter IFRS

I kapitlet redegøres kort for de grundlæggende formål med årsrapporten i forhold til investor samt konceptet for indregning og måling af aktiver og passiver i særdeleshed konceptet for indregning og måling til dagsværdi.

Kapitel 3 - Investeringsejendomme

Kapitlet indledes med at definere inv.ejd., herunder hvornår en ejendom bliver en investeringsejendom jf. IAS 40 samt hvornår ejendommen eventuelt skal overføres til at være et anlægsaktiv jf. IAS 16 eller en projektbeholdning jf. IAS 2. Efterfølgende gennemgås indregnings- og målingsreglerne efter IAS 40. Ved første måling vil vi gennemgå reglerne for erhvervelse af inv.ejd. ved en virksomhedssammenslutning (herefter benævnt busi.com.) samt ved køb af enkelt aktiver. Ved den efterfølgende indregning vil vi fokusere på muligheden for anvendelse af dagsværdioptionen, særligt vil vi fokusere på anvendelse af værdiansættelsesmodeller, effekten af forcerede salg i ejendomsmarkedet og til slut muligheden for at tillægge eller fratække en beholdning af ejendomme en porteføljeværdi. Yderligere vil vi redegøre for de nuværende præsentations og notekrav efter IAS 40.

Kapitel 4 og 5 - Gæld tilknyttet investeringsejendomme / Delkonklusion

I kapitlet vil vi gennemgå definitionen på gældsinstrumenter tilknyttet inv.ejd.. Efterfølgende vil vi gennemgå i hvilken udstrækning, der er mulighed for at optage gælden til dagsværdi i EIS'er. Afslutningsvis vil vi beskrive reglerne for opgørelse af dagsværdi på gældsinstrumenter i et aktivt og ikke aktivt marked særligt med henblik på at beskrive hvorledes kreditrisikoen skal afspejles i dagsværdien.

I Kapitel 5 vil vi i en delkonklusion gengive de væsentligste problemstillinger ved den regnskabsmæssige behandling af inv.ejd. samt den tilknyttede gæld.

Kapitel 6 - Analyse af mulige forskelle mellem aktiemarkedets værdiansættelse af aktier i EIS'er og den regnskabsmæssige værdiansættelse af egenkapitalen

Med udgangspunkt i beskrivelsen af de nuværende regler vil vi analysere, i hvilket omfang reglerne skaber afvigelser med den regnskabsmæssige forståelse af dagsværdi og investors forståelse af dagsværdi. Vi vil underbygge vores analyse ved at gennemføre interview med en analytiker fra DM, samt ved en analyse af EPRA's "Best Practice Policy Recommendations" således at vi kan fastlægge årsagerne til afvigelserne ud fra en både teoretisk og praktisk synsvinkel. Endvidere vil vi ud fra samme kilder analysere hvilke oplysningskrav investor kræver opfyldt for at årsrapporterne er pålidelige og relevante.

Kapitel 7 - Empirisk analyse af årsrapporter for EIS'er i forhold til værdiansættelse af egenkapitalen, herunder opfyldelse af investors informations behov

Ved en analyse af udvalgte årsrapporter for de væsentligste ejendomsinvesteringsmarkeder i Europa vil vi analysere hvorvidt modellen til konvertering af den regnskabsmæssige egenkapital, til investors egenkapital, beskrevet i kapitel 6, er korrekt, samt om kvaliteten i oplysningerne i årsrapporterne er pålidelige og relevante for at opfylde investors informationsbehov.

Kapital 8 og 9 - Analyse af betydningen IASB dagsværdiprojektet for konvertering af den regnskabsmæssige egenkapital til investors dagsværdi

Med udgangspunkt i ovenstående analyser vil vi analysere hvorvidt IASB dagsværdiprojekt vil medføre, at den regnskabsmæssige egenkapital i EIS'er vil mindske målingsforskellene. Endvidere vil vi analysere hvorvidt investors oplysningskrav vil blive bedre opfyldt på baggrund af projekterne.

Afslutningsvist for analysen vil vi i kapitel 9 redegøre for de væsentligste konklusioner i vores analyse.

Kapitel 10 - Vurdering af effekten af IASB vil være i stand til at mindske forskellene mellem den regnskabsmæssige værdiansættelse af egenkapitalen og investors værdiansættelse heraf

I kapitlet vil vi redegøre for, hvorvidt IASB dagsværdiprojekt efter vores subjektive vurdering vil kunne mindske forskellen mellem årsrapporten egenkapital og investor værdiansættelse heraf. Vi vil ligeledes vurdere, IASB i fremtiden bliver i stand til at sikre en mere ensartet kvalitet i den finansielle rapportering, på tværs af lande grænser.

Kapitel 11 - Konklusion

I kapitlet opsummeres sammenfatningerne fra de tidligere kapitler i en konklusion.

2 Den regnskabsmæssige Begrebsramme - IFRS

Det helt overordnede grundlag for udarbejdelse af årsrapporter efter IFRS findes på nuværende tidspunkt i Begrebsrammen. Begrebsrammen er underlagt de specifikke bestemmelser i standarderne f.eks. IAS 1 vedr. præsentation af årsrapporten og IAS 7 vedr. præsentation af pengestrømmene. Begrebsrammen er senest blevet opdateret i 2001¹⁰.

I Begrebsrammen fastslås det, at det væsentligste formål med aflæggelse af årsrapporten er at servicere brugernes behov. Det er fastslået i Begrebsrammen og i UK ASB¹¹, at den væsentligste bruger af årsrapporten er investorer i selskabet, den primære begrundelse herfor at investor stiller risikovillig kapital til rådighed og at øvrige brugeres behov derfor som udgangspunkt er en delmængde af investors behov. Dette forhold underbygger denne afhandlings formål om afklaring af forskelle mellem den regnskabsmæssige behandling af EIS'er og investors behandling heraf.

Begrebsrammen definerer et aktiv som værende en ressource baseret på tidligere begivenheder som vil tilføre selskabet fremtidig værdi¹². Passiver defineres som en forpligtigelse fra tidligere begivenheder, som medfører at der vil fragår værdier fra selskabet¹³. Aktiver og passiver indregnes til første måling, når de kan måles pålideligt, og når det er overvejende sandsynligt, at den fremtidige udveksling af pengestrømme vil finde sted. I forhold til inv.ejd. vil det som udgangspunkt ikke være vanskeligt at vurdere, hvorvidt disse to forhold er overholdt.

Aktiver og forpligtigelser i EIS vil som hovedregel blive målt til dagsværdi, hvorfor det som udgangspunkt vil være relevant at fokusere på, hvilke anvisninger Begrebsrammen giver omkring måling til dagsværdi. Det kan i den forbindelse konstateres, at anvisningerne omkring måling til dagsværdi i Begrebsrammen er yderst beskedne. Begrebsrammen tager bl.a. ikke stilling til hvilke målemetode der er mest relevant for regnskabsbru-

¹⁰ S. 13 Guide Through International IFRS

¹¹ IFRS Framework pkt. 10 & UK ASB SoP pkt. 1.10-1.11

¹² IFRS Framework pkt. 49 a

¹³ IFRS Framework pkt. 49 b

ger. Det er derimod kun nævnt i Begrebsrammen pkt. 100 hvilke målemetoder som kan anvendes herunder at dagsværdien kan anvendes.

Det er væsentligt at notere at det i flere tilfælde bl.a. i Begrebsrammens pkt. 62 er nævnt, at der for forpligtigelser, er tale om indfrielsesværdien¹⁴ af forpligtigelsen som værende det relevante målekriterie for gælden. Som udgangspunkt vil dette betyde, at en dagsværdimåling af gæld er irrelevant, idet gælden jo som udgangspunkt altid vil skulle indfries til kurs 100. Måling af gæld til dagsværdi er dog omtalt specifikt i IAS 39, som jf. ovenstående har forrang for Begrebsrammen.

Netop fordi Begrebsrammen beskriver måling af aktiver og forpligtigelser så overfladisk, som det er tilfældet, har IASB og FASB i et fælles projekt siden 2004 arbejdet på en ny fælles begrebsramme¹⁵. Det nye fælles projekt kan efter vores vurdering give vejledning til, hvorledes også den nuværende Begrebsramme må antages at skulle fortolkes.

Et af de væsentligste formål med projektet er at få indført en rangordning af målingsmetoderne i Begrebsrammen samt i større udstrækning at få defineret målingsmetoderne¹⁶.

For ethvert aktiv og gæld ville det være optimalt at kunne måle aktivet med 100 % sikkerhed. En sådan sikkerhed kan dog kun opnås, såfremt man tidsmæssigt afventer, at selskabet modtager eller afregner pengestrømme. Dette er ikke hensigtsmæssigt alene af den årsag, at ikke alle aktiver og passiver vil være afregnet på tidspunktet for aflæggelsen af årsrapporten¹⁷.

Såvel FASB som IASB er kommet frem til den holdning, at den teoretisk korrekte måling af et aktiv og en gæld er baseret på dagsværdien. For at en sådan måling kan anses for at opfylde pålidelighedskriteriet er det anført, at der bl.a. skal være let tilgængelige mar-

¹⁴ Afregningsværdi = settlement notion

¹⁵ IASB Agenda paper 3C, s. 4.

¹⁶ IASB Agenda 6A, Information for observers

¹⁷ FASB Board Meeting Handout, November 2008, pkt. 5 og 6

kedspriser på både enkelt aktiv-/passivniveau og på gruppeniveauer, hvor aktiverne og passiverne anvendes samlet¹⁸.

Det er dog også erkendt, at ovenstående målingsforhold kun vil være til stede i et forholdsvist begrænset antal tilfælde, idet der kun eksisterer et begrænset antal markeder med let tilgængelige priser f.eks. for finansielle instrumenter. Såfremt dagsværdien ikke kan opgøres, kan f.eks. den historiske kostpris anvendes i stedet. Hvorvidt kostprismetoden vil være mere fordelagtig end dagsværdien afhænger bl.a. af følgende forhold¹⁹:

- Væsentligheden i dagsværdien for brugerne og muligheden for at adskille pengestrømme og værdireguleringer,
- At der eksisterer anvendelige målemetoder som brugerne kan acceptere som udtryk for dagsværdi,

Udgangspunktet i ovenstående foreslåede ændringer til Begrebsrammen er interessante i forhold til inv.ejd.. Det må antages, at dagsværdien af inv.ejd. er væsentlig for investor i bedømmelsen af et EIS, men når investor så ikke anerkender målemetoderne som udtryk for dagsværdi, bør det så ikke medføre, at indregning til dagsværdi ikke længere er tilladt efter IAS 40? På nuværende tidspunkt er det ikke til at afgøre, hvorvidt væsentlighed skal vægtes højere end accepten af målingsmetoden. Ud fra den vurdering at såvel IASB som FASB generelt ønsker flere aktiver og passiver målt til dagsværdi, må det antages, at argumentet om, at det er bedre at forsøge at komme med et kvalificeret bud på dagsværdien end at acceptere kostprisen, vil vinde stor støtte hos såvel IASB som FASB medlemmer.

For inv.ejd. er det derfor vores overbevisning, at det er Begrebsrammen både som den forekommer på nuværende tidspunkt og som den formodentligt vil blive tilrettet i fremtiden, ikke vil medføre direkte ændringer af IAS 39 og IAS 40.

¹⁸ FASB Board Meeting Handout, November 2008, pkt. 10

¹⁹ FASB Board Meeting Handout, November 2008, pkt. 11

3 Investeringsejendomme

I det følgende kapitel vil der blive redegjort for udvalgte regnskabsmæssige problemstillinger vedr. inv.ejd.

3.1 Definition og klassifikation

Inden reglerne for måling af inv.ejd. kan beskrives, er det nødvendigt at vide hvordan inv.ejd. afgrænses i forhold til øvrige aktiver. Afgrænsningen til øvrige ejendomme vil primært blive beskrevet ved en gennemgang af forskellige ejendomsstyper, og hvornår de skal klassificeres som aktiver der indregnes efter reglerne i henholdsvis IAS 2, IAS 16 og IAS 40. Yderligere behandles problemstillinger vedr. overførsel imellem ejendomsstyper, samt salg af inv.ejd..

3.1.1 Definitionen af ejendomsstyper

Først skal det klarlægges hvordan en investeringsejendom er defineret:

Investeringsejendomme er investering i grunde eller bygninger, investering i en del af en bygning eller både grunde og bygninger som beholdes med henblik på at opnå et afkast af den investerede kapital. Som ikke omfatter ejendomme der bruges til produktion eller salg med henblik på den løbende forretning²⁰.

Endvidere er inv.ejd. kendetegnet ved at være ejendomme, som besiddes med henblik på at generere særskilte pengestrømme, der er uafhængig af de andre aktiver som selskabet besidder. Derfor vil en domicilejendom, produktionsejendom samt administrationsejendom, som beskrives senere, ikke indgå, idet deres pengestrømme ikke udelukkende generes igennem ejendommene, men også gennem andre aktiver som driftsmidler mv.²¹ Definitionen er i sin helhed identisk med definitionen på en cash-generating unit i IAS 36.6.

²⁰ IAS 40.5

²¹ IAS 40.7

Definitionen på en investeringsejendom forstås bedst ved beskrivelse af afgrænsningen overfor ejendomsaktiver, der skal indregnes efter henholdsvis IAS 2 og IAS 16. Sondringen fremstilles nedenfor.

3.1.2 Ejendomsstyper

Der er lavet en todeling, hvorfra det kan konstateres, at en ejendom er investeringsejendom beskrevet i afsnit a eller ikke er en investeringsejendom beskrevet i afsnit b:

a) Inv.ejd. er følgende:

- Grunde der besiddes med en langsigtet værdistigning for øje
- Grunde der besiddes med et endnu ikke fastlagt formål
- Bygninger som er tomme, men som besiddes til udlejning igennem en eller flere operationelle leasingaftaler.
- Ejendomme som er under opførelse eller udvikling og skal bruges som investeringsejendom i fremtiden.

Ovenstående er uddrag af IAS 40.8, hvor de nyeste opdateringer gælder for ejendomme under opførelse, og som tidligere ikke har været muligt at medtage som inv.ejd. Før 1. januar 2009 blev ejendomme under opførelse behandlet efter reglerne i IAS 16, indtil færdiggørelsen tillod at klassificere dem som inv.ejd.²² Inv.ejd. under ombygning skulle også før 1. januar 2009 klassificeres som værende en inv.ejd. Se tidligere version jf. IAS 40.9(d).

Der har endvidere været usikkerhed om klassifikationen af grunde, der besiddes med et endnu ikke fastlagt formål. Beslutningen er dog fra IASB, at denne type ejendomme skal behandles som inv.ejd. Diskussionen gik primært på, at der skal skelnes imellem om der er tale om grunde med henblik for videresalg for øje som en del af det normale forretningsforløb eller grunde, som skulle bruges til administrations-/produktionsejendomme. Det forhold, at ledelsen endnu ikke har besluttet formålet med grundens anvendelse, medfører ikke, at grunde kommer ind under den negative afgrænsning i IAS 40.9, hvorfor de

²² Se endvidere afsnit 3.2.4 for nærmere analyse

skal klassificeres som inv.ejd.. Yderligere har diskussion også relevans i forbindelse med, hvornår der skal skiftes imellem de forskellige ejendomsklassifikationer.

b) Af IAS 40.9 fremgår det, at følgende ikke er inv.ejd.:

- Grunde der besiddes med en kortsigtet værdistigning for øje og sælges som en del af den daglige drift af selskabet eller i forbindelse med ejendomsudvikling/ejendomsopførelse (IAS 2 projektbeholdninger), herunder ejendomme der købes udelukkende med salg for øje i nær fremtid eller udvikling.
- Ejendomme der er under opførelse eller udvikling på vegne af 3. part (IAS 11).
- Domicilejendomme i sin helhed både som igangværende projekter mv.

Der kan være tilfælde, hvor en ejendom omfatter flere forskellige arealer og disse arealer anvendes til forskellige aktiviteter. Det er f.eks. tilfældet, hvor det ene areal anvendes til udlejning (investeringsejendom) og et andet areal anvendes til administration (domicilejendom). Såfremt der kan ske opdeling/frasalg særskilt (matrikulering), skal der ske særskilt regnskabsmæssig behandling. Såfremt der ikke kan ske særskilt frasalg, kan ejendommen kun indregnes som investeringsejendom, hvis domicil-andelen kun udgør en uvæsentlig del af den samlede ejendom²³.

3.1.3 Overførsel mellem beholdninger

Der kan forekomme flere situationer, hvor en ejendom skifter status, f.eks. når en investeringsejendom ikke længere skal lejes ud til en ekstern bruger, men fremadrettet skal anvendes som administrationsejendom for ejeren, hermed skifter ejendommen status til domicilejendom. Når det skal vurderes, hvornår ejendommen rent faktisk skal anses for at have skiftet status, er det afgørende, at der sker et skifte i brugen af ejendommen og de hermed beslægtede cashflows²⁴.

²³ IAS 40.10

²⁴ IAS 40.57

Et skifte fra investeringsejendom til domicilejendom giver ikke de store udfordringer, hvis ejendommen er optaget til kostpris, da denne værdi vil være den nye gældende værdi jf. IAS 40.59.

Bemærk, at det er den nye brug, der er afgørende, da ombygning af en eksisterende investeringsejendom med henblik på fortsat benyttelse som investeringsejendom, ikke vil medføre omklassificering som værende en domicilejendom under ombygningen²⁵.

Er inv.ejd. i stedet indregnet til dagsværdi og skiftes der status til domicilejendom eller varebeholdning, vil overdragelsesværdien være dagsværdien indregnet i forhold til IAS 40, og denne værdi skal danne grundlag for den videre behandling i IAS 16 og IAS 2²⁶.

En situation som forekommer i mange selskaber under lavkonjunkturer er, at projektbeholdninger ikke længere kan sælges, og at EIS'er i stedet vælger at udleje ejendommen. En sådan overgang fra varebeholdninger til inv.ejd. medfører efterfølgende som udgangspunkt en regulering til dagsværdi af ejendommen, som skal i resultatopgørelsen. Regnskabsmæssigt antages det således, at reklassifikationen af ejendommen betyder, at varen er afstået og solgt ud af varebeholdningen, og at dagsværdireguleringen modsvarer fortjenesten ved salget til 3. mand²⁷.

En domicilejendom, som efterfølgende skifter status til en investeringsejendom, skal på statutidspunktet anses for overdraget til inv.ejd. med en værdi svarende dagsværdien, som således bliver indgangsværdien for status som investeringsejendom²⁸. Er dagsværdien højere end den bogførte værdi eksklusiv nedskrivninger, skal opskrivningen bindes på egenkapitalen jf. de generelle regler IAS 16²⁹. Efterfølgende opskrivninger føres i resultatopgørelsen, mens en nedskrivning til under indgangsværdien ved skiftet fra domicilejendom til investeringsejendom reducerer bindingen på egenkapitalen. Eksempel:

²⁵ IAS 40.58

²⁶ IAS 40.60

²⁷ IAS 40.63-64

²⁸ IAS 40.61

²⁹ IAS 40.61-63

Domicil ejendom A er bogført til 100. Dagsværdi på tidspunktet for statusskifte til investeringsejendom er 200. Der bindes 100 på egenkapital. I år 2 er værdien af ejendommen kun 150. Dette medfører en reduktion på 50 i bindingen på egenkapital. I år 3 er dagsværdien 300. Der opskrives med 50 på bindingen og 100 føres via resultatopgørelsen som en opskrivning til dagsværdi i overensstemmelse med IAS 40.35.

Ideen med ovenstående regelsæt for skifte mellem domicilejendomme og inv.ejd. er, at der ikke skal kunne spekuleres i et sådan skifte med henblik på at opnå frie reserver til udlodning.

3.1.4 Salg af investeringsejendomme

Når ledelsen ønsker at sælge et aktiv, finder IFRS 5 som udgangspunkt anvendelse, hvorved aktivet klassificeres særskilt som holdt til salg, hvorefter aktivet måles til den laveste værdi af bogført værdi og dagværdien af aktivet, fratrukket transaktionsomkostninger³⁰.

Inv.ejd. som er optaget til dagsværdi, er specifikt undtaget herfra jf. IFRS 5.5. Begrundelsen for denne undtagelse er, at aktivet værdireguleres gennem resultatopgørelsen og at det således vil mindske informationsværdien for bruger, hvis der anvendes en anden målingsmetode end dagsværdi³¹. Derfor er det på nuværende tidspunkt kun inv.ejd. der måles til kostpris jf. IAS 40.56, som behandles og klassificeres efter reglerne om aktiver holdt til salg i IFRS 5³².

Argumentet for at bibeholde måling af inv.ejd. til dagsværdi, må som udgangspunkt anses for at være korrekt, idet dagsværdi i teorien leverer den bedste informationsværdi for bruger.

IASB har dog foreløbigt besluttet en indarbejdelse i IAS 40 om at der skal gives samme oplysninger for inv.ejd. holdt med henblik på salg som for øvrige aktiver³³. Implementeringsdatoen herfor er endnu ikke angivet. Denne beslutning vil bl.a. medføre at inv.ejd.

³⁰ IAS 5.15 og 5.7

³¹ IAS 5. BC 13 og 48

³² IAS 40.56

³³ IASB møde d. 15. december 2008

holdt for salg skal klassificeres særskilt i balancen,³⁴ ligesom driftsresultat af ejendommene vil skulle udskilles på en særskilt linje i resultatopgørelsen og pengestrømsopgørelsen. Vi vil ikke gennemgå kravene i detaljer da den direkte udformning af IASB's beslutning ikke er kendt på nuværende tidspunkt.

Salget af en investeringsejendom skal indregnes og behandles efter de almindelige regler for indregning af salg. Dvs. at der skal være sket risikoovergang, indtægterne skal kunne måles pålideligt og der er overvejende sandsynlighed for at økonomiske fordele vil tilflyde selskabet³⁵.

3.2 Indregning og måling

I det efterfølgende afsnit vil vi redegøre for den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendom ved første indregning og den efterfølgende måling.

3.2.1 Første indregning

Inv.ejd. kan erhverves ved køb fra ekstern part eller ved egen opførelse.

Som udgangspunkt kan inv.ejd. handles efter 2 modeller. Den mest udbredte model er at handle aktier typisk med henblik på at undgå beskatning af sælger pga. muligheden for at sælge aktier skattefrit,³⁶ samt fordi der heller ikke skal betales stempelomkostninger i forbindelse med overdragelser. Efter nedturen på ejendomsmarkedet er det igen blevet mere aktuelt at handle ejendommene enkeltvis, idet mange ejendommers gældsforpligtigelser langt overstiger ejendommens værdi. Køber er derfor kun interesseret i at erhverve ejendommen, da køber ellers ikke vil kunne servicere gælden.

Vi vil i nedenstående afsnit redegøre for de regnskabsmæssige konsekvenser for køber ved

- 100 % erhvervelse i forbindelse med en busi.com..

³⁴ IFRS 5.38

³⁵ IAS 18.14-19

³⁶ I Danmark er det muligt for juridiske personer at afstå aktier og anparter skattefrit, såfremt aktierne har været ejet i mere end 3 år jf. ABL § 9

- 100 % overtagelse af enkelt aktiver
- Indregning ved egen opførelse af inv.ejd.

3.2.2 Investeringsejendomme i en busi.com. efter IFRS 3R

Følgende betingelser skal være opfyldt før der er tale om en busi.com. efter IFRS 3R.

3.2.2.1 Kontrol betingelsen

IFRS 3R foreskriver, at der skal være tale om at køber erhverver kontrol med en sælgers enhed³⁷. Dette antages uden videre analyse som opfyldt, idet der i dette tilfælde er tale om 100 % erhvervelse af aktier i et EIS³⁸.

Derudover er det værd at bemærke, at også overtagelsen af aktiviteter i form af enkelt ejendomme vil kunne opfylde betingelsen om, at en køber erhverver hele sælgers enhed. Dette vil ofte være tilfældet, hvis alle inv.ejd. i EIS'er overtages, idet der så er tale om en afståelse af sælgers nettoaktiver til køber³⁹.

3.2.2.2 Erhvervelse af en virksomhed

Foruden at kontrolbetingelsen skal være opfyldt, er der kun tale om en busi.com., hvis køber overtager en virksomhed fra sælger. En virksomhed er kendetegnet ved at bestå af input og processer med det formål at skabe en økonomisk gevinst til ejerne i form af output⁴⁰.

I den udgåede IFRS 3 var der blandt brugere tvivl, om hvor stor en andel af EIS'ernes input og i særdeleshed processer som skulle overdrages, for at der var tale om en busi.com.. Der har skullet foretages en samlet bedømmelse af, hvorvidt f.eks. overdragelse af personale og/eller lejekontrakter og viceværtsydelse medførte, at der var tale om en busi.com.. I IFRS 3R er det specifikt nævnt i B8, at det er overdragelsen af aktiver og passiver, som kan genere outputs, der er afgørende for, om der er tale om en busi.com..

³⁷ IFRS 3R BC 5-11

³⁸ IFRS 3R B5

³⁹ IFRS 3R B6 pkt. c

⁴⁰ IFRS 3R B7

En investeringsejendoms unikke kendetegn er efter vores vurdering, at aktiver og passiver ved begrænsede input og processer generer et selvstændigt cashflow, hvilket også underbygges af at dette forhold er en grundlæggende forudsætning for at kunne optage en investeringsejendom til dagsværdi⁴¹.

Det forhold, at input og processer ikke overdrages, medfører fortsat at der er tale om virksomhedsoverdragelse, så længe køber ved anvendelse af egne input og processer kan skabe outputs af de overtagne ejendomme. I B9 er det yderligere nævnt, at der skal tages højde for sædvanen i branchen, og da overdragelse af enkelte inv.ejd. må anses som værende sædvane, vil dette også medføre, at der er tale om en busi.com.⁴². Yderligere er det i B10 anført, at erhvervelsen af udviklingsselskaber uden noget igangværende output også kan anses for at være en busi.com., hvilket må medføre, at også erhvervelsen af EIS bestående af ejendomme under opførelse vil være omfattet af IFRS 3 R.

Det er derfor vores overbevisning at købers overtagelse af aktier i et EIS eller overtagelse af aktiviteten i et EIS i overvejende grad må medføre, at der er tale om en busi.com. efter IFRS 3R. I praksis vil vi ikke underkende, at overtagelserne ofte er blevet behandlet som overtagelse af aktiviteter, hvorfor vi vil gennemgå de tilknyttede væsentlige regnskabsmæssige problemstillinger i afsnit 3.2.3.

3.2.2.3 Målingen af overdragelsen

Udgangspunktet er, at alle aktiver og forpligtigelser overtaget ved en busi.com. skal måles til dagsværdi ved første indregning⁴³.

Hvis vi tager udgangspunkt i en meget simpel virksomhedsoverdragelse, hvor det eneste passiv som overdrages er udskudt skat, er det efter vores vurdering relevant at se på den regnskabsmæssige behandling af udskudt skat, indregning af badwill, betingede købesummer samt behandling af transaktionsomkostninger.

⁴¹ IAS 40.53 modsætningsvis

⁴² BCCOI Deloitte, eksempel 5.3.2B, s. 20, taler ligeledes for denne fortolkning

⁴³ IFRS 3R.18

3.2.2.4 Udskudt skat i forbindelse med en busi.com.

Det er relevant at se på den regnskabsmæssige problemstilling ved behandling af udskudt skat, idet overdragelser, hvor det er aktierne i en juridisk enhed som overdrages, ikke medfører beskatning ved afståelse af ejendommen hos sælger. Idet det reelt set er muligt at udskyde betalingen til et tidspunkt meget langt fremme i tiden, derfor handles forpligtigelsen til under afregningsværdien, idet forpligtigelsen tilbagediskonteres fra f.eks. år 10 til overdragelsestidspunktet.

Nedenstående illustreres et eksempel på handelsværdien af et EIS.

Forudsætninger:

Investeringsejendom er hos sælger optaget til dagsværdi

Selskabsskatteprocenten udgør 25 %

Transaktionsomkostninger = 0

Salgspris = 95

	Regnskabsmæssig værdi hos sælger	Handelsværdi hos køber
Investeringsejendom	100	100
Udskudt skat	-15	-5
Egenkapital	-85	-95

Udskudt skat er beregnet således:

Regnskabsmæssig værdi	100
Skattemæssig værdi	-40
Grundlag for udskudt skat	60
Udskudt skat, 25 % af 60	15

Det fremgår af IFRS 3R.24 og 25, at udskudt skat skal behandles efter reglerne i IAS 12. Det fremgår af IAS 12.19, at ved en busi.com. skal aktivets regnskabsmæssige værdi anføres til handelsværdi altså i eksemplet 100, og skattebasen fastsættes til den overtagne skattebase, som vil være uændret på 40. Værdien af den udskudte skatteforpligtigelse må ikke tilbagediskonteres jf. IAS 12.53, hvorved værdien i overdragelsesbalancen fortsat vil udgøre 15.

Derved vil der i forbindelse med en busi.com. opstå goodwill på 10, som er forskellen mellem købsprisen på selskabet (95) og værdien af den bogførte egenkapital (85).

Overdragelsesbalancen ser herefter således ud:

Overdragelsesbalance efter IFRS 3R

Goodwill	10
Investeringsejendom	100
Udskudt skat	-15
Egenkapital	-95

Goodwill skal jf. IAS 36.10a underlægges en årlig nedskrivningstest for eventuel værdiforringelse. Den umiddelbare konsekvens af ovenstående vil være, at goodwillen skal nedskrives til 0, da pengestrømmene fra inv.ejd. vil angive en kapitalværdi på 100 og ikke 110. Dette er en helt ulogisk konsekvens af IFRS 3R, som reelt vil medføre, at der bogføres et såkaldt "day one loss" ved erhvervelse af EIS gennem en busi.com..

Efter vores vurdering kan der være to argumenter som understøtter, at der ikke skal foretages nedskrivning på goodwillen. Det ene argument er, at der iflg. IAS 36.6 kun er et nedskrivningsbehov, hvis såvel salgsværdien som kapitalværdien af aktivet er mindre end den bogførte værdi. Som udgangspunkt vil nettosalgsværdien efter fradrag af transaktionsomkostninger fortsat udgøre 110, i hvert fald umiddelbart efter transaktionen er gennemført. Problemet med denne betragtning er, at i det øjeblik, hvor der er et kapitaltab (salgsværdien af ejendommen er faldende) på ejendommene, vil der skulle foretages en nedskrivning af goodwillen til 100. Et sådan kapital tab forekommer i det nuværende

marked ofte pga. f.eks. forcerede salg, hvor ejendomme tvangsrealiseres til mindre end kapitalværdien. Kapitalværdien af ejendommen kan dog uden problemer godt være uændret.

En anden og efter vores vurdering korrekt teoretisk løsning vil være at definere den bogførte værdi af aktiverne som en nettobogført værdi dvs., den bogførte værdi i ovenstående eksempel udgør 95, idet den udskudte skatteforpligtigelse på 15 modregnes i aktiverens værdi på 110, inden der foretages nedskrivningstest. Idet kapitalværdien udgør 100 = inv.ejd. vil der kun skulle foretages nedskrivning af goodwill, såfremt kapitalværdien og nettosalgsværdien bliver mindre end 95. Nedskrivningstest skal foretages på den mindste pengegenererende enhed (CGU)⁴⁴. Det fremgår endvidere af IAS 36.76, at der ikke må modregnes forpligtigelser i den bogførte værdi af en CGU med mindre, værdien af CGU ikke kan opgøres uden at forpligtigelsen medregnes. Af IAS 36.78 fremgår det, at et eksempel på dette er, hvis køber vil skulle overtage forpligtigelsen i forbindelse med købet af CGU'en. Det er derfor vores vurdering, at såfremt det er normal praksis i et EIS at handle udskudt skat efter ovenstående model, må det være tilladt at anse den udskudte skat som en del af CGU'en, og at det derfor kun er nettoværdien af den pengestrømsgenerende enhed altså 95, som skal forsvares ved en nedskrivningstest.

Det er således vores overbevisning, at en busi.com. ikke bør medføre, at der skal ske nedskrivning af goodwill under hensyntagen til de faktiske økonomiske forhold

3.2.2.5 Indgåelse af "Bargain deals"⁴⁵

Overtager køber flere nettoaktiver opgjort til dagsværdi end købsprisen, har køber indgået en "Bargain deal".

En typisk situation er tilfælde, hvor handlen er gennemført fordi sælger er tvunget til at sælge⁴⁶. De regnskabsmæssige konsekvenser herved er efter vores vurdering yderst rele-

⁴⁴ IAS 36.66

⁴⁵ Jf. IFRS 3R.34. Bemærk ligeledes, at "Bargain profit" jf. IFRS 3R BC 379-381 ikke er en videreførelse af det "gamle" begreb negativ goodwill eller badwill som oftest opstod pga. manglende indregning af eventualforpligtigelser. "Bargain" profit er alene udtryk for, at sælger ikke har mulighed for at sælge til markedsprisen

vante at beskrive for et EIS, idet den nuværende markedssituation medfører, at en lang række ejendomme og aktier i EIS tvangsfrasælges enten ved tvangsauktioner i forbindelse med en konkursbehandling eller i forbindelse med, at et EIS har behov for kapital til at indfri forfaldne forpligtigelser⁴⁷. Et sådant tvangssalg vil ofte medføre, at salgsprisen bliver lavere end kapitalværdien af ejendommen.

Et eksempel på opgørelsen af en "Bargain" indtægt kan være følgende eksempel:

Der er tale om en 100 % overtagelse og der er ikke tale om "step" acquisitions

Investerings ejendom er hos sælger optaget til dagsværdi

Transaktionsomkostninger = 0

Salgspris = 25

	Overdragelsesbalance
Investerings ejendom	75
Forpligtigelser	35
Egenkapital	40
Handelspris	25
"Bargain" indtægt	-15

Det er åbenlyst, at bestemmelserne om indtægtsførsel af "Bargain"-handler efterlader investor med en vis skepsis, for hvorfor skulle en sælger være villig til at sælge til mindre end dagsværdien? Derfor har IASB i IFRS 3R.36 indført den bestemmelse, at indtægten ikke må indtægtsføres før værdiansættelsen af følgende elementer er reviewet:

- a) alle overtagede aktiver og forpligtigelser
- b) ikke-kontrollerende aktionærer, hvis der er nogen
- c) værdiansættelsen af tidligere egenkapitalinstrumenter
- d) købesummen

⁴⁶ Eksemplet med forced sale er også nævnt i BCCOI Deloitte, s. 88

⁴⁷ Se opgørelse over tvangsauktioner. Statistik i Børsen

Yderligere er der anført specifikke oplysningskrav ved Bargain deals, som ikke vil blive nærmere gennemgået i dette afsnit.

3.2.2.6 Transaktionsomkostninger

En væsentlig ændring ved IFRS 3R er, at såvel direkte som indirekte transaktionsomkostninger i forbindelse med en busi.com. ikke længere kan aktiveres som en del af goodwillen⁴⁸.

Ofte er disse omkostninger i forbindelse med handel af ejendomme ganske betydelige og det er ikke unormalt, at omkostningerne kan udgøre op til mellem 5 og 10 % af prisen for nettoaktiverne.

For ejendomme gælder det, at omkostninger til mæglere og vurderingsfolk i forbindelse med en busi.com. altid vil skulle udgiftsføres. Det samme gælder omkostninger til f.eks. tinglysning. Dette gælder, selv om denne type omkostninger ved erhvervelse af enkeltaktiver ville kunne aktiveres jf. bestemmelsen i IAS 40.22. Det virker umiddelbart ulogisk, at omkostningerne ved erhvervelsen af aktivet skal behandles forskelligt afhængigt af, om der er tale om en busi.com. eller køb af enkelte aktiver, men ikke desto mindre har IASB taget stilling til dette problem i forbindelse med behandlingen af IFRS 3R og anført at det forhold, at de øvrige standarder ikke er i overensstemmelse med IFRS 3R, ikke skal medføre, at IFRS 3R behandler omkostningerne forkert⁴⁹. Det skal bemærkes, at transaktionsomkostninger ved køb af aktiviteter ofte alligevel skal udgiftsføres ved den efterfølgende måling, idet dagsværdien af ejendommene er prisen, som aftales mellem køber og sælger⁵⁰, og altså ikke indeholder købers transaktionsomkostninger.

En undtagelse til udgiftsførelse af transaktionsomkostningerne er, at udgifter forbundet med optagelse af gæld i forbindelse med finansieringen af erhvervelsen ikke skal behand-

⁴⁸ IFRS 3R.53

⁴⁹ IFRS 3R BC369

⁵⁰ IAS 40.45

les efter IFRS 3R men efter IAS 39. Dette medfører, at stempelomkostninger i forbindelse med låneoptagelse ikke skal udgiftsføres men fratrækkes gælden⁵¹.

3.2.2.7 Betingede købesummer ved busi.com.

I forbindelse med køb af et EIS vil der ofte være knyttet klausuler til opgørelsen af købesummen. Eksempler herpå kan være at købesummen reguleres i forhold til, at der udlejes et specifikt antal kvadratmeter eller opnås en specifik leje. Yderligere kan købesummen være betinget af, at køber opnår godkendelse til et specifikt brug af ejendommene som f.eks. skift af status fra industri til beboelse eller anvendelse til et specifikt industrielt formål. I visse situationer kan transaktionen indeholde reguleringsklausuler, som betyder, at den fulde købesum udbetales på closing dagen, men at der sker efterfølgende tilbagebetaling af dele af købesummen, såfremt f.eks. en brugstilladelse ikke opnås.

IFRS 3R foreskriver, at en betinget købesum skal indregnes i overdragelsesbalancen til dagsværdien uanset om aktivet/passivet kan måles pålideligt eller om det er sandsynligt, at klausulen finder anvendelse. I overdragelsesbalancen indregnes således et aktiv eller passiv herfor⁵². I den efterfølgende måling indregnes reguleringer af aktivet og forpligtigelse i resultatopgørelsen, såfremt forholdene ikke vedrører ændring af forhold på balancedagen. Sådanne forhold modregnes i goodwillbeløbet, hvis forholdene opstår indenfor 12 måneder fra balancedagen⁵³. Som hovedregel vil langt de fleste reguleringer påvirke resultatopgørelsen⁵⁴.

En køber erhverver et butikscenter for 100 pr. transaktionsdagen med mulighed for forhøjelse af købesummen til 150, hvis der indgås lejeaftaler for mellem 70-80 % af det samlede areal inden for 24 måneder efter overtagelsesdagen. Købesummen kan forhøjes til 200, hvis der indgås aftaler på mere 80 % af det samlede areal. Under hensyn til markedsf forholdene vurderes det, at købesummen vil blive forhøjet til 150, hvorfor dagsværdien af forpligtigelsen ansættes til 50.

⁵¹ IAS 39.43 og IAS 39 IG E.1.1. Behandlingen af gæld omtales nærmere i kapitel 4.

⁵² IFRS 3R.39

⁵³ IFRS 3R.58

⁵⁴ BCCOI Deloitte , s. 68

Forudsætning:

Der på hviler ikke butikscenteret udskudt skat ved overdragelsen. Butikscenteret er handlet til dagsværdi jf. IAS 40.

	Aktiver	Passiver
Investeringsejendom	150	
Dagsværdi af købsklausul		50
Betaling af købesum		100

Efter 24 måneder viser det sig, at 95 % af butikssarealerne er blevet udlejet, hvorfor der skal betales 100 i købesum. Denne regulering medfører følgende posteringer i regnskab:

	Debit	Kredit
Omkostning i resultatopgørelsen	50	
Dagsværdi af købsklausul	50	
Bank		100

Som udgangspunkt bør en sådan udgift i resultatopgørelsen modsvarer af en tilsvarende indtægt i forbindelse med dagsværdireguleringen af inv.ejd., men dette afhænger bl.a. af udviklingen i renteniveauet i den mellemliggende periode samt hvilken omsætning, der er tilknyttet lejekontrakterne på de indgåede lejemål. Formuleringen af de betingelser, som er tilknyttet opgørelsen af købesummen, kan således have væsentlig indflydelse på resultatopgørelsen i den efterfølgende periode. Et EIS, som ønsker at minimere risikoen for udsving i resultatopgørelsen, bør således sikre sig, at der er sammenhæng mellem de betingede købesummer og den efterfølgende værdiansættelse af inv.ejd.

3.2.3 Erhvervelse af investeringsejendomme ved køb af enkelt aktiver

Hvorvidt der er tale om køb af enkelt aktiv fastlægges ved at bestemme, om der er tale om en busi.com. efter bestemmelser gennemgået i afsnit 3.2.2.

Tages der udgangspunkt i det tidligere eksempel 3.2.2.4 om en købesum på 95 for inv.ejd., skal hele værdien på 95 indregnes på inv.ejd., selv om der reelt er tale om overtagelse af en ejendom til 100 og en udskudt skat på 5. IAS 12.15 forbyder dog indregning af udskudt skat ved første indregning af enkelt aktiver.

Ved efterfølgende indregning vil der således umiddelbart skulle indregnes et day one gain på 5, hvis ejendommens værdi antages at være 100.

Indtægtsførelsen er ligesom nedskrivning af goodwill i forbindelse med en busi.com. uhensigtsmæssigt, da de økonomiske realiteter ikke har ændret sig. Et argument for denne type modificeret dagsværdimåling kan være tilfælde, hvor ejendomme handles jævnlige, og der fastslås en uløselig sammenhæng mellem den udskudte skat og værdien heraf og ejendommens dagsværdi. Ikke desto mindre ses der ikke i IAS 40 at være nogen bestemmelse, som anfører, at der kan ske modregning af den udskudte skat i aktivets værdi i forbindelse med den efterfølgende måling⁵⁵. En sådan fortolkning af målingen af aktivet må således i sidste ende bygge på bestemmelserne i IAS 1 om et retvisende billede. I praksis ses denne metode da også ofte anvendt.

Er en ejendom købt som en aktivitet for 100, og der er betalt 15 i transaktionsomkostninger, er ejendommens dagsværdi således som udgangspunkt ikke 115 men 100, med mindre der er tale om en bargain deal jf. ovenstående afsnit 3.2.2.5 eller, med mindre værdien af ejendommen stiger efter købet og frem til balancedagen, hvilket reelt medfører, at transaktionsomkostninger også i forbindelse med køb af enkelt aktiver skal udgiftsføres i erhvervsåret.

3.2.4 Investeringsejendomme under opførelse (herefter IUO)

Vi har gennemgået reglerne for busi.com. og kunne her konstatere, at køb af inv.ejd. som hovedregel falder ind under dette regelsæt. Derfor vil vi i nedenstående gennemgang fokusere på egen opførelse af inv.ejd. og gennemgå reglerne for første måling. I afsnit 3.2.5 vil den efterfølgende måling blive gennemgået.

Inv.ejd. skal helt generelt ved første indregning måles til kostpris, hvilket også gælder for IUO. Kostprisen omfatter købsprisen for ejendommen inkl. grund samt transaktions- og

⁵⁵ IAS 40.49d

tilknyttede omkostninger i forbindelse med købet, som kunne være tinglysning og honorarer til revisor, mægler og advokat samt ejerskifteomkostninger mv.⁵⁶.

Kostprisen indbefatter dog ikke opstartsomkostninger, medmindre de er tvungne med hensyn til at få ejendommen til at være i en stand, der er nødvendig for at drive ejendommen. Derudover kan eventuelle driftstab, som indtræffer forinden den opnåede grad af driftsstatus ikke tillægges kostprisen. Under egen opførsel af ejendomme vil usædvanlige/ekstraordinære omkostninger ligeledes heller ikke kunne indgå i kostprisen⁵⁷.

Fra og med den 1. januar 2009 er det tvunget at aktivere finansieringsomkostninger, der vedrører opførsel af ejendommen⁵⁸.

Definitionen på finansieringsomkostninger er renteomkostninger og andre omkostninger, som selskabet skal betale i forbindelse med optagelse af midler til finansiering. Aktiver er defineret som et aktiv, der tager en væsentlig del af tid at lave/konstruere, forinden det kan tages i brug/sælges⁵⁹. Det væsentlige er, at disse omkostninger er direkte henførbare til et aktiv, som opfylder definitionen på et kvalificeret aktiv jf. IAS 23.5. Derfor vil inv.ejd. skulle medregne renteomkostninger mv. i opgørelsen af kostprisen, indtil ejendommen er klar til at blive taget i brug, hvorefter den ikke længere er et kvalificeret aktiv⁶⁰.

3.2.5 Efterfølgende måling

Der er i efterfølgende måling ved f.eks. afsluttet opførsel af ejendommen mulighed for at måle efter to modeller nemlig henholdsvis kostprismodellen og dagsværdimodellen⁶¹.

Generelt er der valgfrihed imellem de to principper, men det foreskrives, at der er stor

⁵⁶ IAS 40.20-21

⁵⁷ IAS 40.23

⁵⁸ IAS 23 s. 1383

⁵⁹ IAS 23.5-6

⁶⁰ IAS 23.7

⁶¹ IAS 40.30b

usandsynlighed for, at man skifter fra dagsværdimåling til kostprismåling ud fra tanken om, at dette skulle kunne bidrage med et mere retvisende billede⁶².

3.2.5.1 Kostprismodellen

3.2.5.1.1 Afgrænsning af anvendelse af kostprismodellen i forhold til dagsværdimodellen

Før gennemgangen af kostprismodellen er det nødvendigt at begynde med at beskrive valgfriheden mellem kostpris med fradrag af systematiske afskrivninger eller dagsværdimodellen. Det springende pkt. er her, hvornår informationer er relevante til regnskabsbrugeren og som konstateret ovenfor vil et skifte fra dagsværdi til kostpris ikke være sandsynligt⁶³. Indregning til dagsværdi forudsætter dog, at dagsværdien kan måles pålideligt.

Dagsværdi kan ikke altid opgøres pålideligt og i nogle tilfælde kan der være en klar indikation af, at virksomheden ved en eksisterende ejendom efter opførslen ikke løbende kan opgøre dagsværdien pålideligt. Kravet er, at der skal være sammenlignelige markedstransaktioner eller findes alternative skøn over dagsværdien (DCF- og normalindtjeningsmodellen). Hvis ejendommen ikke er færdiggjort, skal den i tilfælde af manglende mulighed for at opgøre pålidelig dagsværdi indregnes til kostpris, indtil dagsværdi er pålideligt målbar ved færdiggørelsen. Hvis man efter færdiggørelse vurderer, at dagsværdien kontinuerligt ikke kan opgøres pålideligt, vil denne ejendom skulle måles efter kostprismodellen i IAS 40.56, som i sin helhed er i overensstemmelse med reglerne i IAS 16⁶⁴.

Når der er målt efter dagsværdimetoden, kan der derfor ikke skiftes princip, og dagsværdi skal gælde indtil afståelse/skifte til domicilejendom, dette vil også være tilfældet selvom sammenlignelige markedstransaktioner sker sjældnere⁶⁵.

⁶² IAS 40.32A

⁶³ IAS 40.31 - Framework 26-30

⁶⁴ IAS 40.53

⁶⁵ IAS 55

Det kan ud fra den ovennævnte afgræsning konstateres, at man bevæger sig mere og mere i retning af ren dagsværdimåling uden mulighed for at vælge kostpris, hvilket også er IASB's holdning. Da grunden til valgfrihed dels skyldtes, at regnskabsproducenter og brugere skulle lære at anvende modellen og samle erfaring derudover var begrundelsen ligeledes, at mindre udviklede lande skulle have mulighed for at modne og oparbejde et marked for ejendommene. Derfor er overvejes det at fjerne valgfriheden på et senere tidspunkt⁶⁶.

3.2.5.1.2 Kostprisopgørelsen

Kostprisopgørelsen skal foretages i overensstemmelse med IAS 16.30 til kostpris med fradrag af regnskabsmæssige afskrivninger. I disse tilfælde vil man skulle indregne ejendommen til kostpris indtil afhændelse, alle andre inv.ejd. måles til dagsværdi⁶⁷.

Kostpris med fradrag af systematiske afskrivninger jf. IAS 16 stiller særlige krav til dekomponering af ejendommens kostpris i bestanddele med væsentlig forskellige levetider samt restværdi og brugstid. Den tidligere gennemgang af elementer, der indgår i kostprisen, er anført ovenfor og derfor fokuseres i dette afsnit på afskrivninger samt reparation og forbedring.

3.2.5.1.2.1 Reparation og vedligeholdelse

Med hensyn til reparation og vedligeholdelse er den vigtigste sondring forbedring/vedligeholdelse, da forbedring skal aktiveres, og vedligeholdelse skal udgiftsføres. Forbedringsomkostninger er omkostninger, som forventes at medføre en forøgelse af inv.ejd. fremtidige afkast eller dens dagsværdi, og disse omkostninger skal kunne opgøres pålideligt⁶⁸. Omkostninger, der ikke falder ind under begrebet forbedringer, vil være vedligeholdelse. Der har været holdninger omkring, at udgifter generelt skulle udgiftsføres lige meget hvad, men for at følge hele Framework definitionen og CGU definitionen er

⁶⁶ IAS 40.BC.12

⁶⁷ IAS 40.33 & IAS 53

⁶⁸ IAS 16.7 & Framework 85-88

det fastslået, at såfremt der er tale om en udgift der øger værdi eller fremtidig afkast så skal denne aktiveres⁶⁹.

3.2.5.1.2.2 Afskrivninger

Dekomponering af ejendommens kostpris i bestanddele med forskellige levetider er et krav, når de enkelte dele af ejendommen udgør væsentlige dele med forskellige levetider⁷⁰. Afskrivningerne skal i resultatopgørelsen ud fra en systematisk afskrivning henover den forventede levetid⁷¹. Ved ejendomme vil der altid være behov for en opdeling, da der f.eks. kan være tale om grund med uendelig levetid, mens taget vil have en begrænset levetid. Afskrivningsperioden/afskrivningsmetoden skal vurderes fra bestanddel til bestanddel og omfatter en vurdering af slid, teknisk forældelse samt en subjektiv vurdering af selskabet, som benytter de enkelte dele forskelligt. Der skal tages højde for den valgte scrapværdi, samtidig med, at der ikke må ske afskrivning før aktivet er taget i brug⁷².

3.2.6 Indregning af investeringsejendomme til dagsværdi

Som nævnt ovenfor i afsnit 3.2 bør et EIS som udgangspunkt værdiansætte inv.ejd. til dagsværdi, hvilket i praksis også oftest er tilfældet.

I det følgende vil vi beskrive begrebet dagsværdi samt de mest anvendte værdiansættelsesmodeller fra praksis. Yderligere vil vi drøfte de væsentlige regnskabsmæssige problemstillinger ved værdiansættelse til dagsværdi.

3.2.6.1 Begrebet dagsværdi og betydningen heraf på markeder som ikke er aktive

Af IAS 40.36 fremgår det, at ”dagsværdien af inv.ejd. er den pris som ejendommen kan handles til mellem velinformerede og interesserede parter på armslængde vilkår”⁷³

⁶⁹ IAS 16.7 & IAS 40.BC.40-42

⁷⁰ IAS 16.43-45

⁷¹ IAS 16.48 & 16.50

⁷² IAS 16.50-59

⁷³ Det fremgår endvidere, at værdien skal opgøres på balancedagen jf. IAS 40.38

Samme definition er ligeledes anført i IVSC og RICS begrebsrammer til opgørelse af dagsværdi⁷⁴. IVSC og RICS er i Europa de to mest anerkendte standarder for værdiansættelse i overensstemmelse med IAS 40.

Det er væsentligt at få defineret velinformerede og interesserede parter.

Med velinformerede parter menes parter, som har et fornuftigt kendskab til værdien af inv.ejd. baseret på dens brugsstilstand og potentiale mv.

Med interesserede parter menes, at transaktionen skal gennemføres, uden at der tages hensyn til at køber f.eks. er tvunget til at betale en meget urealistisk pris for ejendommen f.eks. i forbindelse med panthavers beskyttelse af sit pant. Køber en panthaver således en ejendom for 100, som kun har en kapitalværdi på 50, må købsværdien på 100 ikke tillægges værdi ved opgørelsen af dagsværdien ved den efterfølgende indregning af dagsværdien. Alligevel forekommer denne type transaktioner på de nuværende markeder, idet pant-haver ønsker mulighed for at realiserer en fremtidig kapitalgevinst på et senere tidspunkt⁷⁵.

Fra sælgers side er det specifikt nævnt, at sælger ikke må være tvunget til at foretage et forceret salg⁷⁶. Det betyder således også, at et forceret salg ikke må danne grundlag for beregningen af handelsprisen. I princippet må dette forbud være gældende uanset antallet af forcerede handler i markedet.

Det skal bemærkes, at forcerede salg rent faktisk godt kan være foretaget til dagsværdi. Har sælger f.eks. mulighed for at udbyde ejendommen til salg til flere købere, og har kreditorer givet sælger tid nok til at markedsføre ejendommen, vil transaktionen fortsat være gennemført til dagsværdi, og en sådan transaktion skal stadig indgå som en del af prisfastsættelsen på det aktive marked⁷⁷. Det kan efter vores vurdering derfor anføres, at reelt

⁷⁴ IAPV, s. 68

⁷⁵ Jf. Artikler i Børsen tirsdag d. 3. marts 2008, s. 12 og 13.

⁷⁶ IAS 40.43

⁷⁷ IASB EAP, oktober 2008, pkt. 24 modsætningsvist.

vil kun tvangsaktioner opfylde betingelserne for et forceret salg ud fra den betragtning, at en sælger, som ikke er erklæret konkurs, ud fra købers synsvinkel stiller priser, som må være i overensstemmelse med dagsværdien.

Dagsværdi og priser på markeder forveksles ofte som værende to identiske begreber. Som det fremgår af ovenstående, vil dette ikke være tilfældet, såfremt priserne i markedet ikke er prisfastsat ud fra normale vilkår, som defineret i IAS 40.

3.2.6.2 Værdiansættelseshierarkiet i IAS 40

Hierarkiet er opbygget således jf. IAS 40.46:

1. Sammenlignelige transaktioner på aktive markeder
2. Seneste handelspriser på sammenlignelige ejendomme på mindre velfungerende markeder.
3. Anvendelse af tilbagediskonterede pengestrømsmodeller.
4. Kostprisen i tilfælde hvor dagsværdien af ejendomme ikke kan måles pålideligt jf.

IAS 40.53

Ad 1) Det fremgår af IAS 40.45, at hovedreglen er at inv.ejd. skal værdiansættes baseret på et aktivt marked for sammenlignelige transaktioner både under hensyn til samme placering, tilstand af ejendommen og med samme bonitet af lejerne.

Det skal anføres, at sådanne sammenlignelige transaktioner for ejendomme kun kan forekomme i meget få tilfælde, idet ikke to ejendomme kan have nøjagtig samme placering, ligesom ejendommene som udgangspunkt heller ikke kan have identisk bonitet hos lejerne. Derfor vil langt hovedparten af alle inv.ejd. ikke kunne værdiansættes efter dette princip.

Ad 2) Her vil der typisk være tale om sammenlignelige transaktioner på markeder, som ikke er aktive eller transaktioner, som kun er delvist sammenlignelige på aktive markeder. Under forudsætning af at markederne er velfungerede, dvs. at priserne bliver stillet, uden at blive påvirket af forcerede køb og salg samt, at der er likviditet i markederne, vil

det som udgangspunkt være muligt at sammenligne mange inv.ejd. med delvist sammenlignelige transaktioner. I praksis må det dog konstateres, at værdiansættelseshierarkiet ikke følges stringent, hvilket i øvrigt også må anses som værende tilladt efter IAS 40. 46 og IAS 40.47.

Ad 3) Pengestrømsmodeller vil i langt de fleste tilfælde skulle anvendes ved værdiansættelse af inv.ejd. jf. ovenstående. Det fremgår af standarden, at input til modellerne så vidt muligt skal være baseret på observerbare markedsinformationer og på objektive data. I praksis anvendes som oftest normalindtjeningsmodellen eller DCF-modellen. Det må dog forholde sig således, at markedshandler, i det omfang de ikke er ukvalificerede som følge af forcerede salg jf. ovenstående, skal bruges som understøttelse for den beregnede værdi af ejendommene alene ud fra den betragtning, at markedstransaktioner har forrang for pengestrømsbaserede modeller jf. værdiansættelseshierarkiet.

Normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen vil blive gennemgået i nedenstående afsnit med en beskrivelse af de begrænsninger, som er indbygget i modellerne. Som nævnt i afgrænsningen er der ikke tale om en finansieringsopgave, og vi vil således ikke detaljeret gennemgå modellernes beregninger.

3.2.6.3 Normalindtjeningsmodellen ⁷⁸

Vores kilders tilgang til normalindtjeningsmodellen varierer mellem opdeling i to eller tre faser. KPMG⁷⁹ arbejder med 3 faser, hvor der korrigeres for særlige forhold i 3 fase. Vi har valgt, at der korrigeres herfor i forbindelse med opgørelsen af normal indtjening, idet det er denne model, som er anvendt i vurderingslærebøgerne ”The income approach to valuation⁸⁰” og ”Real estate finance and investments⁸¹”. The ”income approach to valuation” er bygget på RICS standarderne, hvorfor vi finder deres tilgang til vurderingsprocessen mere valid end tilgangen valgt af KPMG.

⁷⁸ Standardafkastmodellen går under flere betegnelser herunder, income model, income approach, 1 års afkastmodellen og afkastmodellen

⁷⁹ KPMG, Inv.ejd, s. 46

⁸⁰ IAPV, s. 76 og 77

⁸¹ RFI, s. 285

Beregningen af ejendommens værdi i normalindtjeningsmodellen er yderst simpel, idet formelen⁸² er:

$$\text{Ejendommens værdi} = \frac{\text{Nettodriftsafkastet}}{\text{Afkastkrav}}$$

3.2.6.3.1 Opgørelse af nettodriftsafkastet

Opgørelse af nettodriftsafkastet af en ejendom er i normalindtjeningsmodellen således baseret på en gennemsnitsbetragtning om fastsættelsen af en stabil årlig positiv pengestrøm. Indtjeningen i modellen er ligeledes fastsat til at være uendelig.

Model til opgørelse af nettodriftsafkastet		Reference
+	Maksimalle lejeindtægter	1
+	Øvrige lejeindtægter f.eks. parkeringsindtægter osv.	
-	Fradrag for tab på ikke udlejede arealer	2
=	Bruttoindkomsten fra ejendommen	
-	Vedligeholdelsesomkostninger	3
	Generalomkostninger	3
-	Fællesomkostninger som ikke refunderes af lejer	3
=	Nettodriftsafkastet	

Kilde: Delvis egen tilvirkning samt "IAPV" figur 5.2, side 77

Ad 1) Maksimalle lejeindtægter opgøres som den årlige leje fra indgåede lejeindtægter inklusiv effekten af indbyggede step ups, hvilket ofte er tilfældet for centerlejemål. En lejekontrakt, som er indgået på følgende vilkår, skal således indregnes til 1.000. I år 1 er lejen 800 så 900 i år 2 og 1300 i år, hvilket giver en lejeindtægt på 1.000 i lejeperioden $(800+900+1300/3)$. Step ups indarbejdes specielt ved lejekontrakter på nye lejemål for at sikre, at lejers driftsindtægter følger udviklingen i lejeomkostningerne.

⁸² IAPV, s. 71

Ikke udlejede arealer indregnes til markedslejen baseret på RICS definitionen, som angiver, at markedslejen er den leje, som en udlejer og lejer vil indgå på armslængde vilkår, hvis begge parter agerer velinformeret og uden pres⁸³.

Ad 2) Fradrag for tab på ikke udlejede arealer.

Fradraget skal tage højde for den gennemsnitlige udlejningsprocent på ikke udlejede lejemål samt en vurdering af effekten af manglende mulighed for at få fornyet lejeaftaler med eksisterende lejere⁸⁴.

Fællesomkostninger vil normalt ikke blive påvirket af udlejningsprocenten, da det i stedet for bliver færre lejere, som skal dække fællesomkostningerne.

Ad 3) Driftsomkostninger:

Driftsomkostninger udgøres af de årlige gennemsnitlige vedligeholdelsesomkostninger inklusiv kapitalværdien af øjeblikkelige behov for større udbedringsarbejder. Derudover skal administrative omkostninger til f.eks. udlejningsbureauer, valuarer, lønninger og reklameomkostninger mv. estimeres.

Et meget væsentligt pkt. er at vurdere udlejers mulighed for at få inddrevet fællesomkostninger. De samlede fællesomkostninger skal derfor estimeres og andelen heraf, som skal betales af lejer, i overensstemmelse med indgåede lejekontrakter skal fratrækkes⁸⁵.

3.2.6.3.2 *Anvendelse af kapitaliseringsfaktor*

Kapitaliseringsfaktoren i en normalindtjeningsmodel er en såkaldt totalrisikorente⁸⁶ bestående af to elementer den risikofri rente samt risikopræmien. Jo lavere totalrisiko desto større værdi har ejendommen.

⁸³ IAPV, s. 79

⁸⁴ IAPV, s. 87

⁸⁵ IAPV, s. 86

⁸⁶ IAPV, s. 70 - oversættelse af begrebet "all risk yield"

Den risikofri rente afhænger til dels af hvilket marked man befinder sig i, men typisk anvendes på ejendomsmarkedet en 10-årig statsobligation pga. sammenhæng mellem investeringens forventede løbetid og kreditkvaliteten i en 10-årig statsobligation⁸⁷.

Risikopræmien fastsættes i teorien ud fra en række ejendomsspecifikke forhold og en række samfundsøkonomiske forhold.

De ejendomsspecifikke forhold er bl.a. lejernes bonitet, type af ejendom f.eks. bolig, kontor eller industri, beliggenhedskrav fra lokalplaner, anvendelsesmuligheder og forventet slitage på ejendommen.

De samfundsmæssige forhold er i al væsentlighed renteniveau, inflationsniveau og konjunkturmæssige forhold.

I en forenklet udgave påvirker faktorerne afkastkravet således:

Samfundsøkonomiske	Påvirkning på afkastkravet
Højkonjunktur	Ned
Lavkonjunktur	Op
Højrenteniveau	Op
Lavrenteniveau	Ned
Ejendomsspecifikke	
God bonitet hos lejere	Ned
Dårlig bonitet hos lejere	Op
God beliggenhed	Ned
Dårlig beliggenhed	Op
Sektor risiko	Afhænger af udbud og efterspørgsel på de specifikke ejendomstyper
Gode anvendelsesmuligheder	Ned
Dårlige anvendelsesmuligheder	Op

Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående er som nævnt de teoretiske faktorer, som indgår i afkastkravet. I teorien er det dog også fastslået, at afkastkravet i normalindtjeningsmodellen kun kan opgøres kor-

⁸⁷ RFI, s. 285

rekt ved at opgøre afkastkravet baseret på markedstransaktioner⁸⁸. Hvilket ligeledes betyder, at et af ledelsen fastsat teoretisk afkastkrav ikke kan anses for at være korrekt ifølge modellen.

I praksis betyder det, at afkastkravet til en specifik ejendomsberegning teknisk kan opgøres ved følgende formel:

$$\text{Afkastkravet} = \frac{\text{Sammenlignelige transaktioners Nettodriftsafkast}}{\text{Pris på ejendommen}}$$

For at kunne anvende det korrekte afkastkrav er der således krav om, at følgende forudsætninger skal være opfyldt:

- Tilstrækkeligt antal sammenlignelige transaktioner. Hvornår der er tale om et tilstrækkeligt antal transaktioner er ikke nærmere fastsat i teorien. Det er dog fastsat jf. tidligere diskussion i afsnittet, at forcerede handler ikke må medregnes.
- Yderligere er det et krav, at de handlede ejendommers nettodriftsafkast kan estimeres korrekt.

Som generel forudsætning kan det derfor også anføres, at modellen i forbindelse med fastsættelse af kapitaliseringsfaktoren forudsætter et marked med meget stor gennemsigtighed i forhold til fastsættelse af priser.

3.2.6.3.3 Fordele og ulemper ved modellen

Modellen er typisk blevet anvendt i f.eks. England og Nordeuropa⁸⁹ med den begrundelse, at der er tale om en omkostningseffektiv model samt, at modellen specielt for vurderingshuse er meget nemt anvendelig, da de har adgang til de nødvendige historiske markedsdata, hvilket også giver sig udslag i at engelske vurderingshuse f.eks. i London har

⁸⁸ IAPV, s. 70 samt RFI, s. 287

⁸⁹ ETRE 2009, s. 17

været i stand til at fastsætte afkastkrav helt ned på gadeniveau⁹⁰. I Danmark er modellen ligeledes foretrukket blandt de fleste aktører i markedet⁹¹ og de større vurderingshuse i Danmark offentliggør ligeledes afkastkravet for ejendomme baseret på forskellige geografiske placeringer.

Ud fra en teoretisk betragtning om at et velfungerende marked med høj gennemsigtighed altid må have ret i fastsættelsen af afkastkravet, må modellen således anføre at være meget anvendelig når markedet er velfungerende. Ligeledes må det antages, at det i et velfungerende marked må være relativt nemt at vurdere det gennemsnitlige årlige netto-driftsafkast fra en ejendom.

Standardafkastmodellens anvendelighed kommer således først for alvor under pres i det øjeblik, hvor markedet ikke længere er aktivt eller, hvor priserne ikke længere er gennemsigtige.

Modellen opererer med et nettodriftsafkast som er uændret i det uendelige. Det er svært at acceptere denne forudsætning i et marked, hvor priserne er for stærkt nedadgående, ligesom der må stilles væsentlige spørgsmål i lejernes bonitet, når der ses længere frem end nogle få år. Alt andet end lige vil et uroligt marked medføre, at nettodriftsafkastet på en ejendom ikke kan blive stabil i det uendelige.

Yderligere må det anføres, at i England, som er Europas primære ejendomsmarked, er antallet af handler væsentligt formindsket, og hvis der yderligere fratrækkes forcerede handler, anses det for usikkert, hvorvidt der er tilstrækkelig volumen i markedet til, at der med rimelig sikkerhed kan siges at være foretaget sammenlignelige transaktioner⁹².

Opsummeret kan det således anføres, at modellen nok er anvendelig i højkonjunkturer men mister en stor del af sin pålidelighed under lavkonjunkturer.

⁹⁰ IAPV, s. 75

⁹¹ KPMG, Inv.ejd, s. 45

⁹² UK RI, s. 17

3.2.7 Discounted Cashflow modellen (DCF)

Modellen søger at estimere fremtidige frie pengestrømme fra ejendommen tilbagediskonteret med investors nominelle diskonteringsrente. Beregningsteknisk kan formelen for DCF-modellen udledes således:

$$\text{Ejendommens værdi} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{FCF}_t}{(1+r)^t}$$

Kilde: Egen tilvirkning

DCF-modellers opbygning på ejendomsinvesteringer kan variere fra kilde til kilde, formentlig fordi DCF-modellers udbredelse fortsat er begrænset. Særligt vil vi gøre opmærksom på, at definitionen af diskonteringsfaktoren er forskellig i kildematerialet. Generelt er det værd at bemærke, at DCF-modellen ikke skal udarbejdes efter reglerne i IAS 36.

DCF-modellens opbygning indeholder således i al væsentlighed 3 elementer:

- Opgørelse af det frie cashflow
- Værdien af terminalperioden
- Fastsættelse af diskonteringsfaktor

3.2.7.1 Det forventede frie cashflow

Beregningsteknisk kan det frie cashflow opgøres således:

$$\begin{aligned} &+ \text{ Lejeindtægter} \\ &- \text{ Driftsomkostninger} \\ &= \text{ Driftsresultat før renter og skat} \\ &+/- \text{ Nettoinvesteringer} \\ &= \text{ Frit cashflow} \end{aligned}$$

KPMG, Inv.ejd, side 54

Modellen anvendes for hvert år i budgetteringsperioden.

Lejeindtægter og driftsomkostninger opgøres som udgangspunkt efter samme principper som for normalindtjeningsmodellen.

Nettoinvesteringer vil som minimum skulle indeholde de forventede nettoinvesteringer i forbindelse med renovering og ombygning af eksisterende bygninger. I IAS 40.51 er det anført, at dagsværdien ikke skal fratrækkes fremtidige anlægsinvesteringer og ikke tillægges de forventede fremtidige pengestrømme herfra. Denne bestemmelse underbygger således KPMG's fortolkning af reglerne,⁹³ idet KPMG anfører, at udgiften til opførelse af nye arealer med tilhørende leje ikke må indregnes i budgetperioden.

PWC har anført den holdning, at ejendommens værdi skal afspejle begrebet "highest and best use".⁹⁴ Begrebet er baseret på SFAS 157, og angiver, at det ikke er den nuværende tilstand eller brug af et aktiv, som skal angive markedsværdien, men skal være baseret på den højst mulige brugsværdi af aktivet. Ville en markedsaktør således foretage opførelse af et storcenter og rive eksisterende bygninger ned, burde dagsværdien afspejle dette forhold. Det er dog vores vurdering, at bestemmelsen i IAS 40.51, som forbyder indregning af fremtidige projekter, som udgangspunkt har forrang for de eventuelle intentioner IASB har haft i forbindelse med udarbejdelse af standarden.

Vi vil dog gerne bemærke, at det forekommer ulogisk at fremtidige investeringer jf. nedenstående afsnit om værdiansættelse af inv.ejd. under udvikling skal indregnes til dagsværdi, mens det ikke er tilladt at en eventuel fremtidig beslutning om tilbygning må værdiansættes til dagsværdi. Den eneste konceptuelle forskel er, at den ene beslutning er truffet, mens den anden beslutning er en, som kan træffes af ledelsen. Forventer ledelsen med overvejende sandsynlighed at foretage beslutning om opførelsen af f.eks. en ny tilbygning, bør dette kun afspejles i pengestrømmene i budgetteringsperioden.

Budgetteringsperioden for ejendomsinvesteringer tager udgangspunkt i den forventede investeringsperiode samt ejendommens alder og lejeaftalernes løbetid mv. Normalt vil budgetteringsperioden for ejendomme være fastsat til mellem 5 og 10 år⁹⁵.

⁹³ KPMG, Inv.ejd, s. 55

⁹⁴ PWC, The IFRS Manual of Accounting, s. 17028

⁹⁵ KPMG, Inv.ejd, s. 54 & RFI, s. 289

3.2.7.2 *Terminalværdi*

Værdien af terminalværdien er baseret på, at der opnås en konstant vækst i driftsindtjeningen efter budgetperiodens udløb. Er der tale om erhvervsejendomme, vil det normalt svare til en stigning i driftsindtjening svarende til inflationen, da lejeindtægterne reguleres hermed. Er der tale om beboelsesejendomme kan der generelt ikke indregnes stigning i lejeindtægter pga. lejelovens bestemmelser⁹⁶.

3.2.7.3 *Diskonteringsfaktoren*

Der er i en hvis grad uenighed om, hvorledes diskonteringsrenten skal fastsættes ved anvendelse af DCF-modellen. Der er udbredt enighed om, at diskonteringsrenten er den risikofri rente + risikotillæg i lighed med normalindtjeningsmodellen⁹⁷. Yderligere er det enighed om, at der skal anvendes en før skat betragtning, og at renten skal være højere end for normalindtjeningsmodellen, idet DCF-modellens pengestrøm indeholder stigning i pengestrømmene på grundlag af inflation⁹⁸.

Herefter ophører enigheden til dels. I den amerikanske litteratur er det angivet, at risikopræmien skal baseres på ejendomsspecifik risiko,⁹⁹ mens det i den engelske litteratur er angivet, at risikoen skal baseres på et markedsbestemt risikotillæg, som tidligere har været anført til all risk renten fra standardafkastmodellen + 2 %, som udtryk for inflationsreguleringen¹⁰⁰. KPMG¹⁰¹ vurderer, at de to modeller skal kombineres.

En 4. mulighed som ikke er anført i kilderne, og som formodentligt ikke pt. kan finde anvendelse, idet IAS 40.46 c anfører, at diskonteringsfaktoren skal være risikojusteret, er brugen af risikojusterede cashflows. Det er således efter IAS 36.55 muligt at risikojusterer cashflows, hvorefter diskonteringsfaktoren således skal være eksklusiv risikopræmien.

Den risikojusterede cashflowopgørelse er f.eks. velegnet til at indregne muligheden for tab på lejere illustreret ved nedenstående eksempel:

⁹⁶ KPMG, Inv.ejd, s. 56 & IAPV, s. 96-97

⁹⁷ IAPV, s. 92 & KPMG, Inv.ejd, s. 56

⁹⁸ IAPV, s. 92 & KPMG, Inv.ejd s. 56

⁹⁹ RFI, s. 289-290

¹⁰⁰ IAPV, s. 92

¹⁰¹ KPMG, Inv.ejd, s. 57

Eksempel

Nettodriftsafkast i år 1 = 100

I år 2 er der indikationer på at en lejer muligvis kan blive insolvent vurderet. På baggrund af en kreditvurderingsmodel er der risiko for følgende 3 nettodriftsafkast i år 2:

- 1) 50 % chance for indkomst på 100
- 2) 25 % chance for indkomst på 75
- 3) 25 % chance for indkomst på 50

Herefter indregnes nettodriftsafkastet med $(100 \cdot 50 \%) + (75 \cdot 25 \%) + (50 \cdot 25 \%) = 81,25$.

Særlige markedsforhold i en lavkonjunktur, hvor markedets risikotillæg i en hvis grad f.eks. også må antages at afspejle likviditetsrisiko og risikoen for at ejendomsporteføljer indgår i forcerede handler, vil ovenstående cashflowberegning afspejle en mere pålidelig diskontering af pengestrømmene.

3.2.7.4 *Fordele og ulemper ved modellen*

Modellen finder på visse markeder kun begrænset anvendelse, hvilket besværliggør sammenligninger af de anvendte diskonteringsfaktorer og dermed pålideligheden af den anvendte diskonteringsfaktor. Fordelene er bl.a., at det er muligt at indarbejde vedligeholdelse og renoveringsopgaver, samt at der i vurderingen skal tages højde for alle specifikke forhold, som påvirker den fremtidige driftsindtjening, og at der kan foretages risikoafvejning af sandsynligheden for, at forholdene vil forekomme. Indkomsten er således ikke statisk i budgetteringsperioden¹⁰².

¹⁰² IAPV, s. 91-92

Det må ligeledes anføres, at RICS allerede i 1980 har anført, at DCF-modellen bør være den foretrukne værdiansættelsesmodel, ligesom betragtningen er understøttet i kilderne. Særligt i USA og England er modellen nu den foretrukne værdiansættelsesmodel¹⁰³.

3.2.8 Værdiansættelse af investeringsejendomme under opførelse (herefter IUO)

Med virkning fra 1. januar 2009 har IASB besluttet at udvide definitionen af IAS 40 til også at omfatte IUO'er¹⁰⁴. Ændringen blev vedtaget i forbindelse med afslutningen af det årlige forbedringsprojekt i IASB for 2007. Tilføjelsen blev endelig besluttet i 2008.

Ændringen medfører, at EIS'er som måler færdige inv.ejd. til dagsværdi, for fremtiden også skal måle IUO'er til dagsværdi. Dog kan målingen af IUO'er udskydes, indtil målingen kan foretages pålideligt jf. IAS 40.53.

I forbindelse med gennemførelsen af denne ændring til IAS 40 modtog IASB 42 kommentarer fra interessenter, hvoraf kun 26 var enige med beslutningen om, at IUO'er skulle måles til dagsværdi¹⁰⁵.

Ændringen af IAS 40 giver anledning til 2 primære overvejelser.

- 1) Er ændringen i overensstemmelse med bestemmelserne i Begrebsrammens krav om relevans?
- 2) Vil der i overensstemmelse med Begrebsrammen kunne opnås en pålidelig måling af dagsværdi?

Ad 1) Vi er som udgangspunkt enige med IASB's vurdering af, at informationen omkring en IUO dagsværdi er relevant for investor. Der kan næppe herske tvivl om, at i mange EIS'er vil denne type projekter i høj grad være den værdiskabende faktor for selskaberne. Illustreret ved nedenstående eksempel.

¹⁰³ IAPV, s. 78

¹⁰⁴ Jf. den nye definition i IAS 40.8(e)

¹⁰⁵ IASB, Agenda paper 4L, s. 3.

Selskab A har for 5 år siden erhvervet en grund placeret på lokation A, som på det tidspunkt var en relativ dårlig lokalitet uden adgang til motorvej og uden nogen udvikling. Nu er grundens værdi steget fra 100 til 200, fordi området er blevet udviklet med masser af boliger. Selskab A har opskrevet grundens værdi til 200, og påbegynder nu opførelsen af storcenter på grunden. Værdien af storcenteret forventes, i nutidsværdi at være 10.000 med opførelsesomkostninger på 9.500 i nutidsværdi. Altså en femdobling af værditilvæksten i Selskab A fra 100 (200 i værdi minus anskaffelsessum på 100) til 500 (10.000 i ny værdi minus 9.500 i anskaffelsessum). Investor vil uden tvivl tillægge denne igangsatte aktivitet værdi, og det, at Selskab A selv indregner værdiændringen i regnskabet, øger informationsværdien af regnskabet.

Vi er enige med IASB i, at denne værdiskabende aktivitet teoretisk set bør indregnes løbende i forbindelse med, at projektet færdigudvikles¹⁰⁶. Efter IAS 40.58 skal inv.ejd., som bliver videreudviklet f.eks. fra en til to bygninger, også værdiansættes til dagsværdi, når ombygningen er påbegyndt, og der bør således ikke være forskel på disse to transaktionstyper. Vi er således enige i IASB konklusion¹⁰⁷ om, at målingen af IUO'er til dagsværdi er relevante for investor.

Ad 2) IASB anfører tre primære argumenter for, at IUO'er kan måles til pålidelig dagsværdi¹⁰⁸.

- Det forhold, at inv.ejd. under udvikling kan måles til dagsværdi, må medfører, at det samme er muligt for IUO'er.
- At det teoretiske fundament for værdiansættelse til dagsværdi har udviklet sig betydeligt siden emnet sidst blev behandlet i 2000, og at IVSC har givet IASB ret i, at IUO kan måles til dagsværdi.
- At dagsværdiopgørelser i andre standarder generelt er blevet accepteret, selvom input kan være mere vanskelige at bedømme, hvilket ifølge IASB er gældende for f.eks. finansielle instrumenter for forskellige landbrugsaktiver.

¹⁰⁶ IASB, Agenda paper 18A, s. 4

¹⁰⁷ IASB, Agenda paper 18A, s. 4

¹⁰⁸ Alle 3 punkter er fra IASB, Agenda paper 18A, s. 3

Som udgangspunkt har IASB efter vores vurdering ret i deres argumenter. Vi er dog også enige i, at interessenternes kommentarer om, at der relativt sjældent foretages handler med denne type ejendomme gør, at det vil være vanskeligt at sammenholde markedsværdien med salgspriser. Dette er dog ikke anderledes end den generelle situation i det nuværende marked hvor der er en betydelig forskel mellem markedsværdi og salgspris, og det alligevel er accepteret, at en cashflowbaseret model kan angive den korrekte markedsværdi af et projekt.

IVSC har i januar 2009 som en direkte konsekvens af ændringen i IAS 40 valgt at udarbejde et foreløbigt notat vedr. retningslinjer for værdiansættelse af IUO'er¹⁰⁹. Modellen angivet i notatet er som følger:

	Værdi af det færdige projekt på rapporteringsdagen
+	
-	Manglende færdiggørelsesomkostninger
-	Projekt risiko
=	Dagsværdien pr. rapporteringsdagen i fremtidsværdi
-	Tilbagediskontering til statusdagen af ovenstående værdi
=	Nutidsværdi pr. rapporteringsdag

¹ IVSC, januar 2009, pkt. 10 og 12

Værdien af det færdige projekt skal som udgangspunkt fastsættes til værdien af en tilsvarende færdigudviklet ejendom. Der skal i værdiansættelsen tages højde for manglende indgåelse af lejeaftaler, fremtidige lejeres bonitet og tomgang mv¹¹⁰. Punktet behandles derfor i overensstemmelse med den normale værdiansættelse af ejendommens driftsindtjening jf. afsnit 3.2.7.

Færdiggørelsesomkostninger inkluderer bl.a. konstruktionsomkostninger og finansieringsomkostninger, hvorfor tilbagediskonteringsfaktoren ikke skal indeholde finansieringsrente, men udelukkende skal være en inflationskorrigerende rente¹¹¹.

¹⁰⁹ IVSC, januar 2009, pkt. 1-4

¹¹⁰ IVSC, januar 2009, pkt. 14-15

¹¹¹ IVSC, januar 2009, pkt. 17

Projektrisikoen defineres som værende risikoen for, at projektet ikke kan gennemføres. Derudover skal der hensættes til den profit, som den erhvervende part ville kræve for at færdiggøre den pågældende IUO. Illustreret ved nedenstående eksempel.

Selskab A fra det tidligere eksempel står i år 3 og har færdiggjort 80 % af butikscenteret. Da selskab A er i likviditetsmæssige vanskeligheder, ønsker de at sælge butikscenteret fra. Der har ikke været ændringer til den forventede dagsværdi. Den umiddelbare tanke vil være, at selskab A vil forlange en pris på 80 % af dagsværdien på 10.000 = 8.000. Dette vil dog ikke være korrekt, idet køber B vil forlange en reduktion som følge af, at køber B påtager sig risiko for bl.a. færdiggørelsesrisiko samt eventuel lejerisiko mv. Antages salgsprisen således at blive f.eks. 8.300, vil der blive en profit på 300 til selskab A. Derfor vil det beløb, som skal fratrækkes i modellen for at nå frem til dagsværdien, hvis ejendomme ikke sælges, være den oprindelig forventede profit 500 minus selskab A's profit på 300 = 200, som købers forventede profit.

Som det fremgår af ovenstående beskrivelse, er der næppe nogen tvivl om, at det i de fleste tilfælde vil være muligt at udarbejde en værdiansættelsesmodel for IUO¹¹². Udfordringen omkring primært pålideligheden og subsidiært relevansen er efter vores vurdering, at værdiansættelseshierarkiets niveau 3, som foreskriver en modelbaseret værdiansættelse, ikke er inddelt i underniveauer. Der er næppe nogen tvivl om, at et niveau 3 baseret værdiansættelse af inv.ejd. generelt er pålidelig, når den delvis kan understøttes af salgstransaktioner, som reelt ville indikere, at værdiansættelse blev foretaget på baggrund af niveau 2 oplysninger. Som IAS 40 er opbygget på nuværende tidspunkt, vil værdireguleringer af ejendomme ikke være opdelt mellem færdige ejendomme og IUO på trods af, at der også fra en investors synsvinkel må antages at være to forskellige iboende risici tilknyttet dagsværdireguleringerne.

¹¹² IVSC, januar 2009, pkt. 7

3.2.9 Specifikke problemstillinger ved efterfølgende måling efter IAS 40

IAS 40 definition af dagsværdibegrebet er, som anført i bl.a. diskussionen omkring ”Highest and best use”, begrebet ovenfor ikke ensbetydende med, at det tilladt at værdiansætte alle karakteristika for en ejendom eller en ejendomsportefølje til dagsværdi. IAS 40 indeholder en række begrænsninger herfor bl.a. vedr. værdiansættelses af porteføljer og udskudt skat.

3.2.9.1 Porteføljebetragtning

Porteføljer af ejendomme kan skabe merværdi i form af synergier og omkostningsreduktioner. Denne betragtning er et udtryk for, at enkelte ejendommers værdiansættelse hver for sig vil være mindre, end hvis disse ejendomme værdiansættes samlet. Der skal her skelnes mellem køb af porteføljeejendom og egne opnåede synergier. Derudover kan en porteføljegevinst opnås ved mindskning af porteføljerisiko som følge af spredning af ejendomme inden for forskellige typer af ejendomme f.eks. boliger og kontorer samt ved forskellige geografiske placeringer.

Generelt er det forbudt at indregne synergier i porteføljer af ejendomme ligesom porteføljepræmien heller ikke må tillægges værdi jf. IAS 40.49 pkt. a og b men ovenstående giver alligevel anledning til en række overvejelser vedr. den regnskabsmæssige behandling.

3.2.9.1.1 Køb af porteføljeejendomme

Under vores afsnit omkring busi.com. redegjorde vi for, hvorledes inv.ejd. er at betragte som en busi.com., da de genererer særskilte cashflow, og kan identificeres som værende et CGU. Denne betragtning medfører ved køb af en portefølje af ejendomme, at der kan forekomme at være givet en merpris i form af den merværdi, man har tillagt ejendommene i forening f.eks. som følge af en geografisk nærhed, som gør, at omkostningerne ved driften af ejendommene er mindre end ellers. Denne eventuelle synergigevinst skal indregnes som goodwill i overdragelsesbalancen¹¹³. Illustreret ved nedenstående eksempel.

¹¹³ IAS 38.21 & 33

5 erhvervede ejendomme erhverves til en samlet pris på 100. De enkelte ejendomme skal derfor fordeles på de 5 ejendomme og antages at udgøre 18. Hvorved man erhverver 5 ejendomme, som hver især står til 18 i dagsværdi. Eksemplet er vist nedenfor:

Købesummen for ejendomme	-100
Værdiansættelse af hver enkelt ejendom (5 stk.)	90
Goodwill	10

Ved første efterfølgende måling vil der være det problem, at goodwillbeløbet reelt skal nedskrives, da ejendommenes dagsværdi enkeltvis kun udgør 90.

En værdiansættelse af ejendommene som en samlet enhed vil medføre, at dagsværdien fastsættes til 100, da der nu tages højde for synergieffekterne. Dette følger af goodwillbeløbet vil tilhøre en samlet CGU¹¹⁴, som inkluderer alle 5 ejendomme. Den mindste CGU vil iflg. definitionen i IAS 36 være de 5 ejendomme samlet, da ledelsen jo har overtaget ejendommene ud fra den betragtning, at de fungerer samlet. Nedskrivningstesten skal derfor efter vores overbevisning foretages samlet for alle 5 ejendomme under hensyntagen til synergierne, idet IAS 36.44 ikke forbyder indregning af synergieffekt mellem de 5 ejendomme.

3.2.9.1.2 Oparbejdelse af porteføljeejendomme

I modsætningen til ovenstående vil der ikke kunne ske en indregning af egen oparbejdet goodwill, herunder synergien ved en portefølje af ejendomme opført henover flere år¹¹⁵. Dette er ligeledes i modstrid med de regler, der er omtalt i IAS 36 omkring nedskrivning af aktiver og den værdi aktivet har i forhold til dens brug. Ved egen oparbejdet goodwill vil der derfor ikke ske aktivering af det forventede ekstra afkast i ovenstående eksempel 10, idet IASB generelt er af den opfattelse, at internt oparbejdet goodwill ikke kan måles pålideligt. Internt oparbejdet goodwill kan således ikke anses for at være objektivt, som

¹¹⁴ IAS 36.81

¹¹⁵ IAS 40.49

det er tilfældet ved en handel, da der i egen oparbejdet goodwill ikke er sket værdiansættelse i forhold til uafhængige parter, der handler på armslængde vilkår¹¹⁶.

3.2.9.1.3 Overvejelser ved porteføljerisikoer

Det kan som nævnt ovenfor forekomme, at den klassiske porteføljeteori¹¹⁷ omkring risikospredning på forskellige geografiske lokationer og typer af ejendomme medfører, at en portefølje af ejendomme værdiansættes højere/lavere end den individuelle værdi af ejendommene berettiger til. Der er som nævnt et direkte forbud mod at indregne gevinster herfra i IAS 40.49 pkt. a.

Ud fra det tilgængelige kildemateriale anser vi det for at være et yderst fornuftigt valg fra IASB. Porteføljerisikoen kan kun opgøres med et detaljeret datagrundlag, og kan kun måles med en betydelig usikkerhed iflg. vores kilde, bogen RFI. Der kan næppe heller være nogen tvivl om, at der foruden at kunne eksistere et porteføljetillæg, kan være tale om, at der kan eksistere et porteføljefracdrag som følge af, at besiddelsen af meget homogene ejendomsaktiver kan medføre, at aktiverne generelt vil falde mere i værdi end sammenlignelige ejendomme på markedet. Heller ikke denne værdi kan måles pålideligt. Vi mener derfor, at det vil være umuligt at måle porteføljerisikoen pålideligt i stor set alle EIS'er.

3.2.10 Udskudt skat

Under afsnittet omkring busi.com. afsnit 3.2.2 blev det konstateret at der ikke kan ske tilbagediskontering af udskudt skat i værdiansættelsen af inv.ejd. jf. IAS 12.53. Som hovedregel medfører en handel af aktier ikke beskatning. Udskudt skat tillægges derfor ikke af investor en forpligtigelsesværdi svarende til den nominelle forpligtigelse.

¹¹⁶ IAS 38.48 & IAS 40.49

¹¹⁷ Porteføljeteori vedr. ejendomme er der redegjort for i kapital 22 i RFI

3.3 Præsentation og oplysningskrav

Inv.ejd. skal præsenteres separat i balancen som en del af de langfristede aktiver¹¹⁸. Dog er der ikke nogen deciderede krav til resultatopgørelsen, men som udgangspunkt kunne den se således ud og stadig opfylde kravene i IAS 1.81-105:

Eksempel 13

Consolidated income statement^{1,2}
For the year ended 31 December 2003

In thousands of euro	Note	2003
Gross rental income ^{3,4}	2	18,376
Interest income from finance lease ³		411
Service charge income ^{3,5}	4	3,458
Service charge expenses ^{3,5}	4	-3,216
Property operating expenses ^{3,5}	4	-9,971
Net rental and related income		9,058
Profit on disposal of investment property⁶	9	1,991
Valuation gains on investment property		8,100
Valuation losses on investment property		-4,329
Net valuation gains on investment property	9	3,771
Proceeds from sale of trading properties ^{3,4}		9,424
Carrying value of trading properties sold ³		-8,976
Profit on disposal of trading properties		448
Administrative expenses	5	-7,409
Other income	3	7,741
Other expenses	6	-2,175
Net other income		5,566
Net operating profit before net financing costs⁷		13,425
Financial income	7	1,297
Financial expenses	7	-1,879
Net financing costs⁸	7	-582
Share of the profit of associates and joint venture ⁹	14	200
Profit before tax		13,043
Income tax expense ⁹	8	-4,795
Profit for the period⁹		8,248
Attributable to:		
Equity holders of the parent ⁹		7,827
Minority interest ⁹		421
Profit for the period⁹		8,248
Basic earnings per share (euro) ^{9,9}	22	2.39
Diluted earnings per share (euro) ^{9,9}	22	2.26

Kilde: KPMG, "IFRS Illustrative Financial Statements: Investment Property Companies", 2004

De generelle krav til noter i balancen mv. er ikke gennemgået her, da fokus i dette afsnit er præsentation og oplysningskravene jf. IAS 40.75-79, som er opdelt i 2 afsnit et generelt afsnit og en beskrivelse af kravene ved anvendelse af dagsværdimodel- len/kostprismodellen. Efter gennemgangen af IAS 40.75-79 vil IAS 1 samt IAS 7 om pengestrømme og et afsnit om oplysninger vedr. brug af generel accepterede værdiansættelsesmetodik blive gennemgået.

¹¹⁸ IAS 1.54

3.3.1 Præsentation og oplysningskrav i henhold til IAS 40.75-79

3.3.1.1 Generelt

1. Investerings ejendomsselskaberne skal overordnet redegøre for, om de benytter dagsværdi eller kostprismodel ved måling af inv.ejd..
2. Når en ejendom ikke entydigt kan klassificeres som værende en investeringsejendom eller domicilejendom/projektbeholdninger, skal de kriterier, som anvendes til at fastsættes ejendommens status, noteoplyses. Dette vil især være en vigtig oplysning i årsrapporten for de EIS'er, som beskæftiger sig med både development og inv.ejd. pga. de blandede benyttelser af ejendomme, hvor der både indgår ejendomme, som sælges på kort/lang sigt med gevinst for øje som skal klassificeres enten som varebeholdninger eller inv.ejd.¹¹⁹.
3. Metode og væsentlige forudsætninger ved opgørelse af dagsværdi skal oplyses. Derudover oplyses om disse oplysninger er understøttet af markedsindikationer eller andre faktorer som en følge af den pågældende ejendoms art og eventuelt manglende sammenlignelige markedsdata.
4. Hvorvidt værdiansættelsen er baseret på en uvildig faglig kvalificeret vurderings-ekspert med lokalkendskab inden for inv.ejd. såfremt der ikke anvendes vurderingsmand/valuar, så skal dette oplyses positivt.
5. Derudover skal der ske oplysning omkring de beløb, som indgår i resultatopgørelsen vedr. lejeindtægter samt de direkte driftsomkostninger på både udlejet og ikke udlejet del som kunne være tomgangsleje, der vedrører den aktuelle investerings-ejendom.

3.3.1.2 Dagsværdimodellen/Kostprismodellen

For dagsværdimodellen stilles der bl.a. krav til, at der gives yderligere oplysninger som i hovedtræk omfatter:

- Værdien af ejendommene primo og ultimo, herunder tilgange som skal specificeres med henblik på en fordeling på de beløb, som vedrører nye

¹¹⁹ IAS 40.8(a) & 40.9(a)

ejendomme og forbedringer, hertil kommer at eventuelle tilgange, der vedrører busi.com., også skal oplyses særskilt.

- Nettotab og gevinster der vedrører dagsværdireguleringerne samt skift i beholdninger fra f.eks. IAS 2 IAS 40 og IAS 16.
- Oplysninger om kostprismodellens anvendelse og hvorfor der ikke kan ske anvendelse af dagsværdimodellen, samt, hvis det er muligt, i hvilket interval man forventer, at en dagsværdi kunne være (gælder både dagsværdimodellen og kostprismodellen).

For kostprismodellen stilles der bl.a. krav til at der oplyses yderligere oplysninger som i hovedtræk omfatter:

- De anvendte afskrivningsmetoder brugstider og afskrivningssatser på de enkelte bestanddele af ejendommen, som er gennemgået under afsnit 3.2.3.
- Bruttoværdien samt de akkumulerede afskrivninger i regnskabsmæssige værdier.
- Værdien af ejendommene primo og ultimo herunder tilgange som skal specificeres med henblik på en fordeling på de beløb, som vedrører nye ejendomme og forbedringer, hertil kommer, at eventuelle tilgange der vedrører busi.com. også skal oplyses særskilt.
- Nedskrivning og afskrivninger.

3.3.2 Præsentation og oplysningskrav i henhold til IAS 1

IAS 1 og IFRS Begrebsrammen skal i samarbejde sikre, at oplysninger præsenteres ensartet i alle årsrapporter, derfor er IAS 1 afgørende med henblik på oplysningskrav, da standarden stiller minimumskrav til indhold og præsentation¹²⁰.

Den relevante sammenlignelige og troværdige information fremgår af IAS 1.122-133, som gennemgås i hovedtræk nedenfor:

¹²⁰ IAS 1.1

Virksomheder skal i deres noter oplyse omkring de primære forudsætninger, der er tillagt vægt i fremtiden. Derudover skal de oplyse om den generelle usikkerhed der vedrører skønsmæssige estimater som påvirker regnskabet i væsentlig grad, og hvorledes disse estimater spiller ind. Dette skyldes grundlæggende, at inv.ejd. værdiansættelse ofte vil omfatte en vægtning af fremtidige usikre begivenheder, som indeholder fremtidige cash-flowsestimater og diskonteringsrater¹²¹.

Generelt drejer det sig om oplysninger vedr. ledelsens sværeste og mest subjektive/komplicerede vurderinger, som medfører en risiko for at reguleringen af den regnskabsmæssige værdi er væsentlig i forhold til andre skøn/estimater¹²².

Derfor vil der, ud fra de kriterier der er fastsat, skulle gives en del oplysninger, når inv.ejd. værdiansættes ud fra dagsværdimodellerne (DCF- og normalindtjeningsmodellen), da disse indeholder et større antal variable og subjektive skøn og forudsætninger. Kravene hertil vil være omtalt i risikoafsnittet og omtale af regnskabsmæssige skøn vil være i noterne.

Netop pga. ejendommens karakteristika, særpræg og beliggenhed vil der ikke altid kunne identificeres transaktioner på markedet, som kan danne grundlag for en vurdering. Dette skyldes, at eksterne mæglere/valuarer vil anvende modeller til deres værdiansættelse, som kan variere fra vurdering til vurdering og med forskellige faktorer og parametre, der bør omtales i regnskabet.

Derfor skal ledelsen i noterne oplyse om de usikkerheder, som er indarbejdet i værdiansættelsen af ejendommene, og hvorledes eventuelle vurderinger er fremkommet. Dagsværdifastlæggelsen indeholder f.eks. elementer som usikkerheder ved indregning, eventuel risiko ved renteniveau og opsigelse af lejemål mv..

¹²¹ IAS 1.126

¹²² IAS 1.127

3.3.3 Præsentation og oplysningskrav i henhold til IAS 7

Der er et overordnet krav om, at pengestrømsopgørelsen skal vise cashflowskabelsen for den afrapporterede periode fordelt på driftsaktivitet, investeringsaktivitet og finansielle aktiviteter, som er mest hensigtsmæssig i forhold til regnskabsbruger¹²³.

Driftsaktiviteter viser den cashflowskabelse som kan afbetale lån og som kan skabe likviditet til at gennemføre nyinvesteringer. Derudover består driftsaktiviteter primært af omsætning, som for inv.ejd. vil være lejeindtægter og de tilhørende driftsomkostninger¹²⁴.

Investeringsaktiviteter viser de udgifter, der er forbrugt for at fremskaffe fremtidige økonomiske fordele (aktiver) og likviditetsskabelse herfra. For inv.ejd. vil et køb af en investeringsejendom medføre likviditetsskabelse¹²⁵.

Finansieringsaktivitet viser de fremtidige krav, som realkreditinstitutter/banker mv. stiller til tilbagebetaling af den tilhørende gæld på inv.ejd.. Afdrag på den tilhørende gæld vil blive vist som en afgang af likviditet, mens renterne er en del af driftsaktiviteterne¹²⁶.

Der stilles krav om rapportering enten efter den direkte eller indirekte metode, som på hver deres facon viser, hvordan pengestrømmene er fremkommet i forhold til resultatopgørelsen, men som ikke viser, om der skabes penge nok til afdrag på gæld eller løbende opretholdelse af drift. Det anbefales, at såfremt regnskabsbruger skal bruge informationer, som er brugbare i sin estimering af det fremtidige cashflow, så skal den direkte metode anvendes. Den indirekte metode viser ikke et detaljeret billede men et netto billede, mens den direkte viser bruttobetragtinger¹²⁷. Især vil det være positivt, at man anvender den direkte metode, da der ved inv.ejd. vil være mange poster, som kunne skjules under den indirekte metode såsom salg af ejendomme. Den direkte metode viser lejeindtægter og udgifter rensset for ”engangsposter” som salg af ejendomme der kan have karakter af

¹²³ IAS 7.10-11

¹²⁴ IAS 7.13

¹²⁵ IAS 7.16

¹²⁶ IAS 7.12 &17

¹²⁷ IAS 7.18-19

midlertidige og ikke tilbagevendende begivenheder. Derfor opfordres EIS'erne til at anvende den direkte metode, og såfremt dette ikke er tilfældet supplerende oplysninger, så informationsværdien af pengestrømmen højnes.

3.3.4 Brug af generel accepteret værdiansættelsesmetodik

For at øge ensartetheden og gennemsigtigheden af værdiansættelsen af henholdsvis aktiver og passiver har IVSC udarbejdet regelsæt og vejledninger til at simplificere og sikre, at vurderingshuse følger værdiansættelsesmetodikken i IAS 40. Denne forening har i forbindelse med deres arbejde lavet en undersøgelse af selskaber, som er medlem af EPRA, og som er underlagt IFRS for at identificere, hvorvidt standarderne omkring værdiansættelse blev benyttet, og om de blev implementeret korrekt. Undersøgelsen skulle klarlægge værdidefinitionen som blev anvendt og graden af ensartethed, der blev brugt til at værdiansætte inv.ejd..¹²⁸

Undersøgelsen viste, at især RICS "Red book" og IVS blev anvendt som henvisning til, at værdiansættelsen fulgte de heri givne krav og dermed de krav, som IAS 40 stiller. Det blev ligeledes konstateret, at enkelte selskaber henviste til disse standarder men til versioner, som for længst var forældede, og som ikke længere opfyldte IAS 40's bestemmelser. Selskaberne omfattet af undersøgelsen lavede selv en definition på "fair value", hvoraf 10 ud af samlet 59 selskaber gav korrekt gengivelse af definitionen, som enten kunne være "market value", som IVS og RICS anvender eller IASB definition på "fair value", mens der ud af de 59 selskaber kun var 29, som gav egentlig gengivelse af definitionen.¹²⁹

Undersøgelsen konkluderede, at der ikke er stor ensartethed i værdiansættelsen og de fortolkninger der var gjort, hvilket kan medføre en stor forvirring omkring sammenligningsmulighed og manglende ensartethed af værdiansættelsesmetoden. Formålet med at etablere RICS og IVS var at skabe en global ensartet værdiansættelsesstandard for at sikre gennemsigtigheden i de forskellige årsrapporter.

¹²⁸ IVSC, marts 2007, s. 1

¹²⁹ IVSC, marts 2007, s. 2-3

Dermed er der til stadighed ikke sket fuld ensartet implementering af værdiansættelsen af inv.ejd., som til fulde falder ind under IFRS. Denne generelle og overordnede definition, som er gengivet meget ensartet og som følger regelsættet under IFRS, er gengivet af henholdsvis EPRA, E&Y, Deloitte, PWC og INREV og overordnet bør denne definition være gennemgående i årsrapporterne og sikre den ensartethed, man hele tiden arbejder hen imod. Definitionen er oversat til følgende på dansk fra engelsk¹³⁰:

”En uafhængig vurdering af selskabets inv.ejd. blev udført af x for at fastlægge dagsværdien af inv.ejd. på balancedagen. Vurderingen er uarbejdet af den uafhængige vurderingsmand, som er specialist i denne type af ejendomme med de relevante beliggenheder. Værdiansættelsen er udtryk for dagsværdien, hvormed aktiverne kunne blive solgt imellem en velinformeret og interesseret køber såvel som sælger i en armslængde transaktion på den dato, hvor værdiansættelsen har fundet sted i overensstemmelse med IVSC.”

¹³⁰ IVSC, marts 2007, s. 5-6

4 Gæld tilknyttet investeringsejendomme

I kapital 3 behandlede vi det absolut væsentligste aktiv i EIS'er nemlig inv.ejd. Det væsentligste passiv vil være den gæld, som er optaget i forbindelse med købet af inv.ejd. Optages gælden til dagsværdi, vil de to væsentligste poster i regnskabet være opgjort til dagsværdi. Vi vil derfor beskrive mulighederne for at benytte dagsværdi som målingskriterier for EIS samt beskrive reglerne for eventuel måling af dagsværdien.

4.1 Definition og klassifikation

De typiske finansieringsformer for EIS'er er enten udstedelse af virksomhedsobligationer eller forskellige former for lån i Danmark f.eks. realkreditlån og i udlandet typisk syndikerede banklån.

Det er generelt i IAS 39 beskrevet, at standarden omfatter alle finansielle instrumenter. Finansielle instrumenter er afgrænset i IAS 39.9, hvoraf det fremgår, at lån, som behandles i dette kapitel, skal behandles efter IAS 39. Yderligere er lånene heller ikke omfattet af den negative afgrænsning i IAS 39.2.

4.2 Indregning og måling

4.2.1 Første måling

Ved første indregning af gæld skal der ske indregning til det, der svarer til provenuet på lånet altså dagværdien (kursværdien) minus de direkte transaktionsomkostninger, som vedrører gælden¹³¹. Denne måling indebærer, at stempel, provision, gebyrer og omkostninger i forbindelse med udstedelse af virksomhedsobligationer skal indregnes i dagsværdien, og derfor vil forpligtigelsen på lånet være større end den regnskabsmæssige værdi, da omkostningerne der har været forbundet hermed, amortiseres i takt med at lånet afdrages ud fra amortiseringsprofilen på lånet. Ifølge IAS 39.43 er det dog således, at måles gælden til dagsværdi vil transaktionsomkostninger skulle udgiftsføres med det samme, da transaktionsomkostningerne ikke påvirker dagsværdien af gælden.

¹³¹ IAS 39.43

4.2.2 Efterfølgende måling

Den efterfølgende måling af gæld skal ske til enten amortiseret kostpris eller dagsværdi.

Udgangspunktet er at ved optagelse af realkreditlån / banklån eller udstedelse af virksomhedsobligationer skal der ske måling til amortiseret kostpris¹³². Alternativet hertil er dagsværdi. Muligheden for at benyttede måling til dagsværdi fremgår af IAS 39.9 og kan benyttes hvis der er tale om følgende forhold:

- Hvis forpligtigelsen indgår i en handelsbeholdning jf. 39.9.a.
- Hvis det kan godtgøres at måling til amortiseret kostpris vil medføre, at der tale om ”accounting mismatch¹³³” som beskrevet nærmere nedenfor i afsnit 4.2.2.2. Jf. 39.9.b.i.
- Hvis der er tale om finansielle forpligtigelser som styres på baggrund af en dokumenteret risikostyringsstrategi.

En dagsværdi regulering medfører, at lånet skal værdireguleres gennem resultatopgørelsen.

Ovenstående rejser således 3 spørgsmål:

Hvordan indregnes virksomhedsobligationer, banklån og realkreditlån efter amortiseret kostprismetoden?

Hvornår er der tale om ”accounting mismatch”, således at lånene kan optages til dagsværdi?

Hvordan måles dagsværdien på virksomhedsobligationer og realkredit-/banklån?

4.2.2.1 Måling til amortiseret kostpris

Såfremt der skal ske indregning til amortiseret kostpris fastsættes indregningsmetoden jf. IAS 39.47 ud fra den effektive rentemetode. Den effektive rentemetode medfører, at kurstab og låneomkostninger indregnes løbende over lånets løbetid, således at den effek-

¹³² IAS 39.47

¹³³ IAS 39. 9 b.1.

tive rente er konstant over lånets løbetid. En nærmere gennemgang heraf er undladt, da fokus er på indregning af gælden til dagsværdi.

4.2.2.2 *Anvendelse af dagsværdioptionen på gæld tilknyttet investeringsejendom*¹³⁴

Gæld der optages som banklån, realkreditlån eller virksomhedsobligationer kan i særlige tilfælde indregnes til dagsværdi, såfremt denne måling forhindrer ”accounting mismatch” jf. IAS 39.9.b.i.

Accounting mismatch opstår i de situationer hvor aktiver eller forpligtigelser måles til dagsværdi, (der kan være tale om såvel finansielle som ikke finansielle poster) mens de direkte relaterede finansielle aktiver eller forpligtigelser måles til amortiseret kostpris¹³⁵.

Fondbrådet tog stilling til denne problemstilling i 2006 og konkluderede, at under visse forudsætninger vil et EIS kunne optage gælden til dagsværdi. Afgørelsen fra Fondbrådet er konfirmeret af CESR.

Fondbrådet konkluderer indledningsvist at muligheden for at indregne til dagsværdi ikke kun er tænkt anvendt af finansielle virksomheder. Dette argument ses af IAS 39. BC 75B.. Fondbrådet fastslog at accounting mismatch også kan opstå mellem et ikke finansielt aktiv og en finansiell forpligtigelse under henvisning til AG 4E.b., som omhandler en forsikringsforpligtigelse, der ikke anses for at være en finansiell forpligtigelse. Alle øvrige eksempler anfører sammenhænge mellem finansielle aktiver og finansielle forpligtigelser. Det må vurderes at være et mindre godt argument fra Fondbrådets side da der kan argumenteres for at forsikringsforpligtigelse udelukkende ikke er omhandlet af IAS 39, fordi der er udarbejdet en specifik standard herfor nemlig IFRS 4. Ikke desto mindre er vi tilbøjelige til at give Fondbrådet ret i, at det ikke kan være tiltænkt, at 9.b.i kun kan anvendes når der er tale om finansielle forpligtigelser/aktiver, men at hensigten er at mindske accounting mismatch mellem aktiver og deres direkte relaterede forpligtigelser.

¹³⁴ Fondbrådets afgørelse af 30. oktober 2006 ”Anvendelse af dagsværdioptionen på gæld tilknyttet investeringsejendomme”

¹³⁵ IAS 39.BC75

En yderligere underbygning af denne opfattelse findes i IAS 40.B25 og 26 standarden fra 2000. IASB har modtaget forslag i forbindelse med høringsforslaget om at inkludere muligheden for måling af gælden til dagsværdi i IAS 40. IASB henholder sig til at denne mulighed allerede er tilstede i IAS 39 hvis visse betingelser opfyldes og at området således bør behandles efter IAS 39 og ikke efter IAS 40.

Dernæst anfører Fondsrådet korrekt i afgørelsen, at måling til dagsværdi efter IAS 39.9.b.1 ikke stiller krav om udarbejdelse af effektivitetstest i modsætning til, hvis der er tale om regnskabsmæssig sikring. Fondsrådet anfører ikke desto mindre at en hvis form for effektivitet skal opnås. Dette ses ligeledes direkte af IAS 39. BC 75 B.

Virksomheden i afgørelsen fra Fondsrådet begrundede måling til dagsværdi af forpligtigelserne med, at renteniveauet fik dagsværdien af ejendommene og forpligtigelserne til at udvikle sig symmetrisk. Dette argument tog Fondsrådet til efterretning og sagde, at der kunne være symmetri mellem dagsværdien baseret på udviklingen i renteniveauet men anførte ligeledes, at der også kan henledes værdiforskelle til det faktum, at ejendomme har forskellige beliggenhed, leje og vedligeholdelsesstand.

Kravene til dokumentationen af asymmetrien fremgår af IFRS 7.B5 pkt. I-III, hvorved det i årsrapporten skal angives, hvorfor virksomheden vurderer, at der undgås accounting mismatch ved brug af amortiseret kostpris og effekten heraf på regnskabet. Fondsrådet har ikke nærmere angivet, hvad der skal oplyses for at leve op til disse dokumentationskrav.

På grundlag af en meget bred fortolkning af standarden har Fondsrådet derfor konkluderet, at dagsværdioptionen kan anvendes for forpligtigelser tilknyttet inv.ejd., men at virksomheden skal løfte bevisbyrden for at dokumentere, at den opståede asymmetri fjernes ved indregning af gælden til dagsværdi.

Fondbådets fortolkning må umiddelbart anses for at være korrekt i det omfang, at der er en vis form for korrelation mellem dagsværdien af de finansielle forpligtigelser og dagsværdien af inv.ejd. Selv om der ikke er stillet krav om udarbejdelse af en effektivitetstest, må det være vores umiddelbare vurdering, at er lånene indgået på vilkår, som gør, at dagsværdien udvikler sig væsentligt uafhængigt i forhold til dagsværdien på inv.ejd., kan forpligtigelserne ikke indregnes til dagsværdi. Vi har nedenfor nærmere undersøgt de forhold, som kan indikere, at der er den nødvendige symmetri mellem udviklingen i aktiver og forpligtigelser.

4.2.2.2.1 Symmetri i udviklingen af dagsværdien af gælden og aktivet

Vi vil nedenfor gennemgå de tilfælde, hvor vi mener der kan være tale om symmetri imellem udviklingen i dagsværdien af aktivet og den tilknyttede forpligtigelse.

Ledelsen vil efter vores vurdering under visse forudsætninger kunne anføre, at styring af nedenstående forhold vil medføre, at dagsværdien af aktiver og passiver korrelerer:

- Matchning af fast forrentede ln og ej indekserede kontrakter
- Matchning af variable løn og lejekontrakter med indeksstigning.
- Matchning af løbetiden på lejekontrakter og løbetiden på ln vedr. inv.ejd.

Matches ovenstående forhold vil det løbende cashflow fra aktivet og cashflow fra forpligtigelsen matche hinanden, hvorved udviklingen i dagsværdien heraf teoretisk set bør følge hinanden. Vi vil gennemgå eksempler på en matchning heraf nedenfor.

Det skal anføres, at generelt er der krav om, at der for hver enkelt korrelation skal gives oplysninger i overensstemmelse med IFRS 7.10¹³⁶.

Det er vores umiddelbare opfattelse, at kravet kan tilfredsstilles ved at redegøre for, om EIS foretager matchninger af pengestrømmene fra inv.ejd. og den tilknyttede gæld. Vi har nedenfor angivet eksempler, som uddyber, hvorledes en sådan matchning vil kunne

¹³⁶ IFRS 7.B5 beskriver yderligere kravene i detaljer

foretages, og som under de nuværende regler vil kunne leve op til kravene i IFRS 7.10 og IAS 39.9.

Eks. 1. Fastforrentede lån med løbetid der matcher ej indekserede lejekontrakter.

Ved opgørelsen af nettodriftsafkastet på inv.ejd. opgøres grundlaget for fastlæggelse af dagsværdien på aktivet. Hvis nettodriftsafkastet er baseret på ikke indekserede lejer, kan brugen af fastforrentede lån medføre, at ydelsen på lånet matches med nettodriftsafkastet på ejendommen og dermed en korrelation mellem de to pengestrømme:

Lejeindtægt	120
Driftsomkostninger (vedligeholdelse og skatter mv.)	-25
Renteudgift tilhørende lån	-70
Rest (bør som minimum dække det afdrag, der skal betales på gælden)	25

Ved at lade lejeindtægten være styret af den tilhørende gæld, og derved det tvungne afkast som ejendommen som minimum skal give, kan virksomheden lægge sine lejekontrakter fast på en uopsigelsesperiode, der matcher lånet med blik på at fastlåse de fremtidige pengestrømme. Herved må nettocashflowet siges at være afhængig af den rente, man kan opnå på lånet samt løbetiden, som igen afhænger af lejekontrakterne, hvorfor der herved må siges at være korrelation imellem udviklingen i værdien af aktiv og forpligtigelse.

Eks. 2 Indekserede lejekontrakter og variable lån.

Variable lån har en iboende risiko indbygget i forpligtigelsen, idet den fremtidige rente på lånet er usikker. Et afgørende element for udviklingen i renteniveauet er for f.eks. virksomhedsobligationer udviklingen i den selskabsspecifikke kreditrisiko, f.eks. som følge af stigende renteomkostninger på et variabelt lån. En måde denne iboende risiko i gælden kan matches på, er ved at indgå lejeaftaler, som reguleres på baggrund af f.eks. forbrugerprisindekset. Yderligere kan den iboende risiko afgrænses ved at sikre, at løbetiden på det variable lån følger løbetiden på lejekontrakterne. Derved vil ledelsen kunne argumentere for, at en eventuel forøgelse i dagsværdien af forpligtigelsen vil blive modsvaret af

stigende lejeindtægt og dermed stigende nettodriftsafkast, som medfører en stigende værdi af inv.ejd. Som udgangspunkt kan dagsværdierne af forpligtigelsen og aktivet således matches i et omfang som gør, at det vil være muligt at indregne forpligtigelsen til dagsværdi.

Et argument for at dagsværdien på et realkreditlån og et banklån ud fra en alt andet lige betragtning vil korrelere, er efter vores vurdering, at sådanne lån normalt kun vil ydes med sikkerhed i inv.ejd. værdi. Som udgangspunkt falder eller stiger værdien af sikkerheden og dermed værdien i af forpligtigelsen i takt med udviklingen i dagsværdien. Dette forhold sammenholdt med de ovenfor beskrevne eksempler omkring matchning af pengestrømme medfører som udgangspunkt, at ledelsen i EIS som udgangspunkt kan argumentere for en hvis korrelationen mellem dagsværdien af ejendommen og den tilknyttede forpligtelse i form af banklån og realkreditlån.

Vi vil gerne anføre, at kendetegnet for en virksomhedsobligation som oftest er, at obligationen ikke direkte har tilknyttet en sikkerhed i f.eks. en investeringsejendom, og der er derfor ikke nødvendigvis direkte korrelation mellem udviklingen af dagsværdien på forpligtigelsen og ejendommen. Følgende eksempler vil kunne illustrere at der kan synes at forekomme manglende sammenhæng mellem kreditrisikoen på obligationen og udviklingen i en investeringsejendomsværdi, forudsat at virksomhedsobligationen ikke har sikkerhed i aktiverne.

Eks. 3. Matchning af kreditrisiko på en virksomhedsobligation og en investerings-ejendom.

Selskab A er et nystiftet selskab med en egenkapital på 10 og likvider på 10. Selskab A erhverver herefter en portefølje af ejendomme for 100. Selskab A foretager en egenfinansiering på 10 - de ovenfor anførte likvider og optager et realkredit lån på 80. Den resterende finansiering fremskaffes ved at udstede virksomhedsobligationer på 10. Realkreditlånet får sikkerhed i ejendomsporteføljen med 1. prioritet. Nu falder ejendommens dagsværdi til kurs 80. Dermed bør værdien af virksomhedsobligationen som udgangspunkt også falde til 0 plus formodentlig en vis værdi pga. den tilknyttede rettighed til at modta-

ge rente på fordringen. Faldet til 0 skyldes at hele ejendommens salgspris i tilfælde af insolvens kun tilfalder realkreditpanthaveren pga. sikkerheden i ejendommen. Virksomhedsobligationens værdi falder altså med næsten 100 %, mens ejendommens værdi kun falder med 20 %.

Overordnet set vil værdifaldet på aktivet dog være afspejlet i værdifaldet på forpligtigelsen. Det er så spørgsmålet, om IAS 39.BC75 er tiltænkt således, at der skal være direkte sammenhæng mellem den enkelte forpligtigelses dagsværdi og det tilknyttede aktivs værdi. Umiddelbart er det vores vurdering, at der må argumenteres for, at det ikke skal være finansieringsformen, der skal være afgørende for, om dagsværdioptionen der kan anvendes, og det er bestemt muligt, at en virksomhedsobligation kan opfylde den ovenfor anførte bestemmelse vedr. matchning af cashflows, hvorfor der må siges at være en vis form for matchning mellem forpligtigelsen og aktivet.

Derfor er det vores vurdering, at så længe der anvendes en bred fortolkning af jf. IAS 39.9.b(i), og opfyldes kravene i IFRS 7.10 jf. IAS 39.9.b(i), vil dagsværdi optionen kunne anvendes for EIS.

4.2.3 Udvalgte problemstillinger vedrørende måling af gælden til dagsværdi

Forudsat at EIS'erne vælger at indregne gælden tilknyttet inv.ejd. til dagsværdi, vil der være en række forhold i forbindelse med værdiansættelsen af gældsinstrumentet, som EIS'er skal tage højde for, og som er særlige aktuelle når likviditeten i markedet forsvinder, således at der ikke længere er noget aktivt marked for handel med gældsinstrumenter. For EIS'er er det i særdeleshed afgørende at være i stand til at regulere værdien af gælden for eventuelle ændringer i deres egen kreditrisiko. Jf. nedenfor.

4.2.3.1 Aktive eller inaktive markeder

For at fastlægge metoden til værdiansættelsen af gældsinstrumentet er det afgørende at fastlægge, hvorvidt der findes et aktivt marked for handlen med det pågældende finansielle instrument, og om der i det hele taget findes et marked for det pågældende gælds-

strument. Findes der et aktivt marked vil noteringsprisen på instrumentet i det aktive marked, som altovervejende hovedregel, være dagsværdien af gælden¹³⁷. Findes der modsætningsvist ikke et aktiv marked for gældsinstrumentet, fastsættes værdien af gældsinstrumentet, ved hjælp af en værdiansættelsesmodel.

Hvorvidt der findes et aktiv marked afhænger af om transaktioner regelmæssigt finder sted på armslængdevilkår¹³⁸. Det må således primært afhænge af hvorvidt der er tilstrækkelig volumen i transaktionerne på markedet samt, om transaktionernes prisfastsættelse er i overensstemmelse med armslængdevilkårene. Hvorvidt volumen er tilstrækkelig afhænger af en samlet vurdering og der foreligger, således ikke noget specifikt regelsæt herfor¹³⁹. Hvorvidt handlerne er indgået på armslængdevilkår fastlægges reelt ud fra en negativ afgrænsning. Hvis der ikke er tale om forcerede handler antages det, at handlerne er indgået på armslængdevilkår. En nærmere gennemgang af definitionen af forcerede handler er beskrevet i afsnit 3.2.6.1, hvorfor det ikke gennemgås yderligere i dette afsnit.

4.2.3.2 Opgørelse af dagsværdien

Her skelnes mellem dagsværdien på aktive markeder og fastsættelse af priser på inaktive markeder. Fastsættelse af dagsværdien i tilfælde hvor der slet ikke er noget marked, på det finansielle instrument, følger prisfastsættelsen på inaktive markeder.

4.2.3.2.1 Aktive markeder

Hovedreglen er, at det er budprisen på gældsinstrumentet, som skal anvendes¹⁴⁰. Er der ikke på balancedagen for regnskabsaflæggelsen fastsat priser i markedet, betyder dette ikke nødvendigvis, at der er tale om et inaktivt marked. I sådanne tilfælde anvendes den seneste handelspris på instrumentet, med mindre der har været væsentlige ændringer, som er afgørende for prisfastsættelsen efter seneste handel.

I det nuværende marked er en ukritisk brug af budpriser problematisk specielt for mindre likvide instrumenter som f.eks. virksomhedsobligationer. Problemet er, at når likviditeten

¹³⁷ IAS 39.48A

¹³⁸ IAS 39.48A

¹³⁹ IASB EAP, oktober 2008, s. 10

¹⁴⁰ IAS 39. AG 72

mindskes i markedet, øges spreadet mellem bud- og efterspørgselsprisen¹⁴¹. Udgangspunktet for afvigelsen skyldes, at der indregnes en likviditetsrisiko i prisen på instrumentet via en forøgelse af spreadet. Sådant en pris på likviditetsrisikoen skal indregnes i prisen på et finansielt instrument, og således er det fortsat budprisen, som skal anvendes¹⁴². Det forekommer problematisk, at spreadet accepteres uanset størrelsen, da et meget stort spread kan medføre, at der ikke kan gennemføres handler i markedet.

4.2.3.2.2 Inaktive markeder

For inaktive markeder anvendes en værdiansættelsesmodel f.eks. DCF-modellen. En DCF-model til bedømmelse af værdien for et gældsinstrument indeholder samme overordnede elementer som DCF-modellen anvendt for værdiansættelse af inv.ejd.. Et af de væsentligste elementer i DCF-modellen er risikoen for, at gældsinstrumentet ikke kan indfries til den forud fastsatte kurs også benævnt kreditrisikoen.

4.2.3.2.3 Indregning af kreditrisiko

Indregning af kreditrisiko er særligt aktuel under lavkonjunkturer hvor selskabets værdier bliver udhulet og særligt for EIS'er, som må se værdien af inv.ejd. udhulet bl.a. som følge af kollaps i de generelle priser som på det engelske ejendomsmarked og højere renter.

I praksis synes der at være uenighed om, hvorledes en indregning af kreditrisiko skal foretages på en forpligtigelse¹⁴³.

Vi har kunnet konstatere to forskellige målemetoder, som vi vil redegøre for i nedenstående afsnit. Vi vil i vores analyse af effekten af dagsværdiprojektet, afsnit 8.3, analysere IASB's fremtidige holdning til modellerne.

Vejledningen fra IASB vedr. indregning af kreditrisiko fremgår af IAS 39.BC 89 samt IASB guidelines vedr. finansielle instrumenter, side 23-25. Det er fastslået at dagsværdien af det finansielle instrument skal kreditrisikojusteres på baggrund af selskabets kredit-

¹⁴¹ Jf. bilag 4

¹⁴² IASB EAP, oktober 2008, s. 12

¹⁴³ IASB EAP, oktober 2008, s. 24

risiko korrigeret for specifikke forhold som f.eks. sikkerhedsstillelser for lånet mv. jf. nedenstående afsnit om den fulde kreditrisikometode.

Fortolkningen af vejledningen har i praksis givet anledning til to metoder for indregning af kreditrisiko nemlig 1) indfrielsesmetoden¹⁴⁴ og 2) den fulde kreditrisikos metode¹⁴⁵.

4.2.3.2.3.1 Indfrielsesmetoden

Metoden tager udgangspunkt i, at der meget sjældent i en finansiel forpligtigelse er indbygget mulighed for at indfri til under kurs 100. Metoden tager således udgangspunkt i den praktiske tilgang til regnskabsaflæggelsen. EIS'er har f.eks. ret til at indfri en forpligtigelse på en realkreditobligation til markedskursen, hvorfor dagsværdien af instrumentet er lig markedskursen. Metoden er bl.a. angivet af KPMG og PWC under forudsætning af at der findes et aktiv marked for realkreditobligationer¹⁴⁶. Metoden er nem at forstå for bruger, idet værdien af gælden reelt set kun bevæger sig, når renteniveauet ændres, idet dette vil påvirke kursen på instrumentet. Det betyder således også, at der for realkreditgæld ikke vil skulle tages højde for den selskabsspecifikke kreditrisiko, som f.eks. kan være afspejlet i kursen på en Credit Default Swap¹⁴⁷. Som argument i mod modellen kan det anføres, at der på det engelske ejendomsmarked fra efteråret 2008 og frem har været eksempler på indfrielse af lån til kurser langt under indfrielseskursen¹⁴⁸, hvilket kan skyldes to forhold, nemlig at långiver enten foretager en forceret indfrielse eller tager højde for den selskabsspecifikke kreditrisiko, og dermed ønsker at indfri sin position. Er der tale om en forceret handel, skal dette naturligvis ikke afspejles i kreditrisikoen, men er der tale om en risikoafdækning, taler dette for, at den selskabsspecifikke kreditrisiko skal afspejles.

¹⁴⁴ På engelsk - the settlement notion

¹⁴⁵ Jf. tlf. interview med Scott Bandura - PWC International IFRS gruppe

¹⁴⁶ KPMG, Inv.ejd, s. 17 - PWC - Regnskabshåndbogen 2009, s. 150

¹⁴⁷ Credit Default Swap er reelt en forsikring imod, at et selskab bliver insolvent. CDS er netop anført som værende egnet til at afspejle kreditrisiko jf. IASB EAP, oktober 2008, s. 24

¹⁴⁸ UK RI, s. 20-21.

4.2.3.2.3.2 Den fulde kreditrisiko metode

Ifølge denne fortolkning vil indregning af kreditrisikoen således også have betydning for dagsværdien af finansielle forpligtigelser på aktive markeder, hvis gældsinstrumentet handelspriser ikke afspejler selskabets specifikke kreditrisiko. Dette kan illustreres ved nedenstående eksempel. Der tages i eksemplet ikke højde for sikkerhedsstillelser.

En realkreditobligation er udstedt med ens pålydende nominel værdi af 10.000. De underliggende aktiver, som er belånt, er 1.000 ejendomme. Af de 1.000 ejendomme ejer selskab A de 10 ejendomme eller 1 pct. af de belånte aktiver. Selskab A har lånt 100 til erhvervelse af ejendommene til kurs 100 eller 1 pct. af den nominelle værdi af obligationsserien. Værdien af ejendommene falder til 50. De øvrige 990 ejendommers værdi er uændret. Kursen på obligationen vil således teoretisk set kun falde 0,5 % ($50/10.000$) til kurs 99,5. Anvendes denne kurs som dagsværdien på gældsinstrumentet i selskab A vil værdien således ikke afspejle selskab A's individuelle kreditrisiko, men gældsinstrumentets samlede kreditrisiko i den tilknyttede aktivmasse.

Anvendes den fulde kreditrisikometode, skal der tages højde for to instrumentspecifikke forhold nemlig sandsynligheden for, at EIS har pengestrømme til at betale renter og indfri gæld i overensstemmelse med betingelserne i gældsinstrumentet, samt hvilken sikkerhed der er indbygget i gældsinstrumentet¹⁴⁹.

Muligheden for at betale renter og indfri gæld vurderes i forhold til de frie pengestrømme i selskabet, og bør således være indarbejdet i DCF-modellen. For EIS bør det ligeledes kunne udledes, at dagsværdien af en investeringsejendom, som jo bygger på inv.ejd. nettodriftsoverskud, er identisk med pengestrømsgenereringen i et EIS. Positiv værdiregulering bør således være udtryk for en mindsket kreditrisiko og modsætningsvis for negativ dagsværdiregulering.

¹⁴⁹ IASB EAP, oktober 2008, s. 13-14

Sikkerheden indbygget i et instrument sætter en nedre grænse for værdien af gældsforpligtigelsen. Har Selskab A således lånt 100 af B mod at stille værdifaste sikkerheder for 50 til rådighed, kan dagsværdien af gælden således ikke falde til mindre end kurs 50. Dette eksempel giver dog også anledning til en to overvejelser, som er yderst relevante for EIS. Nemlig fastlæggelse af værdien af den stillede sikkerhed samt prioritetsrækkefølgen¹⁵⁰.

Antages dagsværdien af de indregnede inv.ejd. således at være målt korrekt, vil den indregnede dagsværdi i EIS være lig sikkerhedsstillelsens værdi. Gælden i et EIS vil typisk være opstillet i en prioritetsrækkefølge, idet realkreditgælden har 1. prioritet, således at denne forpligtigelse skal indfries før 2. prioriteten kan indfries 2. og 3. prioriteten vil typisk være virksomhedsobligationer. Virksomhedsobligationer kan være udstedt i forskellige Trancher. A Tranchen vil således skulle indfries før B Tranchen indfries osv. Bagerst i prioritetsrækkefølgen vil altid være aktionærerne, og kreditrisikoen vil således blive indregnet på egenkapitalen, indtil denne er 0, hvorefter aktionærerne ikke kan afkræves flere midler. Beregningsteknisk påvirker en forværret kreditrisiko således som udgangspunkt først dagsværdien af et gældsinstrument med fuld sikkerhed når egenkapitalen bliver 0, og når sikkerheden i aktivet bliver lavere end værdien af sikkerhedsstillelsen. Dagsværdien på forpligtigelse som ikke har sikkerhed i noget specifikt aktiv, kan dog også forværres løbende, idet ejeren af forpligtigelsen ved en forøget insolvensrisiko må antage at aktiverne vil blive tvangsrealiseret. Tvangsrealisation medfører som hovedregel en lavere værdi af aktivet, en værdi som, ikke må indregnes i den bogførte dagsværdi af aktivet. Yderligere er det naturligt muligt at opbygge en koncern, således at gælden indkapsles i datterselskaber hvorved kreditorerne, som udgangspunkt kun har ret til indfrielse hvis der genereres tilstrækkelig kapital i de pågældende datterselskaber. Ved konsolidering af regnskaberne vil det i sådan en situationen også kunne forekomme, at der skal indregnes kreditrisiko i det konsoliderede regnskab selv om der positiv egenkapital i regnskabet.

¹⁵⁰ IASB EAP, oktober 2008 s. 14

Til at illustrere effekten af ændringen i kreditrisikoen har vi opstillet nedenstående tabel som tager udgangspunkt i at realkreditobligationer har 1. prioritet, at virksomhedsobligationerne har 2. prioritet og aktionærer 3. prioritet. Eksempel 1. illustrerer et eksempel, hvor ændringen i kreditrisikoen kun påvirker aktionærene. Eksempel 2 påvirker kun virksomhedsobligationsejerne, mens eksempel 3 også påvirker dagsværdien af realkreditobligationen. I eksempel 4 illustreres effekten af en fremtidig stigning i værdien af dagsværdien af inv.ejd., når der tidligere er sket negativ dagsværdiregulering.

Eks.	Selskab	År	Værdi sikkerhed	Nominel obligationsgæld	Nominel realkreditgæld	Balance værdi				Resultatpåvirkning		Samlet resultatpåvirkning
						Dagsværdi ejendomme	Egenkapital	Dagsværdi obligationsgæld	Dagsværdi realkreditgæld	Værdiregulering dagsværdi	Nedskrivning af gæld	
1	A	1	200	50	100	200	50	50	100			
1	A	2	150	50	100	150	0	50	100	-50		-50
2	B	1	200	75	100	200	25	75	100			
2	B	2	100	75	100	100	0	0	100	-100	75	-25
3	C	1	150	50	90	150	10	50	90			
3	C	2	75	50	90	75	0	0	75	-75	65	-10
4	D	1	100	100	150	100	0	0	100			
4	D	2	200	100	150	200	0	50	150	100	-100	0

Som det fremgår af ovenstående eksempel 1-3 vil optagelsen af gælden til dagsværdi reelt medføre, at egenkapitalen i EIS ikke kan blive negativ, da en negativ egenkapital i stedet vil medføre en indtægt fra en værdiregulering af gældsinstrumenter. Det fremgår ligeledes, at er et gældsinstrument som følge af indregning af kreditrisiko reguleret til en lavere værdi, vil en fremtidig stigning i dagsværdien af inv.ejd. først blive afspejlet i egenkapitalen på det tidspunkt, hvor værdistigningerne bliver større end de tidligere negative værdireguleringer.

Ovenstående kan virke som en ulogisk regnskabsmæssig behandling, idet det medfører, at en dårlig kreditvurdering betyder indregning af en indtægt i årsrapporten og omvendt en udgift ved en forbedret kreditvurdering. IASB har taget stilling til dette pkt. i IAS 39.BC 89 og fastslået, at kreditrisikoen er en indbygget del af dagsværdien på et instrument, og at måling til dagsværdi derfor skal afspejle kreditrisikoen. IASB har uden tvivl ret i sin argumentation, og umiddelbart er det eneste relevante modargument, at informationsværdien i regnskabet som udgangspunkt bliver mindre, idet långivere ikke kan se indfrielsesværdien af forpligtigelsen i balancen - hvilket taler for anvendelse af indfrielsesmetoden - ligesom investorer ikke kan udlede, hvornår en positiv dagsværdiregulering medfører, at deres investering bliver forrentet. Dette er dog forsøgt afdækket jf. nedenstående afsnit i kravene til noteoplysningerne vedr. kreditrisikoen.

Det er overordnet vores vurdering, at det er korrekt, at IAS 39.BC 89 samt vejledningen i IASB EAP, oktober 2008, ikke giver den fornødne vejledning til at konkludere, om begge metoder eller kun en af ovennævnte metoder kan anvendes. En ting er dog helt sikker, under en lavkonjunktur, hvor der kan være væsentlig forskel i de rapporterede resultater, vil det have afgørende betydning for investors forståelse af regnskabet, at der gives oplysning om hvilken metode som anvendes.

4.3 Præsentation og oplysningskrav

IFRS 7.9-11 indeholder væsentlige oplysningskrav til finansielle forpligtigelser som måles til dagsværdi. I anvendelsesvejledningen til IFRS 7 er der angivet en uddybning af de påkrævede oplysninger, og er i punktform som følger af jf. IFRS 7 B4:

1. Noteoplysning om værdiregulering som skyldes ændring i forpligtigelsens kreditrisiko. Anvendelsesvejledningen angiver derudover også hvorledes beløbet som skyldes ændring i kreditrisiko beregnes.
2. Opgørelse af forpligtigelsens interne rente.
3. Markedspris for forpligtigelsen ved anvendelse af nutidsværdien af de pengestrømme som tilbagediskonteres med en observeret benchmark af rentesatsen og den forpligtigelsens fastsatte interne rente.
4. Forskellen imellem 2 og 3 er den noteoplysning, der skal gives og svarer til forpligtigelsens kredit risiko.

Men hvilke oplysninger drejer det sig konkret om at give for at opfylde kravene til pålidelighed og relevans? Dette spørgsmål har vi ud fra en overordnet vurdering forsøgt at besvare ved at konkretisere ovenstående bestemmelse med eksempler samt en beskrivelse af udvalgte problemstillinger.

Derudover skal der gives oplysninger om den pågældende forpligtigelse som indregnes til dagsværdi og dens karakteristika samt en klar beskrivelse af, hvordan "accounting mismatch" reduceres¹⁵¹.

4.3.1 Relevante oplysninger om gæld til dagsværdi

IFRS 7 anfører i lighed med IAS 1, at relevante oplysninger skal fremgå af årsrapporten, så regnskabsbruger får afdækket sit informationsbehov, således at han kan træffe økonomiske beslutninger. Af vigtige oplysninger har vi valgt at beskrive de oplysninger, som specielt vedrører EIS'er måling af gældsforpligtigelser til dagsværdi. De 3 punkter er angivet nedenfor:

1. Værdiansættelsesteknik herunder beskrivelse af teknikken anvendt til at opgøre dagsværdi.
2. Ikke-observerbare input beskrivelse og hvorledes disse er estimeret samt en mulig afvigelse på estimerterne og deres effekt på værdiansættelsen.
3. Egen kreditrisiko og beskrivelse af dennes indflydelse på dagsværdien samt beregningen af effekten og input brugt i beregningen.

¹⁵¹ IFRS 7.B5(a)

4.3.1.1 Værdiansættelsesteknik

En generel beskrivelse af værdiansættelsesmetoden vil altid være nødvendig for at hjælpe regnskabsbruger med at forstå de væsentlige forudsætninger, parametre og faktorer, der er lagt til grund for dagsværdiopgørelsen herunder anvendte diskonteringsratser og rentesatser¹⁵². Er flere værdiansættelsesmodeller relevante, skal det anføres, hvilke væsentlige subjektive vurderinger ledelsen har lagt til grund for valget af den endelige værdiansættelsesmodel. Derudover skal væsentlige risikomomenter i værdiansættelsesmetoden oplyses, ligesom det skal begrundes, hvis der foretages skifte i valg af metode fra det ene år til det andet¹⁵³. En beskrivelse af væsentlige input er også påkrævet, herunder anførelse af om data er fra observerbare eller ikke-observerbare kilder, og den usikkerhed/sikkerhed som dette måtte medføre, og hvorfra disse data er indhentet¹⁵⁴. Det er anført i IFRS 7 at har det tidligere været muligt at anvende observerbare data, skal det begrundes, hvorfor dette ikke længere er muligt samt relevansen af ikke observerbare data¹⁵⁵.

4.3.1.2 Beskrivelse af ikke-observerbare input

Jf. IFRS 7.27 vil der ved ikke-observerbare input skulle ske en uddybning af forudsætninger og input, som ligger til grund for værdiansættelsen. En beskrivelse af kilden til de anvendte data vil give regnskabsbruger en bedre forståelse for, hvorledes værdien af forpligtigelsen er fremkommet. Så snart der er tale om ikke-observerbare data, eller data der er svære at estimere, skal forudsætningerne herfor anføres i en mere detaljeret form, således at regnskabsbruger kan træffe bedre beslutninger om pålideligheden af værdiansættelsen samt forudsætningerne herfor¹⁵⁶.

Effekten af mulige alternative vurderinger, som medfører væsentlig ændring i dagsværdien, skal oplyses¹⁵⁷. Omkring de ikke-observerbare input vil der med fordel kunne skelnes imellem de enkelte karakteristika af lån eller risiko, så det ikke bare bliver et overordnet afsnit om nettoeffekten af alternative vurderinger på alle lån¹⁵⁸. En generel redegørelse for hvornår en alternativ vurde-

¹⁵² IFRS 7.27a

¹⁵³ IASB EAP, oktober 2008, s. 42

¹⁵⁴ IASB EAP, oktober 2008, s. 42

¹⁵⁵ IFRS 7.27c

¹⁵⁶ IASB EAP, oktober 2008, s. 33

¹⁵⁷ IASB EAP, oktober 2008, s. 50

¹⁵⁸ IASB EAP, oktober 2008, s. 51

ring er fornuftigt, vil være relevant. For regnskabsbruger vil det ligeledes være relevant at vide, hvorvidt de ændringer man oplyser skyldes bevægelser i enkelte input eller flere¹⁵⁹. Herved kan man i skematisk form f.eks. vise den værdiansættelse, der er lagt til grund for selskabet og de mulige alternative vurderinger og deres indvirkning på værdiansættelsen. Det anbefales, men kræves ikke at dette vises som en følsomhedsanalyse¹⁶⁰.

4.3.1.3 Egen kreditrisiko

Jf. tidligere skal der ske oplysning om den dagsværdiregulering, der er sket på baggrund af ændringer i selskabets egen kreditrisiko. Disse oplysninger hjælper regnskabsbruger til at identificere beløbet i forhold til resultatopgørelsen, men oplysningen giver ikke nogen yderligere forklaring på usikkerheden, og hvordan denne beregning er foretaget. Ved at give oplysninger om de anvendte input og deres kilder, vil der ske en mere direkte rapportering af den usikkerhed beløbet indeholder¹⁶¹. Ved særskilt at oplyse hvor meget af den pågældende værdiregulering, som er afledt af en ændring i selskabets egen kreditrisiko, vil en dekomponering for regnskabsbruger være lettere og mere pålidelig, end hvis denne selv skal foretage korrektionerne.

Som det er anført i afsnit 4.2.3.2.3 vedr. måling af egen kreditrisiko, er det yderst relevant at se på oplysningskrav vedr. sikkerhedsstillelser, da dette i høj grad påvirker dagsværdien på gældsforpligtigelser i EIS, da ejendommen typisk stilles til sikkerhed for gældsinstrumentet. I IFRS 7.14 anføres alene, at det skal oplyses, om den bogførte værdi af et aktiv, som er stillet til sikkerhed for en gældsforpligtigelse samt sikkerhedsstillelsens væsentligste indhold. Der er således ikke som udgangspunkt nogen sammenhæng mellem oplysninger om sikkerhedsstillelserne og regulering til dagsværdi af de enkelte gældsforpligtigelser.

¹⁵⁹ IASB EAP, oktober 2008, s. 51

¹⁶⁰ IASB EAP, oktober 2008, s. 53

¹⁶¹ IASB EAP, oktober 2008, s. 55

4.3.2 Oplysningskrav vedrørende forfaldstidspunktet for gælden og renterisici tilknyttet gælden

Det fremgår af IFRS 7.39a, at der skal udarbejdes en oversigt over, hvornår gælden i et selskab forfalder, samt hvilke kreditrammer, som er til rådighed for selskabet¹⁶². Denne risikoanalyse er yderst væsentlig for investor, fordi den fortæller, hvornår der skal ske refinansiering af gælden, som bliver sammenholdt med de frie pengestrømme og forventede investeringer, hvorved oplysningen fortæller investor, hvor stort et beløb der skal refinansieres fordelt på de relevante tidsperioder.

Endvidere er der krav om, at der udarbejdes en analyse af hvordan en ændring af renten vil påvirke resultatopgørelse og egenkapital¹⁶³.

Renterisikoopgørelsen skal baseres på de forventede fremtidige rentesatser for selskabet. Forventes renten på variable lån således at stige eller falde med 0,5 basispoint i forhold til 5 % i rente, skal der udarbejdes et estimat for påvirkningen af en stigning på 0,5 basispoint og et estimat for påvirkningen af et fald på 0,5 basis point¹⁶⁴. Det er klart anført, at det kun er påvirkningen fra variable lån på statustidspunktet som beregningen skal baseres på¹⁶⁵.

Det betyder, at har selskab A ved udgangen af år1 en gæld på 1.000, som forrentes med 5 %, hvoraf 900 er fast forrentet lån og 100 er variable lån, vil en stigning på 1 % i rente, derfor som udgangspunkt kun påvirke finansieringsomkostningerne med 1 (100 X 1 %).

Det kan undre, at der ikke skal tages højde for forfaldstidspunktet for gælden. Skal 44 % eller 400 af den fastforrentede gæld således refinansieres i år2, vil en rentestigning på 1 % således også påvirke den fastforrentede gæld i forbindelse med refinansieringen, således at de finansielle omkostninger ved udgangen af år2, vil være steget med 1 på variable lån og 4 på fastforrentede lån (400 X 1 %).

¹⁶² IFRS 7. B11-16

¹⁶³ IFRS 7.40 & 41.

¹⁶⁴ IFRS 7.B19

¹⁶⁵ IFRS 7.B18

En sådan oplysning vil således indikere refinansieringsrisikoen for et selskab. Dette er formodentligt ikke valgt, idet refinansieringen selvfølgelig kan undgås, ved at det tilknyttede aktiv sælges og forpligtigelsen indfries.

5 Delkonklusion, kapitel 3 og 4

I afsnit 3.1 definerede vi de forskellige typer af ejendomme herunder forskelle mellem domicil-ejendomme, handelsejendomme og inv.ejd.. Vi konkluderede, at en inv.ejd. besiddes med henblik på opnåelse af en kapitalgevinst eller gevinst ved udlejning.

I afsnit 3.2 har vi beskrevet udvalgte regnskabsmæssige problemstillinger ved erhvervelse af inv.ejd.. Vi har konkluderet, at langt de fleste erhvervelser vil opfylde definitionen for en busi.com. efter IFRS 3R Vi har endvidere konkluderet, at en busi.com. bør afspejle de økonomiske realiteter, hvorfor der ikke bør indregnes day-one gains/losses.

Vi har fokuseret på den efterfølgende måling efter dagsværdimodellen, herunder beskrevet de almindeligt anerkendte værdiansættelsesmodeller, som er normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen. Vi har konkluderet, at teoretisk set er DCF-modellen bedre i stand til at afspejle dagsværdien i en lavkonjunktur, herunder særligt effekten af forcerede handler og udviklingen i lejeres bonitet.

For IUO'er har vi konkluderet, at der skal anvendes en særlig værdiansættelsesmodel, og at den anvendte model bør være udarbejdet i overensstemmelse med IVSCs foreløbige vejledning vedr. værdiansættelse af IOU'er. Slutteligt har vi i konkluderet, at der er væsentlige begrænsninger i værdiansættelse af inv.ejd. til dagsværdi, indbygget i IAS 40, herunder særligt muligheden for at tillægge synergier en selvstændig dagsværdi og indregning af porteføljeværdier.

I afsnit 3.3 har vi konkluderet, at EIS'erne i forbindelse med værdiansættelse af inv.ejd. til dagsværdi skal rapportere væsentlige risici, i form af oplysninger lagt til grund for indregning af inv.ejd. til dagsværdi.

I afsnit 4.2 beskæftigede vi os med mulighederne for at måle gældsforpligtigelserne til enten amortiseret kostpris eller dagsværdi. Vi konkluderer på baggrund af en afgørelse fra Fondsrådet, at det er muligt for EIS at måle gældsforpligtigelser til dagsværdi, såfremt måling til dagsværdi mindsker accounting mismatch i årsrapporten. Vi beskrev herunder, i hvilke situationer et EIS kunne argumentere for sammenfald mellem værdien af en inv.ejd. og den tilknyttede gældsfor-

pligtigelse. Eksemplerne herpå var bl.a. matchning af løbetid på lejekontrakter og gældsforpligtigelser, samt matchning af variable lån med variable lejekontrakter og fastforrentede lån med ikke indekserede lejekontrakter.

I afsnit 4.2.3 beskrev vi de udfordringer EIS står overfor, hvis de har valgt at måle gælden til dagsværdi. Vi konkluderede, at der var særlige udfordringer ved indregning af kreditrisiko i dagsværdien. Udfordringerne opstår, fordi den nuværende vejledning for indregning af kreditrisiko i dagsværdien giver mulighed for at anvende såvel indfrielsesmetoden, som den fulde kreditrisikometode. I afsnittet beskrev vi også de praktiske overvejelser, som dette giver anledning til, specielt ved måling af realkreditobligationer.

I afsnit 4.3 konkluderede vi, at EIS'erne skal noteoplyse effekten af indregnet kreditrisiko samt, hvorledes risikoen er beregnet, hvis der ikke er tale om et aktivt marked. Endvidere konkluderede vi, at IFRS 7 stiller krav om oplysning af rente og kontraktrisici på gældsforpligtigelserne, og at disse var særligt væsentlige for EIS'er, som skal foretage refinansiering af gælden i den nærmeste fremtid.

6 Analyse af mulige forskelle mellem investors værdiansættelse af aktier i EIS'er og den regnskabsmæssige værdiansættelse af egenkapitalen

Som vi har redegjort for i afsnit 1, er der en betydelig forskel mellem investors værdiansættelse af et EIS's egenkapital og den egenkapital, som opgøres i regnskabet. Hvis det antages, at de væsentligste poster i regnskabet nemlig inv.ejd. og gælden er optaget til dagsværdi eller muligvis amortiseret kostpris, forudsat denne værdi ikke afviger væsentligt fra dagsværdien af gælden, burde der ikke være denne forskel.

Vi vil derfor i dette afsnit analysere de områder, hvor vi mener der er væsentlige målingsforskelle.

6.1 Analysemetodik

Vores analyse tager udgangspunkt i en subjektiv vurdering, af hvilke bestemmelser der giver anledning til forskelle i dagsværdierne. Vores tese er som udgangspunkt, at afvigelser kan forekomme i to tilfælde. Enten ved at der eksisterer forskelle mellem målingsbestemmelser i henhold til IFRS og investors målingsmetodik, eller ved at oplysningerne i årsrapporten ikke giver investor et tilstrækkeligt grundlag til at vurdere årsrapporterne, således at investor ser sig nødsaget til at fravige målingerne i årsrapporterne.

Til at underbygge denne vurdering har vi interviewet en analytiker fra DM. Analytikeren har beskæftiget sig med analyse af danske og internationale ejendomsselskaber igennem en længere årrække. Besvarelsen fra analytikeren vil blive sammenholdt med EPRA's anbefalinger for årsrapporter for EIS'er samt vores subjektive vurderinger.

Afslutningsvist vil vi på baggrund af ovenstående interview opstille en model, som kan forklare transformationen fra regnskabsmæssig indre værdi pr. aktie til pris pr. aktie på børsen.

Det er denne model, som vil danne udgangspunkt for vores empiriske analyse af årsrapporter i kapitel 7.

6.2 Aktiver

De primære aktiver for EIS er inv.ejd. og IUO, hvorfor vi vil fokusere på at analysere målingsbestemmelser og præsentationsoplysninger for disse to regnskabsposter, som kan give anledning til forskellig værdiansættelse.

6.2.1 Investeringsejendomme

Som nævnt udgør inv.ejd. i EIS langt hovedparten af balancesummen og de afledte pengestrømme herfra i form af lejeindtægter og driftsomkostninger. Gevinst eller tab ved afhændelse udgør også hovedparten af nettoindkomsten i resultatopgørelsen, hvorfor området må antages at være det mest betydningsfulde for investor.

6.2.1.1 Målingsbestemmelser

Når vi gennemgår målingsbestemmelser, er det et udtryk for bestemmelser, som gør, at den regnskabsmæssige værdi af inv.ejd. bliver rapporteret til en værdi forskellig fra den værdi, som investor værdiansætter ejendommene til, disse forskelle har vi benævnt målingsforskelle.

6.2.1.1.1 Første indregning

Ved første indregning af inv.ejd. vil der som udgangspunkt opstå forskelle i værdien, såfremt EIS'erne fortolker reglerne i IFRS 3R, således at de indregner et day one loss fra nedskrivning af goodwill i forbindelse med en busi.com.. En sådan goodwill nedskrivning vil skulle klassificeres særskilt i årsrapporten. Det er vores umiddelbare vurdering, at praksis på dette område er, at der ikke foretages nedskrivning af goodwill ved en busi.com i det en sådan nedskrivning ikke vil afspejle den økonomiske realitet i transaktionen, hvorfor første indregning ikke giver målingsforskelle.

6.2.1.1.2 Brug af værdiansættelsesmodeller

Det er ikke i IAS 40 foreskrevet, om et EIS skal anvende normalindtjeningsmodellen eller en DCF-model til værdiansættelse af ejendomme. Som udgangspunkt er vi enige i IASB bemærkninger i IAS 40.52 BC om, at der er overensstemmelse mellem IVSC dagsværdibegreb og IASB dagsværdibegreb, og at IASB derfor har ret i, at der ikke i standarden skal være nogen detaljeret angivelse af, hvilken værdiansættelsesmodel der skal anvendes. Som beskrevet i afsnit 3.2.7 har DCF-modellen særligt under lavkonjunkturer nogle åbenlyse fordele, idet den er bedre i stand til

at indregne sandsynlighed for betydningen af insolvens hos lejere samt udviklingen i pengestrømmene som følge af genforhandling af lejekontrakter end normalindtjeningsmodellen. Yderligere er diskonteringsfaktoren i en DCF-model ikke kun baseret på en markedsrente, som kan være svær at vurdere i et ikke aktivt marked. Normalindtjeningsmodellen har reelt kun den ene fordel, at den alt andet lige er hurtigere og dermed mere omkostningseffektiv end DCF-modellen.

På den baggrund er det vores vurdering, at investor vil tillægge værdiansættelsen af ejendomme på baggrund af en DCF-model højere værdi end normalindtjeningsmodellen, fordi en DCF-model har en højere grad af præcision indregnet. Vores tese er endvidere, at en udbygget vurdering, som tager udgangspunkt i DCF-modellen og som sammenlignes med markedshandler og værdien baseret på en normalindtjeningsmodel, vil være at foretrække for investor.

6.2.1.1.3 Forcerede handler

I afsnit 3.2.6.1 er det klart anført, at der ikke ved værdiansættelsen af investeringsejendomme til dagsværdi må tages højde for, at transaktionen kan være forceret. En forceret handel vil alt andet lige medføre en betydelig lavere en salgspris for en ejendom. I et marked, hvor udbuddet af ejendomme langt overstiger efterspørgslen af ejendomme, vil næste alle salgstransaktioner således finde sted på vilkår, som burde betyde, at ejendommene blev solgt til under markedsværdi. Det er derfor vores tese, at investor vil fratække en rabat på aktiernes værdi i perioder med lav aktivitet på ejendomsmarkedet, fordi ejendommene ikke kan afsættes til dagsværdi. Vi vil formode, at størrelsen på den indregnede rabat til dels afhænger af en branchespecifik rabat og til dels afhænger af en entitetsspecifik rabat, som tager højde for finansieringssituationen i selskabet dvs., hvor stor sandsynligheden er for, at EIS kan blive tvunget til at foretage forcerede handler.

6.2.1.1.4 Highest and best use og synergier

Som anført i afsnit 3.2.6.1 omkring brug af værdiansættelsesmodeller er det anført, at der indbyggede begrænsninger i forhold til begrebet highest and best use i den nuværende IAS 40. Således må der ikke tages højde for alle tænkelige brugsmuligheder af en ejendom f.eks., må pengestrømme ikke indregnes, hvis de stammer fra en endnu ikke besluttet ombygning af en ejendom. På samme måde må omkostningssynergier ikke medregnes ved opgørelse af pengestrømmene for en ejendom. Det er vores tese, at en sådan begrænsning i begrebet highest and best use og indreg-

ning af synergier alt andet lige må medføre, at der skal tillægges ekstra værdi til den regnskabsmæssige egenkapital.

6.2.1.1.5 Porteføljebetragtninger

Som nævnt i afsnit 3.2.9.1 er det ikke tilladt at indregne en porteføljepræmie eller porteføljerabat på dagsværdien af inv.ejd.. Værdien, hvad enten der er tale om en præmie eller en rabat, vil alt andet end lige blive større, jo flere ejendomme der er tale om.

Eksemplet herpå er hvis selskab A i by B ejer 1.000 lejligheder ud af i alt 10.000 dvs. 10 % af den samlede lejlighedsmasse. Selskab A ønsker nu at sætte alle 1.000 lejligheder til salg på en gang og sælge lejlighederne som bloksalg dvs. potentielt salg af 1.000 lejligheder til en køber. De enkelte lejligheder har en dagsværdi på 100, hvilket lejlighederne er optaget til i årsrapporten, men køber vil formodentligt forlange en porteføljerabat, hvis han skal overtage alle 1.000 lejligheder, hvorfor han kun vil betale 95 for den enkelte lejlighed. Porteføljerabat på 5 gange 1.000 lejligheder må ikke indregnes i årsrapporten.

Derfor er det vores tese, at jo større et EIS bliver, desto mere relevant vil det være for investor at indregne præmien eller rabatten alt afhængig af det givne selskabssituation. Er en sådan præmie væsentlig, må det antages, at der oplyses herom i årsrapporterne.

6.2.1.2 Præsentation

Når vi vurderer oplysninger præsenteret i regnskabet, anskuer vi problemstillingen således, at manglende oplysninger kan betyde, at selskabet vil skulle handles med en større entitet specifik risikorabat, idet det for investor pga. manglende oplysninger eller pga. manglende kvalitet i oplysningerne, ikke er muligt for investor at få verificeret årsrapportens oplysninger omkring opgørelsen af dagsværdien på inv.ejd. Kravene er baseret på oplysningskravene i IAS 40 1 og 7.

Helt generelt må de afgørende oplysninger for investor være information omkring de væsentligste input i værdiansættelsesmodellerne. Vi vil generelt få bekræftet de oplysninger som vi mener, er væsentlige gennem interview med analytiker og EPRA's anbefalinger, og vurderer den kvalitative værdi heraf i den empiriske analyse af årsrapporterne. Vi anvender en kvalitativ analyse af op-

lysningerne i det det vil være meget svært at få kvantificeret effekten af manglende oplysninger på børsværdien uden at foretage interview med analytikere som dækker alle de udvalgt EIS'er.

6.2.1.2.1 Intern eller ekstern opgørelse af dagsværdi

I IAS 40.55BC er det slået fast, at det er EIS selv, som skal afgøre, hvorvidt der skal anvendes intern eller ekstern vurdering til brug for opgørelsen af dagsværdien af selskabets inv.ejd.. Kommentaren er indført, idet flere kommentatorer havde efterspurgt, at det skulle være et krav, at der blev anvendt eksterne valuarer til opgørelse af dagsværdien. Det er vores tese, at brugen af eksterne valuarer sikrer pålidelighed af værdien i regnskabet specielt set fra investors synsvinkel herunder også, om dagsværdien er beregnet i overensstemmelse med RICS red book standard eller IVSC standarderne. Det er således vores tese at brugen af interne vurderinger må medføre en forøget risiko rabat på et selskabs aktieværdi, og at dagsværdien generelt ikke er lige så præcis som ved eksterne vurderinger.

6.2.1.2.2 Oplysninger omkring nettodriftsafkastet

Uafhængigt af valg af værdiansættelsesmodel er den væsentlige faktor i værdiansættelse af inv.ejd. opgørelsen af ejendommenes nettodriftsafkast. I den ideelle verden oplyses der på så detaljeret niveau som overhovedet muligt om ejendommenes nettodriftsafkast. Som minimum bør sådanne oplysninger være fordelt på sektorer inden for et specifikt geografisk område f.eks. indkøbscentre i Paris eller kontorlejemål i London.

6.2.1.2.3 Oplysning af faktorer som påvirker størrelse af nettodriftsafkastet

Sikkerheden, knyttet til pengestrømmene som udgør nettodriftsafkastet, antager vi vil afhænge af oplysninger primært knyttet til pengestrømsindbetalingerne fra lejere.

Det vil derfor for investor være relevant at modtage oplysninger omkring længden af de nuværende lejekontrakter og hvilke pengestrømme de nuværende lejekontrakter garanterer i fremtiden. Endvidere vil det være relevant for investor at se om de nuværende lejekontrakter ligger over eller under markedsværdien med henblik på at vurdere om fremtidige genforhandlinger af lejekontrakterne vil medføre bedre eller dårligere pengestrømme for EIS. Dette begreb omtales ofte som genforhandlingsværdien af ejendommen. Yderligere er sikkerheden af pengestrømmene afhængig af hvor stor en del af det forventede nettodriftsafkast, der stammer fra arealer, som al-

lerede er udlejet eller om det stammer fra arealer, som først skal til at udlejes i fremtiden, og oplysninger herom bør derfor fremgå af årsrapporten.

Til slut bør det anføres, at der bør oplyses omkring de væsentligste lejere på enkelte forretningsområder, således at det i lighed med det indledende eksempel er muligt at foretage en overordnet vurdering af lejernes bonitet. I shoppingcentre og i store kontorhuse opereres således med det engelske begreb anchor tenants, som er de lejere, der skal sikre ejendommenes langsigtede tiltrækningskraft på kunder og medarbejdere. Oplysning om anchor tenants må således antages at være af væsentlig betydning for investor.

6.2.1.2.4 Oplysninger omkring afkastkrav/ diskonteringsfaktor

Foruden nettodriftsafkastet af ejendommene er det afkastkravet / diskonteringsfaktoren, som fastsætter værdien af en ejendom. Da diskonteringsfaktoren kan være væsentlig forskellig alt afhængig af sektor og geografisk beliggenhed, bør sådanne oplysninger være givet på det lavest mulige niveau og helst på enkelt ejendomme, hvis de er væsentlige, eller en mindre gruppe af sammenlignelige ejendomme.

6.2.1.2.5 Følsomhedsanalyser

Værdiansættelse til dagsværdi af aktiver, hvor aktivet ikke handles på et fuldt gennemskueligt aktivt marked, vil altid indeholde væsentlige skøn. Investor er ikke nødvendigvis enig i vurderingen af usikkerhedsmomenterne, og kan derfor have god gavn af følsomhedsanalyser i årsrapporterne. Generelt er der dog ikke krav om udarbejdelse af følsomhedsanalyser. De væsentligste forudsætninger antager vi er betydningen på udviklingen af dagsværdien af inv.ejd., hvis afkastkravet giver ændring i markedislejen pr. m² og ændring i tomgangsprocenten.

Følsomhedsanalyserne giver således investor mulighed for at vurdere effekten af at være uenig med ledelsen i de anvendte afkastkrav og/eller markedsleje.

6.2.2 Investeringsejendomme under opførelse

Som anført i afsnit 3.1.2 er det for regnskabsår afsluttet før 31. december 2008 ikke tilladt at indregne IUO til dagsværdi, til gengæld skal reglerne i IAS 16 anvendes.

6.2.2.1 Målingsbestemmelser

Manglende adgang til at benytte dagsværdimodellen for denne ejendomstype vil alt andet end lige medføre at der mangler at blive indregnet en positiv værdi i regnskabet, med mindre selskaberne vælger at anvende reglerne for opskrivning af ejendomme i IAS 16. En sådan opskrivning af IOU'er vil medføre, at opskrivningen føres direkte på egenkapitalen, hvorefter egenkapitalen principielt bør afspejle dagsværdien af selskabet.

6.2.2.2 Præsentation

Optages ejendommene til dagsværdi efter reglerne i IAS 16, er det væsentligt at bemærke, at der er en større usikkerhed knyttet til værdien af IUO. Idet ejendommen endnu ikke er færdigopført, og som det også er anført, er der allerede på nuværende tidspunkt indført retningslinjer fra IVSC ved værdiansættelsen af denne type ejendomme. Der er ikke indført specielle oplysningskrav i IAS 40 ved denne type ejendomme, men særligt en oplysning må antages at være påkrævet nemlig oplysning omkring udlejningsarealer, som der er indgået lejeaftale for inden regnskabsafslutningen. Den primære værdi på ejendommen vil således stamme fra de allerede indgåede lejekontrakter. Er reglerne i IAS 16 anvendt, bør det medføre, at der oplyses særskilt om modellen anvendt til værdiansættelse af denne ejendomstype, idet der ikke er tale om en klassisk DCF-model og normalindtjeningsmodellen ikke må anvendes. I stedet bør IVSC standarden, som beskrevet i afsnit 3.2.8, som udgangspunkt benyttes.

6.3 Forpligtigelser

De primære forpligtigelser for EIS er udskudt skat og gæld tilknyttet inv.ejd., hvorfor vi vil fokusere, på at analysere målingsbestemmelser og præsentationsoplysninger for disse to regnskabsposter, som kan give anledning til forskellig værdiansættelse både regnskabsmæssigt og på aktiemarkedet.

6.3.1 Udskudt skat

Som udgangspunkt vil udskudt skat i det væsentligste udgøre skattesatsen ganget med ejendommenes dagsværdi minus den skattemæssige værdi af ejendomme. Som udgangspunkt vil beløbet udgøre en ikke uvæsentlig del af EIS forpligtigelser.

6.3.1.1 Målingsbestemmelser

I forhold til afsnit 3.2.10 har vi redegjort for at udskudt skat i henhold til IAS 12 ikke må tilbage-diskonteres ligesom, det ikke er tilladt at undlade at indregne udskudt skat, selv om den reelle afståelse f.eks. vil ske via et skattefrit salg af aktier.

Det er heller ikke tilladt at foretage korrektionerne, selv om der er tydelige indikationer for, at forpligtigelsen i et aktiv marked for handel med inv.ejd. ikke bliver handlet til kurs 100, men kun bliver handlet til f.eks. kurs 5.

Det er vores opfattelse, at investorer som udgangspunkt kun værdiansætter den udskudte skat til handelsværdien, og at målingsbestemmelse om indregning til den nominelle værdi medfører en betydelig målingsforskel.

6.3.1.2 Præsentation

Oplysningsmæssigt bør det være muligt for investor at justere forskellen mellem den nominelle værdi af den udskudte skatteforpligtigelse og dagsværdien af den udskudte skat. Der er dog ikke oplysningskrav herom i IAS 12.

Det vores opfattelse, at den manglende information om dagsværdien af den udskudte skat, herunder oplysninger omkring opgørelsesmetodik f.eks. sammenholdelse til markedshandler gør, at investor må fastsætte den individuelle dagsværdiopgørelse af gælden, medmindre EIS selskabet selv vælger at oplyse herom.

6.3.2 *Gæld tilknyttet investeringsejendomme*

Den væsentligste forpligtigelse for EIS'er vil altid være den gæld, som er tilknyttet den primære ejendomsinvestering.

6.3.2.1 Målingsbestemmelser

Som anført i afsnit 4.2.2.2 kan EIS i særlige tilfælde vælge at indregne gæld til dagsværdi.

Anvendes dagsværdioptionen giver det særligt udfordringer omkring indregning af kreditrisiko, hvor der jf. afsnit 4.2.3.2.3 findes 2 forskellige indregningsmetoder. Alene det forhold, at der fin-

des to forskellige metoder, gør det uigennemskueligt for investor at vurdere, om dagsværdien er opgjort teoretisk korrekt eller praktisk korrekt.

I forhold til opgørelse af egenkapitalens dagsværdi vil den fulde kreditrisikometode betyde at der skal korrigeres for indtægtsførsel af gæld, idet en fremtidig forbedring af driftsindtjeningen i EIS' først tilfalder kreditor og derefter investor. Dette er en indbygget ulempe i modellen i forhold til, at der skal indregnes en entitetsspecifik risiko.

I den anden model tages der udgangspunkt i til hvilken kurs en forpligtigelse kan indfries. Det må her understreges, at markedets risikotillæg betyder, at det har været muligt i slutningen af 2008 og begyndelsen 2009 at foretage indfrielse af gæld til kurser, som har givet betydelige avancer for EIS'er¹⁶⁶, dette ses særligt på markedet for virksomhedsobligationer hvor det har været muligt at indfri virksomhedsobligationer, til kurser der ligger op til 50 % under den nominelle værdi af fordringen¹⁶⁷. Kurserne i årsrapporten skal dog korrigeres herfor, hvis der er tale om forcerede handler fra långiveres side.

Generelt er det vores vurdering, at den værdi, som investor ønsker afspejlet i årsrapporten, er indfrielsesværdien uafhængigt af forcerede handler. Dette kan illustreres med følgende eksempel:

Selskab A har en forpligtigelse på virksomhedsobligationer på 100. Virksomhedsobligationer har kun sikkerhed i aktiver for 75. Markedshandler indikerer, at fordringerne bliver handlet til kurs 65. Kurserne fastsættes i markedet til kurs 65 på balancedagen, fordi flere långivere ligger inde med beholdninger, som de skal have realiseret for at skaffe likviditet. Iflg. IAS 39 skal gælden optages til kurs 75. For investor vil den reelle værdi dog formodentligt være kurs 65, fordi selskabet jo har mulighed for at indfri gælden til denne kurs.

Optages gælden ikke til dagsværdi men til amortiseret kostpris, hvilket jo er hovedreglen, giver det også investor en række problemstillinger, fordi der så forekommer en ikke-rapporteret mulighed for at realisere en gevinst for investor, ved at selskabet indfrier sine forpligtigelser før tid, og

¹⁶⁶ Se f.eks. Jeudans årsrapport 2008, s. 14-15.

¹⁶⁷ UK RI, s. 22

investor kender som udgangspunkt ikke til den urealiserede gevinst heraf, medmindre EIS selv vælger at oplyse herom. For investor burde den urealiserede gevinst på gælden som udgangspunkt have samme værdi som den urealiserede opskrivning af inv.ejd. i selskabet.

Vores udgangspunkt er derfor, at investor som udgangspunkt vil værdiansætte gælden efter indfrielsesmetoden, når egenkapitalens dagsværdi skal gøres op.

6.3.2.2 Præsentation

I forhold til præsentationen er det angivet i afsnit 4.3, at kreditrisikoen ved indtægtsførsel af urealiserede gevinster på gælden skal oplyses særskilt, der er dog ikke givet særligt specifikke oplysningskrav, herunder er der ikke krav om udarbejdelse af f.eks. en modregnet balance for gældsforpligtigelserne, således at investor kan se, hvad sandsynligheden er, for at den indkalkulerede kreditrisiko i markedet kun er et forbigående fænomen jf. eksemplet i ovenstående målingsafsnit.

Endvidere er der ikke krav om, at kreditrisikoen beskrives ved opstillet af en modregnet balance, hvor prioritetsrækkefølgen kan angives. Ej heller er der noget krav om angivelse af mulighederne for at realisere kursgevinster på forpligtigelser. Mulighederne for indfrielse kan opstå, fordi koncern A f.eks. har risikoafdækket datterselskab B, som har forpligtigelser for 100, men kun har aktiver, med sikkerhedsværdi på 50. Koncern A har andre aktiver, som de enten kan sælge eller låne op i. Låner de et provenu på 55 i datterselskab C, kan dette bruges til at indfri forpligtigelsen i datterselskab B til under kurs 100.

Med de nuværende oplysningskrav er det som udgangspunkt meget svært for investor at vurdere sandsynligheden for, at EIS'er reelt har mulighed for at indfri forpligtigelserne under kurs 100, hvorfor nogle investorer måske vil være tvunget til indregne værdien i egenkapitalen til kurs 100 eller tæt herpå. Dette må komme an på de specifikke oplysninger i årsrapporten samt investors forventninger til mulighed for indfrielse under kurs 100.

Foruden kursreguleringen af forpligtigelserne til dagsværdien er et interessant område for investor at vide, hvad omkostningen eller renten på gælden vil være i fremtiden. Denne omkostning afhænger i høj grad af to forhold, nemlig om gælden er fastforrentet eller variable forrentet. Er

der tale om en fastforrentet gæld, er det væsentligt at kende den faste rente, og ved variable forrentning er det væsentligt at kende effekten af en renteændring da investor så har mulighed for ud fra investoroverbevisning at fastsætte, hvilken rente han forventer, der skal betales på den variable rente. Derudover vil det være væsentligt for investor, at vide hvornår gælden forfalder, og dermed hvornår gælden skal refinansieres, idet investor så vil være i stand til at justere de fremtidige pengestrømme i selskabet ud fra, hvilken rente EIS må forvente at skulle refinansiere gælden til. Der er på nuværende tidspunkt krav om oplysning af renterisikoen baseret på størrelsen af variable lån pr. balancedagen. jf. IFRS 7.

Hvad angår målingen af refinansieringsrenten, vil den ikke kun blive målt i eksisterende forpligtigelser, idet selv en dagsværdiregulering af den eksisterende gæld kun vil være en regulering i forhold til den specifikke forpligtigelse, og da refinansieringsomkostningen på ingen måde opfylder definitionen for en forpligtigelse, vil det heller aldrig komme på tale, at denne forpligtigelse kan afspejles i et selskabs balance. Det er således vores overbevisning, at investor må korrigere for refinansieringsrenten ved fastsættelse af investors afkastkrav jf. nedenfor afsnit 6.4.2.

6.4 Øvrige forhold

Foruden de selskabsspecifikke forhold er der efter vores vurdering en række øvrige forhold, som kan betyde, at der opstår målingsforskelle.

6.4.1 Tidsaspektet

En årsrapport er af natur et statisk værktøj aflagt på et bestemt tidspunkt f.eks. 31. december 2008. Det forhold, at en virksomheds registreringssystem ikke kan genere en årsrapport med det samme samt det forhold, at årsrapporten skal igennem en godkendelsesproces, hvor såvel revisor som direktion og bestyrelse skal godkende årsrapporten, medfører, at der fra aflæggelsesdatoen og frem til offentliggørelsen vil være et tidsrum, hvor investors forhold og virksomhedens forhold kan ændre sig væsentligt. Selv om der skal oplyses omkring efterfølgende begivenheder i virksomhedens årsrapport, skal det ikke indregnes i egenkapitalen pr. aflæggelsesdatoen, hvorfor denne tidsperiode alt andet end lige må medføre, at der er en forskel mellem markedets egenkapital, vurdering af EIS og den aflagte årsrapport for EIS.

EPRA anbefaler, at der for kvartalsrapporter sker rapportering til aktiemarkedet inden for et tidsrum af 60 dage, og at det for årsrapporter sker inden for et tidsrum af 90 dage netop for at minimere påvirkningen af tidsaspektet¹⁶⁸.

Det må dog antages, at selv om tidsaspektet og effekten heraf kan minimeres, vil der altid være et element af det indbygget i værdiansættelsen af egenkapitalen på aktiemarkedet.

6.4.2 *Investors afkastkrav*

Investors afkastkrav til en ejendomsaktie fastsættes som oftest på baggrund af CAPM modellen¹⁶⁹. På nuværende tidspunkt forlanger investor ca. 8 % i afkastkrav på almindelige solide ejendomsaktier¹⁷⁰. Afkastkravet skal således stilles op imod forrentningen af egenkapitalen og en afkastgrad på mere end 8 %, vil således medføre, at aktien som udgangspunkt skal handles højere end indre værdi og omvendt.

Men som det også anføres af Nordea Equity Research handles EIS for øjeblikket med en likviditetsrabat. Denne rabat er svært kvantificerbar, for rabatten er i virkeligheden en branchespecifik rabat og en markedsspecifik rabat, som formodentlig skyldes to forhold¹⁷¹.

For det første er der knaphed på likviditet i markedet, hvilket betyder, at der tvangssælges aktier i markedet, samt at der ikke er likviditet til at opkøbe de aktier, som bliver tvangssolgt, hvilket skaber en nedadgående prisspiral i aktiemarkedet. Derudover har markedet generelt en mistillid til sektoren, fordi denne likviditetskrise også afspejles i forcerede handler i ejendomsmarkedet, hvilket ikke er afspejlet i dagsværdien af inv.ejd. De EIS hvor dette giver sig udtryk i en særlig stor rabat, er de selskaber, hvor investor forventer, at det kan komme på tale at tvangsrealisere aktiverne, fordi EIS står overfor at skulle refinansiere en stor del af gælden. Mener investor, at det ikke er realistisk at gennemføre refinansieringen, må gælden indfries, og dette vil så ske gennem tvangssalg. Alternativt kan refinansieringen kun gennemføres til en væsentlig højere finansieringsrente, hvilket kan medføre, at afkastet kommer under investors afkastkrav.

¹⁶⁸ EPRA, BPPR 2008, s. 10

¹⁶⁹ Jf. interview med analytiker fra DM

¹⁷⁰ Nordea Equity Research, anbefaling af Jeudan aktien, 5. marts 2009.

¹⁷¹ Jf. interview med analytiker fra DM

Som nævnt er det en svært kvantificerbar tese, men vi vil i afsnit 7.2.3 foretage en analyse af, om det er korrekt, at det er refinansieringsusikkerheden, som medfører denne rabat.

6.4.3 Udformning af ledelsesberetning

I modsætning til årsregnskabslovens bestemmelser er ledelsesberetningen i henhold til IAS 1.13 ikke en del af Årsrapporten. IFRS fastsætter således ikke nogen specifikke bestemmelser for udarbejdelse af en ledelsesberetning, men i de fleste tilfælde vil det være i ledelsesberetningen, at investor har mulighed for at aflæse ledelsens forventninger til fremtiden, herunder ledelsens analyse af de finansielle risici i selskabet. Ledelsesberetningen er således jf. interview med analytiker fra DM en integreret del af analysen af et regnskab. Dermed vil kvaliteten af ledelsesberetningen også have afgørende indflydelse på troværdigheden af regnskabet set fra investors synsvinkel, hvorfor vi har valgt at medtage EPRA og vores krav til ledelsesberetningen i afsnittet omkring oplysninger, som har indflydelse på værdiansættelsen af EIS'er se også afsnit 6.5.3.

Vores krav til indholdet af ledelsesberetningen er baseret på årsregnskabslovens bestemmelser¹⁷², idet særligt bestemmelserne i ÅRL § 99 må forventes at være relevante for investor, herunder gennemgangen af den forventede økonomiske udvikling for selskabet kombineret med selskabets strategi for de enkelte forretningsområder, idet disse forhold overfor investor er med til at angive selskabets risikoprofil, og dermed indgår i fastlæggelse af det selskabsspecifikke afkastkrav.

6.5 Model til konvertering af regnskabsmæssig egenkapital til investors egenkapital

I dette afsnit vil vi analysere EPRA's definition af dagsværdi af egenkapitalen på et EIS samt anføre, hvilke yderligere korrektioner som vi mener, er nødvendige.

6.5.1 EPRA modellen til fastsættelse af egenkapitalen til dagsværdi

EPRA's definition af dagsværdien er baseret på en drøftelse med EIS'er og investorer, som efterspørger muligheden for at kende den reelle dagsværdi af egenkapitalen i EIS'er, og definitionen

¹⁷² ÅRL § 99-101 & 107-107a

er udarbejdet i samarbejde med EIS'er og investorerne¹⁷³. Når vi alligevel stiller spørgsmålstegn ved opgørelsesmetodikken, hænger det sammen med, at vi allerede i afsnit 1 kunne konstatere, at der er væsentlig forskel mellem investors værdiansættelse og indre værdi af aktierne. En forskel som heller ikke EPRA's nøgletal kan forklare fuldt ud.

EPRA's model for "Triple net asset value" korrigerer alle poster i regnskabet, som er optaget til kostpris til dagsværdi.

Modellen er således:

Post		Tekst	Beløb
1		Egenkapital fra årsrapporten	1.000
2	+	Effekt af optionsprogrammer og konvertible instrumenter etc.	1
3 = (1+2)	Σ	Udvandet egenkapital efter udnyttelse af optionsprogrammer og konvertible instrumenter	1.001
4	+	Revaluering af inv.ejd. under opførsel til dagsværdi	100
5	+	Regulering af udskudt skat til dagsværdi	150
6	+/-	Regulering af gæld optaget til amortiseret kostpris til dagsværdi	50
7 = 3+4+5+6	Σ	Indre værdi af ejendomsselskabet opgjort til dagsværdi pr. balance-dagen (TNAV)	1.301
8		Antal udstedt aktier	50
9		Antal udestående optioner "in the money"	1
10 = 8+9	Σ	Total antal aktier	51
11 = 7/11		Indre værdi pr. Aktie	25,51

Kilde: Egen tilvirkning¹⁷⁴ af modellerne for NAV og TNAV, EPRA, BPPR 2008, side 37 og 39.

Modellen tager udgangspunkt i den regnskabsmæssige egenkapital (1) og tillægges så udestående optionsprogrammer og konvertible obligationer (2), som er "in the money" dvs., at tegningskursen er lavere end indre værdi således, at det må formodes, at de udnyttes. Tegningen af nye aktier

¹⁷³ EPRA, BPPR 2008, s. 35

¹⁷⁴ Vi har undladt at behandle poster, som vedrører projektbeholdninger, som værdiansættes til kostpris efter IAS 2

betyder nødvendigvis også, at egenkapitalen vil blive forøget med værdien af de nytegnede aktier, som derfor tillægges den regnskabsmæssige egenkapital.

Endvidere tillægges dagsværdien af IUO'er (4) i overensstemmelse med den normale værdiansættelsespraksis efter IVSC standarderne¹⁷⁵.

Forpligtigelsen på udskudt skat nedskrives til dagsværdi (5) baseret på observerbare værdier i markedet f.eks. ved brug af en DCF-model. Udgangspunktet er, at der skal tages højde for f.eks. muligheden for at afstå ejendommene via salg af aktier¹⁷⁶ i overensstemmelse med vores diskussion i afsnit 3.2.10.

Afslutningsvist reguleres forpligtigelser optaget til amortiseret kostpris til dagsværdi (6) dvs. hovedsagligt gæld tilknyttet til inv.ejd. Det skal i den forbindelse anføres, at EPRA ikke angiver om de anbefaler at dagsværdioptionen i IAS 39.9bii anvendes. Dette kan undre, idet EPRA jo efterfølgende anbefaler, at gælden reguleres til dagsværdi. Det er heller ikke nærmere angivet hvorledes dagsværdi på gælden skal defineres ej heller set i forhold til de tidligere diskussioner om indregning af kreditrisiko¹⁷⁷.

Afslutningsvist beregnes kursværdien pr. aktie ud fra at det nuværende antal aktier (8) tillagt optionsprogrammer, som er "in the money" (9).

6.5.2 Korrektioner til EPRA model for opgørelse af egenkapitalen til dagsværdi

Vi har valgt at tage udgangspunkt i EPRA modellen for "TNAV", som vi mener giver et udmærket udgangspunkt for opgørelsen af dagsværdien fastsat at aktiemarkedet.

¹⁷⁵ EPRA, BPPR 2008, s. 14

¹⁷⁶ EPRA, BPPR 2008, s. 38

¹⁷⁷ EPRA, BPPR 2008, s. 25 og 38 modsætningsvist for begge

Vores model er som følger (rød tekst angiver vores tilføjelse til EPRA modellen):

Post		Tekst	Beløb
1		Egenkapital fra årsrapporten	1.000
2	+	Effekt af optionsprogrammer og konvertible instrumenter etc.	1
3 = (1+2)	Σ	Udvandet egenkapital efter udnyttelse af optionsprogrammer og konvertible instrumenter	1.001
4	+	Regulering til optimal dagsværdi herunder synergier og highest and best use	100
5	+/-	Porteføljerabat / tillæg	(50)
6	+/-	Justering af ejendomme som forventes solgt til markedsværdi baseret på markedshandler inkl. forcerede handler	(50)
7	-	Justering af dagsværdi på portefølje til opgørelse efter DCF-modellen i stedet for normalindtjeningsmodellen	(75)
8	+	Revaluering af inv.ejd. under opførsel til dagsværdi	100
9	+	Regulering af udskudt skat til dagsværdi	150
10	+/-	Regulering af gæld optaget til amortiseret kostpris til dagsværdi opgjort efter indfrielsesmetoden	50
11	+/-	Hensættelse til refinansieringsomkostninger baseret på forfaldtiden på selskabet gæld	(100)
12 = sum af 3-11	Σ	Indre værdi af ejendomsselskabet opgjort til dagsværdi pr. balancedagen	1.126
13	-	Ejendomssektorabat	(100)
14 = 12-13	Σ	Risikojusteret dagsværdi af egenkapital	1026
15		Antal udstedte aktier	50
16		Antal udestående optioner "in the money"	1
17 = 15-16	Σ	Total antal aktier	51
18 = 14/17		Indre værdi pr. Aktie	20,12

Som det fremgår af ovenstående, er vi som udgangspunkt enige i EPRA's model, indtil der skal ske værdiansættelse af inv.ejd.ne. EPRA anbefaler, at inv.ejd. optages til dagsværdi¹⁷⁸. Det anbefales at det sikres, at dagsværdien opgøres efter reglerne i IAS 40. Dette er selvfølgelig logisk nok, men de begrænsninger, som ligger i IAS 40 jf. afsnit 6.2.1.1, omtaler EPRA ikke, og det an-

¹⁷⁸ EPRA, BPPR 2008, s. 14

befales ikke, at der justeres herfor i opgørelsen. En sådan justering som omhandler pkt'erne 4,5 og 6, mener vi er nødvendig for at lande på den dagsværdi, som er gældende på tidspunktet for aflæggelse af årsrapporten, og som dermed er den værdi som investor bør værdiansætte ejendommene til. Dette er endvidere bekræftet af interview med en analytiker fra DM.

Endvidere er det vores opfattelse, at investorer generelt foretrækker, at der anvendes en DCF-model til opgørelse af dagsværdien, hvilket medfører korrektion af værdiansættelsen af ejendomsporteføljen, hvis normalindtjeningsmodellen er anvendt. Dette har dog ikke kunnet bekræftes af analytikeren fra DM, idet han dog anfører, at han måske er forudindtaget ud fra den danske tradition om at anvende normalindtjeningsmodellen.

Vi mener, at det er korrekt at investor foretrækker gælden opgjort til dagsværdi (10) i overensstemmelse med EPRA's model, vi vil dog gerne understrege, at jf. interview med analytikeren fra DM er det indfrielsesmodellen, som ønskes anvendt selv, om den ikke er den mest korrekte teoretiske model.

Endvidere mener vi, at der egenkapitalen skal justeres for fremtidige ekstraomkostninger i forbindelse med refinansiering af gælden (11). "Hensættelsen" bør indregnes til dagsværdi via en tilbagediskontering. Vi vurderer dog, at det i praksis vil være svært at adskille denne fra sektorrabatten.

Som omtalt ovenfor er ejendomssektorrabatten (12) som udgangspunkt udtryk for usikkerhed omkring refinansiering af gæld samt virkningen af forcerede salg i markedet endvidere er der en residualværdi, som kan henføres til likviditetsmangel i markedet, hvilket vi mener, der skal justeres for i opgørelsen for at ramme markedsværdien af selskabet.

Vi vil i kapitel 7 gennemgå og efterprøve modellen i praksis og via analyse af forskellige data søge at be- eller afkræfte, at vores ændringer til EPRA's model er valide.

6.5.3 Oplysningskrav for EIS'er ved analyse af EPRA, analytiker, IFRS og vores krav

I det efterfølgende vil vi gennemgå oplysningskravene i regnskaber for EIS'er set ud fra anbefalingerne fra EPRA, ud fra interview med analytiker fra DM, ud fra IFRS standarder og ud fra vores egen subjektive vurdering.

Oplysningerne i regnskabet har det formål, at øge pålideligheden af de rapporterede værdier i regnskabet samt danne grundlag for beregning af f.eks. TNAV i henhold til EPRA anbefalinger. Endvidere kan oplysningskrav anvendes af investor, når denne ønsker at estimere effekten af fremtidige ændringer i EIS'er forhold f.eks. effekten af refinansiering etc. Nedenstående analyser danner udgangspunkt for de kriterier, som vi vil bruge ved den efterfølgende empiriske analyse af årsrapporterne i kapitel 7.

6.5.3.1 Ledelsesberetningen¹⁷⁹

I nedenstående skema er angivet de oplysningskrav, som investor lægger vægt på ved gennemgang af ledelsesberetningen.

Ledelsesberetningen	Krav ifølge				Kriterier medtages i analyse af årsrapporter
	IFRS (IAS 1)	EPRA ¹⁸⁰	DM	Vores krav	
Angivelse af virksomhedens vision og mission	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej
Gennemgang af virksomhedens tidligere udmeldte strategi og fremtidige strategi f.eks. væsentlige nyinvesteringer	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
Gennemgang af virksomhedens nuværende hovedaktiviteter og påtænkte ændringer hertil	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
Beskrivelse af den forventede generelle udvikling på markedet	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
Beskrivelse finansieringsmæssige risk management politikker f.eks. ved brug af variable og faste lån samt omtale af relevante forhold ved refinansiering	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja

¹⁷⁹ Ledelsesberetningen er management review i de engelsksprogede årsrapporter

¹⁸⁰ EPRA, BPPR 2008, s. 8 & 10

Som det fremgår af ovenstående skema, lægges der fra vores forskellige kilder primær vægt på, at ledelsesberetningen giver investor informationer om beskrivelse af historiske informationer både i forhold til resultater og strategi og de fremadrettede forventninger til strategien samt de finansielle resultater. Endvidere er det, som vi også har anført, særligt væsentligt for investor at have mulighed for at estimere udviklingen i de finansielle omkostninger baseret på EIS'er ved brug af variable og faste lån, samt hvilke omkostninger en eventuel refinansiering vil medføre og muligheden for i det hele taget at foretage refinansieringen, hvilket bør afdækkes ved en beskrivelse af selskabets finansierings- og risk management politikker.

6.5.3.2 *Investeringsjendomme*

Regnskabsposten er som drøftet tidligere nødvendigvis den mest afgørende post for investor i årsrapporten, hvorfor vi også har fokuseret på at medtage alle de nødvendige oplysninger for investor i udvælgelsen af, hvilke kriterier årsrapporterne skal analyseres efter. Vi har valgt at dele kriterierne op i 2 kategorier. Den første kategori er oplysningskrav i forbindelse med opgørelsen af dagsværdien f.eks. ved brug af eksterne vurderinger. Den anden kategori er ejendomsoplysninger, som investor efterspørger for at kunne verificerer dagsværdien i regnskabet.

	Krav	Krav ifølge				Kriterier medtages i analyse af årsrapporter
		IFRS (IAS 40/ IFRS 7)	EPRA ¹⁸¹	DM	Vores krav	
Inv.ejd. - oplysningskrav vedr. måling af inv.ejd. til dagsværdi	Der skal foretages ekstern vurdering	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
	Ekstern vurdering bør foretages 2 gange om året	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej
	Det skal angives hvilken rapporteringsstandard der er anvendt og kun IVSC eller "Red Book" standarden må anvendes	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
	Der skal indsættes "påtegning" fra ekstern valuar om den foretagne vurdering	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej
	Angivelse af honorar betalt til ekstern valuar og om det udgør mere end 10 % af valuarens totale omsætning	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej
	Oplysninger omkring den anvendte værdiansættelsesmodel dvs. DCF- eller normalindtjenings-modellen	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
	Oplysninger omkring væsentlige parametre i modellen f.eks. diskonteringsfaktor, terminalværdi og muligheden for at sammenholde med markedshandler	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
	Note med afstemning af opskrivningsbevægelser primo og ultimo rapporteringsperioden opgjort efter "Like for like" metoden ¹⁸²	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
	Kriterier for at skelne inv.ejd. fra andre ejendomsstyper	Ja	Nej	Nej	Ja	Nej
	Omtale af usikkerheder og risikofaktorer ved værdiansættelse af ejendomme (IAS 1)	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej
	Driftsoverskud og resultat af dagsværdiregulering skal fremgå særskilt af årsrapporten	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
	Følsomhedsanalyser baseret på udviklingen i markedsværdien ved f.eks. ændret leje, tomgangsprocent eller ændret diskonteringsfaktor	Nej	Nej	Ja	Ja	Ja

¹⁸¹ EPRA, BPPR 2008, s. 11, 13-15 & 23

¹⁸² Ved "like for like" metoden renses noterne for bevægelser på dagsværdien, som vedrører solgte ejendomme og købte ejendomme i rapporteringsåret, således at ejendomsporteføljerne er sammenlignelige.

Som det fremgår af ovenstående kan det anføres, at nok er det ikke et krav iflg. IAS 40 at anvende eksterne valuarer, men dette er et krav fra investor side. Herunder er der fra investor krav om, at det skal fremgå tydeligt af årsrapporten efter hvilken standard vurderingen er foretaget, det skal her understreges, at dette iflg. analytiker fra DM er et krav uanset om vurdering er foretaget intern eller eksternt.

Endvidere efterspørges der detaljerede oplysninger omkring parametre i værdiansættelsesmetoden, særligt oplysninger omkring brugen af diskonteringsfaktor og opgørelse af terminalværdi er efterspurgt samtidig med, at investor skal have oplysninger, om hvorvidt værdiansættelsen har kunnet verificeres ved at sammenholde med markedshandler. Det anbefales af EPRA, at ovenstående oplysninger gives som segmentoplysninger¹⁸³, således at f.eks. afkastgraden oplyses ud fra geografi og ud fra ejendomsstyper. Dette er i overensstemmelse med krav fra analytiker hos DM.

Det er bemærkelsesværdigt, at EPRA ikke anbefaler følsomhedsanalyser baseret på en ændring af lejeniveau, tomgangsprocent eller en ændret diskonteringsfaktor. Ud fra vores gennemgang af materiale fra EPRA har vi ikke kunnet finde en fornuftig forklaring herpå, men da analytikeren fra DM ser det som en meget væsentlig oplysning i årsrapporterne, har vi valgt at medtage kriteriet i vores analyse af årsrapporterne, idet vores formodning så vil være, at følsomhedsanalyserne måske udarbejdes som en ekstra service til investor.

Endvidere finder vi det interessant, at der er relativt mange punkter, hvor kravene i regnskabsstandarderne er mindre end kravene fra investor særligt omkring brug af eksterne valuarer. Det er vores opfattelse, at det manglende krav om oplysninger omkring usikkerheder ved indregning og måling i IAS 1 reelt menes at være afdækket i ledelsesberetningen af investor, da ledelsen her typisk vil omtale eventuelle risici i årsrapporten.

Vedr. oplysninger som investor efterspørger for at kunne verificerer dagsværdien i årsrapporten har vi foretaget følgende analyse:

¹⁸³ EPRA, BPPR 2008, s. 11

Ejendomsoplysninger for inv.ejd. fordelt på relevante sektorer eller væsentlige ejendomme	Krav ifølge				Kriterier medtages i analyse af årsrapporter
	IFRS (IAS 40)	EPRA ¹⁸⁴	DM	Vores krav	
	Krav				
Udlejning areal	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
Gennemsnitligt leje pr. m2	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
Årlig leje baseret på nuværende lejekontrakter	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
Total markedsleje for ejendommene	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
Pengestrømsopgørelse	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
Driftsindtjening	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
Dagsværdi	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
Antal m2 som ikke er lejet ud og deres markedsleje	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
Kontraktperiode på lejekontrakter	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
Liste med top-ti lejere i forhold til samlede lejeindtægter	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
Lejeindtægter fordelt på lejernes forretningsområde f.eks. kontor, detail osv.	Nej	Ja	Nej	Ja	Nej
Adressen på de væsentlige ejendomme	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
Anskaffelsesdatoen for væsentlige ejendomme	Nej	Ja	Nej	Ja	Nej
Udviklingen i lejeindtægter pr. sektor præsenteres på "Like for like" basis	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja

Generelt kan det her anføres at IAS 40 ingen krav stiller til oplysninger, selv om der er tale om meget væsentlige ejendomsinvesteringer for EIS'er. Dette kan undre, idet oplysningerne anses som værende meget væsentlige både iflg. EPRA og investor fra DM. Det kan dog konstateres, at EPRA måske går lidt for meget i detaljen. Som investor udtrykte det, gælder det også om ikke at få overflødige oplysninger ind i årsrapporten, hvorfor vi har valgt at mindske kravene til årsrapporterne i forhold til EPRA. Det er kendetegnende ved oplysningskravene, at de hovedsagligt går på at kunne verificere ejendomsindtjening ved at stille detaljerede krav til oplysninger vedr. lejeindtægter herunder opgørelse af ejendommens maksimale driftsindtjening. Endvidere ønskes der oplysninger omkring omkostningerne i ejendommene, således at ejendommens nettodriftsoper-

¹⁸⁴ EPRA, BPPR 2008, s. 11

skud bliver direkte opgjort. Det bemærkes, at det accepteres, at oplysningerne ikke gives på alle ejendomme af konkurrencemæssige hensyn, men det anbefales, at oplysningerne gives for væsentlige ejendomme alternativt på en mindre gruppe af ejendomme.

6.5.3.3 *Investerings ejendomme under opførelse*

Regnskabsposten er til dels vanskelig at vurdere, idet der jo jf. afsnit 3.2.4 fra 1. januar 2009 er indført mulighed for at optage ejendommene til dagsværdi. Som anført i afsnit 6.2.2 er der dog en helt række særlige oplysningskrav til denne type ejendomme, fordi værdiansættelsesmetodikken ikke er den samme, og fordi risikofaktorerne for manglende udleje af ejendommene skaber yderligere oplysningsbehov for investorerne. Vi har udarbejdet nedenstående analyse til vurdering af informationsbehovet hos investor.

	Krav	Krav ifølge			Kriterier medtages i analyse af årsrapporter
		IFRS (IAS 40)	EPRA ¹⁸⁵	DM	
Inv.ejd. under opførelse	Angivelse af forventede totale omkostninger og manglende færdiggørelsesomkostninger	Nej	Ja	Ja	Ja
	Fordeling af færdige arealer på udlejningstyper	Nej	Ja	Ja	Ja
	Forventet færdiggørelsestidspunkt	Nej	Ja	Ja	Ja
	Angivelse af allerede indgåede lejekontrakter, fordelt på sektor, areal og værdi	Nej	Nej	Ja	Ja
	Angivelse af øvrige relevante oplysningskrav jf. ovenstående tabeller for inv.ejd.	Ja	Ja	Ja	Ja

Oplysningskravene går ligesom med færdiggjorte inv.ejd. på at afdække usikkerhederne ved værdiansættelsen, f.eks. ved at kunne se, hvad færdiggørelsesgraden er på projektet, og ved at kunne identificere, hvor stor en andel af ejendommen som allerede er udlejet. Særligt i en lavkonjunktur er det væsentligt for investor at kunne vurdere, hvor stor en andel af de m2 som kan udlejes i et marked hvor det samlede antal udlejede m2 måske er for nedadgående. Igen kan det konstateres, at oplysningskravene efter IAS 40 er væsentligt mindre end investors efterspørgsel efter information.

¹⁸⁵ EPRA, BPPR 2008, s. 10

6.5.3.4 Udskudt skat

Som det fremgår af modellen til opgørelse af "TNAV" er en meget væsentlig justering af egenkapitalen opgørelse af den udskudte skat til dagsværdi.

Udskudt skat	Krav ifølge				Kriterier medtages i analyse af årsrapporter
	IFRS (IAS 12)	EPRA ¹⁸⁶	DM	Vores krav	
Angivelse af dagsværdien af den udskudte skatteforpligtigelse	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
Metoden for værdiansættelse af den udskudte skatteforpligtigelse til dagsværdi, herunder om der er tale om markedsværdier	Nej	Nej	Ja	Ja	Ja

Det er direkte forbudt iflg. IAS 12 at indregne den udskudte skat til dagsværdi i balancen. Men der er heller ikke angivet noget krav i IAS 12, om at der skal noteoplyses om dagsværdien af forpligtigelsen. Dette kan undre ud fra teorien, om at det er investors behov, som standarderne skal søge at opfylde. Det er således også et krav fra investor og EPRA, og at der oplyses omkring dagsværdien af den udskudte skatteforpligtigelse. Det som kan undre os, er at EPRA ikke har udviklet en guideline til en form for regnskabspraksis ved opgørelsen af den udskudte skatteværdi. Et minimumskrav for at investor kan vurdere pålideligheden af den opgjorte dagsværdi af skatteforpligtigelsen, må efter vores vurdering og jf. analytiker fra DM være, at der gives minimums oplysninger vedr. værdiansættelsesmetode herunder, om der er tale om markedsværdier altså oplysninger efter samme koncept som de øvrige oplysningskrav, der eksisterende i regnskabsstandarderne vedr. opgørelse af dagsværdi f.eks. kravene i IAS 39 og 40.

6.5.3.5 Gæld tilknyttet investeringsejendomme

Oplysninger til investor vedr. gælden tilknyttet inv.ejd. kan groft sagt fordeles på to områder. Oplysninger som vedrører opgørelse af gælden til dagsværdi således pålideligheden, af at denne dagsværdi kan verificeres. Efterfølgende analyseres nogle helt generelle spørgsmål vedr. noterne til gælden hovedsagligt de fremadrettede oplysninger, som gør det muligt for investor at vurdere, hvor store de fremtidige finansieringsomkostninger bliver og/eller om selskabets manglende soliditet kan medføre, at det bliver nødvendigt for EIS at foretage forcerede handler med henblik på

¹⁸⁶ EPRA, BPPR 2008, s. 39

at nedbringe investeringsporteføljen og dermed også den tilknyttede gæld. Med henblik på at investor skal opnå tillid til opgørelse af dagsværdien af gælden, har vi analyseret os frem til følgende oplysningskrav:

	Krav	Krav ifølge				Kriterier medtages i analyse af årsrapporter
		IFRS (IAS 7,39)	EPRA ¹⁸⁷	DM	Vores krav	
Gæld tilknyttet investeringsjendomme - dagsværdiopgørelser	Krav om optagelse af gæld til dagsværdi eller om noteoplysning om gældens værdi til dagsværdi	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
	Noteoplysning om værdireguleringen skyldes ændring i forpligtigelsens kreditrisiko, herunder egen kreditrisiko	Ja	Nej	Ja	Ja	Ja
	Beskrivelse af værdiansættelsesteknikken ved fastsættelse af dagsværdien	Ja	Nej	Ja	Ja	Ja
	Beskrivelse af ikke observerbare input herunder estimering og effekten af mulige afvigelser på værdiansættelsen	Ja	Nej	Nej	Ja	Ja
	Ved fastlæggelse af egen kreditrisiko udarbejdes en modregnet balance, hvoraf det fremgår, hvor stor en andel af selskabets gæld som ikke er sikret, og hvor stor ”oversikring” der er på selskabets sikrede gældsposter	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
	Ved opgørelse af egen kreditrisiko anføres i noterne om den fulde kreditrisikometode er anvendt eller om indfrielsesmetoden er anvendt	Nej	Nej	Ja	Ja	Ja

Det må her bemærkes, at det igen kan undre at der ikke IAS 39 er krav om noteoplysning af dagsværdien af gælden, hvis dagsværdioptionen ikke anvendes, idet investor efterspørger oplysningen. Derudover må det generelt anføres, at såvel EPRA anbefalinger og IAS 39 og IFRS 7 kunne have behov for yderligere oplysningskrav herunder særlige oplysninger vedr. opgørelse og indregning af egen kreditrisiko. Alternativet for IASB må være, at der ikke kan være to metoder til indregning af kreditrisikoen. Endvidere kan det anbefales at EPRA’s krav om udarbejdelse af en modregnet balance må være særligt relevant for EIS, hvor der typisk er en stor andel af aktiverne som er stillet til sikkerhed for gælden. For EPRA må det igen gælde at noteoplyses dags-

¹⁸⁷ EPRA, BPPR 2008, s. 39

værdien af årsrapporten, bør den som minimum ledsages af de normale dagsværdioplysninger i IAS 39.

De generelle oplysningskrav vedr. gælden tilknyttet inv.ejd. kan analyseres således:

Gæld tilknyttet investeringsejendomme - generelle noteoplysninger	Krav	Krav ifølge			Kriterier medtages i analyse af årsrapporter
		IFRS (IAS 7,39)	EPRA ¹⁸⁸	DM	
	Opgørelse af gennemsnitlige låneomkostninger på såvel faste som variable lån	Nej	Ja	Ja	Ja
	Følsomhedsanalyse baseret på en ændring af renten i forhold til renterisikoen pr. balancedagen.	Ja	Ja	Ja	Ja
	Oplysning om forventede refinansieringsomkostninger i det kommende regnskabsår baseret på renter anvendt i følsomhedsanalysen for variable lån	Nej	Nej	Ja	Ja
	Beskrivelse af forfaldstidspunktet for selskabets forpligtigelser	Ja	Ja	Ja	Ja

Helt overordnet er IFRS og EPRA standarder efter vores vurdering i overensstemmelse med investors oplysningskrav med undtagelse af en redegørelse og analyse af de fremtidige finansieringsomkostninger, det kan dog anføres, at EPRA adresserer dette behov ved at stille krav om beskrivelse af EIS'ers finansieringspolitikker jf. 6.5.3.1. Der er tale om forhold, som vi jf. drøftelse med analytiker fra DM har fået bekræftet er væsentligt for investor, hvorfor vi har valgt at medtage punktet under såvel omtale af politikker i ledelsesberetningen samt som et selvstændigt pkt. i det omfang årsrapporterne indeholder deciderede følsomhedsanalyser af betydningen af en fremtidig refinansiering.

¹⁸⁸ EPRA, BPPR 2008, s. 25

7 Empirisk analyse af årsrapporter for EIS'er i forhold til værdiansættelse af egenkapitalen, herunder opfyldelse af investors informationsbehov

På baggrund af vores model i afsnit 6.5.2 vil vi i dette kapitel ved en empirisk analyse verificere målingsforskellen mellem den regnskabsmæssige værdiansættelse af egenkapitalen i et EIS samt investors værdiansættelse af egenkapitalen.

Efterfølgende vil vi på baggrund af vores analyse i afsnit 6.5.3 ved en empirisk analyse af årsrapporter verificere, hvorvidt årsrapporterne opfylder investors informationsbehov.

7.1 Analyse metodik

Vi har valgt at undersøge årsrapporter fra EIS'er med en vis geografisk spredning. Årsrapporterne indeholder både kvalitative og kvantitative data. De kvalitative data vil være ledelsesberetningen og noter, mens kvantitative data vil være taldelen i årsrapporterne¹⁸⁹. Ved vores vurdering af de kvalitative data vil vores tolkning og operationalisering ske igennem de rammer, som vi skal søge afdækket. Rammerne er givet ud fra vores vurdering af, om et element i årsrapporten er medtaget og er i overensstemmelse med henholdsvis IFRS, EPRA, analytiker og vores egne krav til årsrapporten, dette vil f.eks. kunne være omtale af værdiansættelsesmetode, og om denne følger standarderne for IVSC/RICS.

Ved udvælgelsen af årsrapporterne har vi foretaget følgende væsentlige afgrænsninger, med det formål at sikre, at årsrapporterne er repræsentative og valide som datagrundlag for vores analyse:

- Årsrapporterne skal rapportere i henhold til IFRS.
- EIS'ernes balancestruktur skal være tilpas egnet jf. definitionen nedenfor, til at vi kan konkludere, at egenkapitalen i sin helhed er værdiansat til dagsværdi.

Opfylder årsrapporterne ovenstående formål, vil de være relevante som datagrundlag for en analyse af vores model til opgørelse af målingsforskelle.

¹⁸⁹ Ib Andersen, Den skinbarlige virkelighed, s. 25

7.1.1 Screening af udvalgte årsrapporter

De ovenfor anførte krav til udvælgelse af årsrapporter er verificeret ved en indledende screening af årsrapporter jf. nedenstående tabel, hvori de udvalgte årsrapporter er gengivet på regnskabslinjer og med deres værdi.

Hovedtal for udvalgte årsrapporter								
Tallene er i 1.000 EUR								
Nr.	Selskab	Inv.ejd.	Inv.ejd. under opførelse	Projektbeholdninger	Egenkapital	Gæld tilknyttet inv.ejd.	Balance-sum	Inv.ejd. i forhold til balance-sum
1	Swiss Prime Insight AG (Swz)	2.289.604	147.239	0	948.159	1.473.122	2.559.725	95%
2	Fabege AB (Sverige)	2.174.864	525.393	0	903.380	1.725.233	2.794.593	97%
3	Castellum (Sverige)	2.537.295	131.303	0	919.484	1.336.541	2.690.466	94%
4	Immofinanz AG (Tyskland)	9.636.190	849.491	338.046	4.348.230	5.928.905	15.568.400	62%
5	Jeudan (DK)	1.158.724	95.664	0	396.576	773.177	1.265.017	92%
6	Great Portland Estates (UK)	1.426.082	23.378	0	1.021.831	417.889	1.474.787	97%
7	Klövern (Sverige)	1.009.508	78.873	0	369.221	699.482	1.143.487	88%
8	Land Securities (UK)	13.352.671	530.690	168.519	9.334.703	5.286.441	16.184.769	83%
9	Wereldhave (Holland)	2.645.969	52.056	0	1.860.172	739.586	2.823.185	94%
10	The British Land Company (UK)	10.638.146	1.034.494	0	6.614.139	5.125.714	12.320.417	86%
11	Unibail-Rodamco (Frankrig)	21.702.600	737.300	0	14.149.700	7.510.000	24.924.200	87%
	Total	68.571.653	4.205.881	506.565	40.865.594	31.016.090	83.749.047	82%

Til ovenstående tabel skal det bemærkes, at vi på baggrund af en samlet balancesum på ca. EUR 84 mia., eller hvad der svarer til DKK 625 mia. mener, at have et tilstrækkeligt datagrundlag til at anse årsrapporterne for at være repræsentative for det europæiske ejendomsmarked. Endvidere fremgår det af ovenstående tabel, at i gennemsnit udgør inv.ejd. til dagsværdi 82 % af den samle-

de balancesum i EIS'erne. Det er i særdeleshed Immofinanz AG, som trækker gennemsnittet ned. Det skyldes ikke, at selskabet beskæftiger sig med projektudvikling af ejendomme, men alene fordi, selskabet har en betydelig beholdning af likvider, finansielle instrumenter og debitorer på balancen, som tilsammen udgør EUR 3,4 mia. Var dette beløb investeret på balancetidspunktet, ville inv.ejd. værdi udgøre 81 % af den samlede balancesum, hvorfor vi vurderer at, Immofinanz AG kan anvendes som datagrundlag.

Selskaber markeret med rødt i tabellen er REIT's eller "Real estate investment trusts". REIT er underlagt særlige regler med henblik på at udlodde stort set al indtjening, mod status som skattefrit selskab, dvs. udlodning/udbytte er kun underlagt beskatning hos aktionæren¹⁹⁰. Dermed indregnes der ikke hverken aktuel skat eller udskudt skat i årsrapporterne for REIT's, og denne skat kan heller ikke estimeres, idet det i lighed med K/S'er i Danmark afhænger af indkomstforholdene hos aktionærerne.

REIT's er derfor kun anvendt til gennemgang af oplysningskrav samt som datagrundlag i forbindelse med værdiansættelse af ejendomme. Det giver dog ingen mening at anvende selskaberne som datagrundlag for sammenligningen af egenkapitalens værdi og aktiernes værdi, da der som nævnt ikke er afsat skat i årsrapporterne.

I processen med udvælgelse af årsrapporter har vi ikke medtaget årsrapporter fra tre selskaber, fordi der ikke skete værdiansættelse af inv.ejd. til dagsværdi, eller at deres andel af projektbeholdninger var for stor. De tre årsrapporter var det engelske Minerva Plc, det tyske DIC AG og det franske ICADE.

7.2 Empirisk undersøgelse af model til konvertering af årsrapportens egenkapital til investors egenkapital jf. model i afsnit 6.5.2

Med henblik på at verificere de væsentligste punkter som korrigeres i den regnskabsmæssige egenkapital jf. vores model og EPRA's model, vil vi analysere hvert enkelt pkt. i nedenstående afsnit. For læserens skyld har vi vedlagt vores og EPRA's model i bilags form som bilag 1 og bilag 2.

¹⁹⁰ RFI, s. 621

7.2.1 Regulering af investeringsejendomme til optimal dagsværdi ud fra kriterier om synergier og highest and best use samt porteføljerabatter / tillæg

Vores analyse i dette afsnit vedrører pkt'erne 4, 5 og 6 i vores model til opgørelse af investors dagsværdi af egenkapitalen.

7.2.1.1 Formål med analyse

Formålet med analysen er, at verificere, at begrænsningerne i værdiansættelsen af inv.ejd. generelt medfører, at EIS'er reelt er i stand til at realisere salgssummer, som er større end den bogførte dagsværdi af inv.ejd.

7.2.1.2 Metode for analyse

Ved at finde de rapporterede realiserede gevinster i årsrapporterne har vi verificeret, om dagsværdierne generelt handles til en værdi større eller mindre end seneste opgjort dagsværdi. De børsnoterede selskaber aflægger kvartalsregnskaber, hvorfor dagsværdien maksimalt er opgjort 3 måneder før salget, vi mener derfor ikke, at tidsforskydningen mellem tidspunktet for salget og seneste dagsværdiopgørelse har nogen signifikant betydning for resultatet af analysen. Vi har efterfølgende projekteret afvigelsen op på den samlede beholdning af inv.ejd. for at illustrere, hvor stort et beløb der mangler at blive indregnet på egenkapitalen, hvis den skulle være opgjort til dagsværdi. Undersøgelsen omfatter i salgssum transaktioner på EUR 5,1 mia., og må derfor antages at udgøre et tilstrækkeligt datagrundlag for analysen.

7.2.1.3 Resultat af analyse

Af nedenstående tabel fremgår resultatet af vores undersøgelse:

Salgssum i forhold til dagsværdi af investeringsejendomme							
Tallene er i 1.000 EUR							
Nr.	Selskab	(1) Salg af ejendomme	(2) Dagsværdi måling af solgte ejendomme	(3) Difference 1-2	(4) Procentuel afvigelse 1-2	(5) Inv.ejd. total	(6) Afvigelse projiceret på samlet beholdning
1	Swiss Prime Insight AG (Schweiz)	34.543	31.351	3.192	10,2%	2.289.604	233.153
2	Fabege AB (Sverige)	191.693	178.608	13.085	7,3%	2.174.864	159.327
3	Castellum (Sverige)	2.288	2.288	0	0,0%	2.537.295	0
4	Immofinanz AG (Østrig)	250.000	229.216	20.784	9,1%	9.636.190	873.755
5	Jeudan (DK)	549	638	-89	-14,0%	1.158.724	-162.329
6	Great Portland Estates (UK)	220.536	226.186	-5.650	-2,5%	1.426.082	-35.621
7	Klövern (Sverige)	29.921	28.823	1.098	3,8%	1.088.381	41.462
8	Land Securities (UK)	1.147.100	1.073.653	73.447	6,8%	13.352.671	913.438
9	Wereldhave (Holland)	9.428	6.424	3.004	46,8%	2.645.969	1.237.312
10	The British Land Company (UK)	2.649.552	2.624.225	25.327	1,0%	10.638.146	102.670
11	Unibail-Rodamco (Frankrig)	592.900	545.800	47.100	8,6%	21.702.600	1.872.833
	Total	5.128.509	4.947.211	181.298	4%	68.650.526	2.515.796

Som det fremgår af ovenstående, er salgssummen generelt 4 % højere end dagsværdien, og det medfører således, at dagsværdien af egenkapitalen reelt burde forhøjes med EUR 2,5 mia (EUR 68 mia. x 4 % i afvigelse), hvis det antages, at afvigelsen projekteres op på den samlede beholdning. To selskabers transaktioner skiller sig ud, nemlig Wereldhave og Jeudan, som har en betydelig positiv, henholdsvis negativ afvigelse på deres ejendomssalg, det er på baggrund af relativt beskedne salgssummer, at afvigelserne er konstateret, hvorfor det kan vurderes, at afvigelserne måske ikke kan siges at være repræsentative for hele de pågældende selskabers ejendomsporteføljer.

Flere selskaber omtaler positivt, at det ikke er tilladt at indregne synergier og porteføljerabat ved dagsværdiopgørelsen herunder bl.a. The British Land Company. Den eneste årsrapport, hvor det i

noterne til afvigelsen i værdiansættelsen bliver decideret kvantificeret, er i årsrapporten for det franske selskab Icade, som ikke er en del af den empiriske analyse, men det anføres i denne årsrapport, at var der taget højde for, at boligejendomme skulle sælges som en samlet portefølje, ville boligudlejningsejendommenes værdi udgøre ca. 30-50 % mindre end den bogførte dagsværdi af ejendommene¹⁹¹.

På baggrund af ovenstående må det vurderes, at dagsværdierne i årsrapporterne kan afvige væsentligt fra de realiserbare salgssummer som følge af værdiansættelsesbegrænsningerne i IAS 40.

7.2.2 Påvirkning af dagsværdien af egenkapitalen som følge af risiko for forcerede handler

Vores analyse i dette afsnit vedrører pkt. 6 i vores model til opgørelse af investors dagsværdi af egenkapitalen.

7.2.2.1 Formål med analyse

Formålet med analysen, er at verificere, at investor indregner en rabat på ejendomme, hvis der er risiko for, at EIS'er er nødt til at foretage forcerede salg i markedet.

7.2.2.2 Metode for analyse

To forhold mener vi kan indikere for investor, at EIS vil blive tvunget til at foretage et forceret salg af ejendomme i porteføljen, hvorved dagsværdien skal justeres i nedadgående retning i regnskabet. Det ene forhold er, hvor stor en andel af rentebærende gæld som skal refinansieres inden for et år. Jo større andel af porteføljeværdien desto større sandsynlighed for, at ejendomme må afhændes med tab. Det andet nøgletal er "loan to value ratio", som er et almindeligt anerkendt nøgletal for måling af EIS'er finansielle situation¹⁹². Nøgletallet beregnes som den rentebærende gælds andel af inv.ejd. dagsværdi. Jo højere nøgletal desto større sandsynlighed for at selskabet vil få problemer med refinansieringen.

Vores udgangspunkt er, at sammenholdelse af ovenstående indikatorer med kurs/indre værdi af aktien - målt ud fra regnskabsmæssig egenkapital, kan verificere om der fradrages en særskilt

¹⁹¹ ICADE, Annual Report 2008, s. 29 & 91-95

¹⁹² EPRA, BPPR 2008, s. 25

værdi på ejendommene, som resultat af risikoen for at EIS bliver tvunget til at foretage forcerede handler. Der kan argumenteres for, at indre værdi også fastsættes af investor ud fra andre reguleringer jf. EPRA modellen og vores model, men hvis der bliver indregnet en rabat som følge af forcerede handler på hele investeringsporteføljen, er det vores antagelse, at beløbet må være så væsentligt, at det vil slå igennem på alle selskaberne. REIT's er ikke analyseret, da deres kurs/indre værdi ikke er brugbar som følge af manglende afsættelse af skatteforpligtigelser.

7.2.2.3 Resultat af analyse

Analysen angiver følgende resultat

Rabat pga. risiko for forcerede handler							
Tallene er i 1.000 EUR							
	Inv.ejd.	Kortfristet rentebærende gæld	Kortsigtet refinansieringsbehov af ejendommens værdi	Loan to value ratio	Egenkapital	Aktiernes værdi	Forskel imellem egenkapital og aktiernes værdi
Swiss Prime Insight AG (Schweiz)	2.289.604	417.385	18%	63%	948.159	870.931	-8%
Fabege AB (Sverige)	2.174.864	85.095	4%	66%	903.380	464.760	-49%
Castellum (Sverige)	2.537.295	114.192	5%	50%	919.484	911.615	-1%
Immofinanz AG (Tyskland)	9.636.190	464.503	5%	56%	4.348.230	3.254.300	-25%
Jeudan (DK)	1.158.724	61.962	5%	67%	396.576	434.271	10%
Klövern (Sverige)	1.009.508	3.282	0%	64%	369.221	267.821	-27%
Total	18.806.185	1.146.420	6%	61%	7.885.049	6.203.697	-21%

Som det fremgår af tabellen, er det selskab med dårligst finansiell situation Swiss Prime, som står overfor en større refinansiering i 2009, i det hele 18 % af investeringsporteføljen skal refinansieres mod gennemsnittet på 6 %. Ydermere har selskabet en relativ stor loan to value ratio på 63 %, hvilket også er over gennemsnittet for EIS'erne. Alligevel handles aktien relativt tæt på indre værdi sammenlignet med f.eks. Klövern og Immofinanz, som ellers på papiret står overfor færre udfordringer med refinansieringen.

Endvidere kan det anføres, at allerede i afsnit 7.2.1 blev det konkluderet, at som udgangspunkt var selskaberne i stand til at realisere deres investeringer til en højere værdi end den bogførte dagsværdi på ejendommene. Vores analyse indikerer derfor, at der ikke gennem en direkte regu-

lering tages højde for forcerede handler ved værdiansættelsen af egenkapitalen af investor. Vores vurdering er, at dette kan skyldes, at der i forvejen mangler så meget værdi i dagsværdiopgørelsen, at dette modsvarer nedskrivningen af porteføljen som følge af forcerede handler. Vi vurderer dog, at i realiteten sker der det, at forcerede handler indarbejdes indirekte via sektorrabatten jf. nedenstående afsnit 7.2.6.

7.2.3 Justering af dagsværdien af egenkapitalen således at der tages højde for den anvendte værdiansættelsesmodel samt om der er anvendt intern eller ekstern vurdering

Vores analyse i dette afsnit vedrører pkt. 7 i vores model til opgørelse af investors dagsværdi af egenkapitalen, endvidere har vi sammenholdt valget af modeller med valg af ekstern valuar eller intern værdiansættelse.

7.2.3.1 Formål med analyse

Udgangspunktet for nedenstående analyse er at vi ønsker at verificere, at selskaber, som anvender DCF-modellen, generelt opnår mere præcise værdiansættelser, end hvis normal indtjeningsmodellen anvendes. Endvidere ønsker vi at vurdere, hvorvidt brug af eksterne vurderinger forøger præcisionen i opgørelsen af dagsværdien inden for de rammer IAS 40 nu en gang tillader ved beregning af dagsværdien af inv.ejd.

7.2.3.2 Metode for analyse

I analysen er inkluderet alle 11 selskaber. Udgangspunktet for analysen er igen en sammenholdelse af dagsværdien af solgte ejendomme sammenholdt med den faktiske salgsværdi. Denne præcision har vi så sammenholdt med først brug af DCF-model og derefter ved brug af eksterne eller interne vurderinger. Det skal bemærkes, at i flere tilfælde anvendes såvel DCF-modellen som normalindtjeningsmodellen, men i langt de fleste tilfælde angives det, at normalindtjeningsmodellen udelukkende anvendes til at bekræfte, at værdiansættelsen i henhold til DCF-modellen ikke afviger væsentligt fra normalindtjeningsmodellen. I disse tilfælde hvor det er DCF-modellen, som er den primære model, er det i analysen anført af EIS'er anvender DCF-modellen som værdiansættelsesmodel.

7.2.3.3 Resultat af analyse

Præcision opnået ved brug af DCF- eller normalindtjeningsmodel udgør følgende

Præcision ved brug af DCF-model eller normalindtjeningsmodellen							
Tallene er i 1.000 EUR							
	(1) Salg af ejendomme	(2) Dagsværdi måling af solgte ejendomme	(3) Diff. 1-2	(4) Procentuel afvigelse 1-2	(5) Inv.ejd. total	(6) Afvigelse projiceret på samlet beholdning	(7) Metode
Swiss Prime Insight AG (Schwiz)	34.543	31.351	3.192	-10,2%	2.289.604	233.153	DCF
Fabege AB (Sverige)	191.693	178.608	13.085	-7,3%	2.174.864	159.327	DCF
Castellum (Sverige)	2.288	2.288	0	0,0%	2.537.295	0	DCF
Immofinanz AG (Tyskland)	250.000	229.216	20.784	-9,1%	9.636.190	873.755	DCF
Jeudan (DK)	549	638	-89	14,0%	1.158.724	-162.329	NM
Great Portland Estates (UK)	220.536	226.186	-5.650	2,5%	1.426.082	-35.621	NM
Klövern (Sverige)	29.921	28.823	1.098	-3,8%	1.088.381	41.462	NM
Land Securities (UK)	1.147.100	1.073.653	73.447	-6,8%	13.352.671	913.438	DCF
Wereldhave (Holland)	9.428	6.424	3.004	-46,8%	2.645.969	1.237.312	DCF
The British Land Company (UK)	2.649.552	2.624.225	25.327	-1,0%	10.638.146	102.670	DCF
Unibail-Rodamco (Frankrig)	592.900	545.800	47.100	-8,6%	21.702.600	1.872.833	DCF
Total	5.128.509	4.947.211	181.298	-4%	68.650.526	2.515.796	N/A
NM Total	251.005	255.647	-4.641	2%	3.673.188	-66.685	
DCF Total	4.877.503	4.691.565	185.939	-4%	64.977.338	2.575.218	

Det første, som kan konstateres ved ovenstående analyse, er, hvor få EIS'er der anvender normalindtjeningsmodellen nemlig kun 3 ud af 11 selskaber, hvoraf den ene er det danske Jeudan A/S. Endvidere er det værd at bemærke, at de tre selskaber, som anvender normalindtjeningsmodellen, er de absolut mindste selskaber i analysen målt på balancesummen jf. afsnit 7.1.1. Dette underbygger endvidere tesen om, at det formodentligt er de selskaber, som har færrest ressourcer til rådighed, som anvender normalindtjeningsmodellen til opgørelse af ejendommens dagsværdi.

Analysen viser som udgangspunkt, at der opnås større præcision ved anvendelse af normalindtjeningsmodellen end ved brug af DCF-modellen, det må dog også anføres, at fordi det kun er de mindre EIS'er som anvender normalindtjeningsmodellen, er denne konklusion baseret på et relativt begrænset datagrundlag, idet transaktionssummen kun udgør EUR 0,2 mia. mod en transaktionssum baseret på DCF-modellen på EUR 4,877 mia.

Det er derfor vores vurdering, at præcisionen i to modeller ikke kan vurderes på baggrund af ovenstående datagrundlag, men at det forhold, at alle de større EIS'er anvender DCF kraftigt indikerer, at DCF-modellen anses for at være mere retvisende af investorerne.

Ved analyse af hvorvidt der opnås større præcision ved brug af eksterne vurderinger end ved brug af interne vurderinger, er foretaget nedenstående analyse:

Præcision ved brug af eksterne eller interne vurderinger					
	Salg af ejendomme	Dagsværdi måling af solgte ejendomme	Procentuel afvigelse	Intern	Ekstern
Swiss Prime Insight AG (Schweiz)	34.543	31.351	-10,2%		x
Fabege AB (Sverige)	191.693	178.608	-7,3%		x
Castellum (Sverige)	2.288	2.288	0,0%	x	
Immofinanz AG (Tyskland)	250.000	229.216	-9,1%		x
Jeudan (DK)	549	638	14,0%	x	
Great Portland Estates (UK)*	220.536	226.186	2,5%		x
Klövern (Sverige)	29.921	28.823	-3,8%		x
Land Securities (UK)*	1.147.100	1.073.653	-6,8%		x
Wereldhave (Holland)*	9.428	6.424	-46,8%		x
The British Land Company (UK)*	2.649.552	2.624.225	-1,0%		x
Unibail-Rodamco (Frankrig)*	592.900	545.800	-8,6%		x
Total	5.128.509	4.947.211	-4%	18%	82%
Intern	2.836	2.925	-3%		
Ekstern	5.125.672	4.944.286	4%		

Datagrundlaget i analysen begrænses igen af, at det kun er to selskaber, som anvender interne vurderinger af dagsværdien. Igen er det det danske Jeudan og svenske Castellum, som anvender

den mest omkostningseffektive værdiansættelsesmetode, hvilket igen må antages at relatere sig til de interne ressourcer i selskaberne.

Det er således igen vores vurdering, at datagrundlaget til at vurdere om der er forskel i præcisionen ved brug af eksterne vurderinger i forhold til interne vurderinger ikke er tilstrækkeligt til, at vi kan kvantificere forskellen i præcisionen, men det forhold at alle større selskaber anvender de eksterne vurderinger indikerer, at der er forskel i præcisionen, ligesom vi må vurdere, at investor forsat vil tillægge værdien af eksterne vurderinger større pålidelighed end interne vurderinger.

7.2.4 Revaluering af investeringsejendomme under opførelse til dagsværdi

Vores analyse i dette afsnit vedrører pkt. 8 i vores model til opgørelse af investors dagsværdi af egenkapitalen.

7.2.4.1 Formål med analyse

Denne analyse vil verificere, at det er korrekt at korrigerer egenkapitalen med dagsværdien på IUO. Dette har ikke tidligere været tilladt efter IAS 40, men det har været muligt at opgøre ejendommene til dagsværdi med værdiregulering via egenkapitalen, og på den baggrund ønsker vi at verificere, at denne type ejendomme har en pålidelig målbar værdi, som bør indregnes i årsrapporten.

7.2.4.2 Metode for analyse

Vi har indledningsvist analyseret hvilken regnskabspraksis for IUO de enkelte EIS'er har anvendt. Denne analyse tager udgangspunkt i, om ejendommene optages til kostpris eller dagsværdi. Hvis ejendommene er optaget til dagsværdi, har vi analyseret regnskabspraksis for om begrundelsen for optagelse til dagsværdi er IAS 40 eller IAS 16. Efterfølgende har vi, hvor det er muligt, søgt at identificere gevinst/tab ved salg af IUO'er, dette har kun været muligt i et EIS, nemlig The British Land Company.

Hvor EIS'erne optager ejendommene til dagsværdi, har det kun været muligt at udskille dagsværdireguleringen i årets løb, men det har ikke været muligt at identificere den samlede regulering på IUO'erne i forhold til deres kostpris. Årsagen til dette er, at i noterne til årsrapporten oplyses kostprisen samlet for såvel IUO som allerede færdigopførte inv.ejd.. I Immofinanz AG har

det dog været muligt at foretage denne analyse baseret på selskabets opgørelse af TNAV, jf. årsrapportens side 85.

For EIS som optager ejendommene til dagsværdi har vi undersøgt, om der foretages justering af ejendommens dagsværdi i forbindelse med opgørelse af TNAV.

7.2.4.3 Resultat af analyse

Vi har indledningsvist analyseret den regnskabsmæssige behandling af IUO'erne i nedenstående tabel:

Investeringsejendomme under opførelse						
Tallene er i 1.000 EUR						
Selskab	Inv.ejd.	Inv.ejd. under opførelse	IUO dagsværdi	IUO kostpris	IAS 40	IAS 16
Swiss Prime Insight AG (Schweiz)	2.289.604	147.239		x		
Fabege AB (Sverige)	2.174.864	525.393	x		x	
Castellum (Sverige)	2.537.295	131.303	x		x	
Immofinanz AG (Tyskland)	9.636.190	849.491		x		
Jeudan (DK)	1.158.724	95.664		x		
Great Portland Estates (UK)	1.426.082	23.378	x			x
Klövern (Sverige)	1.009.508	78.873	x		x	
Land Securities (UK)	13.352.671	530.690	x			x
Wereldhave (Holland)	2.645.969	52.056		x		
The British Land Company (UK)	10.638.146	1.034.494	x			x
Unibail-Rodamco (Frankrig)	21.702.600	737.300		x		
Total	68.571.653	4.205.881	45%	55%	50%	50%

Som det fremgår af ovenstående tabel, optager seks selskaber ejendommene til dagsværdi, mens de resterende selskaber optager ejendommene til kostpris. Af de seks selskaber, som optager ejendommene til dagsværdi, er det værd at bemærke, at der tale om en geografisk forskel på, efter hvilke regler ejendommene optages til dagsværdi. De tre svenske selskaber har optaget ejendommene til dagsværdi med regulering gennem resultatopgørelsen, fordi ejendommene optages efter IAS 40. Der er ikke i regnskabspraksis omtalt, at selskaberne skulle have benyttet sig af mu-

ligheden for førtids-implementering af de nye målingsbestemmelser i IAS 40, hvorfor den regnskabsmæssige behandling må anses som værende forkert.

For de engelske selskaber gælder det for alle selskaberne, at ejendommene her optages til dagsværdi via opskrivning på egenkapitalen efter IAS 16.

Da alle selskaber med undtagelse af Jeudan A/S er medlem af EPRA, skulle det antages, at oplysningerne omkring revaluering af IUO'erne kunne findes i forbindelse med opgørelse af TNAV. For Unibail-Radamco, Swiss Prime og Wereldhave er nøgletallet opgjort, men der er ikke sket regulering for manglende dagsværdiregulering af IUO'erne.

The British Land Company har i år solgt tre IUO. Salgssummen for de tre ejendomme udgjorde EUR 334 mio., mens seneste opgjort dagsværdi udgjorde EUR 329 mio. En minimal afvigelse mellem den realiserede avance og seneste dagsværdi på 1 % af salgssummen. Dette dækker dog over, at den ene transaktion medførte en avance på EUR 15 mio. ud af en salgssum på EUR 110 mio., hvilket er en afvigelse på 14 % i forhold til seneste dagsværdi. En transaktion på EUR 105 mio. medførte ingen reguleringer i forhold til seneste dagsværdi, men den sidste transaktion på EUR 123 mio. medførte et tab på EUR 10 mio. eller -8 % i forhold til seneste dagsværdi.

Immofinanz AG har i forbindelse med opgørelse at TNAV opgjort dagsværdien af IUO'er til EUR 1.213.624 mio. som medfører til en regulering til kostpris på EUR 364.133 eller hvad der svarer til 43 % af kostprisen på ejendommen.

Antages denne værdiregulering at skulle projekteres over til EIS'erne, som i øjeblikket optager projekterne til kostpris, fås følgende regulering til dagsværdien af ejendommene:

Effekt af ændring af regnskabspraksis				
Tallene er i 1.000 EUR				
Selskab	Inv.ejd. under opførelse	Dagsværdi regulering	Egenkapital	Procentuel ændring af egenkapitalen
Swiss Prime Insight AG (Schweiz)	147.239	63.313	948.159	7%
Immofinanz AG (Tyskland)	849.491	364.133	4.348.230	8%
Jeudan (DK)	95.664	41.136	396.576	10%
Wereldhave (Holland)	52.056	22.384	1.740.283	1%
Unibail-Rodamco (Frankrig)	737.300	317.039	12.885.100	2%
Total	1.881.750	808.004	20.318.348	4%

Det må altså anføres, at dagsværdierne på IOU, i The British Land Company, er baseret på transaktioner som generelt er behæftet med en større usikkerhed end færdiggjorte inv.ejd., hvilket er i overensstemmelse med vores forventninger. Det er dog også tydeligt, at der rent faktisk findes et marked for denne type ejendomme og at det reelt er muligt at opgøre en dagsværdi herpå. Det er endvidere anført jf. ovenstående tabel, at optagelse af IUO'erne vil medføre en ganske betydelig ændring af den rapporterede egenkapital for EIS'erne, som på nuværende tidspunkt optager ejendommene til kostpriser.

7.2.5 Regulering af udskudt skat og gæld tilknyttet investeringsejendomme til dagsværdi

Vores analyse i dette afsnit vedrører pkt. 9 og 10 i vores model til opgørelse af investors dagsværdi af egenkapitalen.

7.2.5.1 Formål med analyse

Nedenstående analyser vil belyse konsekvensen af den manglende indregning af udskudt skat og gæld til dagsværdi i de relevante årsrapporter.

7.2.5.2 Metode for analyse

I denne analyse har vi for udskudt skat taget udgangspunkt i dagsværdien for de EIS'er som ikke REIT's. Oplysningerne omkring dagsværdien af udskudt skat fremkommer i årsrapporternes oplysninger af opgørelse af TNAV. Det bemærkes yderligere, at analysen ikke omfatter Jeudan A/S og Klövern AB, idet nøgletallet ikke opgøres i deres årsrapporter.

Vi har endvidere analyseret i hvilket omfang indregning af gældsforpligtigelser til dagsværdi vil medføre indtægtsførelse som i årsrapporten, bl.a. som følge af kreditrisikoen. Det er kun Jeudan A/S, som anvender dagsværdioptionen, og derfor er de øvrige årsrapporter analyseret ud fra oplysninger omkring opgørelse af TNAV, eller, hvis det har været muligt, noter i årsrapporterne hvor dagsværdien af gældsforpligtigelserne offentliggøres. Generelt har de svenske selskaber valgt ikke at oplyse om dagsværdien af gældsforpligtigelserne på trods af, at Fabege AB og Castellum AB begge foretager en beregning af TNAV. Vores umiddelbare konklusion må derfor være, at dette nøgletal ikke er korrekt beregnet, med mindre amortiseret kostpris i begge tilfælde afspejler dagsværdien af forpligtigelser. Dette virker dog usandsynligt jf. nedenstående analyse, idet der forekommer korrektioner fra amortiseret kostpris til dagsværdi i alle øvrige årsrapporter.

7.2.5.3 Resultat af analyse

Virkingen af indregning af udskudt skat til dagsværdi ville påvirke årsrapporterne således:

Regulering af udskudt skat til dagsværdi						
Tallene er i 1.000 EUR						
	Udskudt skat	Regulering i TNAV	Dagsværdi af udskudt skat	Procentuel værdi af forpligtigelsen	Egenkapital	% ændring af egenkapital
Swiss Prime Insight AG (Schweiz)	108.160	-67.641	40.519	37%	948.159	7%
Fabege AB (Sverige)	103.944	-100.698	3.246	3%	903.380	11%
Castellum (Sverige)	254.828	-206.424	48.404	19%	919.484	22%
Immofinanz AG (Tyskland)	1.076.173	-1.061.233	14.940	1%	4.348.230	24%
Total	1.543.105	-1.435.996	107.109	7%	7.119.252	20%

Dagsværdien af udskudt skat afhænger bl.a. af den juridiske struktur i en koncern samt markedspriserne for udskudt skat på de enkelte markeder for handel med inv.ejd., hvorfor det formodent-

ligt kun sjældent vil være muligt, at den udskudte skatteforpligtigelse til dagsværdi kun udgør 1 % af forpligtigelsen i balancen, som det er tilfældet for Immofinanz AG. Det er dog værd at bemærke, at i alle tilfælde vil indregning af den udskudte skat til dagsværdi medføre en betydelig større egenkapital end ved optagelse til nominel værdi. Det må derfor også konkluderes, at afhængig af balancestrukturen i EIS vil egenkapitalens dagsværdi alene som følge regulering af udskudt skat formodentligt være ca. 20 % større end den rapporterede værdi.

Analysen af regulering af gældsforpligtigelser til dagsværdi har givet følgende resultat

Regulering af gæld til dagsværdi						
Tallene er i 1.000 EUR						
	Gæld iflg. balancen	Regulering i TNAV	Dagsværdi af gælden	Procentuel værdi af forpligtigelsen	Egenkapital	% ændring af egenkapital
Jeudan (DK)	729.550	-6.835	722.715	99%	N/A	N/A
Great Portland Estates (UK)	418.181	-17.436	400.745	96%	1.021.831	2%
Land Securities (UK)	5.784.205	-294.957	5.489.248	95%	9.334.703	3%
Wereldhave (Holland)	739.000	-21.197	717.803	97%	1.740.283	1%
The British Land Company (UK)	5.125.714	-566.926	4.558.788	89%	6.614.139	9%
Unibail-Rodamco (Frankrig)	7.510.000	-132.800	7.377.200	98%	12.885.100	1%
Total	20.306.650	-1.040.152	19.266.499	95%	31.596.056	3%

Det bemærkelsesværdige ved ovenstående resultat er efter vores vurdering, at der generelt er tale om meget begrænsede dagsværdireguleringer. Kvaliteten af opgørelsen af dagsværdien på gældsforpligtigelserne i årsrapporterne er, som det også fremgår af senere analyse, generelt dårligere end forventet. En undtagelse er dog opgørelsen i Land Securities note 27, side 105, hvoraf der for hvert enkelt lån er oplyst værdien af de sikre aktiver og dagsværdien baseret på lånets effektive interne rente mv. Idet sikringen af aktiverne som udgangspunkt er meget tæt på 100 % for langt hovedparten af gælden, virker det således fornuftigt, at Land Securities ikke indregner egen kreditrisiko i gælden men for de øvrige årsrapporter er det generelt vanskeligt at vurdere om der er indregnet egen kreditrisiko. Ud fra de førtidsindfrielse, som tidligere er omtalt på det engelske marked, virker det ikke logisk, at gældens dagsværdi generelt ligger så tæt på 100 % med The British Land Company som en undtagelse. Årsagen hertil er bl.a., at The British Land Company

har opgjort dagsværdien på usikrede virksomhedsobligationer baseret på markedshandlerne, hvorved selskabets egen kreditrisiko har fået lov til at påvirke dagsværdiopgørelsen. Generelt er der dog tale om solide ejendomsselskaber målt ud fra egenkapitalen og selskabernes frie cash-flow, hvorfor det er vanskeligt at vurdere ud fra ovenstående, om der mangler betydelige reguleringer fra indregning af egen kreditrisiko.

Det er dog umiddelbart åbenlyst, at indregning af udskudt skat til dagsværdi vil have betydelig større effekt på egenkapitalen end indregning af gældsforpligtigelser til dagsværdi.

7.2.6 Ejendomssektorabat

Vores analyse i dette afsnit vedrører pkt. 11 og 12 i vores model til opgørelse af investors dagsværdi af egenkapitalen.

7.2.6.1 Formål med analyse

Denne analyse vil søge at verificere, at der generelt opereres med en ejendomssektorabat under en lavkonjunktur. Det er vores antagelse, at denne sektorabat er en blanding af følgende faktorer:

- frygt for højere fremtidige låneomkostninger i forbindelse med refinansiering af gælden i ejendomsselskaberne.
- Manglende likviditet i markedet som medfører et generelt pres på aktiver i markedet, idet udbuddet er større end efterspørgslen.
- Muligvis en rabat som følge af, at forcerede transaktioner i markedet generelt har højere afkastkrav, men ikke må indregnes i dagsværdien af inv.ejd. i selskaberne.

Som anført tidligere kan ovenstående forhold ikke direkte kvantificeres jf. bl.a. analyse af risikoen for forcerede handler i afsnit 7.2.2. Til gengæld er vores udgangspunkt at i lavkonjunkturer vil ovenstående risikofaktorer give sig udslag i en generel risikorabat på ejendomsaktier, mens det modsatte vil være tilfældet i højkonjunkturer.

7.2.6.2 Metode for analyse

Vi har indledningsvist analyseret kurs indre værdi ud fra såvel TNAV og en simpel indre værdibetragtning med udgangspunkt i seneste aflagte årsrapport. Analysen er kun foretaget for selska-

ber, som ikke har REIT status, da deres indre værdi også afhænger af skattepolitikken i det enkelte land. Efterfølgende har vi analyseret kurs udviklingen 5 år tilbage med henblik på at verificere, at sektorrabatten mere er udtryk for en konjunkturabat end for en reel værdiansættelse af EIS'er. I denne analyse har vi, hvor det er muligt, taget udgangspunkt i sammenligning af udviklingen i indre værdi baseret på TNAV, hvor dette har været muligt, er selskaberne markeret med rødt.

7.2.6.3 Resultat af analyse

Hovedtal for udvalgte årsrapporter					
Tallene er i 1.000 EUR					
Selskab	Egenkapital	Aktiernes værdi	Diff. egenkapital og aktiernes værdi	TNAV	Diff. TNAV og aktiernes værdi
Jeudan A/S (Danmark)	396.576	434.271	10%	N/A	N/A
Swiss Prime Insight AG (Schweiz)	948.159	870.931	-8%	1.015.800	-14%
Fabege AB (Sverige)	903.380	464.760	-49%	1.007.324	-54%
Castellum (Sverige)	919.484	911.615	-1%	1.125.908	-19%
Immofinanz AG (Tyskland)	4.348.230	3.254.300	-25%	5.300.086	-39%
Total	7.119.252	5.501.605	-23%	8.449.117	-35%

Som det fremgår af ovenstående, er Jeudan A/S det eneste selskab, som handles til over kurs indre værdi. Endvidere fremgår det tydeligt, at indre værdi beregnet på baggrund af TNAV afviger endnu mere fra markedsværdien, end indre værdi beregnet på baggrund af den rapporterede egenkapital. Dette er en naturlig udvikling i perioder, hvor markedet generelt ønsker at værdiansætte aktiver til under rapporteret værdi. Det er endvidere interessant at verificere, at denne rabat er knyttet til en konjunkturcyklus, som generelt ønsker at værdiansætte aktiver til under indre værdi.

Markeds vs. NAV/kurs indre værdi, for de seneste 5 år					
Selskab	2004	2005	2006	2007	2008
eudan	1,42	1,61	1,66	1,24	1,10
Swiss Prime Insight AG (Schweiz)	1,09	1,14	1,36	1,00	0,86
Fabege AB (Sverige)	1,17	1,35	1,43	0,99	0,50
Castellum (Sverige)	1,04	1,10	1,20	0,79	0,81
Immofinanz AG (Tyskland)	Ej oplyst	Ej oplyst	0,92	1,10	0,61

Som det fremgår af ovenstående, spiller højkonjunkturen i begyndelsen og midten af dette årti væsentligt ind på prisfastsættelsen af aktierne med en prisfastsættelse betydeligt over kurs indre værdi, endda også baseret på TNAV. Det er i den forbindelse interessant at bemærke, at i 2007 er flere selskaber meget tæt på at ramme den indre værdi baseret på TNAV. For 2008 gælder det, at selskaberne generelt handles betydeligt under indre værdi, hvilket må antages at skyldes ovenstående forhold. Da forcerede handler dog virker urealistisk for selskaberne jf. tidligere analyse og da refinansiering typisk først finder sted om 3-5 år, må en andel af rabatten i høj grad også med Mogens Lykketoft ord tilskrives ”*de hysteriske kællinger*” på aktiemarkedet. Således har Nordea f.eks. et kursmål på Jeudan A/S på 525, hvilket indikere en kurs/indre værdi på 1,26, men samtidig en hold anbefaling som følge af den generelle uro på markedet for ejendomsaktier¹⁹³. En væsentlig del af rabatten i forhold til indre værdi må således tilskrives en generel sektorrabat i markedet.

¹⁹³ Nordea, Equity Research, 5. marts 2009, Jeudan

7.2.7 Endelig model til konvertering af regnskabsmæssig egenkapital til investors egenkapital

På baggrund af ovenstående analyse kan den endelige model til konvertering af regnskabsmæssig egenkapital til investors egenkapital udtrykkes således:

Post		Tekst
1		Egenkapital fra årsrapporten
2	+	Effekt af optionsprogrammer og konvertible instrumenter etc.
3=(1+2)	Σ	Udvandet egenkapital efter udnyttelse af optionsprogrammer og konvertible instrumenter
4	+	Regulering til optimal dagsværdi herunder synergier og highest and best use
5	+/-	Porteføljerabat / tillæg
6	-	Justering af dagsværdi på portefølje til opgørelse efter DCF-modellen i stedet for normalindtjeningsmodellen
7	+	Revaluering af inv.ejd. under opførsel til dagsværdi
8	+	Regulering af udskudt skat til dagsværdi
9	+/-	Regulering af gæld optaget til amortiseret kostpris til dagsværdi opgjort efter indfrielsesmetoden
10=sum af 3-9	Σ	Indre værdi af ejendomsselskabet opgjort til dagsværdi pr. balancedagen
11	-	Ejendomssektorabat
12=10-11	Σ	Risikojusteret dagsværdi af egenkapital
13		Antal udstedt aktier
14		Antal udestående optioner "in the money"
15=13-14	Σ	Total antal aktier
15=12/15		Indre værdi pr. aktie

7.3 Empirisk analyse af kvaliteten af årsrapporterne til opfyldelse af investors informationsbehov

I dette afsnit vil vi udarbejde en empirisk analyse af oplysningskvaliteten i årsrapporterne baseret på vores analyse i afsnit 6.5.3

7.3.1.1 *Bedømmelsessystem til brug for analyse af kvaliteten af årsrapporterne*

Vi har i den efterfølgende analyse foretaget subjektive vurderinger i form af karaktergivning af kvaliteten af oplysningerne i de udvalgte årsrapporter. Vi har vurderet de kvalitative data i årsrapporterne ud fra deres indhold, substans og relevans for investor. Derudover har vi i de enkelte årsrapporter vurderet de oplysninger, der er givet i forhold til selskabets størrelse og den relevans oplysninger måtte have i netop dette specifikke EIS, idet enkelte oplysninger vil være irrelevante for nogle selskaber.

Vores karakterskala er baseret på nedenstående kriterier:

1. Gives for et informationsniveau, der er yderst tilfredsstillende i forhold til oplysningskravene. Informationsniveauet er langt over det forventede.
2. Gives for et informationsniveau, der ligger over det forventelige. Oplysningskravene er helt sikkert opfyldt og suppleret med yderligere informationer, som er væsentlige i forhold til relevans og pålidelighed.
3. Informationsniveauet er tilpas, dog gives der ikke ekstraoplysninger, som går ud over de oplysningskrav, der er stillet på området.
4. Informationsniveauet ligger under det forventede, og oplysningskravene kan være opfyldt, men med manglende uddybning og præcision.
5. Gives for klart uacceptable informationer, som kan være manglende i forhold til oplysningskrav, og som er direkte oplagte emner at medtage i forhold til investors informationsbehov.

Vi har indledningsvist karaktergivet alle årsrapport på individuelt niveau i forhold til skemaerne i afsnit 6.5.3. De individuelle karakterer er samlet i bilag 3. Efterfølgende har vi opgjort de samlede uvægtede karakterer i en analyse af resultaterne. Da visse områder har mere relevans end andre, f.eks. målingsbestemmelser vedr. udskudt skat i forhold til optagelse af gæld til dagsværdi jf. ovenstående analyse, har vi efterfølgende vægtet karaktererne ud fra en subjektiv vurdering og opgjort det vægtede resultat af kvaliteten af oplysningerne i årsrapporterne. Som afslutning på kapitlet har vi analyseret, om kvaliteten af oplysningerne i årsrapporterne kan aflæses på kurs indre værdi af EIS'ernes aktier.

7.3.2 Overordnet analyse af kvaliteten i årsrapporterne

Vores overordnede analyse af årsrapporterne fremgår af nedenstående tabel:

Samlet resultat	SP	FB	CT	IM	JD	GP	KL	LS	WH	BC	UR	Total
Ledelsesberetning	2,5	2,0	2,5	2,0	2,0	2,0	2,5	2,0	3,8	1,3	1,5	2,2
Inv.ejd. - oplysningskrav vedr. måling af inv.ejd. til dagsværdi	2,9	3,1	3,3	2,3	3,1	2,3	2,0	2,1	3,7	2,1	1,4	2,6
Ejendomsoplysninger for inv.ejd. fordelt på relevante sektorer eller væsentlige ejendomme	2,8	2,5	2,3	3,0	2,3	2,3	2,5	1,9	3,3	2,8	3,3	2,6
Inv.ejd. under opførelse	3,4	3,0	3,6	3,8	5,0	3,8	3,4	2,2	3,4	2,6	4,2	3,5
Gæld tilknyttet inv.ejd. - dagsværdiopgørelser	4,2	3,8	4,2	3,7	2,5	2,0	3,2	1,5	4,0	1,5	3,0	3,0
Gæld tilknyttet investerings- ejendomme - generelle noteopl.	3,3	3,7	3,0	3,7	2,3	2,3	3,7	2,3	2,7	2,3	1,7	2,8
Udskudt skat	3,5	4,0	2,0	3,5	5,0	3,0	3,0	5,0	3,0	3,0	3,0	3,5
Samlet resultat	3,2	3,2	3,0	3,1	3,2	2,5	2,9	2,4	3,4	2,2	2,6	2,9

Generelt kan det anføres, at alle selskaberne har informative ledelsesberetninger, hvor særligt omtale af den fremtidige udvikling på markederne og omtale af årets resultat generelt er informativt og overskueligt opbygget. To årsrapporter er dog særligt gode nemlig Unibail-Rodamco og British Land Company. Begge årsrapporter formår i ledelsesberetningen at fremlægge resultaterne på mange forretningsområder på en måde, som efterlader læser med de væsentligste informationer til brug for værdiansættelsen. I den forbindelse kan bl.a. nævnes British Land Companies redegørelse for realiserede salg i året, hvor alle transaktioner er klart beskrevet med angivelse af tab og fortjeneste i forhold til seneste opgjorte dagsværdi.

Hvad angår oplysninger omkring målingsbestemmelser scorer særligt Unibail-Rodamco højt. Selskabet har for hver enkelt sektor (bl.a. indkøbscentre og kontorer fordelt på geografiske markeder) klart angivet værdiansættelsesmetode, hvem der har foretaget den eksterne værdiansættelse og hvilken standard værdiansættelsen er foretaget efter, endvidere er alle noter i lighed med de engelske selskaber opgjort efter Like for like metoden en opgørelsesmetode, som generelt ikke er gennemført i de øvrige lande. Det er dog værd at bemærke, at danske Jeudan A/S scorer topka-

rakter for sin følsomhedsanalyse, et område som de øvrige selskaber i særlig grad mangler at udarbejde, eller kun udarbejder med udgangspunkt i en ændret diskonteringsfaktor.

Hvad angår ejendomsoplysninger er det særligt svenske Klövern og Land Securities, som fortjener at blive fremhævet, idet oplysningerne er givet på ejendomsniveau og med stor åbenhed omkring de forskellige nøgletal. For Klövern er der tilmed udarbejdet et skema med en komprimeret resultatopgørelse pr. ejendom. For de store selskaber som British Land Company og Unibail-Rodamco bliver selskaberne noget hæmmet af deres størrelse, idet selskaberne simpelthen ikke bliver detaljeret nok, formodentlig fordi at en øget detaljeringsgrad medfører forøget risiko for, at investor overser de væsentligste oplysninger. British Land Company gør et forsøgt på at give detaljerede oplysninger for de væsentligste ejendomme, men i sidste ende udebliver de kvantificerbare oplysninger som f.eks. diskonteringsfaktor og driftsindtjening på ejendommene.

Generelt er kvaliteten af oplysninger vedr. IUO'er bestemt ikke tilfredsstillende, særligt bekymrende er den manglende omtale af værdiansættelsesmetoden anvendt ved opgørelsen af dagsværdien, hvilket gør sig gældende for alle selskaber, kun British Land Company kommer tæt på ved at angive oplysninger om, hvor stor en andel af de samlede antal m², som allerede er udlejet og hvilke anchor tenants, der er underskrevet kontrakter med.

Måling af gæld til dagsværdi er generelt præget af, at kun Great Portland, Land Securities, British Land Company og Unibail-Rodamco laver fornuftige noter med begrundelse for opgørelse af gælden til dagsværdi. For det første er hver enkelt kreditlinje angivet hos Land Securities og British Land Company, endvidere er markedsværdien beregnet individuelt pr. lån med angivelse af sikkerhedsstillelser. Dermed bliver oplysninger faktisk bedre hos disse selskaber sammenlignet med Jeudan A/S, som ellers er det eneste selskab som rent faktisk i balancen optager gælden til dagsværdi. For de øvrige selskabers vedkommende er det kendetegnet, at behandling af gæld til dagsværdi stort set ikke omtales, hvorved det er helt umuligt for investor at forhold sig til, hvad den individuelle kreditrisiko er i selskaberne, samt hvilken indfrielseskurs de eventuelt ville have mulighed for at anvende.

Hvad angår oplysningskravene, er det som udgangspunkt. samme forhold, som gør sig gældende dog med den undtagelse, at her er Jeudan A/S igen en af topscorerne efter Unibail-Rodamco, som skiller sig ud med segmenterede følsomhedsanalyser baseret på klasser af lån.

Omkring udskudt skat er oplysningerne generelt ikke tilfredsstillende. I de tilfælde hvor det af TNAV fremgår til hvilken værdi udskudt skat er beregnet, er det kun svenske Castellum, som i en meget kort note kommer med en tilfredsstillende angivelse af, hvorledes dagsværdien er beregnet nemlig baseret på markedstransaktionerne.

Vi har endvidere valgt at udarbejde vægtede resultater, baseret på at de væsentligste på de områder, som beløbsmæssigt har størst betydning for opgørelse af egenkapitalen dvs. en højere prioritering af inv.ejd. og udskudt skat end gæld.

Resultatet heraf er følgende:

Samlet resultat	Vægtet resultat	SP	FB	CT	IM	JD	GP	KL	LS	WH	BC	UR	Total
Ledelsesberetning	15%	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,6	0,2	0,2	0,3
Inv.ejd. - måling	25%	0,7	0,8	0,8	0,6	0,8	0,6	0,5	0,5	0,9	0,5	0,4	0,6
Ejendomsoplysninger for inv.ejd.	12,5%	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,4	0,3	0,4	0,3
IUO	10,0%	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3
Gæld - dagsværdiopgørelser	7,5%	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2
Gæld generelle noteopl.	10%	0,3	0,4	0,3	0,4	0,2	0,2	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3
Udskudt skat	20%	0,7	0,8	0,4	0,7	1,0	0,6	0,6	1,0	0,6	0,6	0,6	0,7
Samlet resultat	100%	3,1	3,2	2,9	3,0	3,3	2,5	2,7	2,6	3,4	2,3	2,4	2,9

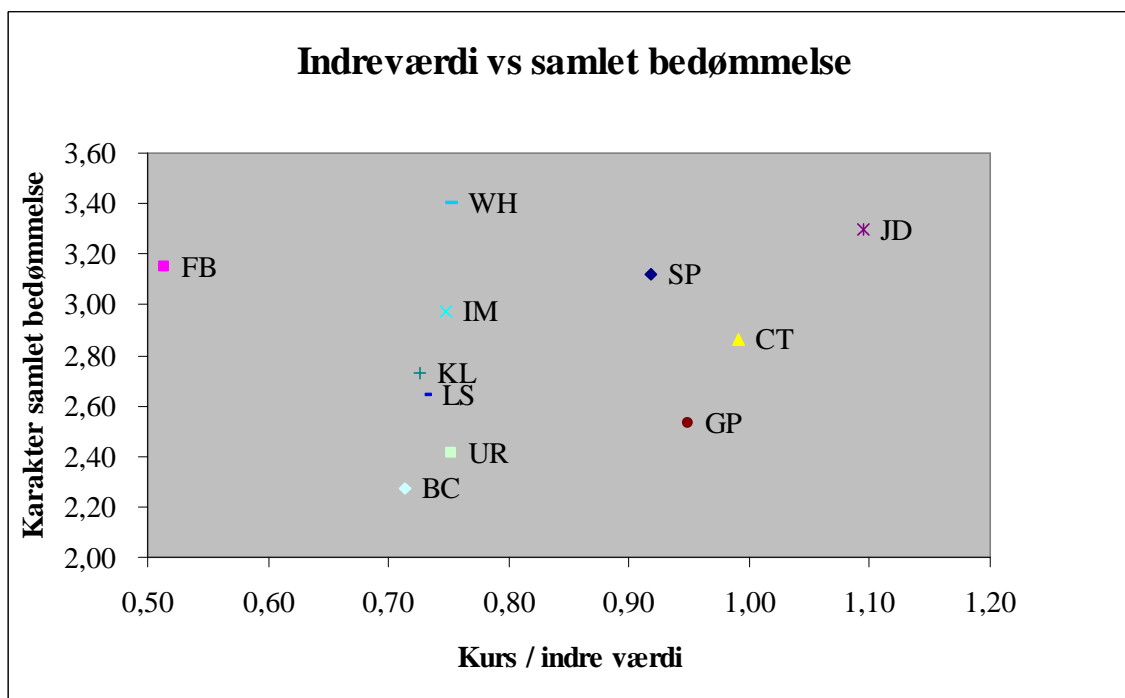
Resultatet af analysen viser, at særligt de engelske selskaber med The British Land Company i spidsen og Unibail-Rodamco skiller sig ud med en kvalitet, som er væsentligt bedre end gennemsnittet, specielt når der tages højde for, at manglende kvalitet omkring oplysninger af opgørelsen af udskudt skat til dagsværdi, som ikke er specielt relevant for REIT's, trækker noget ned i deres bedømmelse, må det konkluderes, at kvaliteten af årsrapporterne baseret på geografi er særlig god i England og Frankrig, skarp forfulgt af svenske Klövern, som med specielt sine informative ledelsesberetning og ejendomsoplysninger også scorer højt. Det der måske kan forklarer de engel-

ske selskabers generelt høje standard kan være, at markedet er det klart mest veludviklede marked i Europa samt måske, at selskabernes størrelse generelt giver dem væsentligt større interne ressourcer i forbindelse med udarbejdelse af årsrapporter, en faktor, som formodentligt også gør sig gældende for Unibail-Rodamco.

For de øvrige årsrapporter må det anføres, at en del af årsrapporterne har væsentlige mangler, og at mange af dem helt sikkert ikke opfylder alle investors oplysningskrav, og netop derfor har vi valgt at se på, om markedet straffer selskaberne, som generelt ikke er gode til at opfylde oplysningskravene fra investors side.

7.3.2.1 Sammenholdelse af karakterer med indre værdi

Med henblik på at analysere hvorvidt investor belønner kvaliteten af årsrapporterne har vi udarbejdet nedenstående analyse, hvor vi sammenholder kurs indre værdi beregnet på baggrund af den rapporterede egenkapital og markedsværdien med det vægtede samlede resultat for årsrapporterne.



Udgangspunktet i ovenstående analyse er, at de selskaber, som har klaret sig bedst, ligger så lavt på x-aksen som muligt og jo længere til højere på y-aksen desto tættere bliver selskaberne kurs indre værdi. Generelt må det anføres, at de fleste selskaber handles under indre værdi, og at sel-

skaber med den højeste kvalitet ikke bliver belønnet med en højere værdiansættelse af aktiemarkedet. Dog skal det anføres, at Great Portland ligger relativt tæt på kurs indre værdi, mens Jeudan A/S, som har klaret sig næstdårligst i undersøgelsen, er det eneste selskab, som handles til over kurs indre værdi.

På baggrund af ovenstående analyse må det således vurderes, at der ikke nødvendigvis er sammenhæng mellem kvaliteten af årsrapporterne og investors værdiansættelse heraf.

8 Analyse af betydningen af IASB dagværdiprojekt for konvertering af den regnskabsmæssige egenkapital til investors dagsværdi

I november 2006 udkom IASB's diskussionsoplæg baseret på den på det tidspunkt nyligt vedtagne SFAS 157, som er den amerikanske standard for måling af aktiver og forpligtigelser til dagsværdi. Ideen med projektet er, at begrebet dagsværdi for fremtiden skal være samlet i en enkel standard som alle øvrige standarder henviser til ved måling til dagsværdi¹⁹⁴. For EIS'er betyder dette således, at der vil ske ændringer til dagsværdibegrebet i IAS 40 og IAS 39.

Tidsplanen for færdiggørelse af projektet har flyttet sig flere gange og det var meningen at ved udgangen af 1. kvartal 2009 skulle IASB have offentliggjort et udkast til standarden. Dette er endnu ikke sket, og forventes nu ikke at ske før ultimo 1. halvår 2009¹⁹⁵. Årsagen til udskydelsen af projektet må vurderes i høj grad at være baseret på to forhold. For det første giver dagsværdibegrebet for finansielle forpligtigelser anledning til store udfordringer aktualiseret af nedbrudene på de finansielle markeder¹⁹⁶, endvidere har IASB konstateret væsentlige forskelle i den konceptuelle tilgang til dagsværdi på tværs af markederne. Uenighederne medfører også, at det umiddelbart er vores forventning, at den endelige standard formodentligt vil afvige væsentligt fra oplægget tilbage fra november 2006.

Vores analyse er således baseret på de tilgængelige oplæg til IASB projektledelsen fra IASB medarbejderne, kombineret med en gennemgang af de offentliggjorte mødereferater, som er telefonkonferencer, der er tilgængelige på lydfiler.

Projektet omfatter ikke IAS 12 vedr. udskudt skat, da der sideløbende med dagværdiprojektet har kørt et selvstændigt projekt herfor. Den 31. marts 2009 udsendte IASB et udkast til en ny IFRS vedr. behandling af udskudt skat som vi har medtaget i nedenstående skema, som baserer sig på vores model for konvertering af regnskabsmæssig egenkapital til investors egenkapital.

¹⁹⁴ IASB, Discussion paper on FVM, pkt. 6-9.

¹⁹⁵ www.iasb.org

¹⁹⁶ IASB, flere board meeting, bl.a. 18. december 2008.

Omfattet af dagsværdi projektet	Ref. til afsnit	Reguleringsposter
Ja	8.1.1	Regulering til optimal dagsværdi herunder synergier og highest and best use
Ja	8.1.1	Porteføljerabat / tillæg
Nej	N/A	Justering af dagsværdi på portefølje til opgørelse efter DCF-modellen i stedet for normalindtjeningsmodellen
Regulering udgår jf. 3.2.8	N/A	Revaluering af inv.ejd. under opførsel til dagsværdi
Omfattet af ED 2009,2	8.2	Regulering af udskudt skat til dagsværdi
Ja	8.3	Regulering af gæld optaget til amortiseret kostpris til dagsværdi opgjort efter indfrielsesmetoden

8.1 Investeringsejendomme

Påvirkning af dagsværdibegrebet for inv.ejd. er umiddelbart det område, som har størst interesse ved dagsværdiprojektet. Særlig interesse må knytte sig til, i hvilket omfang fremtidige anlægsinvesteringer må indkalkuleres i værdien af ejendommene, og om synergier må indregnes ved værdiansættelse af ejendomme.

8.1.1 Highest and best use og synergier

IASB har besluttet, at udkastet til standarden skal indeholde begrebet Highest and best use, hvilket er en nyskabelse i forhold til de nuværende standarder for dagsværdier på materielle aktiver i IAS 16,40 og 41¹⁹⁷.

Begrebet ”Highest and best use” vil blive baseret på beskrivelsen i SFAS 157.12 ” *a fair value measurement assumes the highest and best use of the market participants.*”

Begrebet tager således udgangspunkt i dagsværdi, som er markedsbaseret, hvormed det også søges understreget, at dagsværdien ikke må baseres på entitetsspecifikke forhold, men udelukkende skal være en exit pris ved salg fra en entitet på det mest optimale marked¹⁹⁸.

¹⁹⁷ IASB Tentative decision, marts 2009

IASB har som udgangspunkt besluttet, at highest and best use for et aktiv er baseret på følgende tre forhold, som gør sig gældende for det specifikke aktivs brugsmuligheder¹⁹⁹:

- *Fysisk muligt*
- *Fysisk og juridisk muligt*
- *Fysisk og juridisk og finansielt muligt*

Hvad angår definition af fysisk muligt, er der næppe de store udfordringer i praksis. Hvad der er juridisk muligt for inv.ejd., vil i mange tilfælde være betinget af sandsynligheder, hvilket også blev indgående diskuteret af IASB på deres bestyrelsesmøde d. 19. september 2008. Årsagen til dette er, at en grund eller en ejendom kan blive erhvervet med henblik på at opnå tilladelse til en anden zoning eller mhp. nybygning af en ejendom. Hvad angår finansielt muligt er det blevet drøftet, hvorledes en sådan sandsynlighed skulle indvirke på opgørelsen af dagsværdien. Udgangspunktet er, at der for projekter som er fysisk, juridiske og finansielt muligt skal foretages en NPV-beregning af projektet, hvor sandsynligheder alt andet end lige vil blive indkalkuleret i diskonteringsfaktoren.

Det interessante for EIS'erne er, at eksemplet fra mødet d. 19. september 2008, som skal illustrere dagsværdien af en investeringsejendom, tager udgangspunkt i, at værdien skal opgøres inkl. pengestrømme fra fremtidige ikke-beslutede anlægsarbejder og tilbygninger. Årsagen er, at dette vil blive indregnet i dagsværdien af en markedsdeltager, og at det er markedet og ikke selskabets forhold, som skal afgøre værdiansættelsen²⁰⁰.

Derfor vil highest and best use begrebet efter vores vurdering betyde, at begrænsningen ved værdiansættelsen i IAS 40.51 vil blive afskaffet ved projektets afslutning, hvilket formodentligt vil fjerne en væsentlig andel af forskellen mellem den opgjorte dagsværdi og salgsværdien af ejendommene. Det er væsentligt at bemærke, at selv om det ikke er muligt f.eks. af finansieringsmæssige årsager for en entitet at bruge aktivet bedst muligt, vil aktivets værdi fortsat skulle indregnes

¹⁹⁸ IASB Tentative decision, marts 2009

¹⁹⁹ FVM, Agenda Paper 3A, s. 5

²⁰⁰ FVM, Agenda Paper 3A, 28-31 & FVM, Agenda Paper 3G, s. 5 & 15.

efter highest and best use²⁰¹, det er dog endnu uklart, om forskellen mellem dagsværdien af nuværende brug og den målte dagsværdi skal noteoplyses²⁰².

Brugen af begrebet highest and best use giver også anledning til at overveje, hvor langt rækkevidden af begrebet strækker sig ikke mindst i forhold til, om der i dagsværdien må indregnes omkostnings synergier fra en portefølje af ejendomme. IASB har for at afklarer dette problem valgt at anvende SFAS 157 begreberne In-use og In-exchange²⁰³. Begreberne dækker over at det er markedets opfattelse af den bedste brug af aktiverne, som skal angive på hvilket niveau værdien af et aktiv skal fastsættes. Ved In-use begrebet skal enkelt aktivet værdiansættes sammen med en gruppe af aktiver som det er tiltænkt af markedsdeltagerne at det skal bruges sammen med. Dvs. at dagsværdien stadigvæk opgøres på enkeltniveau men med det forhold for øje, at køber vil bruge det som en del af en større værdikæde. Ved In-exchange er det lige modsat her, der fokuseres på, at markedet ønsker at anvende aktiverne enkeltvis²⁰⁴.

Ud fra de diskussioner som IASB havde på mødet den 18. december 2008, er det ikke umiddelbart klart hvorvidt forbuddet mod at indregne synergier fortsat vil eksistere for en portefølje af ejendomme. Det kommer formodentligt an på, i hvilken udstrækning det kan godtgøres, at ejendomme, som indgår i porteføljen, altid vil blive anset som en del af en gruppe af aktiver fra købers side. Dette kan det efter vores mening være meget vanskeligt at afgøre. Et argument for at køber ser hele porteføljen under et er, hvis køber normalt vil overtage ejendommene som led i en busi.com.. Det skal her anføres, at udgangspunktet i dagsværdiprojektet altid er exitprisen²⁰⁵, og hvis exitprisen for ejendommene altid vil findes ved salg som led i en busi.com. hos køber, burde det tale for, at synergierne i tæt forbundne ejendomsporteføljer må indregnes i vurderingen. På den anden side har flere bestyrelsesmedlemmer bl.a. på mødet den 18. september 2008 anført, at det ikke er tiltænkt, at internt oparbejdede immaterielle aktiver lige pludselig skal anses som en del af aktiverne og dermed værdiansættes, hvorved synergier ikke skal medregnes. Før udkastet til den endelige standard foreligger, vil det være vanskeligt at bedømme dette område.

²⁰¹ FVM, Agenda Paper 3c, s. 23-24

²⁰² FVM, Agenda Paper 3d, s. 5

²⁰³ FVM, Agenda Paper 3c, s. 7

²⁰⁴ FVM, Agenda Paper 3c, s. 11

²⁰⁵ Discussion Paper, FVM, s. 12-17

8.1.2 Porteføljerabat og kontrolpræmier

Det sidste målingsområde for inv.ejd. som vi finder interessant er porteføljerabatter/tillæg og kontrolpræmier. På mødet den 18. september 2008 besluttede IASB, at som udgangspunkt er det ikke tilladt for *finansielle* aktiver at indregne en rabat ved at skulle sælge en stor beholdning af aktier. Ligesom der heller ikke er tilladt at indregne kontrolpræmie ved at holde en blokerende aktiepost²⁰⁶.

Vi er som udgangspunkt enig i ovenstående, men undrer os over, hvorfor det fra IASB side er valgt kun at behandle emnet for finansielle aktiver. Er det således muligt at indregne en rabat ved salg af f.eks. 1.000 ejerlejligheder på en gang? Umiddelbart må svaret være nej ud fra agenda 3C.11, hvorved det er den individuelle lejlighed som værdiansættes.

Kontrolpræmier er slet ikke omtalt i ikke-finansielle aktiver. Umiddelbart virker det som om, at IASB har overset problemstillingen. Lad os antage at selskab A ejer bygning B. Til venstre og højre herfor ligger bygningerne C og D, som ejes af selskab E. Hvis selskab E køber bygning B kan selskab E opføre et stort nyt indkøbscenter ellers kan denne plan ikke lade sig gøre. Selskab B vil formodentligt være villig til at betale en ekstraordinær høj pris for bygning B, men må denne præmie medregnes i dagsværdien? Vores umiddelbare holdning er ja i henhold til begrebet highest and best use, men hvorfor må der så ikke tillægges en præmie for et finansielt aktiv? Vi kan kun opfordre til, at dette forhold belyses, om ikke andet så i forbindelse med kommenteringsperioden for udkastet til en endelig standard.

8.1.3 Præsentation

For inv.ejd. ser det ud til, at der vil komme en specifik tilføjelse ud af dagsværdiprojektet, nemlig krav om, at der for aktiver, som værdiansættes via en værdiansættelsesmodel, skal udarbejdes en følsomhedsanalyse på alle væsentlige faktorer, som indgår i modellen. Dette virker naturligt og har i længere tid været efterspurgt af investorer, men som vi kunne se i den empiriske analyse af årsrapporter, er det kun i meget få tilfælde, at de rent faktisk er udarbejdet.

²⁰⁶ IASB Tentative decision, marts 2009

8.2 Udskudt skat

Som nævnt har IASB for nyligt udsendt udkast til kommentering vedr. en ny standard som afløser for IAS 12.

Det fremgår af ED 2009,2 pkt 10, at der ikke skal afregnes udskudt skat af et aktiv, hvis den bogførte værdi af aktivet indfries i en transaktion, som ikke forventes at medføre nogen skat. Det vil f.eks. ifølge ED 2009,2 pkt 10 a være tilfældet, hvis der ved afvikling ikke opstår et beløb, som skal beskattes i den skattepligtige indkomst.

Endvidere fremgår det af ED 2009,2 B 15, at der ikke skal afsættes udskudt skat af dagsværdireguleringer, hvis pkt 10 i standarden finder anvendelse.

Dermed vil vores formodning være, at har et EIS struktureret sig juridisk, således at det er muligt og viser historikken at det er overvejende sandsynligt, at en ejendom eller ejendomsportefølje bliver solgt via et aktiesalg, som ikke medfører skat, vil der ikke løbende skulle afsættes udskudt skat på værdien af ejendommene eller i hvert fald som minimum ikke afsættes på opskrivningen af ejendommene.

Hvorvidt dette er korrekt, er på nuværende tidspunkt uafklaret. Et eksempel med et immaterielt aktiv pakket ind i et selvstændigt selskab, som er tænkt solgt via et aktiesalg, medfører ikke udskudt skat, men der også eksempler fra amerikansk litteratur, hvor det alligevel medfører, at der skal afsættes udskudt skat²⁰⁷.

For EIS'erne er det af afgørende betydning at få klarlagt dette forhold, og det må derfor anbefales, at forholdet tages op til overvejelse i kommenteringsperioden.

Desværre er der ikke lagt op til, at der i den nye standard skal oplyses omkring dagsværdien af udskudt skat.

²⁰⁷ Jf. interview med Jan Fedders, PWC.

8.3 *Gæld tilknyttet investeringsejendomme*

Som udgangspunkt anvendes dagsværdioptionen kun i danske Jeudan A/S, men bruges f.eks. også ved opgørelse af TNAV. Som udgangspunkt vil dagsværdiopgørelsen have en begrænset effekt på egenkapitalen, og vi vil derfor kun gennemgå hovedtrækkene i de nuværende diskussioner hos IASB.

Udgangspunktet for den nuværende måling af forpligtigelsen er iht. møde afholdt d. 19. december 2008, at IAS 39.AG 75 som udgangspunkt siger, at det er prisen, som to villige parter vil betale for forpligtigelsen, som er dagsværdien. Dagsværdien er således ikke indfrielsesværdien, som er en entitetsspecifik værdi. Det skal derimod som udgangspunkt være handelsprisen på markedet som er dagsværdien ligesom for aktiver²⁰⁸.

Derfor er bedste bud som hovedregel handelsprisen for en markedsobligation, fordi den viser det beløb, modparten vil betale for at erhverve aktivet²⁰⁹.

Hvad angår indregning af kreditrisikoen på en forpligtigelse, har der været afgørende forskelle mellem IASB holdninger og brugernes holdninger. Det er brugernes holdning, at det er indfrielsesmetoden, som skal anvendes²¹⁰, mens det er IASB's holdning, at det er den fulde kreditrisikometode, som skal anvendes, og at det hele tiden har været IASB's holdning²¹¹, men IASB anerkender, også at der måske er uklarheder i IAS 39, og at brugerne har benyttet dette til kun at anvende indfrielsesmetoden.

På baggrund af mødet d. 19. december 2008 er det besluttet, at det er den fulde kreditrisikometode, som skal anvendes²¹². Der er næppe nogen tvivl om, at dette er den teoretisk mest korrekte metode, hvilket vi også har diskuteret tidligere, men praktisk er den vel næppe informativ og brugerne efterspørger også indfrielsesmetoden²¹³. Problemet er, at heller ikke indfrielsesmetoden bliver anvendt korrekt, fordi selskaberne ofte ser bort fra handelsprisen, hvis ikke den ligger tæt

²⁰⁸ FVM - 19. december 2008. fair value of liabilities, pkt. 31-33

²⁰⁹ FVM - 19. december 2008. fair value of liabilities, pkt. 40-43

²¹⁰ FVM - Agenda paper 3I, 6-11

²¹¹ FVM - Agenda paper 3I, s. 3.

²¹² IASB Tentative decision, marts 2009

²¹³ FVM - Lydreferat af bestyrelsesmøde d. 19. december 2008.

på kurs 100, fordi man ikke vil give udtryk for, at man har en risiko for ikke at indfri sine forpligtelser. Krav om brug af den fulde kreditrisikometode vil vi formode medfører at endnu færre selskaber vil anvende dagsværdioptionen, og måske vil heller ikke danske selskaber anvende den i fremtiden under hensyn til ovenstående argumenter.

9 Delkonklusion , kapitel 6, 7 og 8

I afsnit 6.2, 6.3 og 6.4 analyserede vi, på baggrund af kapitel 3 og 4, mulige målingsforskelle mellem målingsbestemmelserne i IFRS og investorernes værdiansættelse af egenkapitalen i EIS'er. Endvidere analyserede vi i afsnittet, i hvilket omfang præsentationskravene var tilstrækkelige i forhold til investors oplysningskrav.

I afsnit 6.5 udarbejdede vi på baggrund af ovenstående analyse sammenholdt med en analyse af EPRAs model til opgørelse af egenkapitalen til investors dagsværdi en model, som omfattede alle mulige målingsforskelle. Vi konkluderede, at særligt målingsbestemmelserne vedr. begrænsninger i målingen af dagsværdier for inv.ejd., måling af IUO'er kostpris, udskudt skat til nominel værdi, gæld tilknyttet inv.ejd. til amortiseret kostpris samt en markedsbaseret sektorrabat teoretisk set ville give anledning til væsentlig forskellige målinger.

I afsnit 6.5 udarbejdede vi endvidere, på grundlag af vores analyser i afsnit 6.2 og 6.3 samt EPRAs oplysningskrav og interview med analytiker, et grundlag for en empirisk analyse af kvaliteten af oplysningerne i EIS'er.

I afsnit 7.2 konkluderede vi, på baggrund af en international empirisk analyse, hvorvidt vores teoretiske målingsforskelle omtalt i afsnit 6.5 var korrekte. Vi konkluderede, at særlige målingsbegrænsninger for inv.ejd., måling af IUO'er til kostpris samt måling af udskudt skat til nominel værdi gav anledning til væsentlige målingsforskelle. Endvidere konkluderede vi, at måling af gæld til amortiseret kostpris i forhold til dagsværdi ikke giver væsentlige forskelle på investors værdiansættelse af egenkapitalen forudsat, at indfrielsesmetoden er anvendt ved opgørelse af dagsværdien af gælden. Denne konklusion underbygger endvidere, at der ikke er væsentlig accounting mismatch mellem optagelse til amortiseret kostpris og dagsværdi. Endvidere konkluderede vi, at den markedsbestemte sektorrabat som ikke har sammenhæng med målingsbestemmelserne, i høj grad var med til at give væsentlige forskelle mellem dagsværdien af egenkapitalen og investors værdiansættelse heraf.

I afsnit 7.3 analyserede vi på baggrund af en international empirisk analyse, baseret på oplysningskravene omtalt i afsnit 6.5, kvaliteten af 11 årsrapporter aflagt i 2008 og 2009. På denne

baggrund har vi konkluderet, at der er signifikante kvalitetsmæssige forskelle afhængig af, hvilket land EIS'erne er placeret i og afhængigt af selskabernes størrelse. Den klart bedste kvalitet er hos engelske selskaber og de store EIS'er. Vi analyserede og konkluderede endvidere, at der dog ikke er nogen direkte sammenhæng mellem kvaliteten af årsrapporterne og investors værdiansættelse af egenkapitalen.

I kapitel 8 konkluderede vi baggrunden af IASBs dagsværdiprojekt og forslag til ny standard for måling af udskudt skat, hvorvidt den rapporterede egenkapital i fremtiden vil komme til at være tættere på investors værdiansættelse heraf. Vi konkluderede i den forbindelse, at forskelle mellem faktisk salgspris på en investeringsejendom og dagsværdien rapporteret i årsrapporten bør blive mindre som følge af indførelse af begrebet highest and best use. Endvidere konkluderede vi, at det er usikkert, hvorvidt der fortsat vil skulle afsættes udskudt skat af inv.ejd. optaget til dagsværdi, og at der er behov for at få dette område nærmere afklaret i den nærmeste fremtid. Analysen indikerede også, at indregning af kreditrisiko i fremtiden vil blive baseret på den fulde kreditrisikometode, hvilket vi konkluderede ikke er i overensstemmelse med brugernes og dermed også investors ønsker.

10 Vurdering af om IASB vil være i stand til at mindske forskellene mellem den regnskabsmæssige værdiansættelse af egenkapitalen og investors værdiansættelse heraf

På baggrund af vores beskrivelse i kapitel 3 og analyser i kapitel 6-8 er det umiddelbart vores vurdering, at IASB som udgangspunkt vil arbejde hen imod en betydeligt renere form for dagsværdiopgørelse. Begrundelsen herfor skal findes i følgende forhold:

På baggrund den allerede vedtagne tilføjelse til IAS 40 om, at IUO'er skal optages til dagsværdi, vil det allerede fra 1. januar 2009 på dette punkt være muligt at fjerne en væsentlig målingsforskel. Det er vores vurdering, at forbuddet mod optagelse til dagsværdi af denne type ejendom har været en utilsigtet fejl i standarden allerede fra standardens vedtagelse, hvilket da også er underbygget af, at det på det engelske ejendomsmarked i mange år har været almindelig praksis at anvende dagsværdibestemmelserne i IAS 16 på denne type ejendomme.

Hvad angår indførelsen af begrebet highest and best use er det også vores vurdering, at det vil mindske målingsforskellene betydeligt. Indførelsen heraf er i tråd med begrebsrammeprojektet i kapitel 2, hvorefter det er investors brug af årsrapporten, som er afgørende. Det, at begrebet endnu ikke er indført, er udtryk for, at IAS 40 indeholder et ikke perfekt dagsværdibegreb, som stadigvæk indeholder et forsigtighedsprincip. I den rene dagsværdimodel anvendt af investorer, bliver usikkerhed afspejlet i værdiansættelsesmodellens diskonteringsfaktor og ikke i begrænsninger i begrebet dagsværdi. Retningen er i projektet er derfor efter vores vurdering fornuftig.

Det er dog som følge af den manglende omtale af kontrolpræmier og porteføljerabatter et problem at dagsværdiprojektet ikke forholder sig til et EIS'er, som efter vores vurdering reelt er en hybrid virksomhedsform, hvor aktivklassen reelt er en form for en blanding mellem et operationelt fysisk anlægsaktiv og et finansielt aktiv. Det er operationelt, fordi det kan formes fysisk, og de fysiske processer knyttet sig til aktivet, mens der samtidigt heller ikke er nogen tvivl om, at ud fra vores empiriske analyse af årsrapporterne, er investeringsprocessen ved erhvervelsen af inv.ejd. i de store professionelle EIS'er den samme, som hvis der blev investeret i aktier eller finansielle instrumenter. Investeringsmodellerne er umiddelbart ikke anderledes opbygget. Derfor

bør IASB også tage højde for hybride aktivers karakteristika og ikke som nu dele selskabers aktiver op i finansielle og materielle anlægsaktiver. Når dette ikke behandles i standardprocessen er risikoen den samme som ved opgørelse af kreditrisikoen, nemlig at markedet selv udvikler fortolkninger, som bliver forskellige alt efter geografi og branche. Processen med udviklingen af en ny standard for måling af dagsværdi er forholdsvist fremskredet, og det er derfor tvivlsomt, om disse forhold vil blive behandlet i den nye standard.

Hvad angår måling af udskudt skat er det vores klare vurdering, at hensigten fra IASB under hensyn til den ordrette formulering af bestemmelser i udkastet pkt 10 og i fortolkningsbidraget pkt 15 er, at der ikke længere skal indregnes udskudt skat, hvis ellers det med overvejende sandsynlighed må konkluderes, at der ikke kommer skat til betaling ved afhændelse af aktivet. Det er dog en radikal ændring i forhold til de nuværende principper og det er derfor vores vurdering, at det er uhensigtsmæssigt at der kan være tvivl om fortolkningen af formuleringen i standarden. Vi vil formode, at kommenteringsprocessen vil medføre, at det punkt bliver afklaret inden vedtagelsen af den endelige standard.

Hvad angår opgørelsen af gæld tilknyttet inv.ejd. til dagsværdi, er vi ikke i tvivl om, at IASB ender med at vedtage, at det kun er den fulde kreditrisikomodel, som kan anvendes. Det er dog også vores vurdering, at dette vil medføre, at ingen EIS'er fremover vil indregne gælden til dagsværdi. Det medfører, at kun de EIS'er, som opgør TNAV efter EPRA's anbefalinger, vil opgøre dagsværdien på deres gældsforpligtigelser. Basis for denne dagsværdi vil formodentligt blive lige så uigennemskuelig for investor, som den nuværende opgørelse af udskudt skat til dagsværdi efter EPRA modellen. Generelt kan det ikke anbefales, at det er muligt for selskaber at indeholder oplysninger i den finansielle rapportering, som af nogle investorer kan opfattes at være udarbejdet i konformitet med IFRS eller EPRA anbefalinger, uden at dette vitterligt er tilfældet. I tilfældet med indregning af såvel udskudt skat og gældsforpligtigelser til dagsværdi er målingsmetoden endda endnu mere uklar, idet EPRA heller ikke har nogen deciderede anbefalinger for måling af dagsværdi.

Vores vurdering er derfor, at såfremt der ikke er overensstemmelse med investors opfattelse af dagsværdibegrebet og IASBs opfattelse bør IASB ikke tillade EIS'er, at indregne gælden til

dagsværdi, idet der så er indregning, som med sikkerhed vil give målingsforskelle. IASBs nuværende dagsværdiprojekt beskæftiger sig dog ikke med, om IAS 39 fortsat skal give EIS'er mulighed for indregning af gæld til dagsværdi, hvorfor IASB næppe vil få fjernet denne mulighed inden for en overskuelig fremtid.

Vi har ikke i forbindelse med vores dataindsamling konstateret andre tværnationale undersøgelser af kvaliteten af EIS'er årsrapporter, herunder om de lever op til investors oplysningskrav. Et af formålene med indførelsen af Internationale regnskabsstandarder var en ensartet finansiel rapportering primært uafhængig af selskabers geografiske placering og sekundært af deres interne ressourcer. Denne målsætning er, efter vores helt klare vurdering, ikke opfyldt for EIS'er. Der er betydelige geografiske forskelle på hvilke oplysninger, der menes at være nødvendige for at leve op til investors oplysningskrav. Årsagerne til dette er, efter vores vurdering primært, at finde i to forhold.

Først og fremmest mangler der en IFRS standard for udarbejdelse af en ledelsesberetning. Så længe der ikke findes en sådan standard, vil rigtigt mange oplysninger blive undladt af hensyn til selskabets interne ressource brugt på udarbejdelse af den finansielle rapportering, men formodentlig også fordi der stadigvæk ikke foretages voldsomt mange tværnationale sammenligninger af årsrapporter. Når EIS'erne ikke selv kan eller vil orientere sig, er det vores overbevisning, at ensartningen af kvaliteten i årsrapporten skal ske via IFRS standarder herunder særligt ledelsesberetningen.

Endvidere har IFRS yndet at bruge et principtilgang til udarbejdelse af standarder, herunder IAS 40. Dvs. at der ikke udarbejdes detaljerede oplysningskrav i standarden. Det bliver i stedet i mange tilfælde overladt til den rapporterende enhed at vurdere, hvad der er væsentligt f.eks. ved rapportering af væsentlige input til en værdiansættelsesmodel. Vi har stor sympati for tankegangen, men vi må også erkende, at baseret på vores undersøgelse hindrer tankegangen i en hvis grad muligheden for, at en investor i England vil føle sig tryk ved at investere i et dansk EIS. Derved lever principtilgangen ikke op til det fornemmeste formål for IFRS standarder, nemlig at levere pålidelig og tilstrækkelig information til investorer. Den amerikanske regelbaserede tankegang er ikke i overensstemmelse med den europæiske tradition om principbaseret tilgang til udarbejdelse

af standarder, men er efter vores vurdering nødvendig, hvis man på tværs af nationale grænser skal opnå ensartethed. Det er umiddelbart vores vurdering ud fra vores gennemgang af referater fra IASB dagsværdiprojekt, at FASB medlemmerne i fremtiden vil trække IASB standarder i retning af de amerikanske standarder. Det er en udviklingen som vi, uagtet det vil medføre et ekstra ressourceforbrug for mange EIS, hilser velkommen i fremtiden.

11 Konklusion

Vi konkluderede i kapital 3, at hovedreglen er, at ved efterfølgende måling, værdiansættes inv.ejd. til dagsværdi efter reglerne i IAS 40, denne værdiansættelse har vi konkluderet skal foretages på baggrund af en normalindtjeningsmodel eller en DCF-model. Vi konkluderede i samme afsnit, at en DCF-model ud fra en teoretisk betragtning er mere pålidelig end en normalindtjeningsmodel, særligt i markeder hvor der forekommer forcerede handler. Vi har yderligere konkluderet, at IUO'er, som skal optages til dagsværdi, bør måles på baggrund af de internationale værdiansættelsesstandarder vedtaget af IVSC.

I kapitel 4 konkluderede vi, at hovedreglen er, at EIS måler gældsforpligtigelserne til amortiseret kostpris, men på baggrund af en afgørelse fra Fondsrådet har EIS'er mulighed for at måle forpligtigelser til dagsværdi, såfremt måling til dagsværdi mindsker accounting mismatch i årsrapporten. Endvidere konkluderede vi, at en sådan måling til dagsværdi krævede, at der blev indregnet en kreditrisiko baseret på enten den fulde kreditrisikometode eller indfrielsesmetoden.

I kapitel 6 analyserede vi på baggrund af vores konklusioner i kapitel 3 og 4, hvilke mulige forskelle der kunne eksistere mellem målingsbestemmelserne i IFRS og investorernes værdiansættelse af egenkapitalen i EIS'er.

Vi konkluderer, at særligt følgende målingsbestemmelserne ville give anledning til forskelle:

1. Begrænsninger i målingen af dagsværdier for inv.ejd.
2. Måling af IUO'er til kostpris
3. Udskudt skat til nominel værdi
4. Gæld tilknyttet inv.ejd. målt til amortiseret kostpris
5. En markedsbaseret sektorrrabat

I afsnit 7.2 konkluderede vi på baggrund af en international empirisk analyse, hvorvidt vores teoretiske målingsforskelle analyseret i kapitel 6 var korrekte. Vi konkluderede herefter, at ovenstående teoretisk betragtning var korrekt, men at betydningen af måling af gæld til amortiseret kostpris var begrænset, forudsat at alternativet var måling til dagsværdi efter indfrielsesmetoden.

Endvidere konkluderede vi, at den markedsbaserede sektorrrabat ud fra en teoretisk betragtning aldrig kan blive elimineret.

I afsnit 6.5 udarbejdede vi endvidere, på grundlag af vores analyser i afsnit 6.2 og 6.3 samt EPRA oplysningskrav og interview med analytiker, et grundlag for en empirisk analyse af kvaliteten af oplysningerne i EIS'er.

I kapitel 7 analyserede vi på baggrund af en international empirisk analyse kvaliteten af 11 års-rapporter aflagt i 2008 og 2009. Vi konkluderede, at der er signifikante kvalitetsmæssige forskelle, afhængig af hvilket land EIS'erne er placeret i og afhængigt af selskabernes størrelse. Vi konkluderede endvidere, at der dog ikke er nogen direkte sammenhæng mellem kvaliteten af årsrapporterne og investors værdiansættelse af egenkapitalen.

I kapitel 8 analyserede vi endvidere den fremtidige udvikling for måling af inv.ejd., udskudt skat og gæld tilknyttet til inv.ejd.

Vi konkluderede, at IASB formodentligt vil kunne mindske målingsforskellene vedr. inv.ejd. og udskudt skat, mens at målingsforskellene på gæld optaget til dagsværdi vil blive større, fordi den fulde kreditrisikomodel vil blive anvendt.

I kapitel 10 konkluderede vi, at IASB er på rette vej hvad angår eliminering af målingsforskelle mellem den rapporterede egenkapital og investors værdiansættelse heraf. Vi konkluderede endvidere også, at skal årsrapporterne på tværs af landegrænser aflægges ud fra en ensartet standard, vil det formodentligt betydelig mere detaljerede standarder eller vejledninger, idet vi har konkluderet, at en investor på nuværende tidspunkt ikke vil kunne sammenligne en årsrapport aflagt efter IFRS for EIS'er i f.eks. England med en dansk årsrapport, dertil er kvalitetsforskellen og den valgte fortolkning af standarderne for stor.

12 Forkortelser

PWC:	PricewaterhouseCoopers
TNAV:	Triple net asset value
IUO:	Investeringsejendomme under opførsel
IUU:	Investeringsejendomme under udvikling
EIS:	Ejendomsinvesteringsselskaber
EPRA:	European Public Real Estate Association
IASB:	International Accounting Standards Board
FASB:	Financial Accounting Standards Board
SFAS:	Statement of Financial Accounting Standards
IVSC:	International Valuation Standard Committee/Council
RICS:	Royal Institute of Chartered Surveyors
R+R:	Revision og regnskabsvæsen
IFRS:	International Financial Reporting Standards
IAS:	International Accounting Standards
FVM:	Fair Value Measurement
DM:	DM
BUSI.COM.:	Virksomhedssammenslutning

13 Litteraturliste

Bøger

Titel: International Financial Reporting Standards (IFRSs) 2008
Forfatter: IASB
År: 2008
ISBN-nr.: 978-1-905590-68-1
Forkortet: IFRS/IAS

Titel: Exposure Draft, Income Tax ED/2009/2
Forfatter: IASB
År: Marts, 2009
ISBN-nr.: 978-1-905590-98-8

Titel: Discussion Paper, Fair Value Measurements
Forfatter: IASB
År: November, 2006
ISBN-nr.: 1-905590-21-0

Titel: SFAS No. 157, Fair Value Measurements
Forfatter: FASB
År: September, 2006
ISBN-nr.: 0885-9051

Titel: Business combinations and changes in ownership interests
Forfatter: Deloitte
År: 2008
ISBN-nr.: 25263/22066B
Forkortet: BCCOI Deloitte

Titel: The IFRS Manual of Accounting
Forfatter: PWC
År: 2006
ISBN-nr.: 1-84140-831-X

Titel: Emerging Trends in Real Estate Europe 2009
Forfatter: PWC / Urban Land Institute
År: 2009
ISBN-nr.: 978-0-87420-117-8
Forkortet: ETRE 2009

Titel: Den Skinbarlige Virkelighed
Forfatter: Ib Andersen
År: 2005
ISBN-nr.: 87-593-1140-1

Titel: The Income Approach to Property Valuation
Forfatter: Andrew Baum, Nick Nunnington & David Mackmin
År: 2006
ISBN-nr.: 0 7282 0464 9
Forkortet: IAPV

Titel: Real Estate Finance and Investments
Forfatter: William B. Brueggeman & Jeffrey D. Fisher
År: 2008
ISBN-nr.: 978-007-125919-4
Forkortet: RFI

Titel: Regnskabshåndbogen 2009
Forfatter: PWC
År: 2008
ISBN-nr.: 87-91837-11-1

Årsrapporter

- | | |
|------------------------------|-------------------------------|
| 1. Swiss Prime Site | Annual Report 2008, Schweiz |
| 2. Fabege | Annual Report 2008, Sverige |
| 3. Castellum | Annual Report 2008, Sverige |
| 4. Immofinanz | Annual Report 2007/08, Østrig |
| 5. Jeudan | Annual Report 2008, Danmark |
| 6. Great Portland Estates | Annual Report 2008, England |
| 7. Klöver | Annual Report 2008, Sverige |
| 8. Land Securities | Annual Report 2008, England |
| 9. Wereldhave | Annual Report 2008, Holland |
| 10. The British Land Company | Annual Report 2008, England |
| 11. Unibail-Rodamco | Annual Report 2008, Frankrig |
| 12. Minerva plc | Annual Report 2008, England |
| 13. DIC Asset AG | Annual Report 2008, Tyskland |
| 14. Icade | Annual Report 2008, Frankrig |

Artikler/Tidsskrifter

Titel: Yearly Update 2008
Forfatter: EPRA
År: 2008

Titel: Best practices policy recommendations
Forfatter: EPRA
År: 2008
Forkortet: EPRA, BPPR 2008

Titel: Investeringsejendomme
Forfatter: KPMG
År: 2008
Forkortet: KPMG, Inv.ejd.

Titel: UK Real Estate Insights, Issue 11
Forfatter: PWC
År: 2009
Forkortet: UK RI

Titel: R+R "Værdiansættelse af ejendomme i illikvidt marked"
Forfatter: Claes Hallquist & Morten Jørgensen (Deloitte)
År: 2009

Titel: Anvendelse af dagsværdioptionen på gæld tilknyttet investeringsejendomme
Forfatter: Fondsrådet
År: 2006

Titel: Conceptual Framework, Measurement 6C (Agenda paper 3C)
Forfatter: IASB
År: November, 2007

Titel: ED Annual Improvements Project-Comment Analysis (IAS 40 Treatment of Investment property under construction, Agenda paper 4L)
Forfatter: IASB
År: Februar, 2008
Forkortet: IASB, Agenda paper 4L

Titel: Annual improvement process (Investment property under construction, Agenda paper 18A)
Forfatter: IASB
År: Oktober, 2006
Forkortet: IASB, Agenda paper 18A

Titel: FVM (Tentative decision to-date)
Forfatter: IASB
År: Marts, 2009
Forkortet: IASB Tentative decision, marts 2009

Titel: IASB Update
Forfatter: IASB
År: Januar, 2009

Titel: FVM (meeting summaries and observer notes)
Forfatter: IASB
År: September, 2008

Titel: FVM (meeting summaries and observer notes)
Forfatter: IASB
År: December, 2008

Titel: FVM (meeting summaries and observer notes)
Forfatter: IASB
År: Januar, 2009

Titel: FVM (Agenda paper 3A)
Forfatter: IASB
År: September, 2008

Titel: FVM (Fair value of liabilities)
Forfatter: IASB
År: December, 2008

Titel: FVM (Agenda paper 3C)
Forfatter: IASB
År: December, 2008

Titel: FVM (Agenda paper 3D)
Forfatter: IASB
År: December, 2008

Titel: FVM (Agenda paper 3G)
Forfatter: IASB
År: December, 2008

Titel: FVM (Agenda paper 3I)
Forfatter: IASB
År: December, 2008

Titel: FVM (Agenda paper 3H)
 Forfatter: IASB
 År: December, 2008

Titel: FVM (Agenda paper 5A)
 Forfatter: IASB
 År: December, 2008

Titel: Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active
 Forfatter: IASB, Expert Advisory Panel
 År: Oktober, 2008
 Forkortet: IASB EAP, oktober 2008

Titel: FVM (Agenda paper 3J)
 Forfatter: FASB
 År: December, 2008

Titel: Board meeting handout, conceptual framework
 Forfatter: FASB
 År: November, 2008

Titel: Board meeting handout, conceptual framework
 Forfatter: FASB
 År: Januar, 2009

Titel: Board meeting handout, leases
 Forfatter: FASB
 År: Januar, 2009

Titel: FVM, Phase C: Measurement (project update)
 Forfatter: FASB
 År: Februar, 2009

Titel: Interim position statement, the valuation of investment property under construction under IAS 40
 Forfatter: IVSC
 År: Januar, 2009
 Forkortet: IVSC, januar 2009

Titel: Valuation under International Financial Reporting Standards
 Forfatter: IVSC
 År: Marts, 2007
 Forkortet: IVSC, marts 2007

Titel: Equity Research, Jeudan
Forfatter: Michael West Hybholt
År: 2009

Titel: Artikel, den 3. marts 2008, side 12-13
Forfatter: Børsen
År: 2008

Titel; Artikel, den 26. marts 2009, side 2, 2. sektion
Forfatter: Børsen
År: 2009

Websider

www.epra.com
www.iasb.org
www.iasplus.com
www.fasb.org

Lydfiler

Lydfiler stammer fra det link som er oplyst øverst og er dateret som oplyst nedenfor:

<http://www.iasb.org/Current+Projects/IASB+Projects/Fair+Value+Measurement/Meeting+Audio+Playback/Meeting+Audio+Playback.htm>

Mødedato:

19/02/2009
21/01/2009
19/12/2008
18/12/2008
17/12/2008
20/11/2008
17/09/2008

Interview:

Analytiker, DM, Anonym
Jan Fedders, PWC

Bilag 1 - EPRA Modellen

Post		Tekst	Beløb
1		Egenkapital fra årsrapporten	1.000
2	+	Effekt af optionsprogrammer og konvertible instrumenter etc.	1
3 = (1+2)	∑	Udvandet egenkapital efter udnyttelse af optionsprogrammer og konvertible instrumenter	1.001
4	+	Revaluering af investeringsejendomme under opførsel til dagsværdi	100
5	+	Regulering af udskudt skat til dagsværdi	150
6	+/-	Regulering af gæld optaget til amortiseret kostpris til dagsværdi	50
7 = 3+4+5+6	∑	Indre værdi af ejendomsselskabet opgjort til dagsværdi pr. balancedagen (triple net asset value)	1.301
8		Antal udstedt aktier	50
9		Antal udestående optioner "in the money"	1
10 = 8+9	∑	Total antal aktier	51
11 = 7/11		Indre værdi pr. Aktie	25,51

Bilag 2 - Korrigeret EPRA model

Post		Tekst	Beløb
1		Egenkapital fra årsrapporten	1.000
2	+	Effekt af optionsprogrammer og konvertible instrumenter etc.	1
3 =(1+2)	Σ	Udvandet egenkapital efter udnyttelse af optionsprogrammer og konvertible instrumenter	1.001
4	+	Regulering til optimal dagsværdi herunder synergier og highest and best use	100
5	+/-	Portefølje rabat / tillæg	(50)
6	+/-	Justering af ejendomme som forventes solgt markedsværdi baseret på markedshandler inkl. forcerede handler	(50)
7	-	Justering af dagsværdi på portefølje til opgørelse efter DCF-modellen i stedet for normalindtjeningsmodellen	(75)
8	+	Revaluering af investeringsejendomme under opførsel til dagsværdi	100
9	+	Regulering af udskudt skat til dagsværdi	150
10	+/-	Regulering af gæld optaget til amortiseret kostpris til dagsværdi opgjort efter indfrielsesmetoden	50
11	+/-	Hensættelse til refinansieringsomkostninger baseret på forfaldtiden på selskabet gæld	(100)
12=sum af 3-11	Σ	Indre værdi af ejendomsselskabet opgjort til dagsværdi pr. balancedagen	1.126
13	-	Ejendomssektor rabat	(100)
14=12-13	Σ	Risiko justeret dagsværdi af egenkapital	1026
15		Antal udstedt aktier	50
16		Antal udestående optioner "in the money"	1
17=15-16	Σ	Total antal aktier	51
18=14/17		Indreværdi pr. Aktie	20,12

Bilag 3 - Kvalitativ undersøgelse af årsrapporter

Vægt = 15 %		SP	FB	CT	IM	JD	GP	KL	LS	WH	BC	UR	I alt
Ledelsesberetningen	Gennemgang af virksomhedens tidligere udmeldte strategi og fremtidige strategi f.eks. væsentlige ny investeringer	2	2	3	2	2	2	3	2	3	1	2	2,2
	Gennemgang af virksomhedens nuværende hovedaktiviteter og påtænkte ændringer hertil	2	2	3	2	2	2	3	2	4	1	1	2,2
	Beskrivelse af den forventede generelle udvikling på markedet	3	2	2	1	2	2	2	2	4	2	1	2,1
	Beskrivelse finansieringsmæssige riskmanagement politikker f.eks. på brug variable og faste lån samt omtale af relevante forhold ved refinansiering	3	2	2	3	2	2	2	2	4	1	2	2,3
	Total	2,5	2	2,5	2,0	2,0	2,0	2,5	2,0	3,8	1,3	1,5	2,2

Vægt = 25%		SP	FB	CT	IM	JD	GP	KL	LS	WH	BC	UR	I alt
Investeringsejendomme - oplysningskrav vedr. måling af investeringsejendomme til dagsværdi	Der skal foretages ekstern vurdering	1	1	5	1	5	1	1	1	1	1	1	1,7
	Det skal angives hvilken rapporteringsstandard der anvendt og kun IVSC eller Red book standarden må anvendes	5	5	5	1	5	1	1	1	5	1	1	2,8
	Oplysninger omkring den anvendte værdiansættelsesmodel dvs. DCF- eller normalindtjeningsmodellen	3	3	2	2	2	4	2	2	4	2	1	2,5
	Oplysninger omkring væsentlige parametre i modellen f.eks. diskonteringsfaktor, terminalværdi og muligheden for at sammenholde med markedshandler	3	3	3	3	2	3	2	2	4	3	1	2,6
	Note med afstemning af opskrivningsbevægelser primo og ultimo rapporteringsperioden opgjort efter "Like for like" metoden	3	3	3	3	4	1	3	1	4	1	1	2,5
	Driftsoverskud og resultat af dagsværdiregulering skal fremgå særskilt af årsrapporten	3	3	3	2	3	2	3	3	3	2	1	2,5
	Følsomhedsanalyser baseret på udviklingen i markedsværdien ved f.eks. ændret leje, tomgangs procent eller ændret diskonteringsfaktor	2	4	2	4	1	4	2	5	5	5	4	3,5
	Total	2,9	3,1	3,3	2,3	3,1	2,3	2,0	2,1	3,7	2,1	1,4	2,6

Vægt = 10 %		SP	FB	CT	IM	JD	GP	KL	LS	WH	BC	UR	I alt
Ejendomsoplysninger for investeringsjendomme fordelt på relevante sektorer eller væsentlige ejendomme	Udlejning areal	2	1	1	1	1	1	1	1	2	2	1	1,3
	Gennemsnitligt leje pr. m2	3	2	2	3	2	2	3	2	2	2	4	2,5
	Årlig leje baseret på nuværende lejekontrakter	3	3	2	3	2	2	2	2	3	3	1	2,4
	Total markedsleje for ejendommene	2	2	2	3	2	2	2	1	3	2	4	2,3
	Pengestrømsopgørelse	3	3	3	2	4	4	2	3	3	3	4	3,1
	Driftindtjening	3	1	2	3	3	2	1	2	3	3	4	2,5
	Dagsværdi	2	2	2	3	2	2	2	2	4	2	4	2,5
	Antal m2 som ikke er lejet ud og deres markeds leje	3	4	3	4	3	4	3	2	4	2	5	3,4
	Kontrakt periode på lejekontrakter	4	4	3	4	2	2	2	2	4	4	3	3,1
	Liste med top ti lejere i forhold til samlede lejeindtægter	3	2	4	3	3	2	4	2	5	4	4	3,3
	Adressen på de væsentlige ejendomme	3	2	2	3	3	1	4	2	1	1	1	2,1
	Følsomhedsanalyser baseret på udviklingen i markedsværdien ved f.eks. ændret leje, tomgangs procent eller ændret diskonteringsfaktor	2	4	2	4	1	4	4	2	5	5	5	3,5
	Total	2,8	2,5	2,3	3,0	2,3	2,3	2,5	1,9	3,3	2,8	3,3	2,6

5%		SP	FB	CT	IM	JD	GP	KL	LS	WH	BC	UR	I alt
Gæld tilknyttet investeringsjendomme - dagsværdiopgørelser	Krav om optagelse af gæld til dagsværdi eller om noteoplysning om gældens værdi til dagsværdi	5	5	5	3	2	2	3	1	4	1	1	2,9
	Noteoplysning om værdireguleringen skyldes ændring i forpligtigelsens kreditrisiko, herunder egen kreditrisiko	5	5	5	4	3	3	5	2	5	2	4	3,9
	Beskrivelse af værdiansættelsestekniken ved fastsættelse dagsværdien	5	3	5	5	2	2	4	2	5	2	4	3,5
	Beskrivelse af ikke observerbare input herunder estimering og effekten af mulige afvigelser på værdiansættelsen	5	5	5	5	3	3	4	3	5	3	4	4,1
	Ved fastlæggelse af egen kreditrisiko udarbejdes en modregnet balance hvoraf det fremgår hvor stor en andel af selskabets gæld som ikke sikret og hvor stor oversikring der er på selskabets sikrede gældsposter	5	5	5	5	5	2	3	1	5	1	5	3,8
	Total	4,2	3,8	4,2	3,7	2,5	2,0	3,2	1,5	4,0	1,5	3,0	3,0

Vægt = 10 %		SP	FB	CT	IM	JD	GP	KL	LS	WH	BC	UR	I alt
Gæld tilknyttet investerings- ejendomme - generelle noteopl.	Opgørelse af gennemsnitlige låneomkostninger på såvel faste som variable lån	3	4	3	4	3	3	4	3	3	2	2	3,1
	Følsomhedsanalyse baseret på en ændring af renten i forhold til renterisikoen pr. balancedagen.	3	3	2	3	2	2	3	2	3	3	1	2,5
	Oplysning om forventede refinansieringsomkostninger i det kommende regnskabår baseret på renter anvendt i følsomhedsanalysen for variable lån	4	4	4	4	2	2	4	2	2	2	2	2,9
	Total	3,3	3,7	3,0	3,7	2,3	2,3	3,7	2,3	2,7	2,3	1,7	2,8

Vægt = 15 %		SP	FB	CT	IM	JD	GP	KL	LS	WH	BC	UR	I alt
Udskudt skat	Angivelse af dagsværdien af den udskudte skatteforpligtigelse	3	3	2	3	5	1	1	5	1	1	1	2,4
	Metoden for værdiansættelse af den udskudte skatteforpligtigelse til dagsværdi, herunder om der tale om markedsværdier	4	5	2	4	5	5	5	5	5	5	5	4,5
	Total	3,5	4,0	2,0	3,5	5,0	3,0	3,0	5,0	3,0	3,0	3,0	3,5

Bilag 4 - High Yield kurser

High Yield kurser



Obligationskurserne er indikative, og skal derfor ikke opfattes som købsanbefalinger.

19-01-2009	CODE	NAME	COUPON	CURRENCY	BID	ASK	BID YIELD	ASK YIELD	MATURITY	RATING	ISIN
	4104140	AMKOR TECHNOLOGY	7,125	USD	71,00	71,75	25,45	24,86	15. marts 2011	CCC	000000000000
	4104247	BANK OF MOSCOW	8,000	USD	96,00	100,00	14,30	7,97	28. september 2009	BBB	XS0201555074
	4000308	BAYER AG	5,000	EUR	79,28	82,41	9,38	8,63	29 JUL 2105	BBB+	XS0225369403
	4000359	BON-TON STORES	10,250	USD	18,00	20,00	71,07	65,65	15. marts 2014		00009776NAB8
	4003791	BROOKSTONE INC	12,000	USD	67,00	68,00	26,39	25,83	15. oktober 2012	B	000114535AA5
	4004367	CABLE & WIRELESS	8,750	GBP	91,39	95,00	11,49	10,21	6. august 2012	BB-	XS0063233679
	4500548	CASINO	5,687	EUR	37,00	38,00	15,37	14,96	UENDELIG	BB+	FR0010154385
	4000685	CELL C	8,625	EUR	83,00	84,50	15,64	14,40	1. juli 2012	B2	XS0223890251
	4104411	CHARTER COM HLDG	10,000	USD	91,50	92,50	42,41	38,27	1. april 2009	CCC-	000000000000
	4104403	CHESAPEAKE CORP	7,000	EUR	10,00	15,00	99,06	71,16	15. december 2014		XS0207844829
	4104960	CHESAPEAKE ENRGY	6,500	USD	82,50	84,50	9,53	9,15	15. august 2017		000165167BS5
	4005912	DONG ENERGY A/S	5,500	EUR	81,66	87,07	6,74	6,32	UENDELIG	BB-	XS0223249003
	4003563	EUROPCAR GROUPE	8,125	EUR	27,00	30,00	50,78	46,26	15. maj 2014	B	XS0254144115
	4007235	EVRAZ GROUP SA	8,875	USD	53,50	55,50	28,33	27,09	24. april 2013		00030050AAC7
	4002836	FAGE DAIRY IND	7,500	EUR	47,00	51,25	26,62	24,14	15. januar 2015	B3	XS0210695150
	4901187	FIAT FIN & TRADE	5,625	EUR	79,25	80,25	15,47	14,92	15. november 2011	Baa3	XS0253995368
	4901181	FIAT FIN & TRADE	6,625	EUR	71,75	72,75	17,09	16,64	15. februar 2013	Baa3	XS0244126107
	4000368	FMG FINANCE	9,750	EUR	56,42	57,42	28,46	27,82	1. september 2013	BB-	XS0265075886
	4004222	G STEEL	10,500	USD	45,00	55,00	66,37	50,87	4. oktober 2010	Caa1	XS0229866354
	4002871	GAZPROM	5,030	EUR	64,97	70,03	15,45	13,54	25. februar 2014	BBB	XS0272762963
	4006336	GAZPROM	9,625	USD	92,25	0,00	12,07	0,00	1. marts 2013	BBB	XS0164067836
	4902049	GMAC CANADA	6,625	GBP	75,06	75,40	23,15	22,88	17. december 2010	CC	XS0182179886
	4003861	GRIFFIN COAL	9,500	USD	33,20	33,58	34,68	34,34	1. december 2016	B-	USQ43671AA64
	4912065	GROHE HLDGS	8,625	EUR	37,00	39,00	37,65	35,76	1. oktober 2014	B3	XS0200848041
	4005028	HTM SPORT	8,500	EUR	52,00	56,00	27,93	25,48	1. februar 2014		XS0184717956
	4013923	HUTN WHP INT LTD	5,875	EUR	94,92	95,45	7,24	7,09	8. juli 2013	A-	XS0172201955
	4004537	INEOS GROUP HOLD	7,875	EUR	11,00	12,25	92,25	83,53	15. februar 2016	CCC	XS0242945367
	4059536	ISS 15/5-2016	8,875	EUR	66,15	68,15	17,90	17,21	15. maj 2016	B	XS0253470644
	4059438	ISS GLOBAL A/S	4,750	EUR	87,33	89,00	13,76	12,46	18. september 2010	B	XS0176317054
	4059483	ISS GLOBAL A/S	4,500	EUR	63,00	67,00	14,18	12,82	8. december 2014	B	XS0206714247
	4901150	IT HOLDING FIN	9,875	EUR	24,50	30,00	76,76	63,88	15. november 2012	Ca	XS0203896567
	4000305	MEINL EURPN LAND	6,375	EUR	65,08	68,29	18,29	16,87	9. august 2013	BB+	JE026387132-
	4103434	METALDYNE	10,000	USD	26,52	29,52	54,27	49,78	1. november 2013	NR	000000000000
	4103574	MOBILE TELESYSTEMS	8,375	USD	94,50	95,94	11,97	11,00	14. oktober 2010	BB	XS0178419049
	4104510	MOBILE TELESYSTEMS	8,000	USD	83,13	85,00	15,18	14,29	28. januar 2012	BB	XS0211216493
	4059535	NORDIC TELE HLDG	8,250	EUR	79,00	80,00	13,17	12,90	1. maj 2016	B+	XS0252438899
	4003536	NXP	8,625	EUR	16,75	17,75	68,96	65,59	15. oktober 2015		XS0270227316
	5108205	ORASCOM TELCOM FN	7,875	USD	84,00	86,00	12,02	11,45	8. februar 2014	CCC+	USL72433AA06
	4002469	PEMEX PR FU MAS	5,500	EUR	66,00	69,00	9,77	9,28	24. februar 2025	BBB+	XS0213101073
	4002980	PETROL AD	8,375	EUR	86,00	94,00	13,17	10,31	26. oktober 2011	B-	XS0271812447
	4103094	REMINGTON ARMS	10,500	USD	80,00	82,00	23,45	21,98	1. februar 2011	CCC-	000000000000
	4500544	REMY COINTREAU	5,200	EUR	93,00	96,00	8,03	6,81	15. januar 2012	Ba2	FR0010149484
	4005029	REXAM	4,375	EUR	82,48	83,71	9,70	9,28	15. marts 2013	BBB	XS0248005471
	4005030	REXAM	6,750	EUR	76,92	77,86	10,90	10,70	29. juni 2007	Ba2	XS0307868744
	4005031	RHODIA	5,362	EUR	56,00	58,00	19,84	18,92	15. oktober 2013	BB	XS0270503369
	4302021	SCHEFENACKER AG	9,500	EUR	25,50	26,69	49,61	47,64	11. februar 2014	C	XS0185387841
	4005159	SLM CORP	4,750	EUR	61,51	65,96	16,36	14,59	17. marts 2014	Baa2	XS0187186183
	4059406	TDC A/S	6,500	EUR	90,00	93,50	10,26	8,88	19. april 2012	BB-	XS0146556385
	4901153	THIEL LOGISTIK	8,000	EUR	83,00	88,00	14,25	12,29	15. december 2012	B-	XS0207922054
	4500578	THOMSON	5,750	EUR	38,92	42,29	25,81	23,79		CCC-	FR0010237016
	4102849	TOYS R US	7,625	USD	48,00	50,00	43,54	41,35	1. august 2011	CCC-	000000000000
	4005467	TURANALEM FIN	7,750	USD	39,00	44,00	37,45	33,20	25. april 2013	BB	XS0251881289
	4005027	TURANALEM FIN	7,125	GBP	74,38	76,38	46,84	42,78	21. december 2009	BB	XS0279181662
	4103977	TURANALEM FINANC	8,000	USD	38,00	43,00	34,44	30,61	24. marts 2014	BB	USN89065AF89
	4002521	TURANALEM FINANC	6,250	EUR	39,99	45,01	52,61	45,58	27. september 2011	BB	XS0269267000
	4104639	VESTEL ELEC FIN	8,750	USD	44,63	45,63	39,58	38,63	9. maj 2012	B-	XS0219001681
	4910922	WATERFORD WEDGEW	9,875	EUR	3,00	8,00	384,44	219,62	1. december 2010		XS0181560672
	4002932	WILLM LYON HOMES	10,750	USD	23,00	25,00	67,69	63,47	1. april 2013		000000000000

Nævnte materiale er udarbejdet af Forstædernes Bank A/S for egen regning og initiativ og udleveres udelukkende til privat orientering. Materialet er baseret på offentlig tilgængelige oplysninger, som er indsamlet eller bedst e overbevisning – men vi har ikke fortaget kontrol af oplysninger og beregninger. Vi påtager os derfor ikke ansvaret for rigtigheden, fuldstændigheden eller nøjagtigheden af det udsendte eller ved ved dispositioner på grundlag af de i materialet indeholdende oplysninger eller vurderinger.

Finans – Kalvebod Brygge 47 - 1560 København V - Tlf. 33 52 52 52 - www.forbank.dk



forstædernes bank
Få bedre råd