Cand.merc.aud-studiet, CMA – Copenhagen Business School 2009

Kandidatafhandling

En analyse af den regnskabsmæssige præsentation og værdiansættelsen af investeringsejendomme under den finansielle krise, samt de revisionsmæssige problemstillinger i relation hertil, for en mindre virksomhed

REGNSKAB - REVISION

Forfattere: Michelle Kähler Martin Jensen

Vejleder: Caroline Aggestam, Institut for regnskab og revision, CBS
Censor:
Afleveret: Tirsdag den 1. december 2009
Anslag: 272.301, inklusive figurer, svarende til 119,69 normalsider

Executive summary in English

An analysis of the financial presentation and valuation of investment properties during the financial crisis as well as the audit problems arising for a small sized entity in these aspects.

Since the beginning of the new millennium and up until recently the values of the investment property market have risen significantly. This has come to an end with the financial crisis. The values have declined and the market for property does almost not exist at the moment. The purpose of the thesis is to uncover exactly what an investment property is and how the value of properties has changed during the crisis as well as identifying whom the significant stakeholders are, in respect to companies with investment properties. Furthermore it is discovered exactly how the value of investment properties and relevant disclosures is presented in the financial statement for a small sized entity, and measured correctly if the entity uses the fair value accounting and not the cost price method. This includes the use of Mark-to-model calculation using the most frequently and best calculation models available as well as an evaluation on these models. Finally the role of the auditor is discussed in respect to the audit of entities that possess investment properties, which includes the arising of the concept of audit and the specific audit actions needed to be carried out on an entity with investment properties.

In this thesis a practical analysis of a small sized entity is made, with regard to the presentation and measurement of the value of the company's properties, as well as the auditor's review of the company's financial statement. The analysis shows that there are problems regarding the use of value calculation models and the disclosure of information in the financial statement, for the improvement of the company's stakeholders risk evaluation. The value's in the Danish financial statements has not reflected the value decline of the market and the case study support, this fact. However it is not concluded that there is a mismatch in the case study's valuation of properties regarding to the auditor's evaluation on the fair value. It is seen though, that the disclosures in the financial statement regarding to accounting policies as well as the management's review are not sufficient.

New standards on accounting do not contribute with further valuable supplement to the financial statements, but it is seen, that there are an international focus on the auditors work in accordance with the financial crisis.

1. Indholdsfortegnelse

1.1 Indledning ... 4
1.2 Problemformulering ... 5
1.3 Afgrænsning ... 7
1.4 Vidensproduktion ... 8
1.5 Metodevalg ... 9
1.5.1 Opgavens formål ... 9
1.5.2 Dataindsamling ... 10
1.5.3 Interviewundersøgelse ... 10
1.5.4 Case-studie ... 11
1.5.5 Delkonklusion på metodevalget ... 11
1.6 Kildekritik ... 12
1.7 Disposition for afhandlingen ... 14
2. Hvad er en investeringsejendom ... 15
2.1 Investeringsejendomme i Danmark ... 17
2.2 Tidligere problemer i relation til investeringsejendomme ... 18
2.3 Regnskabsklasser, samt børsnoteret kontra ikke børsnoteret ... 19
2.4 Delkonklusion, investeringsejendom ... 21
3. Krisen, ejendomsmarkedet, stakeholderne og litteraturen om emnet ... 22
3.1 Krisens indvirkning på værdien af ejendomme ... 22
3.2 Stakeholders ... 26
3.2.1 Virksomhedens stakeholders - koalitionsmodellen ... 26
3.2.2 Interessenternes informationsbehov ... 27
3.2.3 Kritisk information til de væsentligste stakeholders ... 29
3.3 Emnet beskrevet i litteraturen ... 30
3.4 Delkonklusion, krisens indvirkning ... 34
4. Præsentation (indregning) af en investeringsejendom ... 36
4.1 Regnskabsmæssig behandling af en investeringsejendom ... 37
4.1.1 Første indregning ... 37
4.1.2 Efterfølgende indregning ... 38
4.1.3 Forbedringer ... 39
4.1.4 Ændring i anvendt regnskabspraksis og regnskabsmæssige skøn ... 39
4.1.5 Afhændelse af investeringsejendommen ... 40
4.2 Præsentation og oplysning i årsrapporten – anvendt regnskabspraksis ... 40
4.2.1 Notekrav ... 40
4.3 International regnskabsstandard – (IAS) 40 ... 42
4.4 Ledelsesberetningen ... 43
4.5 Delkonklusion, præsentation ... 44
5. Værdiansættelse (måling) af investeringsejendomme ... 46
5.1 Kostprismetoden ... 47
5.1.1 Fordele/ulemper ved kostprismetoden ... 48
5.1.2 Omvurderingsmetoden ... 49
5.1.3 Fordele/ulemper ved omvurderingsmetoden ... 49
5.2 Ekstern vurderingsmand (ejendomsmæglervurdering eller andre specialister) ... 50
5.2.1 Ejendomsmæglervurdering ... 50
5.2.2 Andre specialister ... 52
5.2.3 Fordele/ulemper ved ekstern vurdering ... 52
5.3 Den afkastbaserede model ... 53
5.3.1 Driftsafkast ... 54
5.3.2 Forrentningskrav ... 55

5.3.3 Tillæg og fradrag ... 58
5.3.4 Fordele/ulemper ved den afkastbaserede model ... 59
5.4 DCF-modellen ... 60
5.4.1 Frit cashflow i budgetperioden ... 62
5.4.2 Frit cashflow i terminalperioden ... 63
5.4.3 Tilbagediskontering af cashflow ... 64
5.4.4 Fordele/ulemper ved DCF-modellen ... 64
5.5 Delkonklusion, værdiansættelse (måling) af investeringsejendomme ... 65
6. Revision af selskaber, hvis aktivitet er investering i investeringsejendomme – revisors rolle ... 67
6.1 Fremkomsten af revision ... 67
6.1.1 The Information Hypothesis ... 67
6.1.2 The Insurance Hypothesis ... 68
6.2 Revisors rolle ud fra de gældende standarder ... 70
6.2.1 Revision af indregning og måling, samt anvendt regnskabspraksis ... 71
6.2.2 Revision af ledelsesberetningen ... 74
6.2.3 Anvendelse af en eksperts arbejde ... 76
6.2.4 Going concern betragtninger ... 77
6.3 Delkonklusion, revision og revisors rolle ... 79
7. Analyse af case-virksomheden Ejendomme A/S ... 81
7.1 Case-virksomhedens historie, udvikling og økonomi ... 81
7.2 Præsentation af case-virksomhedens investeringsejendomme i årsrapporten. ... 83
7.2.1 Præsentation i balancen ... 83
7.2.2 Præsentation i anlægsnoten ... 84
7.2.3 Ledelsesberetningen ... 87
7.2.4 Anvendt regnskabspraksis ... 90
7.3 Case-virksomhedens ejendomme ... 92
7.4 Værdiansættelse af case-virksomhedens investeringsejendomme ... 94
7.4.1 Kostprismetoden ... 94
7.4.2 Omvurderingsmetoden ... 95
7.4.3 Ekstern vurderingsmand ... 95
7.4.4 Den afkastbaserede model ... 97
7.4.5 DCF-modellen ... 101
7.5 Going concern betragtninger om case-virksomheden ... 104
7.6 Delkonklusion, analyse af case-virksomheden ... 105
8. Revisors rolle i lyset af den finansielle krise ... 108
8.1 Ændrede markedsforhold giver revisor nye opgaver ... 108
8.2 Forventningskløften ... 110
9. Nye internationale retningslinjer i lyset af den finansielle krise ... 113
9.1 IFRS for små og mellemstore virksomheder ... 113
9.2 Dagsværdier i det nuværende marked i henhold til IAASB ... 114
9.3 Going concern overvejelser i henhold til IAASB ... 115
10. Konklusion ... 116
11. Litteraturliste ... 120
12. Bilagsmateriale ... 123

1.1 Indledning

Siden omkring begyndelsen af det nye årtusinde og frem til for ganske kort tid siden, har der været set enorme værdistigninger på ejendomsmarkedet[1]. Dette var et forhold, som kunne tilskrives den generelle højkonjunktur, faldende renter, overskud af likviditet og investeringslyst[2]. Dette gjorde at ejendomsmarkedet blev anset som et lukrativt investeringsområde med store prisstigninger og høje afkast til følge. Derfor var der mange, der investerede i ejendomme i håbet om, at markedet blev ved med at stige og at man derved havde gjort en rigtig god investering med fortjeneste ved et senere salg, hvilket gav en selvforstærkende effekt.

De sidste par år har ejendomsmarkedet været præget af den finansielle krise i form af et marked, der er gået i stå og har oplevet faldende priser. Der var ingen, der havde set den finansielle krise ramme så hårdt og så hurtigt. Ejendomsselskaber er gået konkurs eller er af deres finansieringskilder blevet tvunget til at sælge ud af nogle af deres investeringsejendomme for at finansiere de resterende[3].

Ud fra oplysninger omkring et stigende antal ejendomshandler og faldende tvangsauktioner, mener iagttagere, at ejendomsmarkedet så småt er ved at komme i gang igen, også selvom der nok vil gå nogle år, inden det er vendt helt igen. De stærkt svingende priser i tider med både opgang og nedgang, giver en del udfordringer for regnskabslæseren, såvel som regnskabsudarbejderen. Det kan være svært at vurdere hvilken værdi en investeringsejendom har, samt hvilke faktorer der påvirker denne værdi i et stærkt foranderligt marked. Set i lyset af det notat som Erhvervs- og Selskabsstyrelsen (E&S) har udsendt i april 2009, så er der mange virksomheder, som har svært ved værdiansættelsen af deres investeringsejendomme[4]. Derved giver dette notat anledning til en række spørgsmål omkring rigtigheden af værdierne i selskabernes årsrapporter, samt hvordan investeringsejendommene er præsenteret.

Spørgsmålet er også om det grundlag, som dem der udarbejder regnskaberne, har til deres rådighed er tilstrækkeligt. Hvordan skal revisor forholde sig til stærkt svingende priser og hvad er egentlig markedsværdien af en investeringsejendom i dag i forhold til tidligere, er højaktuelle spørgsmål.

[1] Danmarks Statistik (2009), www.dst.dk, stigende ejendomspriser.
[2] Sadolin&Albæk (2005), Newsletter februar 2005.
[3] Hallqvist, C. og Jørgensen, M. (2009), "Værdiansættelse af ejendomme i et illikvidt marked".
[4] Erhvervs- og Selskabsstyrelsen (2009) – notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme af 3. april 2009.

1.2 Problemformulering

Der har, som beskrevet, igennem de seneste år været betydelige udsving i værdien af ejendomme. Først stærkt stigende priser og deraf følgende forstærket interesse for investering i lige netop denne type af aktiver, efterfølgende finansiel krise og afkøling af investeringslysten, med faldende priser for investeringsejendomme til følge.

Denne volatilitet[5] og indvirkningerne fra den finansielle krise, giver anledning til en række problemstillinger, der udspringer af vigtigheden af en korrekt måling af investeringsejendomme i den eksterne årsrapport, for de mange virksomheder der har til formål at foretage investering i disse aktiver.

Den regnskabsmæssige præsentation af investeringsejendomme i henhold til den nye årsregnskabslov, er noget der bidrager til problematikken om, hvordan et sådant aktiv skal præsenteres. Lovgivningsmæssige retningslinjer kombineret med et usikkert eller stærkt svingende marked, kan være vanskelige forhold at fortolke, og stiller den som udarbejder og den som reviderer regnskabet, samt regnskabslæser i en svær situation. Hvordan skal investeringsejendommene indregnes i balancen og hvordan skal regnskabslæser forstå regnskabet, såvel i henhold til dansk lovgivning og udenlandsk inspiration til denne, er aktuelle problemstillinger.

Således kan der oplistes en lang række interessante problemstillinger, der dukker op, når man ser på investering i ejendomme. Problemstillinger af såvel regnskabsmæssig karakter, som revisionsmæssig karakter, som selskaber, der investerer i ejendomme, samt andre med interesse for emnet kan have ønske om at finde svar på.

Det ønskes med udgangspunkt i disse problemstillinger belyst, hvilke regnskabs- og revisionsmæssige problemstillinger der eksisterer i forbindelse med investeringer i ejendomme, samt vurderet hvilke forhold, der må tages højde for, ved værdiansættelsen af sådanne investeringsejendomme. Endvidere ønskes anskueliggjort hvorledes investeringsejendomme præsenteres i selskabets eksterne årsrapport. Endelig hvilken rolle revisor spiller i denne sammenhæng, om krisen påvirker opgaverne og endelig hvad

[5] Volatilitet beskriver udsving eller prisvariation over tid.

der sker internationalt som følge af den finansielle krise. Disse problemstillinger giver anledning til nedenstående hovedproblemformuleringsspørgsmål:

Hvordan præsenteres investeringsejendomme i den eksterne årsrapport og på hvilken måde værdiansættes investeringsejendomme under hensynet til den igangværende finansielle krise og hvilke revisionsmæssige problemstillinger findes i den forbindelse, for en mindre virksomhed?

Analysen og den efterfølgende vurdering udarbejdes gennem behandling og besvarelse af nedenstående problemformuleringsspørgsmål:

- Hvad er en investeringsejendom?
- Hvilken indvirkning har den igangværende krise på værdien af ejendomme?
- Hvorledes præsenteres (indregnes) investeringsejendomme i den eksterne årsrapport?
- Hvordan værdiansættes (måles) investeringsejendomme, samt hvilke fordele og ulemper findes ved de forskellige metoder?
- Hvad er revisors rolle i forbindelse med ledelsens aflæggelse af den eksterne årsrapport, samt ved revisionen af et selskab med investeringsejendomme?
- Hvilke internationale tiltag er revisor blevet præsenteret for i lyset af den finansielle krise?

På baggrund af en analyse af hvad der er karakteristisk for en investeringsejendom, herunder inddragelse af lovgivningsmæssige retningslinjer, foretages en vurdering og stillingtagen til de revisionsmæssige aspekter ved værdiansættelse af investeringsejendomme i henhold til gældende lovgivning. Endvidere illustreres hvordan en investeringsejendom præsenteres i den eksterne årsrapport.

---ooOoo---

Det er forfatternes forhåbning, at læser kan gøre brug af de i opgaven behandlede problemstillinger, som en inspirationskilde og et værktøj i forbindelse med investering i ejendomme, præsentationen af disse i selskabets eksterne årsrapport, samt i forbindelse med værdiansættelsen af disse aktiver. Desuden er det forfatternes håb, at revisorer og regnskabslæsere med interesse for emnet kan finde information og svar på deres spørgsmål i nærværende dokument.

1.3 Afgrænsning

Af hensyn til analysens emnemæssige indhold og struktur og til sikring af en dybdegående behandling af de opstillede problemstillinger, vil det indledningsvis være nødvendigt at foretage nogle afgrænsninger. Fokus vil være rettet mod investeringsejendomme og ikke andre typer af ejendomme. Endvidere fokuseres på lovregler der gælder for små og mellemstore virksomheder. Dog vil de lovregler der gælder for børsnoterede selskaber blive belyst i det omfang, der kan identificeres forhold, som kan have betydning for forklaringen af de nye tiltag på de behandlede områder, samt kan give et fortolkningsbidrag til den gældende lovgivning, da den væsentligste regulering sker for de største virksomheder.

Der ses ikke på investeringer i andet end ejendomme og kun når ejendomme erhverves som et investeringsobjekt. Der ses kun på lovregler, der gælder for andre materielle anlægsaktiver, når dette kan have til formål at belyse en konkret problemstilling, der ikke alene knytter sig til selve aktivet, der investeres i, men når retningslinjerne er generelle for flere typer af aktiver.

For præsentationen af investeringsejendomme i den eksterne årsrapport, ses dog ikke kun på den gældende danske årsregnskabslov og tilhørende regnskabsvejledninger, der drages også paralleller til internationale regnskabsstandarder, International Accounting Standards (IAS), i det omfang disse vurderes at kunne give et fortolkningsbidrag til bestemmelserne i Årsregnskabsloven (ÅRL).

Der ses ikke på andre typer af ejendomme (domicilejendomme mv.), udover hvad der er nødvendigt til brug for en negativ afgrænsning og til brug for en forklaring af hvad der netop er karakteristisk for en investeringsejendom.

Tidsmæssigt afgrænses til perioden efter tilblivelsen af den nye ÅRL i 2001. Dette er fordi den nye Årsregnskabslov går over til at være formueorienteret frem for tidligere, hvor den var præstationsorienteret. Dette antages at have haft stor betydning for målingen af investeringsejendomme.

Geografisk afgrænses til ejendomme beliggende i Danmark og er ejet af danske selskaber. Selvom udefra kommende faktorer, herunder markedsøkonomiske forhold på globalt niveau og det forhold, at den

finansielle krise faktisk er global og kan påvirke det danske ejendomsmarked, ses alene på investeringsejendomme beliggende i Danmark.

Investering i ejendomme er kapitalkrævende. Der afgrænses dog fra behandlingen af de gældsforpligtelser, der er knyttet til erhvervelsen af investeringsejendomme.

De skattemæssige problemstillinger, som er afledt af investeringen i ejendomme vil ikke blive behandlet. Der afgrænses således fra beregning og behandling af aktuel skat ved driften af investeringsejendomme, samt fra den udskudte skat der præsenteres i årsrapporten ved ændringer i værdiansættelsen af disse aktiver.

1.4 Vidensproduktion

Forinden viden produceres, er det vigtigt at gøre sig klart til hvilket formål denne viden skal anvendes. Dette dokument tager sigte på at viderebringe den viden, som gennem metodevalget, er produceret til fordel for læser. Formålet med vidensproduktionen er dog ikke kun beskrivende eller forklarende, men må for at være relevant, gå et skridt videre ved at være problemløsende, således at den producerede viden, kan anvendes af nærværende afhandlings interessenter.

Vidensproduktionsprocessens elementer består i koblingen mellem problemformuleringen og de opstillede problemformuleringsspørgsmål, og så de afgivne konklusioner eller svar på problemformuleringsspørgsmålene. Denne kobling nås gennem analyse og tolkning af bestående teori og empiri i form af kvalitative data[6]. Vidensproduktionen forløber ved deduktion, bevisførelsens vej, der søges nået gennem analysen og tolkningen af faglitterære værker, aktuelle artikler og lovgivning, for på denne måde at skabe den tilstrækkelige viden til besvarelse af de opstillede problemformuleringsspørgsmål.

Da målgruppen er fastlagt til at være læser, herunder vejleder og censor, samt regnskabslæsere og regnskabsudarbejdere, herunder revisorer, må formidlingen af den tilegnede viden naturligvis tilpasses, så den på hensigtsmæssig vis henvender sig til netop denne målgruppe. Dette i et forståeligt sprog.

[6] Andersen, I. (2008), side 25ff – vidensproduktionens elementer.

De kvalitative data, som i vidensproduktionen inddrages til belysning af emnet, er ikke alene de lovmæssige begrebsrammer som skal iagttages ved værdiansættelsen og præsentationen af investeringsejendomme, samt den revisionsmæssige behandling af disse. Det vil også være relevant at gennemgå og vurdere den aktuelle litteratur på området, da denne kan bibringe de nyeste overvejelser om emnet, som diskuteres. Dette vil blive gjort i et senere kapitel i sammenhæng med en vurdering af krisen.

1.5 Metodevalg

Formålet med nærværende dokument er først og fremmest produktion og formidling af viden om de problemstillinger, der er fastlagt i førnævnte problemformulering. Den metodemæssige fremgangsmåde tager sit udspring i de teorier, som anbefales i bogen "Den Skinbarlige Virkelighed" af Andersen (2008).

1.5.1 Opgavens formål

Formålet med opgaven er at finde svar på nogle af de spørgsmål omkring investeringsejendomme, der udspringer som følge af den finansielle krise. Besvarelsen af disse spørgsmål kræver at der frembringes viden herom. Til brug for besvarelsen og vurderingen af de aktuelle problemstillinger, er det nødvendigt at opstille redskaber, som gør det muligt at belyse emnets problemfelt. Der anvendes såkaldt samfundsvidenskabelig metode i forbindelse med vidensproduktionen, idet samfundsvidenskabelig metode, er betegnelsen for den fremgangsmåde, der typisk anvendes når formålet med en undersøgelse er, at producere viden om samfundet, om organisationer eller grupper, eller om karakteristika hos enkelte individer[7].

Den metodemæssige fremgangsmåde, som skal finde anvendelse i nærværende dokument, er dog ikke alene problemidentificerende eller diagnosticerende. Dette skal forstås på den måde, at formålet med afhandlingen ikke alene er af forklarende karakter eller skal tilvejebringe en forståelse af de problemer som findes i forbindelse med investeringsejendomme. Selvom den forklarende undersøgelse nok kan frembringe viden om hvilke årsager, der findes til de konstaterede problemstillinger, skal der tillige

[7]Andersen, I (2008), side 15 – samfundsvidenskabelig metode.

arbejdes imod en problemløsende eller normativ metode, idet kun en sådan undersøgelse, kan gå skridtet videre og anvise forslag til løsning af problemstillingerne til gavn for afhandlingens interessenter[8].

1.5.2 Dataindsamling

Metoden der benyttes til redegørelse for de revisionsmæssige og regnskabsmæssige problemstillinger i foreliggende dokument, er den kvalitative metode. Dette fordi der anvendes kvalitative data og information i form af faglitteratur, omhandlende de for afhandlingen relevante emner, samt offentliggjorte artikler i faglige tidsskrifter, til belysning af emnet. Det samme gør sig gældende for lovtekster og vejledninger indenfor det regnskabsmæssige felt, idet der her tænkes på ÅRL med tilknyttede regnskabsvejledninger (RVL) og internationale standarder, IAS. Det samme er tilfældet for de gældende Revisionsstandarder (RS). Gennem en indsamling af data, søges ved hjælp af disse metoder, skabt en forståelse for de problemstillinger, som har givet anledning til udarbejdelsen af denne afhandling[9].

1.5.3 Interviewundersøgelse

Til brug for en underbyggelse eller en modsigelse af de anvendte kvalitative sekundære data, udarbejdes en interviewundersøgelse, til indhentning af primære, kvalitative data til belysning af emnets problemfelt. Anvendelsen af en interviewundersøgelse udføres, idet denne metode vurderes at være mest hensigtsmæssig i forbindelse med indhentningen af primært de kvalitative data. Disse er data, der er brug for til belysning af, hvorvidt andre fagfolk end forfatterne til omtalte artikler, har tilsvarende holdninger til problemstillingerne omkring investeringsejendomme. Samtidig kan en sådan undersøgelse ske effektivt og ressourcebesparende.

Resultaterne af denne undersøgelse har til formål, at konkretisere de overvejelser, der gøres i relation til de anvendte artikler og faglitteratur, samt fremfinde hvilke holdninger fagfolk har til emnet. På den måde kan findes et grundlag for en hensigtsmæssig vurdering af faktorer, som påvirker problemfeltet.

Ved udarbejdelsen af en interviewundersøgelse, er det særdeles vigtigt, at have for øje hvilke data undersøgelsen skal indsamle. Der findes utallige undersøgelsesteknikker i forbindelse med dataindsamling og også forskellige typer af interviews. Det bemærkes, at der i nærværende gøres brug af et struk-

[8]Andersen, I. (2008), side 23 – metodemæssig fremgangsmåde.

tureret og standardiseret, personligt interview, hvis indhold den interviewede stilles overfor i en samtalesituation[10]. Resultaterne af interviewet behandles løbende i rapporten.

1.5.4 Case-studie

Desuden inddrages et konkret eksempel på et selskab i regnskabsklasse B, der foretager investering i investeringsejendomme, i nærværende dokument. Dette medtages for at bidrage til belysningen af de behandlede problemstillinger og gøre problemstillingerne nærværende for læser. Desuden vurderes det, at inddragelsen af en case-virksomhed af denne størrelse, sammen med beskrivende afsnit om betydningen af den finansielle krise og definitionen på en investeringsejendom, vil give læsere med forskellig tilgangsvinkel til emnet, en fælles platform, der kan medvirke til at opnå forståelse for de analyser og vurderinger der præsenteres i afhandlingen. Valget af case-virksomhed er også foretaget ud fra den vurdering, at de meget store og børsnoterede virksomheders forhold allerede er beskrevet indgående i mange tidligere afhandlinger, hvori der ofte sammenholdes flere af disse virksomheder. Den valgte case-virksomhed vurderes i øvrigt repræsentativ for sin gruppe af små og mellemstore virksomheder, hvorfor der ved analysen af denne ene virksomhed, bedre kan gås i dybden med virksomhedens forhold.

Dette konkrete eksempel består i uddrag af årsrapporten for selskabet. Dertil en oversigt over selskabets investeringsejendomme, samt værdiansættelsen af disse, tillige med andre oplysninger modtaget af selskabet. Der vil løbende blive henvist til materialet, når konkrete problemstillinger behandles. Dette materiale består primært af kvantitative data, da der er tale om talmateriale. Af andet kvantitativt materiale kan nævnes statistiske oplysninger, der effektivt kan anvendes til illustration og underbygning af påstande om krisens indvirkning på investeringsejendomme.

1.5.5 Delkonklusion på metodevalget

Med udgangspunkt i problemformuleringen er formålet med nærværende dokument at producere viden. Denne vidensproduktion sker ved hjælp af den samfundsvidenskabelige metode, som ved inddragelse af såvel kvalitative som kvantitative data, er hensigtsmæssig til en analyse af de problemstillinger som frembydes, når der ses på investeringsejendomme.

[9] Andersen, I. (2008), side 28 og 150ff – kvalitativ metode.

De data der anvendes i metoden er primært de kvalitative. Der benyttes naturligt de lovmæssige begrebsrammer men også de nyeste artikler om emnet, for at give behandlingen aktualitet. Desuden benyttes en interviewundersøgelse for at tilvejebringe fagfolks vurdering af den aktuelle finansielle krises indvirkning på investeringsejendomme.

Endelig foretages et case-studie, idet det vurderes, at inddragelsen af en aktuel virksomhed kan benyttes til at illustrere de behandlede problemstillinger og også give læsere med forskellig baggrund en fælles indgangsvinkel til denne afhandling.

Sammenfattende kan det således siges, at anvendelsen af de teorier, som Andersen (2008) anbefaler, ved hjælp af kvalitativ metode, samt en normativ tilgang til problemstillingerne, kan bibringe den nødvendige viden til besvarelse af problemformuleringsspørgsmålene og formidle den viden til afhandlingens interessenter.

1.6 Kildekritik

Ved udarbejdelse af en analyse, er det særdeles væsentligt, at de benyttede kilder er sandfærdige. Dog må kildematerialet også ses i lyset af, hvem der har udfærdiget det. Stimuli data, der er data, der kan være påvirket fra undersøger eller forfatters side, skal i videst muligt omfang undgås, da sådanne data oftest vil indeholde subjektive betragtninger og vurderinger. Kilden vil således ikke være tilstrækkelig neutral, og vil dermed ikke i acceptabel grad kunne bruges som objektivt grundlag.

For at sikre objektiviteten, er der anvendt kilder af forskelligartet karakter. Primært er anvendt kvalitative data i form af lovtekster, samt standarder og vejledninger, der er anerkendte begrebsrammer, tillige med offentliggjorte faglitterære værker, samt artikler. Faglitterære værker og artikler kan naturligvis være farvet i retning af forfatterens holdninger, men det vurderes, at man ved en objektiv vurdering af det anvendte materiale kan tilsikre, at analysen og den efterfølgende vurdering og produktion af viden, udfærdiges på et validt grundlag. For så vidt angår lovgivning, samt vejledninger indenfor det revisi-

[10] Andersen, I. (2008) kapitel 8 – dataindsamlingsteknikker.

onsmæssige og regnskabsmæssige område, må det lægges til grund, at der er tale om objektivt og dermed validt kildemateriale.

Der må her også foretages en kritik af det case-materiale, som der henvises til igennem behandlingen af de forskelligartede problemstillinger. Case-studiet indeholder, som nævnt ovenfor i afsnittet om metodevalg, uddrag af selskabets årsrapport, samt en oversigt over selskabets investeringsejendomme og andre informationer om case-virksomheden. Da det er selskabets ledelse, der lader regnskabet udfærdige, må det forventes, at dette kan indeholde subjektive betragtninger. Dog må det lægges til grund, at der er tale om en revisorpåtegnet årsrapport, hvorfor materialet vurderes at have en tilstrækkelig objektiv karakter. Det kan dermed anvendes som repræsenterende et selskab, der foretager investering i investeringsejendomme.

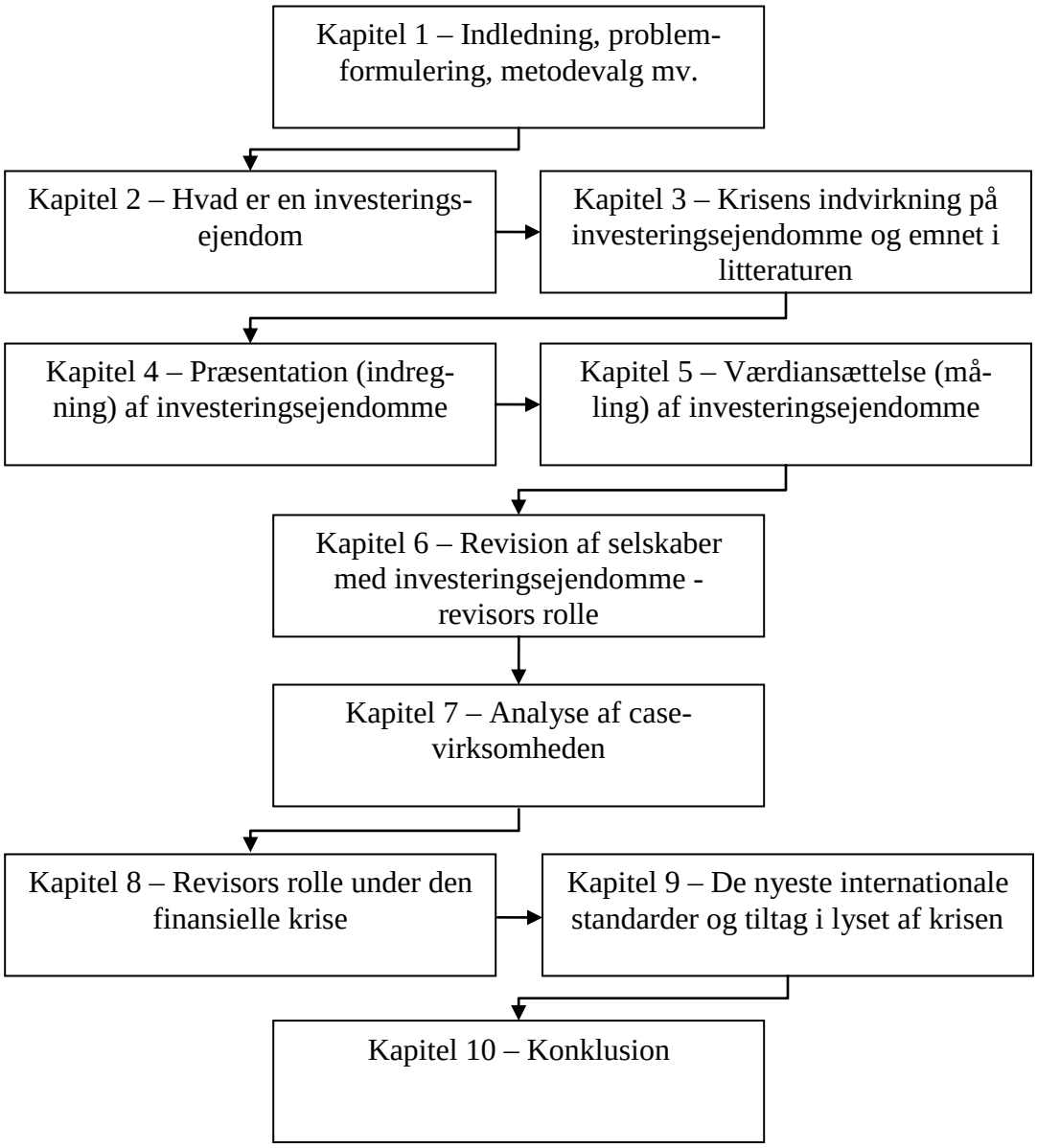
---ooOoo---

Det skal anføres, at forfatterne har valgt at gengive det ovennævnte materiale og forhold omhandlende case-virksomheden i anonymiseret form. Dette er gjort, så det ikke har været nødvendigt at gøre denne afhandling fortrolig. Forfatterne er naturligvis bekendt med de faktuelle forhold omkring selskabet og de anvendte, anonymiserede kilder. Flere af de interviewede personer har også ønsket anonymitet.

Henvisninger til de anvendte kilder vil endvidere løbende blive foretaget i form af fodnoter, samt ved angivelse af relevant kilde med forfatter og år for publikation, idet der henvises til litteraturfortegnelsen, kapitel 11. Henvisninger og litteraturfortegnelse er opstillet efter Harvard metoden, der er en anerkendt standard for brug af referencer.

1.7 Disposition for afhandlingen

I forlængelse af de ovenstående afsnit omhandlende indsamlingen og vurderingen af de anvendte data for nærværende afhandling, er det her relevant at give en præsentation af afhandlingens opbygning. Afhandlingen er struktureret som vist i den nedenstående figur[11]:



[11] Afhandlingens opbygning – egen tilvirkning.

2. Hvad er en investeringsejendom

Indledningsvis i afhandlingen, er det relevant at definere hvad en investeringsejendom er. Dette så det er muligt at adskille netop denne type af aktiver fra andre kategorier af aktiver, da det er investeringsejendomme og deres karakteristika, der er emnet for denne afhandling. Definitionen på en investeringsejendom kan afgrænses såvel positivt som negativt, hvilket beskrives i det følgende. Først er det dog centralt at få nogle regnskabsmæssige begreber belyst. En investeringsejendom er ifølge RVL 16 defineret som en investering i enten grunde, bygninger, en del af en bygning eller både grunde og bygninger, med den hensigt, at opnå et udbytte af den investerede kapital, enten i form af løbende driftsafkast og/eller kapitalgevinst ved videresalg[12].

I forbindelse med definitionen af en investeringsejendom er det derfor også relevant at bringe en kort introduktion til begreberne kostpris, værdiregulering og afkast, forinden disse begreber behandles indgående i de efterfølgende kapitler, da de er essentielle for forståelsen af hvad der karakteriserer en investeringsejendom.

Kostprisen for en investeringsejendom er hvad ejendommen er købt eller opført for, uanset om den er anskaffet fra en ekstern part eller om den er helt eller delvist opført på egen hånd. Dagsværdi dækker over det beløb, som en investeringsejendom forventes at kunne omsættes til i en kontant handel mellem kvalificerede, villige, indbyrdes uafhængige parter, mens den regnskabsmæssige værdi, er den værdi, investeringsejendommen er indregnet til i årsrapporten. Når der foretages ændringer i ejendommens bogførte værdi, er der tale om værdireguleringer. Værdireguleringen er derfor et udtryk for forskellen mellem dagsværdi og kostpris[13].

Når der tales om afkast af investeringsejendomme, menes der lejeindtægter fra udlejning af ejendommene med fradrag af omkostninger forbundet med udlejning af ejendommene og/eller kapitalgevinst ved videresalg. I modsætning til eksempelvis domicilejendomme, genererer investeringsejendomme således pengestrømme, der stort set er uafhængige af virksomhedens øvrige aktiver[14].

[12] RVL 16, afsnit 6 og 11, definitionen på investeringsejendom.
[13] RVL 16, afsnit 7 – 10, værdireguleringer.
[14] RVL 16, afsnit 11, investeringsejendommens afkast og pengestrømme.

Positiv afgrænsning af en investeringsejendom

Investeringsejendomme kan være ejendomme ejet med det formål at få en langsigtet kapitalgevinst og ikke salg på kort sigt, som en del af den primære drift. En ejendom hvor den forestående brug endnu ikke kendes, kan også være en investeringsejendom. Når det ikke vides om ejendommen skal anvendes som domicilejendom eller handelsejendom, anses ejendommen for at være en investeringsejendom. Ejendomme, som er leaset på finansielle leasingvilkår, og videreudlejes på operationelle leasingvilkår, og ejendomme, der er tomme, men ejet med henblik på udlejning, falder også ind under kategorien investeringsejendomme[15].

Negativ afgrænsning af en investeringsejendom

Ejendomme under opførelse, uanset om ejendommene efterfølgende vil blive klassificeret som investeringsejendomme, falder udenfor kategorien investeringsejendomme. RVL 16 finder nemlig først anvendelse, når ejendommen er opført og færdiggjort. Ejendomme under opførelse for tredjemand er også ejendomme under opførelse og ikke en investeringsejendom. Ejendomme, der i væsentligt omfang anvendes i virksomheden til administration, produktion eller i forbindelse med handel med varer eller tjenesteydelser m.v. (domicilejendomme) er heller ikke investeringsejendomme.

Dog må der her ses på, hvem der anvender ejendommen til dette formål. Da eksempelvis et ejendomsinvesteringsselskab udlejer en ejendom til netop det formål, at ejendommen skal indgå hos lejer som en ejendom der anvendes til domicilejendom, vil det ikke være lejers benyttelse der klassificerer ejendommen som investeringsejendom. Det er altså ejers anvendelse der bestemmer hvilken type ejendom der er tale om[16].

Således er begrebet investeringsejendom defineret. Det vil nu blive gennemgået hvordan situationen er for investeringsejendomme i Danmark. Dette er tænkt for at finde ud af hvor stort et omfang investeringsejendomme dækker i Danmark, og derved hvor relevant problemstillingen omkring investeringsejendomme er. Efterfølgende vil dette ses i lyset af eventuelle problemstillinger i forbindelse med investeringsejendomme, har der været nogen og hvor omfattende har de været.

[15] RVL 16, afsnit 12, positiv afgrænsning af investeringsejendom.

2.1 Investeringsejendomme i Danmark

I Danmark er der ikke tradition for selv at eje den ejendom, hvorfra virksomheden drives. Dette kan skyldes ønsket om fleksibilitet i virksomheden og det at koncentrere sine aktiviteter til kerneforretningen. Derfor er investering i fast ejendom og udlejning heraf en virksomhedsaktivitet af stor betydning for samfundet. Der findes mange selskaber, der har til formål at foretage investering i investeringsejendomme. Mange af disse selskaber er direkte ejet af privatpersoner, mens de helt store ejendomsinvesteringsselskaber enten er børsnoterede selskaber eller er selskaber ejet af pengeinstitutter og pensionskasser. Det anslås forsigtigt af iagttagere, at alene pengeinstitutter og pensionskasser hver især er indehavere af investeringsejendomme for mere end 30-35 mia. kr. Dertil kommer de private investorer i disse aktiver[17].

Der er på nuværende tidspunkt, medio november 2009, registreret ca. 222.000 anparts- og aktieselskaber i Det Centrale Virksomhedsregisters (CVR) register over erhvervsdrivende virksomheder. Ud af disse er det tæt ved 11.000, der er registreret i branchen "udlejning af erhvervsejendomme", svarende til 5 % af alle anparts- og aktieselskaber. Dette er således en af de absolut største enkeltstående brancher i Danmark, kun overgået af selskaber der agerer som holdingselskaber og investeringsselskaber med omkring 14.000 registrerede. Da en virksomheds branche er registreret ud fra den mest betydende aktivitet er det nærliggende at antage, at også disse selskaber til dels foretager investering i investeringsejendomme. Til sammenligning er der ca. 6.000 selskaber registreret indenfor IT-branchen og i alt ca. 8.000 indenfor tømrer-, el- og vvs-branchen. Det skal dog samtidig anføres, at der af det samlede antal selskaber findes ca. 75.000, hvor branchen er uoplyst[18].

Der er således tale om et meget betydeligt antal virksomheder, der foretager investeringer i investeringsejendomme. Det er enorme værdier i selskabernes årsrapporter som udgøres af investeringsejendomme, da der er tale om meget kapitalkrævende investeringer og værdiansættelsen af disse aktiver er derfor af meget stor betydning for et korrekt billede af den værdiskabelse som sker ved investering i disse aktiver.

[16] RVL 16, afsnit 13, negativ afgrænsning af investeringsejendom.
[17] Finansforbundet (2008), www.finansforbundet.dk og Danske Ejendomsmæglere (2009), www.de.dk, investeringsejendomme ejet af pengeinstitutter og pensionskasser.
[18] Det Centrale Virksomhedsregister (2009), CVR's databank, www.cvr.dk, virksomheder i forskellige brancher.

2.2 Tidligere problemer i relation til investeringsejendomme

Der har været flere finansielle eller økonomiske kriser igennem historien og den nuværende finansielle krise er altså ikke et særsyn. Kriser kommer og går og påvirker økonomien og konjunkturerne i samfundet. Senest i begyndelsen og midten af 1990'erne, hvor man efter 1980'ernes højkonjunktur så tendenser til et faldende forbrug i samfundets husstande og prisfald på ejendomme, taltes der om finansiel krise og krise på ejendomsmarkedet. Priserne på ejendomme har dog i slutningen af 1990'erne og i begyndelsen af 2000'tallet mere end rettet sig og der har i perioden 2000-2007 været ganske store prisstigninger på ejendomme, herunder investeringsejendomme. Der er således, når man ser på ejendomsmarkedet over en længere periode, stigende og faldende priser, men selv indenfor en ganske kort periode, kan der identificeres en vis volatilitet. Her stiger og falder prisniveauet hurtigt og er både i trit og ude af trit med den generelle konjunktur, selvom ejendomsinvestering traditionelt er anset som værende en sikker, langsigtet investeringsform[19].

Det har ikke været muligt at konstatere tidligere problemstillinger indenfor dette område, når man specifikt ser på rapportering og vurdering af værdiansættelsen af investeringsejendomme, selvom priserne har været både stigende og faldende, selv indenfor korte perioder. Det er dog først når en krise opstår, at der kommer fokus på konsekvenserne og man får øjnene op for eventuelle uhensigtsmæssigheder. At der ikke kan identificeres tidligere problemer, må tilskrives overgangen til ny regnskabspraksis i forbindelse med vedtagelsen af ÅRL af 2001 og det forhold, at der for tiden er tale om den første finansielle krise under den nye regnskabslovgivning. Den lovmæssige begrebsramme som gik forud for ÅRL af 2001, var den tidligere Årsregnskabslov af 1981. Der er grundlæggende forskel på de to regnskabsmæssige begrebsrammer.

Hvor Årsregnskabsloven af 1981 i høj grad var transaktionsbaseret og fokuserede på resultatopgørelsen som den væsentligste kilde til præsentation af virksomhedens økonomiske resultater, er resultatopgørelsen efter den nye lov sekundær. ÅRL af 2001 har fokus på balancen, idet den nye lovgivning har en mere værdibaseret tilgang til præsentationen[20]. Med indførelsen af ÅRL af 2001 indførtes begrebet dagsværdi i dansk regnskabspraksis. Dette dagsværdibegreb inddrager i højere grad end tidligere, en løbende indregning af værdistigningerne af de investeringer, som virksomheden foretager. Dette gælder

[19] Sadolin&Aalbæk (2008), Newsletter oktober 2008, www.sadolin-albaek.dk, sidste finansielle krise og tidligere kriser.

i høj grad for ejendomsinvesteringsvirksomheder, hvis værdiskabelse sker gennem udlejning af investeringsejendomme, men i højere grad gennem værdistigninger på de erhvervede investeringsejendomme.

Hvor investeringsejendomme førhen blev indregnet til kostpris med fradrag af afskrivninger og dermed i et stigende marked blev værdiansat efter et forsigtigt princip, vil nutidens indregning give udslag i opskrivninger, når markedet er gunstigt for de pågældende aktiver, som indregnes til dagsværdi. Omvendt er det interessant at belyse hvad konsekvenserne er for værdierne, når markedet er usikkert.

2.3 Regnskabsklasser, samt børsnoteret kontra ikke børsnoteret

Som anført i afsnit 2.1, findes der mange selskaber i Danmark, hvis aktivitet er investering i investeringsejendomme. Langt størstedelen af selskaberne er mindre selskaber, men nogle få er ganske store selskaber med denne type af ejendomsinvesteringer. Disse er de børsnoterede ejendomsselskaber.

De børsnoterede selskaber skal overholde de strengeste regnskabskrav, idet de er omfattet af regnskabsklasse D i henhold til ÅRL. Oplysningerne om selskabets aktiviteter, herunder investeringerne i ejendomme, er derfor meget omfattende. Der er ikke de samme krav til mindre selskaber, der på grund af deres størrelse ikke er omfattet af de højere regnskabsklasser, C eller D. Dette betyder dog ikke, at der ikke er tale om ganske store virksomheder med betydelige værdier.

Det er derfor interessant at bemærke, at selv meget store selskaber, der foretager investering i investeringsejendomme alene er omfattet af regnskabsklasse B. Dette skyldes at kravene til at blive omfattet af højere regnskabsklasser i henhold til bestemmelserne i ÅRL, som bekendt vedrører størrelsen af omsætning og balancesum, samt antallet af ansatte[21].

Da drift af investeringsejendomme ikke kræver et stort antal ansatte og det faktum, at forrentningen af en investeringsejendom sammenlignet med andre aktiver er beskeden og derfor genererer en forholdsvis lille bruttoomsætning, kræver det faktisk en ganske betydelig balancesum for sådanne selskaber at være omfattet af eksempelvis klasse C.

[20] Elling, J.O. (2007), side 69ff, forskellen på ÅRL af 1981 og ÅRL af 2001.

Som eksempel kan nævnes case-virksomheden, der vil blive indgående analyseret i kapitel 7. Denne er med en balancesum på hen ved kr. 470 mio., kun 4 ansatte og en omsætning på omkring kr. 25 mio. alene omfattet af klasse B. En virksomhed med samme forrentning ville faktisk skulle have en portefølje af investeringsejendomme for hen ved kr. 750 mio. for at opnå en omsætning, der medfører krav om indregning efter regnskabsklasse C. Dette har betydning for de regnskabskrav, som selskabet er underlagt i henhold til ÅRL og dermed for de oplysningskrav, der er til selskabets årsrapport.

Disse oplysningskrav har nøje sammenhæng med de informationsbehov som årsrapportens interessenter har. Der vil blive set nærmere på interessenterne i et investeringsselskab i afsnit 3.2. Her er det dog væsentligt, at anføre, at selskabets årsrapport har til formål at bibringe interessenterne den nødvendige information om selskabet. Denne information er forskellig, afhængig af selskabets størrelse og af de regnskabskrav, som stilles til selskabet. Fælles for alle selskaber, er dog, at den finansielle information som bringes i selskabets årsrapport skal være tilstrækkelig til at interessenterne kan vurdere deres risiko og deres fortsatte samarbejde med selskabet.

Dette kræver, at selskabets årsrapport giver et retvisende billede af selskabet. Det retvisende billede er generalklausulen i ÅRL og er defineret i lovens § 11, som anfører at årsrapporten skal give et retvisende billede af virksomhedens aktiver, passiver, finansielle stilling, samt resultatet. Dette gælder derfor for årsrapporter for alle typer af virksomheder og for virksomheder i alle regnskabsklasser. Informationerne der kan inddrages i årsrapporten, bør derfor medtages, såfremt det øger regnskabsbrugerens nytte af årsrapporten. Der bør derfor medtages flere informationer, jo større og mere kompleks, virksomheden er og det samme, jo større betydning for samfundet, virksomheden har.

Derfor er der i ÅRL indført et differentieret regnskabskrav. De største børsnoterede selskaber, har en bredere kreds af interessenter med mere forskelligartede informationsbehov. De har også en stor samfundsmæssig betydning og interesse. Derfor er der behov for mere detaljerede regnskabskrav i forhold til mindre virksomheder.

[21] ÅRL § 7, regnskabsklasser i henhold til byggeklodsmodellen i ÅRL.

Selvom selskaber der foretager investering i ejendomme, for størstedelen er mindre selskaber, er der mange af disse selskaber, og derfor er de af stor samfundsmæssig betydning, ligesom de børsnoterede selskaber, da der er tale om store værdier i disse ejendomsselskaber. Dette betyder også, at ejendomsselskabers interessenter skal bibringes de nødvendige informationer til vurdering af disse selskaber.

2.4 Delkonklusion, investeringsejendom

Investeringsejendomme kan afgrænses fra andre typer af ejendomme såvel positivt som negativt. Den positive afgrænsning er, at investeringsejendomme er den type af ejendomme, som erhverves eller opføres for egen regning med henblik på udlejning og opnåelse af et driftsafkast og en kapitalgevinst ved et fremtidigt salg af ejendommen. Den negative afgrænsning er, når der er tale om en ejendom som virksomheden selv benytter.

Der er mange virksomheder der foretager disse investeringer og der er derfor tale om betydelige værdier, som er investeret i ejendomme, fordi investering i ejendomme er meget kapitalkrævende. Investering i ejendomme er traditionelt anset som sikker, selvom der både nu og i tidligere perioder kan konstateres endog store udsving i prisniveauet.

Der er ikke tidligere konstateret problemstillinger i relation til værdiansættelsen af investeringsejendomme, på trods af at kriser ikke er nogen sjældenhed, men det er da også kun siden ÅRL af 2001, at indregning sker til dagsværdi og at vi nu ser den første finansielle krise efter vedtagelsen af denne nu aktuelle begrebsramme.

Selskaber der foretager investering i investeringsejendomme er underlagt regnskabspligt. Det er sjældent, at de mange selskaber med denne aktivitet skal aflægge årsrapport efter de højere regnskabsklasser, da kun få af dem er børsnoterede og de på grund af aktivitetens karakter, oftest er omfattet af regnskabsklasse B. Dette har betydning for de informationer, som skal medtages i årsrapporten, for at den kan siges at overholde lovens krav til det retvisende billede. Da denne type selskaber er af stor samfundsmæssig betydning, er det vigtigt, at disse selskabers interessenter bibringes den nødvendige finansielle information til vurdering af deres risiko forbundet med engagement med disse virksomheder.

3. Krisen, ejendomsmarkedet, stakeholderne og litteraturen om emnet

Den nuværende finansielle krise sætter sine spor i samfundet. Økonomien er i opbremsning, flere er tilbageholdende med at bruge penge og prisniveauet er faldende. Det må antages, at den finansielle krise også sætter sine spor på ejendomsmarkedet. Investering i ejendomme kræver en betydelig grad af fremmedfinansiering og en finansiel krise med mangel på likviditet og finansieringsmuligheder vil derfor også med al sandsynlighed sætte aftryk på markedet for investeringsejendomme.

Dette vil blive undersøgt nærmere i dette kapitel. Desuden vil der også blive foretaget en vurdering af hvem det faktisk er, som løber en risiko i forbindelse med selskabers investering i ejendomme. Endelig, som en afrunding til kapitlet, vil udviklingen på ejendomsmarkedet og de afledte effekter på investeringsejendommes præsentation og værdiansættelse blive diskuteret i forbindelse med en gennemgang af den nyeste litteratur på området.

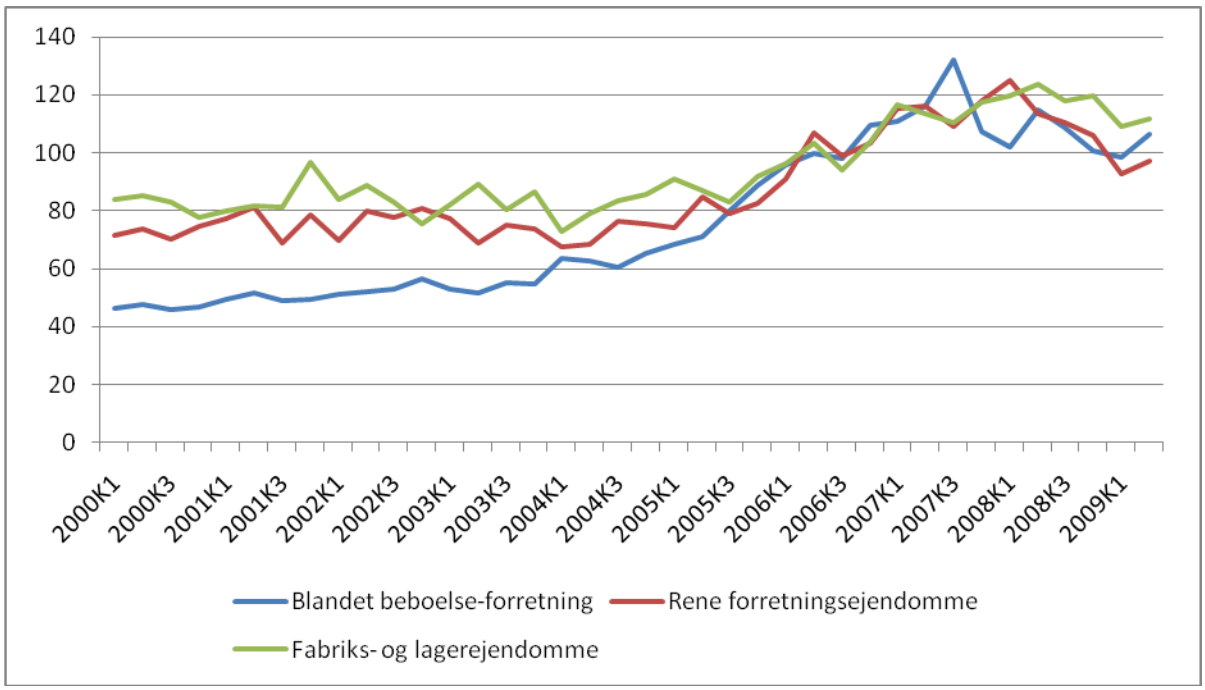
3.1 Krisens indvirkning på værdien af ejendomme

Den nuværende finansielle krise har også påvirket ejendomsmarkedet. Både i form af faldende priser, men også i form af et stigende antal tvangsauktioner og konkurser indenfor ejendomsselskaberne. Mange selskaber med investeringsejendomme er det seneste år gået konkurs eller i betalingsstandsning, nogle af dem er endda meget store ejendomsselskaber, med investeringsejendomme for milliarder af kroner i porteføljen.

I begyndelsen af 2000'tallet var der stor tiltro til ejendomsmarkedet og selv låntagere, som ikke var kreditværdige efter almindelige kriterier, fik tilbudt lån mod sikkerhed i fast ejendom, da långivere havde en tiltro til, at prisniveauet var i stadig stigning og at der derfor var god sikkerhed i ejendommen, såfremt låntager ikke kunne betale. Denne form for långivning var især udbredt i USA, hvor det dog primært var privatpersoner som lånte større summer, end de havde mulighed for at betale tilbage, endsige betale renter af. Disse lån blev videresolgt til fonde og investeringsbanker og da det blev konstateret at låntagerne ikke kunne betale tilbage, var den såkaldte "sub-prime-krise" en realitet, med store tab også for europæiske, herunder danske banker til følge[22].

[22] Finansrådet (2009), www.finansraadet.dk, tiltro til markedet og subprime krise.

Dette har betydet en betydelig mindre risikovilje fra långivernes side, samt opsigelse af engagementer, især indenfor ejendomssektoren, idet investeringer og spekulationer indenfor netop denne branche, af mange vurderes at være en af årsagerne til krisen.

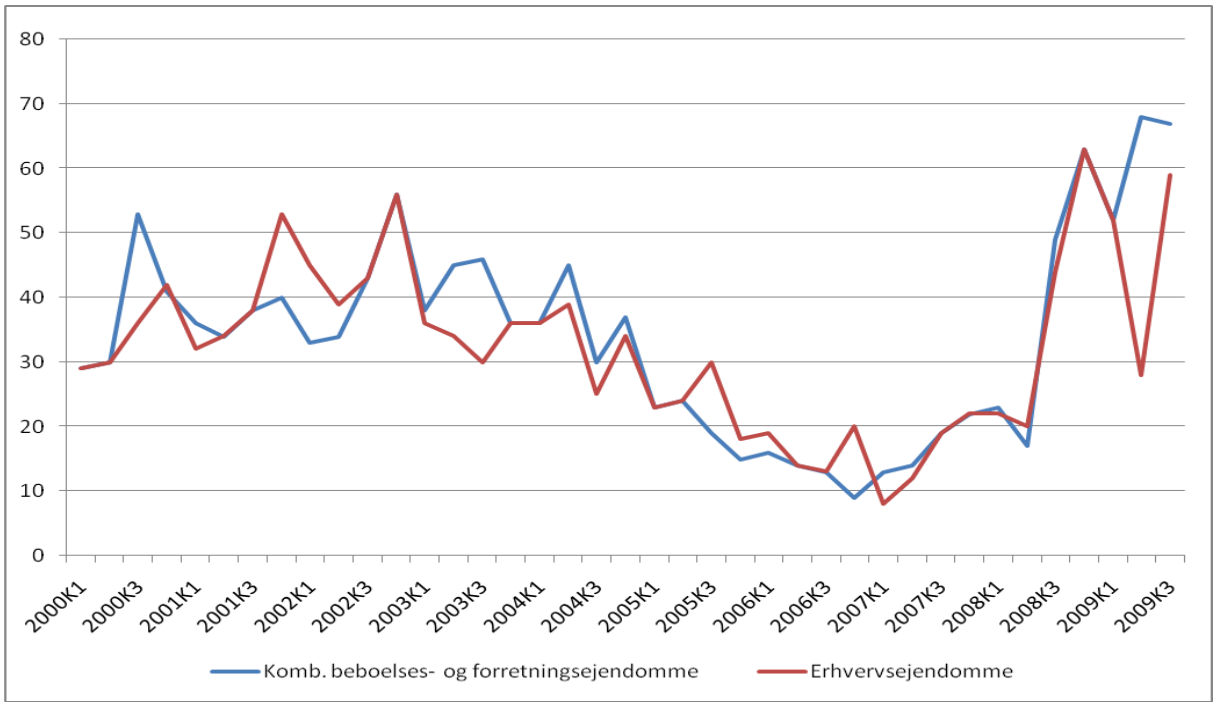


Figur 3.1 (Prisindeks for ejendomssalg (2006=100) efter ejendomskategori og tid)[23]

Ovenstående graf viser prisindekset for ejendomssalg på kombinerede beboelses- og forretningsejendomme, rene forretningsejendomme samt fabriks- og lagerejendomme i årene 2000 til 2. kvartal 2009. Det fremgår af grafen, at der i perioden 2005 – 2007 har været en markant stigning i priserne som ejendommene er blevet handlet til. Dette har forbindelse med en øget interesse for investeringsejendomme og den tidligere nævnte risikovillighed fra pengeinstitutternes side, da man på daværende tidspunkt mente, at priserne ville stige yderligere. Derved var det yderst attraktivt at købe investeringsejendomme, især som kortsigtet investering. Situationen vender når vi rammer 2007/08 og priserne begynder at falde i takt med at den finansielle krise eskalerer. Dette underbygges også af det faktum, at samtlige deltagere i den udførte interviewundersøgelse, er af den opfattelse, at priserne er faldet som følge af den finansielle krise. Det vurderes, at prisniveauet for investeringsejendomme er faldet med 10-15 %[24].

[23] Prisindeks for ejendomssalg – Egen tilvirkning efter data fra Danmarks Statistik, www.statistikbanken.dk
[24] Sadolin&Albæk (2009), www.sadolin-albaek.dk og Børsen (2009) www.borsen.dk, prisfald under den finansielle krise.

I forbindelse med en krise og i særdeleshed i slutningen af en sådan, er der en del kapitalstærke investorer, der står klar med tilbud om overtagelse, da de herved kan drage nytte af krisen. Alligevel er der kun et få frivillige salg, hvor ejeren benytter sig af tilbuddet fra disse investorer, i stedet for at ende på tvangsauktion. En tvangsauktion ender oftest med en pris for ejendommen, der er 30-40 % under tilbuddet fra investoren[25]. Det er i den forbindelse interessant, at det i flere tilfælde er den samme investor som gav tilbud i første omgang, også er den som køber ejendommen på tvangsauktion. Dette betyder derfor meget ofte, at der er kreditorer, som ikke får dækket deres tilgodehavender ved et tvangssalg af ejendommen.



Figur 3.2 (Bekendtgjorte tvangsauktioner efter type og tid)[26]

Ovenstående graf viser antallet af tvangsauktioner på erhvervsejendomme og kombinerede beboelses- og forretningsejendomme i årene 2000 til september 2009. Det er tydeligt at se, at investeringsejendomme har været påvirket af den øgede risikovillighed fra långivers side i årene 2003 til starten af 2007. I denne periode var det langt mere tilgængeligt at få finansiering fra bankerne og dette ses i grafen, ved faldet af tvangsauktioner i denne periode. På nuværende tidspunkt og grundet den finansielle

[25] Sadolin&Albæk (2009), www.sadolin-albaek.dk, Newsletter juni 2009, prisfastsættelse ved tvangsauktion.

krise, er bankerne ikke længere risikovillige. Bankerne har lukket kassen i og de opsiger risikofyldte engagementer indenfor ejendomssektoren, alt dette for at mindske deres eksponering på ejendomsmarkedet og derved sprede sig over flere brancher. Af grafen ses det, at ejendomsmarkedet er betydeligt påvirket af bankernes manglende risikovillighed, da antallet af tvangsauktioner er steget kraftigt siden midten af 2008, grundet bankernes opsigelse af engagementerne [27].

I et af interviewene med en erhvervskonsulent i et pengeinstitut, Sehested, der bruger informationerne i årsrapporten, ledte til en diskussion af, om de vurderinger som foretages i øjeblikket, reelt er valide vurdering af ejendommene. På nuværende tidspunkt er en vurdering af en investeringsejendom en langsigtet vurdering og en vurdering der er bygget på fortsat drift. En ejendomsmægler tager ikke højde for om virksomheden har going concern[28] problemer, når denne vurderer ejendommen. I henhold til ovenstående graf har der været en markant stigning i tvangsauktioner i 2008 og 2009, som følge af den finansielle krise. Realisationsprisen på en ejendom vil være markant lavere end den bogførte værdi, hvis virksomheden går på tvangsauktion, derved vil den bogførte værdi ikke afspejle den reelle værdi.

De mange tvangsauktioner og forcerede handler[29] giver et stort udbud af investeringsejendomme. Dette til priser som umiddelbart ligger under dagsværdien som villige sælgere kræver for deres ejendomme. Dette større udbud påvirker de objektivt konstaterbare dagsværdier negativt. Det er meget få handler der gennemføres i et illikvidt og inaktivt marked til værdier, som kan siges at afspejle dagsværdien i forhold til de stadigt stigende antal handler under en finansiel krise.

Dog vil mange tvangssalg presse priserne nedad og med faldende dagsværdier vil flere og flere af disse investeringsselskaber opleve tab, hvilket påvirker værdiskabelsen for ejerne og sikkerheden for disse selskabers kreditorer.

[26] Bekendtgjorte tvangsauktioner – Egen tilvirkning efter data fra Danmarks Statistik, www.statistikbanken.dk
[27] Sadolin&Albæk (2008), www.sadolin-albaek.dk, Newsletter oktober 2008, opsigelse af engagementer.
[28] Going concern er betegnelsen for forventningen om at virksomheden er i stand til at fortsætte sin drift.
[29] Forcerede handler er et udtryk for hurtige handler som eventuelt gennemtvinges af kreditorer.

3.2 Stakeholders

Der er ingen tvivl om, at den aktuelle finansielle krise har haft stor betydning for investeringsejendomme. Ikke kun værdierne er blevet påvirket, men også driften og rentabiliteten. I mange tilfælde er det set, at investeringsejendomme er blevet handlet til værdier, der ikke stod mål med afkastet for ejendommen, hvorfor sådanne handler er sket med udgangspunkt i købers forventninger om fremtidige værdistigninger.

Når et selskab ikke kan overholde sine forpligtelser, vil en del af virksomhedens interessenter blive ramt. En virksomheds primære interessenter er blandt andet defineret af Elling (2007), der betegner interessenterne som stakeholders[30] i virksomheden. Disse interessenter er de grupper, som har en berettiget interesse i virksomheden. I nyere økonomisk teori, er virksomheden en enhed, som ved indehavernes intentioner, søger at optimere gevinsten ved driften. For at opfylde dette formål kræves samarbejde med en række interessegrupper, stakeholders. Dette samarbejde betegnes som en koalition[31].

Mængden af stakeholders for en organisation, som i nærværende tilfælde er en virksomhed, afhænger af virksomhedens kompleksitet. Et selskab, som foretager investering i investeringsejendomme har ikke en kompleks omverden. Der vil derfor typisk kun være ganske få væsentlige stakeholders.

Der er flere forhold der kan være medhjælpende til at identificere virksomhedens vigtigste stakeholders. Dette drejer sig blandt andet om hvorvidt denne gruppe af stakeholders kan påvirke virksomheden positivt eller negativt, om virksomheden har en kontrakt med den pågældende stakeholder, der betyder større eller mindre forpligtelse, samt hvorvidt virksomheden er påkrævet at handle i forhold til gruppen.

3.2.1 Virksomhedens stakeholders - koalitionsmodellen

Nedenfor er de væsentligste stakeholders, der kan identificeres for et selskab, der foretager investering i investeringsejendomme beskrevet i en såkaldt koalitionsmodel, der er medtaget som bilag 2. Modellen viser forbindelsen mellem en række stakeholders og virksomheden. Fælles for alle, undtagen kunder-

[30] Stakeholders er interessenter, som kan påvirke, eller blive påvirket af virksomheden og som løber en risiko ved kontakt med virksomheden.
[31] Elling, J.O. (2007), side 23ff, virksomhedens interessegrupper – stakeholders.

ne/lejerne, er det forhold, at de stiller ressourcer til rådighed for virksomheden, mod at modtage en del af virksomhedens værditilvækst som modydelse[32].

3.2.2 Interessenternes informationsbehov

Virksomhedernes interessenter har forskellige informationsbehov til brug for deres beslutninger. Informationerne har til formål at hjælpe stakeholderne med tre primære beslutningsopgaver, der fremgår af ÅRL. Disse er prognoseopgaven, kontrolopgaven og fordelingsopgaven[33]. Prognoseopgaven og kontrolopgaven er meget væsentlige for virksomhedens eksterne interessenter, mens fordelingsopgaven alene vedrører de beslutninger, som træffes internt i virksomheden.

Prognoseopgaven vedrører allokering af stakeholdernes midler i forventning om fremtidig indtjening. Det er nødvendigt for disse stakeholders at kunne skønne over virksomhedens fremtidsudsigter, fordi virksomhedens fremtidige risiko, indtjening, likviditet mv. har betydning for, hvor en stakeholder ønsker at allokere sine midler.

Kontrolopgaven er bagudrettet. Denne kontrol foretages af stakeholderne for at kunne vurdere ansvarligheden af virksomhedens ledelse og foretage opfølgning på virksomhedens økonomiske præstationer og til stadighed vurdere dens soliditet.

Långivere/leverandører

Da der til investering i ejendomme som oftest kræves mere kapital end ejerne alene har mulighed for at indskyde, er långiverne i form af realkreditinstitutter, banker og andre finansieringskilder langt de væsentligste stakeholders i en virksomhed, der besidder investeringsejendomme. Långivernes informationsbehov består i at kunne vurdere om virksomheden har evnen til at betale renter og afdrag på den kapital, som er udlånt til selskabet og om dette fortsat kan ske i henhold til de indgåede aftaler. Der er altså tale om en løbende vurdering af sikkerheden for de kreditfaciliteter, der er stillet til rådighed.

En forkert vurdering af investeringsejendommene fra långivers side, eventuelt afledt af en fejlagtig opgørelse af værdien i den tilgængelige finansielle information, kan altså have den konsekvens, at der

[32] Elling, J.O. (2007), side 33ff, virksomhedens stakeholders.

ikke er tilstrækkelig sikkerhed for engagementet i selskabets værdier. Der er dermed risiko for at långiver vil tabe penge i tilfælde af, at ejendomsselskabet ikke kan overholde sine forpligtelser.

I et interview beretter Sehested, at bankverdenen savner en uddybende beskrivelse af hver enkelt ejendom, i forhold til likviditeten, areal (herunder hvor meget er udlejet), lejeindtægt, driftsomkostninger, renteudgifter, afdragsprofil mv. Dette mener Sehested vil mindske långivers samlede risiko. Det vurderes dog at være meget omfattende oplysninger, som er krævende for små og mellemstore virksomheder at udarbejde og som vil lede til for mange og uvæsentlige informationer for andre regnskabsbrugere.

Ejerne

Ejerne af virksomheden, der besidder investeringsejendomme har en interesse i at modtage information til vurdering af hvorvidt det er den rigtige virksomhed, som de har investeret deres midler i. Dette er selvfølgeligt mest relevant for børsnoterede selskaber, men også unoterede selskabers indehavere har interesse i regnskabsmæssig information om virksomhedens risiko og evne til at udbetale udbytte, samt til vurdering af ledelsens evne til at forvalte de investerede midler. Ejerne er de første til at tabe deres midler i tilfælde af selskabets konkurs, da alle andre kreditorer skal være dækket forinden[34].

Samfundet

Samfundet består af nærmiljøet, offentlige myndigheder, lokale grupper mv. Det kan have samfundets interesse at følge lokale virksomheders udvikling og da især ejendomme er meget synlige, er disses drift og udvikling af stor interesse i offentligheden. Denne interesse er både af økonomisk karakter og med hensyn til lovgivningsmæssige krav fra offentlige myndigheder. Disse kan indvirke på driften og rentabiliteten af investeringsejendomme, herunder vedligeholdelseskrav mv. For så vidt angår samfundets økonomiske interesse i virksomhederne, findes en naturlig sammenhæng med deres økonomi og samfundets.

Det påvirker naturligt et samfund, hvis virksomhederne i lokalmiljøet ikke er veldrevne eller hvis der konstateres en række konkurser. Som en del af samfundet findes også revisor, da revisor har en rolle som offentlighedens tillidsrepræsentant. Revisor kan i visse tilfælde blive gjort ansvarlig, hvis en virk-

[33] Elling, J.O. (2007), side 42, stakeholdernes beslutningsopgaver.

somhed ikke overholder lovgivningen eller medfører tab for stakeholders, hvorfor revisor selv er en stakeholder.

Kunderne/lejerne

Kunderne er lejerne i investeringsejendommene. Disse har en naturlig interesse i løbende at kunne vurdere om udlejer har midler til forsat at kunne udleje ejendommen og holde den i en god og præsentabel vedligeholdelsesstand. Desuden kan oplysninger om virksomhedens indtjening være af betydning ved forhandling om prisniveauet – især i et usikkert marked, hvor der ikke er mange alternative lejere[35].

3.2.3 Kritisk information til de væsentligste stakeholders

Overordnet kan det siges, at der findes en række af stakeholders i et selskab, som foretager investering i investeringsejendomme. Långiverne har dog langt den største risiko. Dette er naturligvis afhængigt af soliditeten i den pågældende virksomhed og ejerkonstruktionen. Grundet den kapitalkrævende aktivitet og det faktum, at der for ejendomme findes en meget høj grad af lånefinansiering, er det oftest långivere, der har de største ressourcer involveret i sådanne investeringer. Dette bekræftes af en repræsentant for et pengeinstitut, som er interviewet i forbindelse med denne afhandling[36]. Især pengeinstitutterne med den yderste finansiering af ejendomme, løber en betydelig risiko og har konstateret tab som følge af den finansielle krise, idet værdierne af deres sikkerhed for udlånet til investeringsselskaber er faldet betydeligt.

Derfor er en korrekt værdiansættelse af ejendommene i de informationer, der tilflyder denne gruppe, helt essentiel for at stakeholders informationsbehov kan opfyldes og for at denne dermed kan foretage en korrekt vurdering af risikoen ved engagementet.

Da interessenterne i høj grad modtager deres informationer i form af den finansielle rapportering i selskabets årsrapport er det derfor af største vigtighed, at disse informationer giver et retvisende billede af selskabet. Kun ved opfyldelse af det retvisende billede vil regnskabsbrugerne blive støttet i deres beslutninger.

[34] Ejerne som væsentlig stakeholder, interviewundersøgelse, Petersen, L.
[35] Elling, J.O., (2007), side 38ff, stakeholdernes informationsbehov.
[36] Interviewundersøgelse, Sehested, J.

3.3 Emnet beskrevet i litteraturen

Finanskrisen og dens indvirkning på markedet for investeringsejendomme og værdiansættelsen af disse, samt hvordan revisor skal forholde sig dertil, er noget der er blevet beskrevet flere gange i dagspressen og i faglige tidsskrifter. I dette afsnit vil der kort blive beskrevet indholdet og konklusionerne i nogle af de artikler, som fagfolk har skrevet omkring investeringsejendomme, måling og nedskrivning heraf, samt deres vurdering af krisens indvirkning herpå. Samtidigt fastlægges ved vurdering af disse artikler, på hvilke områder nærværende afhandling kan underbygge disse antagelser eller adskille sig fra, hvad der allerede er skrevet om emnet.

E&S har den 3. april 2009 udgivet et notat med titlen "Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme". E&S har udgivet dette notat i kraft af at de på det seneste har haft et øget fokus på den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme.

Notatet er udarbejdet på grund af den finansielle krise, som vurderes at have medført en usikkerhed på ejendomsmarkedet, samt faldende priser. E&S har fundet nogle forhold som er i strid med lovgivningen, derfor er formålet med notatet også at gøre opmærksom på disse forhold, samt højne kvaliteten i årsrapporterne. Notatet beskriver forskellige metoder til måling af investeringsejendomme til dagsværdi. Styrelsen har konstateret problemer med værdiansættelse efter en ejendomsmæglervurdering og måling efter den afkastbaserede metode.

Ved en vurdering fra en ekstern vurderingsmand, er det konstateret, at der i vurderingen er inkluderet fremtidige investeringer – derved tager vurderingen ikke udgangspunkt i den nuværende situation, men hvad der måske vil komme til af udbygninger og modernisering af ejendommen. Styrelsen bruger derved IAS 40, afsnit 51 som fortolkningsbidrag til ÅRL § 38, som siger at " Investeringsejendommes dagsværdi afspejler hverken fremtidige anlægsinvesteringer, som vil forbedre ejendommen, eller de tilknyttede fremtidige fordele af disse fremtidige investeringer."

Ved den afkastbaserede model opgør man dagsværdien ud fra ejendommens forventede driftsafkast og forrentningskrav. Forrentningskravet er afgørende for ejendommens værdi og derfor er en korrekt fastsættelse af denne yderst kritisk. Det er vigtigt, at man tager hensyn til, om huslejen kan reguleres ek-

sempelvis grundet inflationen. Styrelsen har konstateret, at en række virksomheder anvender et for lavt forrentningskrav og derved opnået en for høj værdi på deres ejendomme baseret på et forkert grundlag. E&S understreger, at det er yderst vigtigt at anvende et realistisk forrentningskrav. Forrentningskravet skal være af en værdi, som en villig og uafhængig part vil kræve ved køb af ejendommen. Det er i øvrigt en definition som fremgår af RVL 16 og som beskrives i afsnit 5.3.2. Der gives i notatet oplysninger om afkastkrav for forskellige ejendomstyper og beliggenheder, som E&S vurderer, er korrekte.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsens notat oplyser ligeledes om de skærpede krav, der er til oplysninger om indregning og måling af investeringsejendomme i henhold til ÅRL § 53, stk. 2, nr. 1, litra b, jævnfør hvilken det skal oplyses i årsrapporten, hvilke forudsætninger der danner grundlag for beregningsmetoden af dagsværdien, samt hvilken metode der anvendes. Når dagsværdien opgøres efter ÅRL § 38, skal det præciseres, at grundlaget for op- og nedreguleringer skal beskrives i årsrapporten, især da disse opgørelser er opgjort af virksomhederne selv og ikke er objektive konstaterbare markedsværdier.

Derved er det konklusionen, at E&S vil have mere fokus på værdiansættelsen af ejendommen og især metoderne til brugen herfor. Det er yderst vigtigt, at det er realistiske forudsætninger, der anvendes ved opgørelse af dagsværdien på ejendommene, både når der er tale om en ekstern vurdering fra en ejendomsmægler eller ved anvendelsen af den afkastbaserede model. Begge metoder bør underkastes en kritisk vurdering, som vil blive foretaget i nærværende afhandling.

En anden artikel med titlen ”Måling af ejendomme”, forfattet af Sudan (2009), er en opfølger til notatet fra E&S og en vurdering af dette. Artiklen supplerer med en gennemgang af vurderingselementer til fastsættelse af et afkastkrav, herunder samfundsmæssige, konjunkturmæssige og ejendomsspecifikke forhold.

Ved ejendomsmæglervurdering indeholder denne de fremtidige investeringer, som for det meste resulterer i en højere vurdering af ejendommen. Ligeledes beskriver artiklen den afkastbaserede metode, og når frem til, at fastsættelsen af afkastkravet er essentielt for anvendelse af denne metode.

Artiklen berører ligeledes det oplysningskrav der er kommet med den seneste ændring til ÅRL i 2008[37]. Ligesom det er beskrevet i Erhvervs- og Selskabsstyrelsens notat, understreger artiklen, at det i årsrapporten skal oplyses hvilke forudsætninger, der ligger til grund for beregningsmetoden ved måling til dagsværdi efter ÅRL § 38. Generelt skal der altid i årsrapporten oplyses omkring forhold, der er relevante for regnskabsbruger. For regnskabsklasse C, skal der altid oplyses omkring usikkerhed ved indregning og måling i ledelsesberetningen.

Det konkluderes i artiklen, at Erhvervs- og Selskabsstyrelsens notat viser et øget fokus på følgerne af finanskrisen. Krisen har derfor stor indvirkning på regnskabsaflæggelsen, hvilket er et forhold, som revisor skal være ekstra opmærksom på, således at kvaliteten af de aflagte årsrapporter højnes. Dette leder til en vurdering af, efter hvilke retningslinjer regnskaberne aflægges og om disse retningslinjer kan medvirke til at fremme kvaliteten af årsrapporterne og om revisor er opmærksom herpå. Dette vil blive undersøgt i denne afhandling.

En af følgerne af finanskrisen er en forringet mulighed for at opnå finansiering af investeringsejendomme. Dette har betydet et fald i antallet af handler af ejendomme. Artiklen "Værdiansættelse af ejendomme i et illikvidt marked" af Hallqvist og Jørgensen (2009), behandler dette emne.

Artiklen beskriver anvendelsen af Mark-to-Model[38] modellen til værdiansættelse af ejendomme der handles i et ikke effektivt og illikvidt marked. Når man fastsætter dagsværdien enten efter afkastmodellen eller DCF-modellen, som begge analyseres og vurderes i denne afhandling, skal man nu være opmærksom på, at de forudsætninger der anvendes i modellerne og resultaterne heraf, er sværere at sammenligne, nu med de få antal ejendomshandler der sker i markedet.

Det er derfor vigtigt, at afkastkravet tager udgangspunkt i den nuværende situation og tager højde for alle faktorer, der kan påvirke afkastet eller cashflowet. Anvendes der en ejendomsmæglervurdering til fastsættelse af dagsværdien, skal denne vurdering være foretaget så tæt på skæringsdagen for regnskabsafslutningen som muligt, da der i det nuværende marked er så store udsving, hvilket også vil blive synliggjort i et efterfølgende afsnit i nærværende afhandling, afsnit 5.2.1.

[37] Seneste ændring til ÅRL ved lov nr. 516 af 17. juni 2008.

Da der er stor forskel på typen af ejendomme, er det ligeledes vigtigt, at man anvender en mægler der har stor erfaring indenfor den pågældende type ejendom. Ligeledes er det vigtigt at ejendomsmægleren anvender den såkaldte Red Book[39] til vurdering og evaluering af ejendommen. Mange af ejendomshandlerne er forcerede handler og derfor afspejler disse handler ikke dagsværdien af ejendommene.

Det konkluderes i artiklen, at virksomhederne bør anvende en afkastbaseret model, Mark-to-Model, og allerhelst netop DCF-modellen, da denne tager højde for faldende lejeindtægter eller tomme lejemål over en længere periode, samt andre variabler. Anvender man en ejendomsmæglervurdering skal denne have erfaring med netop denne type ejendomme, samt anvende anbefalingerne i Red Book.

Afkastkravet er en meget betydende faktor i vurderingen af værdiansættelsen af investeringsejendomme. Da disse måles til dagsværdi i henhold til ÅRL vil ændringer i afkastkravet som følge af den finansielle krise have stor betydning for værdiansættelsen. Artiklerne "Nedskrivningstest i en krisetid" af Sørensen (2009), samt "Gennemførsel af nedskrivningstest: konsekvenser af finanskrisen" af Christensen mfl. (2008) behandler begge dette område.

Der er kommet ekstra fokus på nedskrivningstest som følge af den finansielle krise. Artiklerne omhandler nedskrivningstest af immaterielle og materielle aktiver, herunder goodwill og driftsmidler, men inddrager også problemstillingerne omkring nedskrivning af investeringsejendomme, da ændringerne i markedet vil medføre, at tidligere opgjorte dagsværdier ikke længere er valide.

Et eksempel som medvirker til dette forhold, er de rentestigninger, der er indtrådt som en konsekvens af finanskrisen. Rentestigninger kan være en indikator for, at der er et behov for nedskrivninger eller en lavere dagsværdi, idet investering i ejendommen er meget kapitalkrævende og forrentningskravet vil naturligt lade sig påvirke af renteniveauet. Dette skyldes at afkastkravet har en nøje sammenhæng med den risikofrie rente, som påvirkes af finanskrisen. En stigning i renteniveauet vil alt andet lige medføre et stigende afkastkrav, da der ved alle investeringer skal være et positivt afkast, for at investeringen bør foretages. Dette vil blive belyst i vurderingen af metoder til værdiansættelse af investeringsejendomme.

[38] Mark-to-Model kan for eksempel være den afkastbaserede model eller DCF-modellen (Discounted Cash Flow).

Afslutningsvis skal det anføres, at denne afhandling sigter på at gå videre end de nævnte artikler og ikke alene behandle hvordan de gældende begrebsrammer for revision og præsentation af årsrapporter giver retningslinjer på nuværende tidspunkt, men også vil forsøge at bibringe viden til vurdering af revisors rolle og hvad der sker rent internationalt, som følge af den finansielle krise. Dette gøres ud fra en vurdering af de nyeste tiltag på regnskabs- og revisionsområdet, samt ved inddragelse af fagfolks vurderinger, som tilvejebringes ved hjælp af en interviewundersøgelse.

3.4 Delkonklusion, krisens indvirkning

Det er konstateret, at den finansielle krise har medført stigninger i antallet af tvangsauktioner siden 2007. Bankerne er ikke risikovillige som tidligere og likviditeten i markedet er som følge heraf blevet begrænset betydeligt. Dette har medført udsving i prisniveauet for investeringsejendomme, med tendens til faldende priser. Især fordi mange ejendomme sælges som tvangssalg med tab til følge.

En virksomhed der foretager investering i investeringsejendomme har en række stakeholders. Disse stakeholders har en risiko forbundet med deres interesse i virksomheden. Koalitionsmodellen benyttes til at identificere virksomhedens stakeholders. De væsentligste er virksomhedens långivere, idet de kan risikere at tabe mange penge, hvis de har udlånt kapital til et selskabs investeringer. Hvis selskabet ikke kan overholde sine forpligtelser og selskabets ejendomme ikke har den forventede værdi, som følge af den finansielle krise, vil långiverne lide tab.

Samfundet er ligeledes en stakeholder. Det har samfundsmæssige konsekvenser hvis selskaber går konkurs, idet samfundets økonomi har sammenhæng med virksomhederne deri. Revisor er som offentlighedens tillidsrepræsentant og dermed en del af samfundet, selv en stakeholder, idet revisor kan blive holdt ansvarlig for visse forhold, som vedrører revisors klienter.
Der er som følge af den finansielle krise et større fokus på værdiansættelse af investeringsejendomme. Dette har givet udslag i en række artikler som berører dette emne. Disse artikler har haft fokus på hvorvidt værdiansættelsen har været for høj i forhold til et usikkert marked, samt hvilke metoder der bør anvendes, når man opgør dagsværdien af en investeringsejendom.

[39] Red Book er synonymt med Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) Valuation Standards.

Det vil i det efterfølgende blive undersøgt hvordan investeringsejendomme præsenteres i den eksterne årsrapport, samt derefter hvorledes de værdiansættes ved hjælp af forskellige fremgangsmåder. Derudover vil det blive belyst, hvordan revision fremkommer og hvordan revisor skal forholde sig til de væsentligste områder af en revision af et selskab med investeringsejendomme. Endelig vil revisors rolle blive belyst i lyset af den finansielle krise, sammen med en vurdering af de nyeste tiltag på regnskabs- og revisionsområdet.

4. Præsentation (indregning) af en investeringsejendom

Med vedtagelsen af Årsregnskabsloven af 2001, stilles der yderligere krav til præsentationen af virksomhedens aktiver i den eksterne årsrapport. Dette gør sig i høj grad gældende for investeringsejendomme. De nye krav i lovgivningen havde til formål, at gøre oplysningerne om virksomhedens aktiver mere gennemskuelige for regnskabslæser. Man taler her om hvorledes et aktiv, eksempelvis en investeringsejendom, indregnes og måles. Spørgsmålet er her hvilket af de to begreber, der skal behandles først, indregningen eller målingen. ÅRL lægger i flere paragraffer op til at indregningen sker først, dernæst målingen. Rækkefølgen har været diskuteret blandt forfatterne, forinden det er besluttet at lægge sig opad rækkefølgen i ÅRL, også fordi indregningen har væsentlig sammenhæng med klassifikationen og opstillingen må være på plads forinden målingen diskuteres, selvom indregning og måling i mange tilfælde griber ind i hinanden. Indregning er dog godt defineret i ÅRL og vejledninger, mens målingen meget ofte vil blive baseret på et skøn og derfor må vurderes indgående i et særskilt kapitel.

Et selskab skal registreres hos E&S, når der er tale om en juridisk enhed, derved skal der også ske en udarbejdelse af et eksternt årsregnskab. Dette betyder, at selskaber der foretager investering i investeringsejendomme skal overholde ÅRLs krav om regnskabsaflæggelse med tilhørende vejledninger, der anses som god regnskabsskik og dermed de retningslinjer der findes omkring præsentationen af investeringsejendomme i den eksterne årsrapport.

Præsentation i den eksterne årsrapport, er ligeledes af betydning for interessenternes opfattelse af selskabet og dets ejendommes værdi. Virksomheden, og vel nok også virksomhedens ledelse, der forestår, at der sker en regnskabsaflæggelse, kan have en interesse i, at der sker en korrekt regnskabsmæssig behandling af investeringsejendommen. Det samme gælder i højeste grad virksomhedens stakeholders, der løber en risiko i forbindelse med deres kontakt til selskabet. Disse har derfor stor interesse i regnskabets retvisende billede og at den finansielle information er pålidelig og præsenteret på forståelig vis. I det efterfølgende vil der derfor blive foretaget en gennemgang af de krav der er til præsentationen af en investeringsejendom i den eksterne årsrapport for selskaber med denne aktivitet.

Først skal der dog indledningsvis gives en kort introduktion til begrebsrammen i ÅRL. Årsrapportens formål er at rapportere relevant finansiel information til regnskabsbrugerne (stakeholderne), således at

de kan vurdere deres risiko og fortsatte samarbejde med selskabet. Deres informationsbehov er derfor det grundlæggende element i ÅRL og opfyldes af bestemmelserne om det retvisende billede. For at dette er muligt, skal informationerne dog opfylde nogle kvalitetskrav. Disse er defineret i ÅRL som væsentlighed, relevans og pålidelighed. Desuden er der i ÅRL indført nogle bestemmelser som sikrer sammenlignelighed årsrapporter imellem. Det er bestemmelserne der vedrører definitioner af årsrapportens poster, samt hvornår og hvordan disse indregnes og måles. Endelig er der i begrebsrammen et krav til hvordan de finansielle informationer præsenteres for læser i form af selve årsrapportens opbygning[40].

4.1 Regnskabsmæssig behandling af en investeringsejendom

I det følgende vil det blive belyst hvorledes en investeringsejendom præsenteres i årsrapporten. Der bruges her begreberne indregning og måling, der dækker over hvorledes ejendommen præsenteres i årsrapporten, samt hvordan ejendommen værdiansættes. Sidstnævnte vil blive belyst i næste kapitel, da det her først skal klarlægges på hvilken måde en ejendom præsenteres i det eksterne regnskab.

Når der tales om fordele ved at være ejer af en investeringsejendom, inkluderer dette ret til at modtage lejeindtægter fra lejere. Overgangen af fordele og risici for erhvervede investeringsejendomme finder almindeligvis sted på overtagelsesdagen[41]. Indregningen af en investeringsejendom skal indføres som et aktiv i årsrapporten når fordele og risici overgår til virksomheden[42]. Klassifikationen skal ske i henhold til de bilag, som findes til ÅRL, altså som et materielt anlægsaktiv.

4.1.1 Første indregning

En ejendom der er købt af tredjemand, skal første indregning i årsrapporten ske til kostpris, hvilket derfor er den værdi, som den skal præsenteres til i balancen. Hvis ejendommen derimod er opført for egen regning skal første indregning ske til dagsværdi[43]. I kostprisen for en investeringsejendom købt af tredjemand indgår omkostninger, som kan henføres til erhvervelsen, samt omkostninger til forbedringer af ejendommen. Hvis der er tale om en ejendom opført for egen regning er kostpris lig med dagsværdi på

[40] Elling, J.O. (2007), side 159ff, årsregnskabslovens begrebsramme.
[41] RVL 16, afsnit 19, overgang af ejendomsretten.
[42] ÅRL § 33 og RVL 16, afsnit 18, overgang af fordele og risici.
[43] RVL 16, afsnit 21 og ÅRL § 40, første indregning.

overførselsdagen, med tillæg af eventuelle forbedringer[44]. Omkostninger (for eksempel stempelomkostninger) i forbindelse med optagelse af lån til finansiering af købet af investeringsejendommen, kan ikke indregnes i kostprisen for ejendommen, men skal derimod medtages i gældens hovedstol[45].

4.1.2 Efterfølgende indregning

En investeringsejendom kan efter første indregning måles til dagsværdi. Det er her at indregningen griber ind i målingen, fordi de indregnede beløb ændrer sig som følge af ændringer i målingen. Dagsværdireguleringen bærer præg af den værdiforringelse, der sker på en ejendom som følge af at ejendommen bliver ældre samt ved slitage. Derfor formindskes den regnskabsmæssige værdi af, ejendommen ikke med afskrivninger over ejendommens brugstid, men med løbende værdireguleringer[46]. Ud fra hvordan markedsforholdene ser ud på balancedagen, kan investeringsejendommen måles til dagsværdi i årsrapporten. Ved markedsforhold menes, at såfremt ejendommen skal sælges, skal dette ske på normale handelsvilkår. Der indgår ikke omkostninger til salg og afhændelse i dagsværdien. En handel mellem en kvalificeret villig køber og en kvalificeret villig sælger, er definitionen på dagsværdien. Ved kvalificeret menes der, at begge parter er vel informeret om ejendommens karakteristika, samt den nuværende brug af ejendommen og markedsforholdene på balancedagen[47]. Det er ledelsens ansvar at aflægge en årsrapport der giver et retvisende billede, herunder korrekt vurdering af dagsværdien på ejendommen. Det tilrådes, at ledelsen får bistand til vurderingen fra en ekstern vurderingsmand, forudsat at der i virksomheden ikke foreligger den fornødne ekspertise til vurderingen af en retvisende dagsværdi[48].

Hvis selskabet har valgt at værdiansætte investeringsejendommen efter kostprismetoden, skal ejendommen indregnes som et materielt anlægsaktiv. Hvis virksomheden senere gerne vil måle investeringsejendommen til dagsværdi, kan dette gøres efter omvurderingsmodellen, i henhold til ÅRL § 41. Op- eller nedskrivningen skal indregnes i en post direkte under egenkapitalen – ”Reserve for op- eller nedskrivning” og derved kommer denne regulering til dagsværdi aldrig over resultatopgørelsen. Afskrivningsgrundlaget er herefter den op- eller nedskrevne værdi, det vil sige at op- eller nedskrivninger

[44] RVL 16, afsnit 22 + 23, første indregning.
[45] KPMG (2008), afsnit 4.2, første indregning.
[46] KPMG (2008), afsnit 4.2.1, efterfølgende indregning.
[47] RVL 16, afsnit 24-28, efterfølgende måling.
[48] RVL 16, afsnit 35, efterfølgende måling.

skal medtages i afskrivningsgrundlaget. Efterfølgende skal de indregnede ejendomme måles til dagsværdi.

Det skal dog nævnes, at vælger man at opskrive investeringsejendommen til dagsværdi efter ÅRL § 41, skal dette gøres for alle aktiverne i samme aktivgruppe, det vil sige, vælger virksomheden at opskrive en ejendom, skal alle ejendommene opskrives, så denne ændring af regnskabspraksis efter ÅRL § 51, stk. 2, har konsekvenser for alle virksomhedens investeringsejendomme.

4.1.3 Forbedringer

Normalt skal omkostninger, der er afholdt i forbindelse med forbedring af ejendommen indregnes i resultatopgørelsen. Dog, hvis forbedringen er med til at forøge ejendommens afkast eller dagsværdi fremover, skal den tillægges ejendommens kostpris som en forbedring. En forbedring af en investeringsejendom, er når omkostningen indebærer, at ejendommen bliver forøget med hensyn til fremtidige afkast eller hvis det indebærer en forøgelse af dagsværdien[49]. RVL 16 anvender ikke terminologien vedligeholdelse, hvorved det må antages, at de førnævnte forbedringer, der skal indregnes i resultatopgørelsen, burde være benævnt som vedligeholdelse. Således er forbedringer, der ikke medfører en værdiforøgelse af ejendommen, at anse som værende vedligeholdelsesudgifter[50].

4.1.4 Ændring i anvendt regnskabspraksis og regnskabsmæssige skøn

Vælger virksomheden at ændre målingen af investeringsejendommen fra kostpris til dagsværdi, anses dette for en ændring i anvendt regnskabspraksis. Dette medfører, at årsregnskabet skal udarbejdes med henblik på den nye regnskabspraksis. Dette gælder både for indeværende regnskabsår, samt året før. Ændringen af året før, skal reguleres på egenkapitalen primo og sammenligningstallene skal ændres efter ny praksis. Sådanne ændringer i anvendt regnskabspraksis skal tydeliggøres i årsrapporten[51]. Når virksomheden foretager ændringer i regnskabspraksis, skal der efter ÅRL § 58 oplyses i noterne om forskellen mellem de enkelte op- eller nedskrevne posters værdi og den værdi, posten ville have haft, hvis reguleringen ikke havde været foretaget.[52]

[49] RVL 16, afsnit 38, forbedringer.
[50] KPMG (2008), afsnit 4.2, reparation og forbedringer.
[51] KPMG (2008), afsnit 4.9, ændringer i anvendt regnskabspraksis.
[52] KPMG (2008), afsnit 4.2.3, efter første indregning.

4.1.5 Afhændelse af investeringsejendommen

Når en investeringsejendom afhændes skal denne udgå af balancen. Gevinst eller tab på ejendommen skal opgøres ud fra salgsprisen med fradrag af omkostninger, der er direkte tilknyttet til afhændelsen, og den regnskabsmæssige værdi på afhændelsestidspunktet. Sådanne gevinster eller tab skal indregnes i resultatopgørelsen som en del af virksomhedens ordinære drift. En investeringsejendom anses for afhændet, når fordele og risici ved besiddelse af investeringsejendommen overgår til køber[53].

4.2 Præsentation og oplysning i årsrapporten – anvendt regnskabspraksis

Da investeringsejendomme som hovedregel måles til dagsværdi, skal dette oplyses under anvendt regnskabspraksis[54]. Ligeledes skal det fremgå, hvorledes dagsværdien er fremkommet. Der skal angives hvilken metode virksomheden har brugt. Er der anvendt den afkastbaserede model, skal det ligeledes oplyses hvordan virksomheden har opgjort forrentningskravet/markedsafkastet[55].

Investeringsejendomme klassificeres som et materielt anlægsaktiv, der særskilt skal oplyses i balancen. Ligeledes oplyses særskilt i resultatopgørelsen, de lejeindtægter der hidrører fra investeringsejendommen i årets løb, de værdireguleringer, gevinster eller tab ved afhændelse, der har været i årets løb, samt ejendommens driftsomkostninger. Dog, hvis investeringsejendommen ikke er virksomhedens hovedaktivitet, kan de ovenstående poster i resultatopgørelsen oplyses i noterne[56].

4.2.1 Notekrav

I noterne skal der oplyses kostprisen for ejendommen, der fremgår af regnskabet året før. Desuden skal kostprisen ved årets udgang oplyses. Der skal også oplyses tilgang og afgang til ejendommen i årets løb, såfremt virksomheden bygger til ejendommen eller sælger fra. Vedrørende værdireguleringer, skal der oplyses saldoen for denne ved årets begyndelse, samt værdireguleringer i løbet af regnskabsåret, tilbageførte værdireguleringer ved afgang i forbindelse med salg, samt den regnskabsmæssige værdi af investeringsejendommen ved udgangen af året.

[53] RVL 16, afsnit 47-49, afhændelse.
[54] ÅRL § 53, redegørelse for indregningsmetoder og målegrundlag er et krav.
[55] RVL 16, afsnit 50, oplysning i årsrapporten.
[56] RVL 16, afsnit 56-58, oplysning i årsrapporten.

Dertil skal der i noterne oplyses eventuelle tilgange ved fusion og virksomhedsovertagelser, de eventuelle kursreguleringer der kan fremkomme ved omregning fra fremmed valuta, overførsel til og fra andre poster, afgang ved spaltning og virksomhedssalg, samt den andel af årets tilgang til kostprisen der udgøres af forbedringer. Der er ingen krav om sammenligningstal i noterne. Er investeringsejendommen blevet vurderet af en ekstern vurderingsmand, skal denne vurdering oplyses i noterne, samt vurderingsmandens faglige kvalifikationer og navn[57].

For at give regnskabsbrugeren et indblik i årets afkast i henhold til den regnskabsmæssige værdi for de ejendomme, der ikke er målt efter en afkastbaseret model, skal disse oplyses i noterne, samt deres samlede lejeindtægter og driftsomkostninger[58].

Enten i noterne eller i ledelsesberetningen skal der gives uddybende oplysninger om de enkelte investeringsejendomme. Uddybende oplysninger kan være dagsværdien, lejeindtægter og driftsomkostninger, løbetid og opsigelsesvarsler for lejemålet, beliggenhed af ejendommen, ejendommens karakteristika, så som stand, opførselsår mv. [59]. Dette følger af RVL 16, men ikke af ÅRL.

Det er ikke et krav for selskaber i regnskabsklasse B at medtage en anlægsnote i selskabets eksterne årsrapport. Dette er kun krævet af de højere regnskabsklasser C og D. Det vurderes dog at være hensigtsmæssigt at medtage denne anlægsnote, da det øger regnskabslæserens informationsniveau.

Da det ikke er et krav, at selskaber i regnskabsklasse B at medtage en anlægsnote er det dermed heller ikke et krav, at give oplysning om offentlig ejendomsværdi for selskabets investeringsejendomme. En oplysning om ejendommenes værdi vurderes dog at kunne give regnskabslæser en indikation af værdiansættelsen af selskabets ejendomme, som kan sammenholdes med den værdiansættelse som selskabet selv har foretaget.

Den offentlige ejendomsvurdering har den fordel, at vurderingen foretages af en uafhængig part og at den foretages på et standardiseret grundlag og SKAT bruger en form for afkastbetragtning, kaldet en

[57] RVL 16, afsnit 59-64, oplysning i årsrapporten.
[58] RVL 16, afsnit 68, oplysning i årsrapporten.
[59] RVL 16, afsnit 70-71, oplysning i årsrapporten.

kapitaliseringsfaktor[60]. Den har imidlertid den ulempe, at nyopførte ejendomme endnu ikke har en offentlig vurdering og derfor ikke kan medtages i oplysningen. Det samme gælder for udenlandske ejendomme. Desuden har vurderingerne ofte været forskellige fra faktiske handelsværdier ved hurtige ændringer i konjunkturerne.

4.3 International regnskabsstandard – (IAS) 40

Der vil i det efterfølgende, kort drages en sammenligning af RVL 16 og IAS 40, da en belysning af forskelle og ligheder i de to regelsæt er interessant, i relation til hvorledes en investeringsejendom præsenteres for regnskabslæser. De internationale standarder bliver mere og mere anset som et fortolkningsbidrag til ÅRL i forhold til de nationale regnskabsvejledninger, selvom de nationale ofte er baseret på de internationale. Dette understreges af, at revisor i sin påtegning ikke længere nødvendigvis skal erklære sig om at regnskabsvejledningerne er overholdt, men kun ÅRL. Regnskabsvejledningerne er i store træk baseret på IAS'erne, og derfor er en vurdering af eventuelle forskelle interessant at belyse.

Ifølge IAS 40, skal en investeringsejendom enten måles til dagsværdi eller til kostpris med fradrag af akkumulerede af- og nedskrivninger. Anvendes kostprisen skal dagsværdien oplyses i noterne[61]. I RVL 16, skal ejendommen måles til dagsværdi, men først når virksomhedens hovedaktivitet er at besidde investeringsejendommen. Det er med andre et ord et krav, at virksomhedens hovedaktivitet er investering, for at dagsværdi kan benyttes i henhold til ÅRL. Dette er ikke tilfældes i IAS, hvor dagsværdi altid er en mulighed. Hvis ejendommen ikke kan måles pålideligt til dagsværdi ved erhvervelse af ejendommen, skal den i henhold til IAS 40 måles til kostpris med fradrag af akkumulerede af- og nedskrivninger[62], lignende fortolkning er der ikke i RVL 16, hvor kostprisen dér altid er en mulighed. RVL 16 siger at lejeindtægter, værdireguleringer og driftsomkostninger på investeringsejendomme skal fremgå af resultatopgørelsen, som en del af den ordinære drift. IAS 40 har ikke en lignende fortolkning[63].

Ifølge IAS 40 skal det oplyses i årsrapporten, hvilke metoder og væsentlige forudsætninger, der er anvendt for at fastsætte dagsværdien på investeringsejendommen. Ligeledes skal driftsomkostninger spe-

[60] SKAT (2009), Vurderingsvejledning 2009-2, www.skat.dk, offentlig vurdering af ejendomme.
[61] IAS 40, afsnit 30. kostpris kontra dagsværdi.
[62] IAS 40, afsnit 53. kostpris med fradrag af afskrivninger.
[63] ÅRL kontra IRS, RVL 16, afsnit 57, resultatopgørelsens poster.

cificeres ud på de ejendomme der har haft indtægter i løbet af året og de ejendomme der ikke har. RVL 16 stiller ikke de krav. RVL 16 stiller heller ikke krav om sammenligningstal i anlægsnoten, denne undtagelse er ikke mulig efter IAS 40[64].

Sammenfattende kan det siges, at der er ganske få forskelle imellem de to regelsæt, hvor det væsentligste element ligger i at IAS 40 arbejder med afskrivning på investeringsejendomme der indregnes som udgift i årsrapporten, hvor RVL 16 ikke foreskriver, at der må afskrives på investeringsejendomme, med mindre det er kostprismetoden der anvendes. Dette er vel også det mest logiske, da der i almindelighed ikke forudsættes at ske en værdiforringelse af en investeringsejendom.

4.4 Ledelsesberetningen

Ledelsesberetningen er en lovpligtig del af årsrapporten. Formålet med ledelsesberetning er at supplere de øvrige oplysninger i årsrapporten med en verbal forklaring af virksomhedens aktiviteter og forhold, og dermed give regnskabslæseren en bedre forståelse for, samt vurdering af virksomheden. Selskaber i regnskabsklasse C og D skal udarbejde en ledelsesberetning i årsrapporten. Det er kun et krav for regnskabsklasse B at udarbejde en ledelsesberetning såfremt der er forekommet væsentlige ændringer i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold. Ligeledes er oplysningerne i ledelsesberetningen med til at give årsrapporten det retvisende billede. Det er frivilligt for selskabet at udarbejde en ledelsesberetning, når det ikke har haft nogen væsentlige ændringer i aktiviteterne eller de økonomiske forhold.

For regnskabsklasse C og D skal ledelsesberetningen bl.a. indeholde en beskrivelse af virksomhedens hovedaktivitet samt give en redegørelse for udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold. Ligeledes skal den indeholde en beskrivelse af eventuelle usikkerheder ved indregning og måling, samt beskrive usædvanlige forhold der kan have påvirket indregningen eller målingen. Virksomhedens ledelse skal også beskrive de særlige risici, der måtte være indenfor virksomhedens branche, herunder forretningsmæssige og finansielle risici som virksomheden påvirkes af. Derudover skal virksomheden udarbejde en oversigt over 5 års hoved- og nøgletal[65].

[64] RVL 16, Appendiks 1, sammenligningstal i noteoplysningerne.

Det er revisionsfirmaet PriceWaterhouseCoopers (PWC)'s opfattelse, at virksomheder med regnskabsklasse B bør udarbejde en ledelsesberetning, idet væsentlige begivenheder efter balancedagen, usædvanlige forhold eller andre oplysninger stadig kan være relevante i mindre virksomheder. Her tænkes i særdeleshed på usikkerheder ved indregning og måling[66].

Flere af deltagerne i interviewundersøgelsen peger på, at ledelsesberetninger i klasse B selskaber er meget begrænsede, både i anvendelse og når den faktisk er udarbejdet, i dens detaljeringsgrad[67]. Især en Sehested peger på at det kunne være ønskeligt med mere detaljeret information om selskabets aktiviteter, herunder forudsætningerne for opgørelser af dagsværdier af selskabets investeringsejendomme.

4.5 Delkonklusion, præsentation

Det kan konstateres, at der er mange regler i forbindelse med regnskabsaflæggelse for en virksomhed med investeringsejendomme som hovedaktivitet. Der er specifikke regler til de informationer et regnskab skal indeholde. Det er vigtigt i anvendt regnskabspraksis, at virksomheden tydeligt beskriver hvordan investeringsejendommen måles og indregnes i balancen. Det skal fremgå om ejendommen er indregnet til kostpris eller dagsværdi.

Investeringsejendommen skal ved første indregning indregnes til kostpris, medmindre ejendommen er opført for egen regning, så skal indregning ske til dagsværdi. Efterfølgende kan investeringsejendommen indregnes og måles til dagsværdi, set ud fra markedsforholdene på balancedagen, hvilket vil sige hvad ejendommen kan sælges for. Omkostninger til salg og afhændelse indgår ikke i dagsværdien, som købsomkostninger mv. indgår i kostprisen ved første indregning i balancen. Forbedringer foretaget på investeringsejendommen skal indregnes i aktivet, hvis forbedringen gør at ejendommen stiger i værdi. Er forbedringen ikke med til at forøge værdien af investeringsejendommen, skal den indregnes i resultatopgørelsen som en driftsudgift, da der i så fald er tale om løbende vedligeholdelse.

Ønsker virksomheden at ændre indregning af investeringsejendommen fra kostpris til dagsværdi skal dette fremgå i anvendt regnskabspraksis. Ændringen skal ligeledes foretages i sammenligningstallene

[65] Elling J.O. (2007), side 311ff, ledelsesberetningen.
[66] PWC (2009), side 267ff, ledelseserklæring i regnskabsklasse B.
[67] I henhold til interviewundersøgelse, Pedersen, A., Petersen, L. og Sehested, J.

og skal føres som en regulering på egenkapitalen. Vælger virksomheden at sælge en ejendom skal denne fragå som aktiv i balancen. Gevinsten eller tabet skal indregnes i resultatopgørelsen, som en del af den ordinære drift. Som sagt skal investeringsejendommen præsenteres i årsrapporten til dagsværdi under aktiverne. Det skal ligeledes fremgå i noterne hvad ejendommens kostpris er primo og ultimo året, eventuelle tilgange eller afgange, samt værdireguleringer i henhold til markedsforholdene. Her er oplysning om offentlig ejendomsværdi af selskabets investeringsejendomme i anlægsnoten, et vigtigt supplement til selskabets egen opgørelse af dagsværdier.

Den nye årsregnskabslov vurderes i forhold til tidligere hensigtsmæssig i relation til at give regnskabslæser et overblik over ejendomsselskabets vigtigste aktiver. Dertil kommer, at virksomheden ved anvendelsen af retningslinjerne i ÅRL og RVL 16, med fortolkningsbidrag af IAS 40, præsenterer aktivet til en realistisk markedsbaseret dagsværdi. Derved får regnskabslæser et korrekt indtryk af investeringsejendommens værdi, samt virksomhedens drift og kan på den baggrund bedre foretage beslutninger om sine relationer til virksomheden. Et forhold, som især er aktuelt for virksomhedens stakeholders. Dette kræver naturligvis, at ejendommens dagsværdi er korrekt opgjort, hvilket kan være vanskeligt i den aktuelle markedssituation.

Ledelsesberetningen i årsrapporten er kun et krav for selskaber i regnskabsklasse C og D. Det er et frivilligt element i regnskabsklasse B, med mindre der er væsentlige ændringer i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold eller særlige forretningsmæssige og finansielle risici, herunder usikkerheder ved indregning og måling. Dette vurderes i høj grad at være tilfældet for selskaber, der foretager investering i investeringsejendomme, hvorfor det må anbefales, at sådanne altid udarbejder en ledelsesberetning med beskrivelse af usikkerhederne ved målingen af dagsværdi af selskabets ejendomme.

5. Værdiansættelse (måling) af investeringsejendomme

Der er nu opnået en klar definition af, hvad en investeringsejendom er for en type af aktiv. Desuden er der gennemgået de problemstillinger, som den aktuelle finansielle krise giver markedet for ejendomme og deres værdiansættelse. Det er derfor her relevant at foretage en analyse og vurdering af de metoder, som i praksis anvendes til opgørelse af værdien af investeringsejendomme, således at værdierne kan indregnes i årsrapporten i henhold til kravene, som blev gennemgået i forrige kapitel.

Der vil i det efterfølgende blive set på de mest anvendte metoder, samt diskuteret fordele og ulemper metoderne imellem. Investeringsejendomme kan opgøres til kostpris[68] eller dagsværdi[69]. Efter indførelsen af den formueorienterede tilgang til præsentationen af aktiver i årsrapporten med Årsregnskabsloven af 2001, er dagsværdien den mest udbredte og har i det væsentligste afløst værdiansættelse til kostpris. Det er derfor meget relevant, at se nærmere på de forskellige konkrete metoder, der findes til frembringelse af ejendommenes aktuelle dagsværdi. Der er her tale om omvurderingsmetode, vurdering ved en ekstern vurderingsmand, samt afkastmodellen og DCF-modellen.

Ved indførelsen af ÅRL af 2001 var det et krav, at selskaber med investeringsaktivitet og derfor også selskaber hvis aktivitet består i at eje investeringsejendomme skulle måle deres aktiver til dagsværdi, hvilket følger af ÅRL § 38. Denne paragraf blev dog ændret i 2004, hvorefter måling til dagsværdi blev et frivilligt tilvalg. Denne ændring til loven blev af lovgiverne begrundet med, at det var uforholdsmæssigt byrdefuldt at foretage vurderinger af dagsværdien, især for mindre selskaber med investeringsejendomme. Dette fordi det på det tidspunkt blev antaget, at for at finde dagsværdien, skulle man engagere en sagkyndig person.

Selvom aktiverne i et investeringsselskab regelmæssigt skal vurderes, for at selskabet kan overholde kravet om måling til dagsværdi, er det ikke et ultimativt krav at denne vurdering fastsættes af en person med indsigt i markedet. Der findes alternativer hertil, i form af beregningsmetoder, som selskabet selv kan anvende, hvis ledelsen har de fornødne kompetencer. En kontrol af disse beregninger kan foretages af en fagmand, hvilket i mange situationer, især når markedet er usikkert, vil være en stor fordel.

[68] RVL 10, måling af aktiver til kostpris.

Ved værdiansættelsen af investeringsejendomme (eller andre aktiver) anvendes typisk metoderne "Mark-to-Market" eller "Mark-to-Model". Førstnævnte kan anvendes, når der findes nyligt gennemførte handler af tilsvarende ejendomme, hvorved en værdiansættelse kan baseres på værdien af disse tidligere handlede ejendomme. Det kan være sådanne erfaringer, som ejendomsmæglere og vurderingsmænd, som eksperter, kan trække på i deres vurdering af en investeringsejendom.

I praksis vil der dog ofte være for store forskelle på ejendommene, hvilket ikke gør dem tilstrækkeligt sammenlignelige med det aktuelle vurderingsobjekt. Derfor vil en Mark-to-Model metode oftest komme i anvendelse. Metoden er en matematisk model, der med en række forudsætninger, kan benyttes til at tilnærme sig en dagsværdi af den ejendom som vurderes[70]. I det nedenstående kapitel er de forskellige metoder analyseret og vurderet og i kapitel 7, efter revisor har forholdt sig hertil i kapitel 6, vil de enkelte modeller blive anvendt på case-virksomheden, således at en praktisk tilgang til værdiansættelsen af investeringsejendomme kan illustreres ved faktiske beregninger.

5.1 Kostprismetoden

Den mest enkle metode til opgørelse af værdien af investeringsejendomme er ved anvendelse af kostprismetoden, som følger af ÅRL § 40. Kostprisen opgøres som ejendommens anskaffelsessum med tillæg af de omkostninger, som knytter sig dertil. Disse yderligere omkostninger er typisk mæglerhonorar, vurderingsomkostninger, advokatomkostninger, samt tinglysningsomkostninger. Disse omkostninger er direkte tilknyttet til erhvervelsen og tillægges derfor anskaffelsessummen og kan ikke udgiftsføres. Kostprisen vil efterfølgende blive forøget med udgifter afholdt til forbedring af ejendommen, mens vedligeholdelsesudgifter, som ikke antages at tilføre ejendommen en højere værdi, skal udgiftsføres.

Kostprisen, som ejendommen opgøres til skal efterfølgende fratrækkes systematiske afskrivninger i forhold til ejendommens levetid og den restværdi, som ejendommen vurderes at have på tidspunktet, hvor brugen af aktivet ophører. Dette skal ses i overensstemmelse med ÅRL § 43. Ejendommens anskaffelsessum skal i den forbindelse dekomponeres i sine bestanddele, eksempelvis vinduer, tag mv., som afskrives efter deres forskellige levetid. Ejendommens grund afskrives dog ikke i det omfang den ikke undergår en værdiforringelse, mens selve bygningens bestanddele og dens forbedringer, skal af-

[69] ÅRL § 38, måling af investeringsejendomme.

skrives i forhold til deres forventede levetid. Dette skyldes den antagelse, at en grund har en ubegrænset og uendelig levetid. Denne antagelse kan ikke omfatte bygningerne på grunden. Således måles ejendommen til kostpris med fradrag af akkumulerede afskrivninger. Der er i ÅRL ikke et krav om hvorledes afskrivningerne skal ske. Der skal blot være tale om systematiske afskrivninger. Om disse er lineære, progressive eller degressive er ikke anført i loven. Restværdien for ejendommen skal opgøres med den størst mulige nøjagtighed, idet restværdien har stor betydning for beregningen af de systematiske afskrivninger. Restværdien skal vurderes på tidspunktet for indregningen af ejendommen.

Ejendommens økonomiske levetid skal løbende revurderes og afskrivningerne ændres, såfremt brugstiden ændres. Det samme hvis der sker ændringer i den restværdi, der som nettogenindvindingsværdi, er den mindste værdi, der kan nedskrives til. I øvrigt er det et krav, når kostprismetoden anvendes, at der foretages nedskrivningstest i forbindelse med udarbejdelse af årsrapporten og præsentationen af de pågældende ejendomme heri, hvilket er beskrevet i flere artikler om emnet, i afsnit 3.3. Nedskrivning er dog ikke ofte forekommende, med mindre der er tale om helt nyerhvervede ejendomme, idet afskrivningerne formindsker værdien løbende og det faktum, at ejendomsværdier på trods af visse udsving, trods alt er stigende over tid. Dette er også et forhold, som Pedersen peger på i forbindelse med de gennemførte interviews. Anvendes metoden skal nedskrivningstest dog foretages, hvis der er indikationer på behov for nedskrivning. Dette kunne eksempelvis være væsentlig usikkerhed om dagsværdien som følge af den finansielle krise. Revisor Jensen og rådgiver Lorenzen mener at der vil komme endnu mere fokus herpå i 2009, da krisen øjensynligt har bidt sig fast.

Selvom investeringsejendommens værdi opgøres til kostpris, er der dog alligevel mulighed for opskrivning til dagsværdi. Dette følger af bestemmelserne om regnskabsmæssige skøn[71], hvilket leder til en vurdering af omvurderingsmetoden, som beskrives i afsnit 5.1.2 efter nedenstående vurdering af kostprismetoden.

5.1.1 Fordele/ulemper ved kostprismetoden

Fordelen ved metoden er dens enkelthed. Det er nemt at opgøre ejendommens anskaffelsessum og beregne de løbende afskrivninger derpå. En manglende løbende regulering til dagsværdi er dog en ulem-

[70] Hallqvist, C. og Jørgensen, M., (2009), metoder til værdiansættelse.

pe, da der således ikke tages tilstrækkelig højde for de værdireguleringer som følger af markedsmæssige ændringer. Ligeledes kan det sjældent antages, at investeringsejendomme falder i værdi ved løbende, systematiske afskrivninger. Det er markedet, som er toneangivende for prisudviklingen og det er meget sjældent i en særlig systematisk udvikling. De fleste virksomheder, der har investeringsejendomme som hovedaktivitet, vil derfor typisk anvende dagsværdi til måling af ejendommene.

5.1.2 Omvurderingsmetoden

Der findes et alternativ til kostprismetoden, som udvider denne og dermed tilnærmer sig måling til dagsværdi. Omvurderingsmetoden er en vurdering til dagsværdi, men med bevarelse af principperne beskrevet under kostprismetoden. Der er tale om et alternativ til kostprismetoden og denne model adskiller sig ved at investeringsejendommen værdiansættes til dagsværdi i forbindelse med at virksomheden konstaterer, at ejendommen har en anden værdi, som er højere end kostprisen.

Når ejendommen, som er målt til kostpris med fradrag af afskrivninger konstateres at have undergået en værdistigning, kan der efter denne metode ske en opskrivning af ejendommens værdi til dagsværdi. Denne opskrivning skal dog ligesom selve kostprisen undergå afskrivninger. Nedskrivningstest skal udføres hvert år i forbindelse med udarbejdelse af den eksterne årsrapport.

5.1.3 Fordele/ulemper ved omvurderingsmetoden

Omvurderingsmetoden er en kombination af kostprismetoden og dagsværdimetoden. Det er en fordel ved metoden, at selve kostprisen er enkel at opgøre, mens dagsværdien kræver anvendelse af en af de efterfølgende metoder omkring netop vurdering af ejendommens dagsværdi. Det er derfor ikke en enkel model, da der skal tages højde for flere forhold. Der skal blandt andet beregnes afskrivninger på de foretagne opskrivninger, hvilket gør metoden mere kompleks end den rene kostprismetode. Har man som regnskabsudarbejder valgt at måle selskabets investeringsejendomme til dagsværdi, er det mere hensigtsmæssigt at benytte en af de efterfølgende metoder, for at opnå en mere korrekt dagsværdi, uden at indblande systematiske afskrivninger i målingen. Dette kræver dog, at selskabets hovedaktivitet er investering.

[71] RVL 10 og ÅRL § 52, værdiansættelse af investeringsejendomme til kostpris, materielle anlægsaktiver.

5.2 Ekstern vurderingsmand (ejendomsmæglervurdering eller andre specialister)

Dagsværdi er som beskrevet indledningsvis i kapitlet den mest anvendte værdiansættelse af investeringsejendomme. En af metoderne til at frembringe en dagsværdi er ved anvendelse af en eksperts vurdering – her en ejendomsmægler eller en anden specialist. Det er ikke kun i tilfældet af et salg, at der udarbejdes en vurdering af ejendomme, det er også til at give et bedre billede af markedet for ens ejendom og dermed dens aktuelle markedsværdi. Det er ej heller kun sælger der bruger den eksterne vurdering, det er også advokater, pengeinstitutter, ejendomsselskaber og ikke mindst revisorerne[72].

En ekstern vurdering er en af mulighederne for at fastslå hvad dagsværdien er på en investeringsejendom. Det er dog vigtigt at fastslå, at vurderingsmanden skal være en økonomisk uafhængig tredje part i forhold til selskabet. Det vil sige at vurderingsmanden, ikke må have nogen økonomisk interesse i virksomheden og derved værdien af den pågældende investeringsejendom. Når en virksomhed vælger en ekstern vurderingsmand til fastsættelsen af dagsværdien af deres investeringsejendom, er der forskellige forhold, der skal tages i agt, inden man benytter sig af en sådan vurdering.

En ekstern vurdering skal for det første været foretaget lige omkring skæringsdagen for årsafslutningen. Det er meget vigtigt med en vurdering så tæt på skæringsdagen som muligt, især på grund af de svingende priser, der er på ejendomsmarkedet for tiden, som det også fremgår af tidligere nævnte artikel ”Værdiansættelse af ejendomme i et illikvidt marked” og konstateret i afsnit 3.1. Derfor kan en vurdering der eksempelvis er foretaget 3-4 måneder før skæringsdag altså ikke benyttes, idet denne vil være forældet. For det andet er det vigtigt at sætte sig ind i hvilke faktorer vurderingsmanden har lagt til grund for fastsættelse af dagsværdien.

5.2.1 Ejendomsmæglervurdering

I artiklen ”Værdiansættelse af ejendomme i et illikvidt marked” nævnes det, at ejendomsmæglerne har for vane, at inkludere fremtidige investeringer i deres vurderinger og derved tager vurderingen ikke udgangspunkt i den nuværende situation, som burde afspejle værdien, men hvad der måske vil komme til af udbygninger og modernisering på ejendommen i fremtiden.

[72] Dansk Ejendomsmæglerforening (2009), Nyhedsbrev april 2009, www.de.dk, ekstern vurdering.

Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) har lagt nogle retningslinjer som ejendomsmæglerne bør følge når de opgør værdien af ejendomme, i bogen Red Book. Der er altid en vis usikkerhed omkring en ejendomsmæglervurdering, idet værdiansættelsen vil være et skøn. Vurderingen er foretaget ud fra vurderingsgrundlaget samt mæglerens erfaring og kendskab til markedet – derved vil vurderingen pr. definition altid være behæftet med en vis usikkerhed. En mægler kan ikke vide alt omkring markedet og de specifikke forhold der er på den pågældende ejendom. Der vil altid være usikkerhed omkring ejendommens beliggenhed, ejendomsmæglerens valg af forudsætninger for vurdering, et ustabilt marked, samt fejl ved informationerne givet af sælgeren eller af den som ønsker ejendommen vurderet, når situationen ikke er en salgssituation[73].

Det er blevet sværere for ejendomsmæglerne at værdiansætte en ejendom, blandt andet på grund af det faldende antal ejendomshandler, som mæglerne bruger til sammenligningsgrundlag. Derfor er det vigtigt at ejendomsmæglerne tager vurderingsusikkerhed med i deres vurdering. Det fremgår af RICS Red Book vejledende note 5 (GN5) [74], at markeds-ustabilitet er en af hovedårsagerne til vurderingsusikkerhed. Vurderingens troværdighed bliver påvirket af svingningerne i ejendomsmarkedet og begivenheder, der fremkalder pludselige og dramatiske ændringer i markedet. Katastrofen den 11. september 2001 i USA, gav anledning til udformningen af GN5. Karlsen oplyser, at de ved vurdering angiver en usikkerhed på 5-10 % som følge af det illikvide marked.

Er der usikkerheder i en ejendomsmæglervurdering har mægleren pligt til, i vurderingsrapporten, at kommentere arten og graden af usikkerheden, samt redegøre for hvad usikkerheden består af, som for eksempel tidligere nævnt, manglende sammenligningsgrundlag ved lignende handler. Ligeledes bør ejendomsmægleren indlede en dialog med ejendommens ejer, for at fastsætte eventuelle forudsætninger.

Vurderingen kan også indeholde fremtidige råd omkring ejendommen, dog må dette ikke indgå i den officielle vurdering. Ligeledes burde der i vurderingen også indgå omstændighederne omkring vurderingen i form af forhold i markedet og den økonomiske udvikling over tid. Det er dog vigtigt at under-

[73]Dansk Ejendomsmæglerforening (2009), Nyhedsbrev januar 2009, www.de.dk, usikkerhed om specifikke forhold.
[74] RICS (2009), side 130ff, valuation uncerntainty.

strege, at ud fra det ovennævnte, er det ikke meningen at ejendomsmægleren skal komme med flere værdier på ejendommen, men kun en enkelt værdi[75].

5.2.2 Andre specialister

En ekstern vurdering behøver ikke komme i form af en vurdering fra en ejendomsmægler. Det kan være en specialist, der har arbejdet med investeringsejendomme i mange år og agerer som konsulent for ejendomsselskaber, for eksempel med rådgivning af køb og salg af ejendomme. En sådan konsulent skal hele tiden vide hvad der rører sig på ejendomsmarkedet og derved kan vedkommende være lige så kvalificeret som vurderingsmand, som en ejendomsmægler. Overvejelserne omkring hvorvidt andre typer af specialister er eksterne og uafhængige, skal dog fortsat iagttages.

5.2.3 Fordele/ulemper ved ekstern vurdering

En vurdering fra en ejendomsmægler har den klare fordel, at vurderingen bliver fastsat af en uafhængig tredjemand. Det er meget vigtigt, at vurderingen kommer fra en uafhængig part, for at vurderingen kan kaldes ekstern. Ligeledes har ejendomsmægleren den fordel, at kunne sammenligne den pågældende investeringsejendom med en anden og lignende ejendom af samme art, beliggenhed og stand mv. Eller i hvert fald en bedre mulighed end andre ikke sagkyndige, når der er ganske få handler i markedet, som der kan sammenholdes med.

En klar ulempe er, at ejendomsmæglerne i nogle tilfælde inkluderer de fremtidige investeringer i deres vurderinger. Derved tager deres vurdering ikke udgangspunkt i den nuværende situation, men indregner hvad der måske vil komme til af tiltag på ejendommen i fremtiden. Som tidligere nævnt, er det meget vigtigt at der tages udgangspunkt i ejendommens værdi nu og her og ikke hvad der måske vil komme af tiltag på ejendommen i fremtiden.

Som tidligere nævnt kan en vurdering fra en specialist være lige så god som en ejendomsmæglers vurdering. Dog har en specialist ikke adgang til samme ressourcer i form af flere andre sammenlignelige ejendomme til at underbygge den foretagne vurdering.

[75]Dansk Ejendomsmæglerforening (2009), Nyhedsbrev januar 2009, www.de.dk, forudsætningerne for en vurdering.

Ud fra de udførte interviews mener revisorerne ikke, at en mæglervurdering kan stå alene, idet ejendomsmæglerne oftest er præget af ejendommens potentiale i fremtiden. En mæglervurdering kan supplere virksomhedens egen vurdering af ejendommen. Derfor mener revisorerne, ligesom ovennævnte artikel, at man skal være opmærksom på ejendomsmæglerens valg af forudsætninger. Forudsætningerne kan være forskellige fra mægler til mægler og nogle revisorer oplever udsving i vurderingen fra forskellige mægleres vurdering af samme ejendom. Dog skal det siges, at revisorerne mener at en ejendomsmægler vil være et uafhængigt valg af vurderingsmand. Dette i henhold til interview med Pedersen. Revisorerne Petersen og Jensen mener ikke at mæglervurderingen kan stå alene.

De ejendomsmæglere, som er blevet interviewet, mener dog selv, at en ejendomsmægler giver det mest rigtige billede af ejendommens værdi og oplyser at de ved anvendelse af retningslinjerne i RICS ikke indregner fordele ved fremtidige investeringer, når vurderingen er til brug for en regnskabsudarbejdelse[76]. Mæglerne mener selv, at de har den fordel, at de ser på mange ejendomme og derved har et stort sammenligningsgrundlag, også selvom der er færre ejendomme at sammenligne grundet den finansielle krise, i henhold til Karmark. En erhvervskonsulent fra et pengeinstitut, som ligeledes er blevet interviewet, Sehested, mener at det er en fordel med mæglervurderinger, idet det giver et nuanceret billede af værdierne, så ikke kun selskabets egen vurdering står alene. Beklageligvis er anvendelsen af sådanne eksperters arbejde ikke særligt udbredt i Danmark, hvor langt de fleste værdiansættelser finder sted internt i virksomheden[77].

5.3 Den afkastbaserede model

For at opgøre dagsværdien, skal det rette grundlag foreligge. Den mest optimale måde at komme frem til en troværdig dagsværdi, er ved at sammenligne for nyligt gennemførte handler af ejendomme af tilsvarende art, hvilket betyder at ejendommen skal være i samme stand, have samme beliggenhed og anvendelsesmuligheder, samt andre ligheder. Hvis denne mulighed ikke foreligger, skal der foretages et skøn over dagsværdien efter retningslinjer anført i lovgivningen[78].

[76] Mæglere indregner ikke fremtidige fordele i henhold til interview med Karmark, J. og Karlsen, E.
[77] Fordel ved eksterne vurderinger, meget få i Danmark, interviewundersøgelse, Lorenzen, K.
[78] KPMG (2008), side 45, både afkastmodellen og DCF-modellen lever op til kravene i ÅRL.

Det er i praksis, som nævnt, næsten umuligt at finde en handel gennemført for nyligt, af en ejendom der helt matcher den ejendom, der ønskes en vurdering af. Ejendomme er meget individuelle i de karakteristika, som påvirker deres værdiansættelse og især i et marked med meget få handler, vil det være nærmest umuligt at finde en ejendom, der kan bruges som sammenligningsgrundlag. For at kunne foretage et kvalificeret skøn, er den afkastbaserede model også kaldet normalindtjeningsmodellen udviklet til at hjælpe dermed. Denne metode er den mest anvendte beregningsmodel til opgørelse af dagsværdi af investeringsejendomme[79].

Den afkastbaserede model består af 3 faser[80]:

1. Opgørelse af ejendommens årlige driftsafkast.
2. Fastsættelse af et forrentningskrav i procent.
3. Tillæg og fradrag for de i fase 1 og 2 opgjorte værdier.

Driftsafkastet i fase 1 sat i forhold til forrentningskravet i fase 2, vil frembringe dagsværdien inden eventuelle reguleringer i fase 3. De enkelte faser behandles i det nedenstående.

5.3.1 Driftsafkast

Det budgetterede driftsafkast på ejendommen fremkommer ved følgende beregning[81]:

+	Årlig lejeindtægt ifølge indgående lejekontrakter
+/÷	Regulering til forventet markedsleje
+	Skønnet årlig markedsleje på uudlejede arealer
÷	Gennemsnitlig årlig vedligeholdelsesudgift
÷	Administrationsomkostninger
÷	Ejendomsskatter, afgifter og andre omkostninger
=	**BUDGETTERET DRIFTSAFKAST**

[79] Afkastmodellen er i henhold til interviewundersøgelsen den mest anvendte. Alle deltagere peger derpå.
[80] KPMG (2008), side 46ff, den afkastbaserede model.
[81] Driftsafkastet – Egen tilvirkning efter KPMG (2008) side 46.

Årlig lejeindtægt er den leje, som faktisk opnås i overensstemmelse med lejekontrakterne i de kommende 12 måneder. Afviger denne leje fra markedslejen, skal der foretages en regulering til den forventede markedsleje, såfremt det vurderes at lejen på kort sigt skal reguleres. Vedligeholdelsesudgiften skal beregnes som et gennemsnit af flere års udgifter. Vedligeholdelse kan opdeles i primære og sekundære udgifter. Såfremt ejeren af ejendommen har råd til at holde ejendommen i meget præsentabel stand, antages det, at ejeren ligeledes kan opretholde en højere kontraktmæssig lejeindtægt. Administrationsomkostninger er baseret ud fra de budgetterede omkostninger. Er ejendommen administreret af ejeren selv, er det svært at fastsætte denne udgift, hvorved der må anvendes markedsprisen for en ekstern administration af ejendommen[82].

5.3.2 Forrentningskrav

Forrentningskravet bestemmes ud fra forskellige forhold, såsom samfundsmæssige eller konjunkturbetingede forhold og ud fra de individuelle kvalitetsforhold som den enkelte ejendom besidder[83]. Indenfor de samfundsmæssige eller konjunkturbetingede forhold, er renteniveauet, inflation og høj- eller lavkonjunktur vigtige at tage stilling til ved fastlæggelse af afkastkravet til investeringen:

Renteniveauet

I perioder med faldende renteniveau vil afkastkravet typisk også være faldende og omvendt ved stigende renteniveau. Er renteniveauet højt eller opadgående vil forrentningsprocenten ligeledes være opadgående. Den lange obligationsrente, det vil sige, renten på obligationer med løbetid på mindst 10 år, vil normalt være den rente der bruges til fastsættelsen af forrentningsprocenten, da en ejendom overvejende er en langsigtet investering og derfor bør finansieres langsigtet. Obligationsrenten kan også ses som en alternativ placeringsmulighed for investering og derfor bør investering i fast ejendom som minimum give samme afkast. Dog vil forrentningsprocenten ikke nødvendigvis følge renteniveauet, da de efterfølgende forhold også er med til at bestemme forrentningskravet.

Inflation og konjunktur

Inflationen sker i relation til prisudviklingen, hvorimod høj- eller lavkonjunktur har indflydelse på efterspørgslen efter lejemål. Stigningen i prisniveauet påvirker afkastkravet, idet inflationen er med til at

[82] KPMG (2008), side 47, driftsafkastet og ejendommens omkostninger.

sætte prisen på kapital, altså renteniveauet i samfundet. Inflationen påvirker dog også de forventede pengestrømme, da omkostningsniveauet vil stige i takt med inflationen.

Med hensyn til konjunkturen vil købere af en investeringsejendom godtage en lav forrentningsprocent ved højkonjunktur, da dette giver en forventning om stigende huslejer og højere udlejningsprocent, samt deraf følgende større pengestrømme fra investeringen. Netop konjunkturen er interessant i relation til værdiansættelse af investeringsejendomme, da det økonomiske klima er en betydelig influerende faktor for prisniveauet.

Udover at de helt samfundsmæssige forhold kan påvirke afkastkravet til investeringen, kan også de ejendomsspecifikke karakteristika påvirke afkastkravet[84]:

Beliggenhed

Ejendommenes beliggenhed er meget væsentlig med hensyn til forrentningskravet. En god beliggenhed vil give mulighed for større lejestigninger og også større sikkerhed for udlejning, da de bedste beliggenheder ofte er mest efterspurgte. Således vil velbeliggende ejendomme udvise mindre udsving i markedsleje og krav til forrentning og derfor også mindre udsving i markedsværdi, end ejendomme med dårligere beliggenhed.

Der er dog stor forskel på hvad god beliggenhed er for forskellige typer af investeringsejendomme. Ejendomme der benyttes til kontorlejemål eller retailejendomme har andre krav til beliggenhed end industriejendomme, selvom krav til god infrastruktur kan være en fællesnævner for alle typer af erhvervsejendomme.

Ejendommens type

Der skelnes her mellem den anvendelse den pågældende ejendom har. Af typer af investeringsejendomme kan nævnes boligejendomme, butik/retail-ejendomme, kontorejendomme, samt industriejendomme, herunder lager og produktionsejendomme og andet erhverv.

[83] KPMG (2008), side 47, forrentningskravet, samfundsmæssige forhold.

Lejers bonitet (kvalitet og kreditværdighed)

Den aktuelle lejer i investeringsejendommen påvirker værdien af ejendommen. Denne afhænger nemlig af lejers omdømme, samt forventet evne til at overholde lejekontraktens forpligtelser og sandsynligheden for at lejer ønsker at vedblive med at være lejer i ejendommen. Typen af lejer påvirker kravet til afkastet, da gode og pålidelige lejere vil være at foretrække og dermed nedsætter kravet til forrentning. Dette gælder især under den finansielle krise, hvor der således er større usikkerhed om hvorvidt lejer kan blive i ejendommen eller må lukke, måske grundet konkurs, hvis ikke det er en solid lejer. Dette påpeges også i interviewundersøgelsen af Karmark.

Lejekontraktens vilkår

Længden af uopsigelighed i lejekontrakten påvirker kravet til forrentning. Jo længere lejekontrakterne i ejendommen løber, jo lavere er kravet til forrentning, da lang løbetid skaber større sikkerhed for kommende indtægter. Vilkårene har en sammenhæng med ovenfor nævnte karakteristika, boniteten, idet en kontrakt med lang løbetid, for at have en værdi, også skal være indgået med en kapitalstærk lejer.

Alternative anvendelsesmuligheder

Muligheden for andre anvendelsesmuligheder end den aktuelle, nedsætter kravet til forrentning. Dette ud fra den betragtning, at fleksible ejendommes udlejningsmuligheder er højere, da der lettere kan ske genudlejning, hvis nuværende lejer fraflytter. Udlejere af ejendomme med ganske få formål vil dog søge at reducere denne risiko ved at forøge længden af lejekontrakten.

Udbud og efterspørgsel

Markedsøkonomisk teori tilsiger at prisen altid sættes efter udbud og efterspørgsel. Hvis der er mange ejendomme til salg, vil afkastkravet forøges, da investor har et større udvalg af mulige ejendomme at erhverve. Omvendt ved ganske få ejendomme på markedet.

Udbud og efterspørgsel hænger dog også sammen med investeringsejendommens lokaler. Hvis der er stor efterspørgsel efter lejemål af den pågældende type, vil afkastkravet blive påvirket i nedadgående retning, da sikkerheden for udlejning stiger med efterspørgslen.

[84] KPMG (2008), side 48, forrentningskravet, ejendomsspecifikke karakteristika.

Ovenstående faktorer indgår i en vurdering af forrentningskravet til investering i ejendommen og kravet fastsættes på baggrund af denne vurdering. Såfremt ledelsen eller andre i virksomheden har tilstrækkeligt kendskab til at kunne bedømme ejendomsmarkedet, vil forrentningskravet kunne fastsættes internt i virksomheden. Er kendskabet ikke tilstrækkeligt, må der til fastsættelsen af markedsværdien, tilkaldes en ekstern viden i form af en valuarbistand, til at give en konkret ejendomsvurdering.

Det er under alle omstændigheder selskabets ledelse der har ansvaret for at opgøre dagsværdien, når vurderingen har til formål at blive anvendt til et regnskabsmæssigt formål, da det er ledelsen som har ansvaret for regnskabet, herunder værdiansættelsen af selskabets aktiver[85]. Når der er fastsat et driftsafkast og forrentningskrav for ejendommen, foretages beregningen for at finde dagsværdien. Således bliver forrentningskravet en faktor, som omformer driftsafkastet til en værdi for ejendommen. Derfor er det af største vigtighed, at forrentningskravet er korrekt fastsat. Dette gælder således, at det hverken må fastsættes for lavt eller for højt. Ud fra de tidligere beskrevne artikler er der dog noget som tyder på, at afkastkrav i mange tilfælde har været ansat for lavt, hvilket derved giver udslag i et forhøjet udgangspunkt i vurderingen af ejendommen. Præcist hvordan vil blive belyst i case-studiet, kapitel 7.

5.3.3 Tillæg og fradrag

Når dagsværdien er fundet ud fra driftsafkastet og forrentningskravet, vil der derefter skulle foretages reguleringer for nedenstående forhold[86]:

A. Fradrag for tab af lejeindtægt på ikke udlejede arealer
B. Fradrag for periode indtil regulering af markedsleje
C. Fradrag for udgifter til udskudte vedligeholdelsesarbejder
D. Fradrag for udgifter til klargøring af uudlejede lokaler
E. Tillæg for kapitaliseret værdi af renteindtægt af modtagne lejerdeposita og faste forudbetalinger.
F. Tillæg for byggeretter.

[85] KPMG (2008), side 49, ledelsens ansvar.
[86] Tillæg og fradrag til dagsværdien – Egen tilvirkning efter KPMG (2008), side 49.

Under punkterne A til D, vil der blive beregnet fradrag for manglende indtægter, indtil disse forventes at fremkomme. For E og F vil der skulle foretages tillæg til ejendommens værdi, hvis særlige forhold gør sig gældende, herunder modtagne deposita og særlige byggerettigheder på ejendommen, der kan have stor værdi[87]

Ved denne fremgangsmåde kan der således ved hjælp af ejendommens driftsafkast, opgørelse af et forrentningskrav, samt tillæg eller fradrag til den fremkomne værdi, findes en dagsværdi for investeringsejendommen. Især afkastkravet, der kan ligge under for subjektive vurderinger er kritisk og derfor også et forhold, som E&S fremhæver, at det er vigtigt at forholde sig kritisk til, i forbindelse med opgørelsen af dagsværdien af investeringsejendomme. Det samme gør andre forfattere i afsnit 3.3, samt flere af de fagfolk, som er interviewet i forbindelse med denne afhandling, netop fordi afkastkravet er af så stor betydning for vurderingen.

5.3.4 Fordele/ulemper ved den afkastbaserede model

Den afkastbaserede model til værdiansættelse lever op til reglerne i ÅRL og RVL 16, samt IAS 40[88]. Modellen har den klare fordel, at den er meget let at benytte og det er da også den som i praksis finder størst udbredelse. Selskaber med investeringsejendomme kan selv fastsætte værdierne, hvis ledelsen besidder de nødvendige kompetencer. Det kræver som nævnt kun fastlæggelse af driftsafkastet og et forrentningskrav.

Selvom ledelsen har tilstrækkelig viden til at foretage denne værdiansættelse er det dog tilrådeligt at den beregnede værdiansættelse sammenholdes med de aktuelle markedsforhold, eventuelt ved at indhente data for nye handler af tilsvarende ejendomme eller med en sagkyndig vurdering, hvilket også er et forhold som nævnes af KPMG (2008). Alene at lade ledelsens vurderinger ligge til grund for værdiansættelsen giver anledning til subjektive betragtninger omkring værdiansættelsen af selskabets investeringsejendomme. Dette forhold understreges tillige af en deltager i interviewundersøgelsen, Sehested.

[87] KPMG (2008), side 49, tillæg og fradrag til ejendommens værdi.
[88] KPMG (2008) side 45, lovgivningens krav.

En ulempe, som man også skal være opmærksom på ved vurdering af denne metode, er muligheden for at indregne samme risiko flere gange. Den usikre markedsudvikling skal enten indregnes i modellen som et nedslag i driftsafkastet som følge af hensynet til manglende fremtidige (normaliserede) lejeindtægter eller som et stigende afkastkrav – ikke begge dele.

Modellen tager kun højde for et enkelt gennemsnitligt år til beregning af ejendommens værdiansættelse. Den kan dermed betragtes som meget statisk og kan derfor ikke tage højde for forventelige begivenheder i fremtiden. Disse forhold kan eksempelvis være stigende leje efter modernisering, tomgangslejemål som følge af den finansielle krise eller andre forhold, som kan tænkes at påvirke værdiansættelsen. Omvendt er modellen meget tilgængelig og enkel at benytte.

5.4 DCF-modellen

Discounted Cash Flow modellen, forkortet DCF-modellen, er en mere avanceret model end den netop beskrevne. I denne model tages en budgetperiode på typisk 5-10 år i betragtning, hvor de forventede fremtidige cashflows (pengestrømme) vurderes og tilbagediskonteres til tidspunktet for værdiansættelsen. Dette sker ved hjælp af en forventet diskonteringsfaktor. Desuden tages der højde for fremtiden efter budgetperioden ved hjælp af en terminalværdi, der opgøres under hensynet til forventningen om fremtidige konstante cashflows eller en forventet konstant vækst efter budgetperioden[89].

Modellen er tidligere mest blevet anvendt til værdiansættelse af andre aktiver eller til værdiansættelse af hele virksomheder eller dele heraf. Modellen har dog, især internationalt, men også i Danmark, fundet større udbredelse igennem de senere år[90].

Ved anvendelse af DCF-modellen opdeles de forventede indtægter fra ejendommen i to perioder, budgetperioden og terminalperioden. I budgetperioden kan der i detaljer budgetteres de økonomiske konsekvenser af forventede begivenheder, mens der i terminalperioden regnes med et konstant eller stigende cashflow. Det frie cashflow opgøres i de enkelte år og i terminalperioden med udgangspunkt i ejendommens drift. Nedenfor er opstillet hvorledes det frie cashflow opgøres[91]:

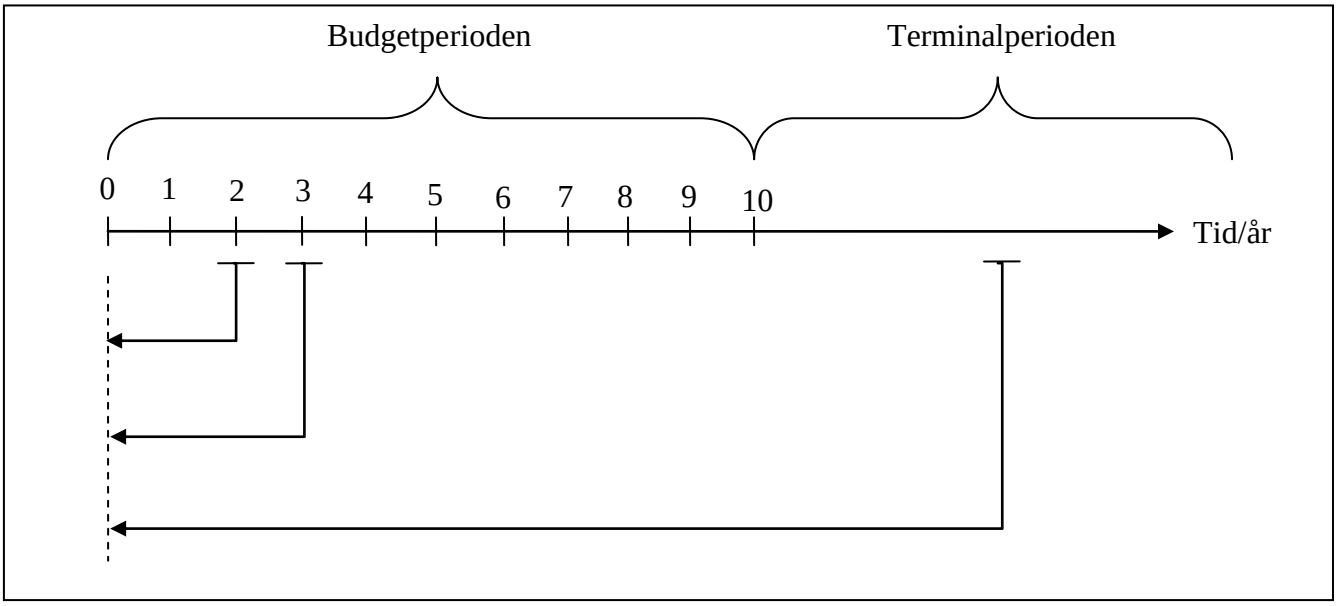
[89] KPMG (2008), side 54, DCF-modellen.
[90] Ejendomsforeningen Danmark (2006), side 5, DCF-modellen.
[91] Frit cashflow – Egen tilvirkning efter KPMG (2008), side 54.

+	Lejeindtægter
÷	Driftsomkostninger og administration
+/÷	Nettoinvesteringer
=	**FRIT CASHFLOW**

Lejeindtægter, samt drifts- og administrationsomkostninger opgøres på samme vis som i afkastmodellen. Nettoinvesteringer er investering i renovering eller modernisering af den pågældende ejendom, altså forbedring af ejendommen, som ikke hører ind under den almindelige løbende vedligeholdelse.

Det kan her diskuteres i hvilket omfang der skal tages højde for fremtidige investeringer i forbedring af ejendommen. Hvis der på et tidspunkt i budgetperioden foretages en modernisering af ejendommen vil det med stor sandsynlighed medføre øgede lejeindtægter og dermed en forhøjelse af ejendommens værdi. IAS 40 omtaler muligheden for at indregne resultatet af sådanne forventede investeringer i opgørelsen af det fremtidige cashflow, når denne model bruges, blot der ikke er tale om anlægsinvesteringer.

Det må her lægges til grund, at de forventede investeringer i modernisering og de deraf afledte øgede fremtidige indtægter skal være påregnelige og velbegrundede. Det skal samtidig være en modernisering af den nuværende ejendoms lokaler. En opførelse af en yderligere ejendom på samme grund kan ikke medregnes, mens retten dertil dog skal medtages i opgørelsen af ejendommens dagsværdi, da sådanne rettigheder som nævnt kan have betydelig værdi. Nedenfor er vist en grafisk fremstilling for principperne i DCF-modellen:



Figur 5.1[92]

Figuren illustrerer princippet i DCF-modellen, hvor hvert års cashflow tilbagediskonteres til tidspunktet for investeringen. Tilbagediskonteringen af årenes indkomster giver med en ønsket diskonteringsfaktor en angivelse af værdien i udgangspunktet.

5.4.1 Frit cashflow i budgetperioden

I budgetperioden, der som nævnt kan være 5-10 år, opgøres pengestrømme for hvert af årene i budgetperioden. Det er her muligt at budgettere helt præcist hvordan lejeniveauet stiger i henhold til de indgåede huslejekontrakter eller forventningen om den fremtidige udvikling i lejen. Det er også muligt at tage højde for eventuelle tomme lejemål i perioden.

Driftsomkostningerne og udgifter til administration består af ejendomsskatter, forsikringsudgifter og vedligeholdelse, samt de rent administrative omkostninger. Disse skal også budgetteres ud fra kendte historiske fakta og forventninger til et fremtidigt niveau. Den kommende løbende vedligeholdelse skal vurderes ud fra ejendommens aktuelle vedligeholdelsesstand[93].

[92] Grafisk fremstilling af DCF-modellen – Egen tilvirkning.
[93] KPMG (2008), side 55, frit cashflow i budgetperioden.

Det er vigtigt at budgetperioden er lang nok til, at det er muligt at medtage alle kendte og væsentlige forhold, der påvirker driften af ejendommen i selve budgetperioden. Hvis det eksempelvis er kendt, at man om 7 år skal foretage en modernisering af ejendommen, enten ud fra miljølovgivning eller planlovgivning, er det ikke tilstrækkeligt kun at benytte sig af en 5 års budgetperiode, da det således ikke kan siges at de fremtidige cashflows, der indregnes i terminalperioden er stabiliseret eller konstante. Så må man udvide budgetperioden til 7 eller måske 10 år. Det er for ejendomme relativt konstante cashflows, der er tale om, og en budgetperiode på 10 år er meget benyttet af de professionelle aktører på ejendomsmarkedet, som rent faktisk anvender DCF-modellen[94].

Desuden kan en budgetperiode på 10 år på hensigtsmæssig vis tage højde for de fleste usikkerheder der er forbundet med et usikkert marked, afledt af den finansielle krise, hvor lejeniveau kan komme under pres eller hvor tomme lejemål kan blive en realitet.

5.4.2 Frit cashflow i terminalperioden

Terminalperioden er perioden, som ligger efter budgetperioden. Denne periode er teoretisk uendelig og cashflowet her, er de forventelige langsigtede og normaliserede pengestrømme fra driften af ejendommen. I terminalperioden er det muligt at foretage en vurdering af, hvorvidt cashflowet vil være den samme konstante værdi i fremtiden eller om driften vil være underlagt en given vækst fremover.

Da det er almindeligt at lejekontrakter indeholder en bestemmelse om lejeregulering i forhold til det generelle prisniveau, bør der indregnes en vis konstant stigning i cashflowet i terminalperioden. Det er her værd at bemærke at både bestemmelser i de indgåede lejekontrakter, samt hvor der er tale om beboelsesejendomme, bestemmelser i lejelovgivningen om fremtidige lejestigninger, forinden der fastlægges en stigningstakst i terminalperioden.

Da terminalperioden indeholder alle fremtidige regnskabsår efter budgetperioden vil denne periode også være den mest bestemmende for ejendommens værdi. Terminalværdien alene bestemmer typisk mere end 50 % af ejendommens værdi, når der ses på en 10-årig budgetperiode. Den er dog samtidig

[94] Datea (2009), www.datea.dk, anvendelse af DCF-modellen, budgetperiode.

den mest usikre, da en fremtidig stigning kan være svær at vurdere, når den eksempelvis ligger 10 år ude i fremtiden.

5.4.3 Tilbagediskontering af cashflow

For at kunne opgøre ejendommens værdi, skal de beregnede cashflows i budgetperioden og terminalperioden tilbagediskonteres til tidspunktet for ejendommens værdiansættelse. Dette gøres ved hjælp af en diskonteringsfaktor (rente), som skal fastsættes for hver enkelt ejendom.

Diskonteringsfaktoren afhænger både af ejendomsrelaterede forhold og samfunds- og konjunkturmæssige forhold. Denne faktor kan derfor siges at skulle fastsættes under samme hensyn som forrentningskravet, der blev nævnt under den afkastbaserede model, selvom de to ikke er helt sammenlignelige. Dette skyldes blandt andet, at DCF-modellen i højere grad tager højde for inflationen, samt identificerede risici i budgetperioden[95].

I DCF-modellen er de fremtidige cashflows opgjort i det aktuelle års priser og ved tilbagediskonteringen af terminalperioden tages der højde for den forventede inflation eller stigningstakst i terminalperioden. Da terminalperioden i princippet er uendelig er det her meget vigtigt ikke at overvurdere stigningstaksten, da denne har overordentlig stor betydning for værdien af ejendommen.

Ved beregning af ejendommens dagsværdi efter denne metode, vil de fremtidige cashflows fra budgetperioden og terminalperioden blive tilbagediskonteret med diskonteringsrenten.

5.4.4 Fordele/ulemper ved DCF-modellen

DCF-modellen giver et mere nuanceret billede af driftsafkastet fra investeringsejendommen end afkastmodellen. Den er mere detaljeret og dynamisk at anvende, da der i budgetperioden kan indregnes fremtidige, men kendte forhold, eller forventninger, som påvirker driften ligesom en generel risiko kan fastlægges i afkastkravet.

[95] Ejendomsforeningen Danmark (2008), side 8, tilbagediskontering.

Dette gør omvendt også modellen sværere at anvende i praksis, hvorfor det kun er professionelle ejendomsadministratorer og ejendomsinvestorer, der benytter denne model i større udstrækning. Modellen giver mulighed for at knytte budgettering og likviditetsstyring for investeringsejendommen sammen med værdiansættelsen af denne, hvilket kan være en fordel, da en del af de grundlæggende krav til modellen kan være på plads i virksomheden i forvejen.

På samme måde som det gælder for afkastmodellen, er der for DCF-modellen også risiko for at indregne samme usikkerheder flere gange, både under afkastkravet og under cashflowet. Det kan også være vanskeligt at fastlægge cashflowet i budgetperiodens sidste år, da man – selvom afkastet fra en ejendomme er relativt stabilt sammenlignet med andre aktiver – trods alt er nogle år ude i fremtiden.

Diskonteringsfaktoren kan være vanskelig at fastlægge for folk uden ekspertise, og da det er en betydelig faktor for værdiansættelsen, stiller en korrekt vurdering af denne, store krav til ledelsen af et selskab, som foretager investering i investeringsejendomme, når denne metode anvendes.

Endelig skal det siges, at modellen giver det mest realistiske billede af værdiansættelsen af investeringsejendomme, da modellen er mere virkelighedstro og dynamisk[96]. DCF-modellen er dermed den mest hensigtsmæssige at anvende til opgørelse af dagsværdien for en investeringsejendom.

5.5 Delkonklusion, værdiansættelse (måling) af investeringsejendomme

Investeringsejendomme skal efter den gældende begrebsramme enten måles til kostpris eller til dagsværdi. Kostprismetoden er den mest enkle, men giver også et urealistisk billede af ejendommens værdi, da der fratrækkes systematiske afskrivninger fra ejendommens kostpris. Det samme gælder omvurderingsmetoden. Dagsværdien er den mest udbredte og giver også det rigtigste billede af værdien af et selskabs aktiver, selvom en korrekt dagsværdi kan være svær at finde. Det er konstateret, at der findes tre grundlæggende fremgangsmåder til brug for at finde den dagsværdi, som en investeringsejendom skal værdiansættes (måles) til. Disse er henholdsvis den eksterne vurdering ved en mægler eller anden specialist, beregning af værdien ved hjælp af afkastmodellen og beregning ved hjælp af DCF-modellen.

[96] KPMG (2008), side 45, DCF-modellens fordele.

Den eksterne vurdering foretages af en mægler med kendskab til markedet og derfor med kendskab til værdien af investeringsejendomme. Dette kræver derfor assistance af en ekspert. Det skal dog påpeges at også en eksperts arbejde skal vurderes kritisk og det er da også i den analyserede litteratur beskrevet, at vurderingsmænd kan have tilbøjelighed til at indregne fremtidige fordele ved ombygning af ejendommen i forbindelse med deres vurdering, hvilket ikke er tilladt. Dette selvom der er givet internationale retningslinjer for deres vurderingsarbejde. De interviewede erhvervsejendomsmæglere er dog uenige heri, da RICS foreskriver at fremtidige fordele ikke skal indregnes. Problemet kan derfor ligge hos de vurderingsmænd, som ikke bruger disse internationale standarder for vurderingsmænd.

Værdiansættelsen af investeringsejendommen efter afkastmodellen kan selskabets ledelse selv foretage. Afkastmodellen er relativt tilgængelig, men også statisk og kan ikke tage højde for flere variable, herunder forventninger til aktuelle begivenheder i de kommende år.

DCF-modellen derimod er mere fleksibel og ved budgettering er det muligt at indregne flere forskellige risici i denne model. Der stilles dog samtidig noget større krav til ledelsens kompetencer ved anvendelse af denne model. For begge modeller gælder det, at der er risiko for at indregne samme risiko flere gange og at et forrentningskrav for den ejendom som vurderes, er meget svært at opgøre, hvilket kan lede til en fejlagtig værdiansættelse. Modellen er dog den mest anbefalelsesværdige, da den giver det bedste udtryk for dagsværdien, især under hensyn til den finansielle krise.

Det skal samtidigt anføres, at det er tilrådeligt at den beregnede værdi af en investeringsejendom altid skal sammenlignes med tidligere handler af tilsvarende ejendomme. Da dette er sværere i et marked uden likviditet og derfor uden tilstrækkeligt mange handler, besværliggør dette en korrekt værdiansættelse af ejendommen. Her kan det være en fordel at sammenholde den konkrete beregning med en fagmands vurdering, for på den måde at opnå en yderligere sikkerhed for en korrekt måling.

6. Revision af selskaber, hvis aktivitet er investering i investeringsejendomme – revisors rolle

Revisor har et ansvar for, at selskabets årsrapport giver et retvisende billede af selskabets aktiver, passiver, finansielle stilling, samt resultatet. Det er det, som en revisor i sin blanke revisionspåtegning konkluderer, at årsrapporten giver læser. Dette kræver, at de finansielle informationer i regnskabet, som rapporteret til stakeholderne er væsentlige, relevante og pålidelige. Det er derfor her relevant at underkaste de to foregående kapitler en revisionsmæssig gennemgang ud fra de gældende revisionsstandarder, som finder anvendelse på de væsentligste forhold, der gælder for et selskab, der foretager investering i investeringsejendomme. Først må revisors rolle dog klarlægges, ikke i forhold til revisors arbejdsopgaver, men i forhold til hvorfor revision i det hele taget forekommer.

6.1 Fremkomsten af revision

For at kunne klarlægge revisors rolle, er det relevant først at anskueliggøre årsagerne til, at begrebet revision i det hele taget er opstået. Der er flere tilgangsvinkler til det faktum, at der er brug for revision. Der er her udvalgt to meget væsentlige mulige årsager til, at der sker revision af selskabers finansielle informationer. Disse vil blive diskuteret i relation til revisionen af selskaber, hvis aktivitet er investering i investeringsejendomme. Den første mulige grund vedrører informationen til selskabets stakeholders. Den anden vedrører muligheden for at forsikre sig igennem revisor og dennes ansvarsforsikring.

6.1.1 The Information Hypothesis

Ønsket, primært fra investorers og andre stakeholders side, om at modtage bedre information, kan være en grund til fremkomsten af revision[97]. Informationsbehovet er stærkt medvirkende til, at der ønskes en revision og en påtegning fra revisors side som tredje part, af rapporter fra virksomheden. En revision er medvirkende til en ensretning af informationsflowet, og øger sammenligneligheden mellem de aktuelle investeringsobjekter/virksomheder. Dette er med til at forbedre kvaliteten af den finansielle information for regnskabslæser. Denne teori er således til en vis grad en supplerende teori til agentteorien, der dog mere fokuserer på de informationsstrømme som virksomheden sender til mulige investorer (principaler). Hypotesen om, at ønsket om information leder til fremkomsten af revision, finder i sin oprindelige form anvendelse på ejerne af en virksomhed, som ud fra informationen kan beslutte hvor midlerne skal anbringes. Det er dog relevant, når der er tale om en virksomhed med investeringsejendomme, at se på

[97] CBS (2006), Materialesamling for CMA, side 16, fremkomsten af revision.

andre stakeholders, som løber en langt større risiko, nemlig långiverne, hvilket blev bekræftet i interviewundersøgelsen. Disse vil i mindst lige så høj grad ønske pålidelig information om selskabet, som de i mange tilfælde har et betydeligt engagement med.

Først og fremmest vil korrekt information mindske risikoen ved at kontrahere med virksomheden. Revideret information er af højere pålidelighed end ikke revideret information, hvorfor en virksomhed der udsender sidstnævnte, også vil være mere risikobetonet som samarbejdspartner end førstnævnte. Da investorer må antages at fravælge risikofyldte investeringer og långivere risikofyldte engagementer, leder dette til et krav om revision af det rapporteringsmateriale der kommer fra virksomheden. Såfremt en stakeholder ønsker bekræftet information, kan denne også vælge at betale en form for risikopræmie og i det omfang at summen af alle stakeholders risikopræmier er større end udgiften til en pålidelighed opnået ved revision, vil revisionen markedsøkonomisk set, være at foretrække[98].

En anden fordel ved korrekt information er, at beslutningsgrundlaget forbedres. Dette gælder såvel for interne investorer, som for virksomhedens egne beslutninger og de beslutninger som foretages af eksterne stakeholders. Desuden vil korrekt finansiel information fra en virksomhed, formet på en måde, der gør den sammenlignelig med informationen fra andre virksomheder, gøre, at der teoretisk set, ikke er nogen beslutningstagere, der har mere og bedre information end andre. Dette giver for ejerne som stakeholders en større mulighed for at identificere den korrekte markedsværdi for en virksomhed, da den fremkommer ved den pris, som investorerne vil betale for at placere deres kapital i denne. For långiverne giver det mulighed for at vurdere den pågældende virksomhed i forhold til andre, samt at fastsætte den mest korrekte betaling i form af rente, som engagementets risiko fordrer. Fremkomsten af ekstern revision er i denne teori dermed et resultat af stakeholders ønske om at modtage korrekt information fra virksomhederne.

6.1.2 The Insurance Hypothesis

En anden mulig grund til at der forekommer revision, er af forsikringsmæssige hensyn. I henhold til lovgivningen, er revisor og revisionskunden ansvarlig overfor tredjepart, ved ikke tilstrækkelige infor-

[98] CBS (2006), Materialesamling for CMA, side 16, risiko og revision.

mationer i revisionen eller væsentlige fejl, der derved giver et forkert beslutningsgrundlag for tredjepart[99].

Dette har medført, at aktører der opererer på det finansielle marked via rådgivning eller investeringer, i høj grad har et incitament til at sikre sig via et samarbejde med en revisor. Denne investering i revision skal ses i lyset af, at erstatningsansvaret skifter fra aktøren til revisor. Dette har en stor betydning for de parter der samarbejder med revisionskunden, da de har et sikkerhedsnet i form af revisorens ansvarsforsikring. Dette forbedrer samarbejdet mellem revisionskunden og deres samarbejdspartnere, eksempelvis kunder, långivere, kreditorer mv. Men hvorfor aktørerne sikrer sig gennem revisor/revision i stedet for et almindeligt forsikringsselskab, kan der være mange forklaringer på.

Revision er så indarbejdet i samfundet og dets omverden, at en aktør der ikke får revideret sine rapporter/ydelser har svært ved at opnå troværdighed, i forhold til selskabets stakeholders. En attestation er desuden med til at give rapporten troværdighed, og investorer, långivere og andre stakeholders føler en slags sikkerhed imod besvigelser og misinformation ved en attestation fra revisor, noget som har vist sig relevant ved store ejendomsselskabers konkurser. Flere revisionsselskaber i EU er blevet gjort ansvarlige for beløb, som var ude af proportion med revisionshonoraret og revisors direkte ansvar for en konkurs. Revisor er dækket af en ansvarsforsikring og der ses en tendens fra de tabslidende stakeholders, til at sagsøge den part, som har en sådan forsikring[100]. Dette betyder at revisorerne efterhånden har opbygget en stor viden indenfor ansvar og erstatningskrav fra tredje person og derfor kan tilbyde en bedre forsikring.

I et erstatningsperspektiv er revisoren meget opmærksom på det omdømme en erstatningssag vil medføre både for revisor og revisionskunden, men de ser samtidigt på de økonomiske aspekter der følger af en erstatningssag. Dette tjener begge parter, da de i omverdenens øjne gerne vil opfattes som troværdige aktører på hvert deres marked, med hensyn til deres omdømme og de informationer de sender til omverdenen. Et andet aspekt ved at være "forsikret" gennem revisoren er, at ved en konkurs er det revisoren (og dennes forsikring), som investorer og kreditorer kan henvende sig til med økonomiske krav, hvis ikke revisionen har påpeget virksomhedens dårlige økonomiske situation. Dette er et forhold,

[99] CBS (2006), Materialesamling for CMA, side 21-22, Insurance Hypothesis.

som i høj grad kan blive aktuelt i forbindelse med konkurser i ejendomsselskaber i forlængelse af den finansielle krise. Fra domstolenes side er denne praksis accepteret, da de ser det som en proces der i sidste ende giver forbrugerne regningen. En revisor der skal udbetale erstatning vil i fremtiden kræve højere honorar af deres risikobetonede kunder, der til gengæld vil sende regningen videre til forbrugerne i form af højere priser på deres varer og ydelser[101]. Brugen af en revisor kan på den vis medvirke til at allokere omkostningen til den aktør, som reelt har medført omkostninger for samfundet ved en erstatningssag eller konkurs. Revisoren kan kræve et højt honorar af aktøren for at udvide revisionen med et lavere væsentlighedsniveau til et omfang, der sikrer mod fremtidige erstatningssager. Hvis virksomheden af den grund skifter revisor, sender det samtidig et signal til markedet om mulig useriøsitet hos aktøren, da hyppige revisorskift ikke er velsete.

Et andet incitament til at involvere en revisor i arbejdet er, at det er en slags forsikring i omverdenens øjne, i sager der ikke egentligt kan forsikres, men da revisor er offentlighedens tillidsrepræsentant, står han som en garant for at indholdet er pålideligt og troværdigt. Fremkomsten af revision, kan i denne teori, dermed også bunde i ønsket om at lade sig forsikre.

Uanset om revision forekommer som et ønske om pålidelig information eller som følge af ønsket om at forsikre sig imod tab, har revisor et ansvar. Dette er et ansvar som er blevet meget tydeligt i lyset af den finansielle krise, hvor mange selskaber er under pres. Dette gælder især selskaber med investeringsejendomme, som er presset af den illikviditet der er i markedet som følge af krisen.

6.2 Revisors rolle ud fra de gældende standarder

Uanset om revision er opstået som følge af ønsket om information eller forsikring, er revisors rolle væsentlig. Begge dele leder til en vurdering af de finansielle informationer fra selskabet til stakeholderne. De væsentligste aspekter af revisionen af et selskab, hvis aktivitet er investering i investeringsejendomme, kan således identificeres til at være revision af præsentationen og værdiansættelsen, altså indregningen og målingen af selskabets ejendomme. Herunder falder selskabets beskrivelse af anvendt regnskabspraksis. Desuden vurderes selskabets ledelsesberetning at være et væsentligt fokusområde for revisionen. Grundet usikkerheder omkring dagsværdien for investeringsejendomme, som følge af den

[100] EU Kommissionen (2009), Grønbog, afsnit 5.1, www.europa.eu, revisorers professionelle ansvar.

finansielle krise, er revision af anvendelsen af anden eksperts arbejde en væsentlig handling. Revisor kan ikke selv have tilstrækkelig viden om alle forhold, og vil derfor i nogle tilfælde skulle vurdere andre fagfolks arbejde. Endelig er revisionen ud fra en betragtning om at årsrapporten aflægges efter princippperne for going concern væsentlig i en tid, hvor mange ejendomsinvesteringsselskaber er i vanskeligheder. Andre revisionsmæssige vurderinger kan komme i betragtning, men det er her antaget, at ovenstående er langt de væsentligste. I det følgende vil disse problemstillinger omkring selskaber, der foretager investering i investeringsejendomme derfor blive diskuteret.

6.2.1 Revision af indregning og måling, samt anvendt regnskabspraksis

Det er RS 545, som vedrører revision af måling til og oplysninger om dagsværdi. Vurderingen af dagsværdi er i lyset af den finansielle krise et særdeles væsentligt område i forbindelse med revisionen. Det er ikke kun retningslinjerne i denne RS der kan give revisor et tilstrækkeligt revisionsbevis og det er da heller ikke kun investeringsejendomme, som er omfattet af standarden, men også andre aktiver, som måles til dagsværdi. Revisionshandlingen, hvor revisor kontrollerer fysisk tilstedeværelse, kan ligeledes give revisor, ikke kun et bevis på tilstedeværelsen af investeringsejendommen, men også et revisionsbevis af ejendommens værdiansættelse, ud fra ejendommens stand mv.[102].

Det er vigtigt, at revisor har forståelse for virksomheden og dens omgivelser, men det er ledelsens ansvar, at der er foretaget de korrekte målinger af dagsværdien i årsrapporten, samt at der er informeret om de relevante oplysninger om dagsværdien. Ligeledes er det en del af ledelsens ansvar at udvælge de mest brugbare værdiansættelsesmetoder, samt hvilke forudsætninger der skal lægges til grund herfor. Mange af ledelsens målinger sker på baggrund af skøn eller fremtidige forudsætninger. Revisors rolle er her at overveje rigtigheden af disse, ud fra informationer, som er gjort revisor tilgængelig på revisionstidspunktet. Dog skal det siges, at det ikke er revisors ansvar, hvis ledelsen har tilbageholdt relevante oplysninger.

Måling til dagsværdi sker ud fra en betragtning om, at selskabet er en going concern virksomhed. Det er nemt at måle aktiver der handles på et aktivt og åbent marked, men det er mere komplekst, hvis der ikke er et aktivt marked. Derved kan det være svært for ledelsen at skønne over dagsværdien. Ledelsen

[101] CBS (2006), Materialesamling for CMA, side 21-22, forsikring gennem revisor.

kan derved anvende værdiansættelsesmodeller til værdiansættelsen af investeringsejendommen eller anvende en ekspert, en uafhængig vurderingsmand. Revisor skal vurdere resultaterne af disse. Er der usikkerhed forbundet med værdiansættelsen, skal revisor overveje en modifikation af sin påtegning, såfremt ledelsen undlader at beskrive disse usikkerheder[103].

Det er vigtigt, at revisor forstår virksomhedens kontrolaktiviteter, da en sådan forståelse kan hjælpe revisor til at identificere og vurdere risiciene for væsentlige fejlinformationer. Ligeledes er det vigtigt, at revisor forstår ledelsens valg af målingsproces. Forståelsen heraf hjælper revisor med at vurdere, om der skal yderligere revisionshandlinger til, for at understøtte målingen. Revisor skal overveje flere forhold, for at forstå virksomhedens proces til fastlæggelse af målinger til og oplysninger om dagsværdi. Blandt andet skal revisor danne sig et overblik over selskabets kontrolaktiviteter. Revisor gennemgår de anvendte data og vurderer erfaringen og ekspertisen hos de i virksomheden, som står for målingen eller hos en ekspert, hvis virksomheden anvender en sådan, i stedet for egne vurderinger. Ledelsens forudsætninger for målingen samt dokumentationen heraf skal naturligvis overvejes[104].

Det er også vigtigt, at revisor kontrollerer konsistensen og pålideligheden af de anvendte data i værdiansættelsesmodellerne. Efterfølgende skal revisor vurdere risikoen for fejlinformationer. Derfor skal revisor overveje den iboende risiko, så revisor kan vurdere hvor sårbare målingerne er. Sårbarheden afhænger af om målingen er simpel eller kompleks og derfor også af hvilke af de tidligere beskrevne metoder, virksomheden benytter som fremgangsmåde ved beregningen af dagsværdien for ejendommene.

Alt i denne RS skal ses i lyset af, at der kan anvendes forskellige begrebsrammer af forskellige virksomheder. Revisor skal sikre sig, at målinger til og oplysninger om dagsværdi er i overensstemmelse med virksomhedens regnskabsmæssige begrebsramme, herunder regnskabsklasse og det informationsniveau, som vurderes at være hensigtsmæssigt. Dermed er der forskel på små og mellemstore virksomheder og de helt store børsnoterede virksomheder. Revisor skal vurdere egnetheden af begrebsrammen, set i forhold til kendskab til virksomheden og dennes branche, den regnskabsmæssige behandling af

[102] RS 545, afsnit 2, revisionshandlingen fysisk tilstedeværelse giver revisor indtryk af ejendommen.
[103] RS 701, modifikation af den uafhængige revisors påtegning.
[104] RS 545, afsnit 10-16, revisors overvejelser i forbindelse med måling til dagsværdi.

aktiver og forpligtelser, samt resultaterne af andre revisionshandlinger, der forudsætter målinger til dagsværdi, er passende. Revisor skal altid være ekstra opmærksom ved selskaber hvor værdiansættelsesmetoden er meget kompleks og at man derved kan komme med flere fortolkninger og konklusioner af dagsværdien[105].

Når metoden for måling til dagsværdi er fastsat til selskabets regnskabsmæssige begrebsramme, er det revisors rolle at overveje om målingen til dagsværdi stemmer overens med denne og dermed om indregningen sker korrekt[106]. Revisor skal have revisionsbevis for ledelsens intentioner i forbindelse med målingen til dagsværdi. Derved skal revisor spørge ind til ledelsens vurderinger og ledelsens svar skal derefter underbygges ved overvejelser omkring ledelsens villighed til at gennemføre erklærede intentioner, gennemgang af skriftlige planer, herunder budgetter og mødereferater, hvoraf ledelsens valg og årsager hertil, af en bestemt handlingsplan fremgår. Revisor skal ligeledes se på ledelsens muligheder for at gennemføre denne handlingsplan, set ud fra et going concern princip i forhold til virksomhedens økonomiske situation og kontraktmæssige forpligtelser. Dette er især et væsentligt forhold i det nuværende økonomiske klima og vil derfor uddybes i et senere afsnit i dette kapitel. Revisor skal også overveje om ledelsen kan følge handlingsplanen. Alt dette er afgørende for om revisor mener, at man kan anvende ledelsens måling af dagsværdi eller ikke. Professionel dømmekraft er altid påkrævet fra revisors side, til at vurdere om værdiansættelsesmetoden er egnet[107].

Revisor skal i henhold til denne standard ligeledes vurdere, om der gives tilstrækkelige informationer om dagsværdien i henhold til den aktuelle begrebsramme. Der er ikke nogen særskilt revisionsstandard, som omhandler beskrivelse af anvendt regnskabspraksis. I henhold til ÅRL, skal selskabet redegøre for den anvendte regnskabspraksis i form af indregningsmetoder og målegrundlag[108]. Dette betyder, at revisor i henhold til RS 545 skal sikre sig, at denne beskrivelse er korrekt oplyst, i forhold til hvordan selskabet rent faktisk foretager beregningerne. For selskaber med investeringsejendomme, er dette ofte begrænset til en oplysning om hvordan ejendommene er værdiansat til kostpris eller dagsværdi.

[105] RS 545, afsnit 17-28, tilpasning af målinger til og oplysning om dagsværdi.
[106] RS 545, afsnit 56-60, indregning i henhold til begrebsramme.
[107] Revisors dømmekraft, også underbygget af interviewundersøgelse, Petersen, L.
[108] ÅRL § 53, virksomhedens redegørelse for metoder til indregning og måling.

I henhold til RVL 16 skal dette dog uddybes, hvilket revisor i forbindelse med sin revision må påse er korrekt gjort. Denne vejlednings supplement til ÅRL består i den forbindelse i, at det må oplyses hvilken metode selskabet har anvendt, når der måles til dagsværdi. Det skal altså oplyses om der anvendes afkastmodellen eller DCF-modellen. Desuden skal det oplyses, når der anvendes en ekstern vurderingsmand til opgørelse af dagsværdien. Dette vurderes dog ikke at være tilstrækkeligt. Som følge af usikkerheder, må der tillige bibringes regnskabslæser oplysning om hvordan afkastkrav eller diskonteringsfaktor er fastsat, især under hensyn til det volatile marked for investeringsejendomme. De elementer, som indgår i beregningsmodellerne, bør der derfor redegøres for, for at regnskabslæsers informationer omkring usikkerhederne er tilstrækkeligt oplyst[109]. Dette er revisors opgave at påse.

6.2.2 Revision af ledelsesberetningen

RS 585 omhandler revisionen af ledelsesberetningen. Som tidligere nævnt i afsnit 4.4, er det kun et krav med en ledelsesberetning i årsrapporter for virksomheder der er i regnskabsklasse C eller D, medmindre der er væsentlige forhold som skal beskrives. Dette vurderes at være tilfældet, når der er usikkerheder omkring indregning og måling, hvilket i høj grad gælder under den nuværende krise. I afsnit 4.4 er der beskrevet hvad en ledelsesberetning skal indeholde. Derfor kommes der ikke nærmere ind på dette her, da det her alene er relevant at se nærmere på revisors overvejelser ved revisionen af ledelsesberetningen, forinden der i kapitel 7 gives en helt konkret vurdering af en ledelsesberetning for case-virksomheden. Det skal i den forbindelse anføres, at det er vedtaget at pligten til at lade ledelsesberetningen revidere er ophævet med virkning for årsrapporter, hvor regnskabsårets påbegyndes 1. september 2008 eller senere. Ledelsesberetningen er dog fortsat omfattet af det retvisende billede og revisor skal stadigvæk overveje hvorvidt beretningen er i overensstemmelse med årsregnskabet, hvorfor overvejelserne i henhold til RS 585 stadig finder anvendelse[110].

Revisor skal ved revisionen (og fremover gennemgangen) af ledelsesberetningen vurdere relevansen af oplysningerne, samt risikoen for fejlinformationer. De handlinger som revisor skal udføre på ledelsesberetningen, skal indeholde en vurdering af relevante forhold, så som viden om virksomheden, herunder interne kontroller og brugen af ledelsesinformationssystemer i forbindelse med udarbejdelsen af ledelsesberetningen. Ligeledes skal revisionshandlingerne vurdere pålideligheden af oplysninger i le-

[109] KPMG (2008), side 27-28, yderligere informationer i anvendt regnskabspraksis vurderes også at være ønskeligt.

delsesberetningen, risikoen for bevidste fejlinformationer samt forventningerne til hvad regnskabsbruger, herunder virksomhedens stakeholders, mener giver årsrapporten et retvisende billede. Det er revisors professionelle vurdering der skal fastlægge hvilke forhold der er relevante til netop denne virksomheds ledelsesberetning[111].

Revisor skal via sine revisionshandlinger konkludere om ledelsesberetningen er udarbejdet under forudsætning af lovgivningens krav til årsrapporten, herunder det retvisende billede. Konklusionen skal være bygget på, hvorvidt ledelsesberetningen indeholder de oplysninger, som lovgivningen kræver, om den indeholder væsentlige fejlinformationer, om fremtidens forventninger er bygget på valide forudsætninger og dokumentation, samt at de ikke er behæftet med væsentlige fejlinformationer. Ligeledes skal indholdet i ledelsesberetningen være i kontrast til de øvrige elementer i årsrapporten. Revisors rolle er at kontrollere, om ledelsesberetningen opfylder lovgivningens krav. Revisor skal også kontrollere, at de angivne regnskabstal i ledelsesberetningen er i overensstemmelse med årsrapporten og disse tal skal naturligvis kontrolleres til regnskabsgrundlaget. Alle forudsætninger i ledelsesberetningen skal være dokumenterede og realistiske. Alle oplysningerne i ledelsesberetningen skal revisor bedømme relevansen heraf, således at den ikke giver et forkert eller misvisende billede af virksomheden. Revisor skal foretage en samlet vurdering af ledelsesberetningen og årsrapporten, for at påse at disse giver et retvisende billede af virksomheden.[112]

Ledelsesberetningen var tidligere omfattet af revisionspåtegningen. Selvom beretningen ikke fremover skal revideres, bør revisor modificere revisionspåtegningen, hvis der er udeladt lovkrævede oplysninger fra ledelsesberetningen, hvis den indeholder væsentlige fejlinformationer eller hvis revisor ikke har opnået tilstrækkeligt revisionsbevis omkring væsentlige udsagn i ledelsesberetningen. Sådanne modifikationer foretages i henhold til RS 701 som omhandler modifikationer af den uafhængige revisors påtegning.[113]

[110] E&S (2008), L100, lovforslag af 3. juni 2008, om ændring af ÅRL.
[111] RS 585, afsnit 6, revision af ledelsesberetningen.
[112] RS 585, afsnit 9-14, revision af ledelsesberetningen.
[113] RS 585, afsnit 15-19, revision af ledelsesberetningen.

6.2.3 Anvendelse af en eksperts arbejde

RS 620 omhandler, hvad revisor skal gøre i forbindelse med at indhente tilstrækkeligt revisionsbevis, ved arbejde/vurdering, som er udført af en ekspert. Det forventes, at revisor har viden omkring generelle forretningsmæssige forhold, men det forventes ikke at revisor skal være ekspert på alle områder. Især ved opgørelse af dagsværdi, som er væsentligt for en virksomhed, der foretager investering i investeringsejendomme, kan revisor komme til kort. Dette især som følge af manglende sammenligningsgrundlag, for så vidt angår de beregnede værdier, grundet de meget få faktisk gennemførte handler og revisors adgang til sådanne data. Derfor kan der være brug for en eksperts bistand.

En ekspert kan være en, som er ansat udefra af virksomheden selv, eller en der er ansat udefra af revisoren. Det kan dog også være en ansat i virksomheden, eller en der er ansat af revisor. Set i lyset af, at eksperten kan være en ansat i virksomheden eller en person med anden tilknytning til virksomheden, skal revisor vurdere ekspertens faglige kompetencer og uafhængighed, da der i disse tilfælde kan være tvivl omkring ekspertens objektivitet. Herved skal revisor se på ekspertens erfaring og omdømme, samt faglige autorisation og lignende. Ligeledes skal revisor sikre sig at eksperten er økonomisk uafhængig af virksomheden. Er revisor i tvivl omkring objektiviteten, skal revisor drøfte dette med ledelsen. Dertil kan det være, at revisor skal udføre supplerende handlinger[114].

Når revisor skal vurdere egnetheden af ekspertens arbejde, skal revisor se på, om ekspertens resultater er korrekt afbildet i årsrapporten. Derudover skal revisor vurdere ekspertens anvendte grundlag, forudsætninger og metoder til at opgøre dagsværdi, samt gennemgå sammenhængen mellem de resultater, som eksperten er kommet frem til, set i forhold til revisors generelle kendskab til virksomheden. Revisor skal vurdere de anvendte grunddata. Desuden skal revisor foretage forespørgsler omkring de udførte handlinger, samt gennemgå eller teste de anvendte data. Da revisor ikke har samme ekspertise som eksperten, er det derfor ekspertens ansvar, at rigtigheden af de anvendte forudsætninger og metoder er i orden[115].

Hvis resultatet af ekspertens arbejde ikke giver revisor tilstrækkeligt revisionsbevis, skal revisor belyse forholdet der gør, at der ikke er tilstrækkelig konsistens mellem disse resultater og andet revisionsbevis.

[114] RS 620, afsnit 1-10, anvendelse af en eksperts arbejde.

Derved er det revisors rolle at drøfte resultatet med eksperten og virksomhedens ledelse og eventuelt beslutte at inddrage en anden ekspert. Ligeledes skal revisor anvende supplerende arbejdshandlinger eller eventuelt give forbehold eller supplerende oplysninger i revisionspåtegningen ved uenighed eller væsentlige usikkerheder. Ved et eventuelt forbehold i revisionspåtegningen skal revisor henvise til eller beskrive arbejdet udført af eksperten. Dette kræver dog ekspertens tilladelse[116].

6.2.4 Going concern betragtninger

I forbindelse med revision af selskabers årsrapporter, er revisors vurdering af hvorvidt selskabet er i stand til at fortsætte sin drift blevet mere relevant i lyset af den igangværende finansielle krise. Mange virksomheder er påvirket af krisen og især ejendomsselskaber er i vanskeligheder eller er allerede gået konkurs, fordi de ikke var i stand til at overholde deres gældsforpligtelser.

Ifølge RS 570, som omhandler revisors vurdering af going concern, er det revisors rolle at være opmærksom på ledelsens brug af going concern forudsætningerne. Men det er først og fremmest ledelsens ansvar, at årsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med den grundlæggende forudsætning i ÅRL, om at virksomheden er i stand til at fortsætte sin drift. Going concern forudsætningerne bygger nemlig på den antagelse, at virksomheden kan fortsætte sin drift og derved kan realisere sine aktiver og opfylde sine forpligtelser under normal drift[117]. Om virksomheden er i stand til dette eller ikke, vil naturligvis have betydelig indflydelse på hvordan selskabets aktiver indregnes og måles i årsrapporten.

Med en forhistorie, hvor et selskab er overskudsgivende og har let adgang til finansiering, er det ikke nødvendigt at ledelsen foretager en detaljeret analyse af forudsætningerne for fortsat drift. I det nuværende finansielle klima, er adgang til finansiering dog stærkt begrænset og især ejendomsmarkedet er illikvidt. Dette kan give anledning til problemstillinger omkring going concern forudsætningerne.

Revisor skal derfor overveje om det er hensigtsmæssigt, at selskabets ledelse, som aflægger regnskabet, anvender forudsætningen om going concern. Disse overvejelser skal revisor gøre sig i forbindelse med

[115] RS 620, afsnit 11-14, ekspertens ansvar.
[116] RS 620, afsnit 15-17, revisionsbevis.
[117] RS 570, afsnit 3-8, ledelsens vurdering af fortsat drift.

planlægningen af revisionen og ved den egentlige vurdering af ledelsens bedømmelse[118]. Der er flere forhold i relation til selskaber, som foretager investering i investeringsejendomme, der er relevante for revisor at tage med i sine overvejelser. Blandt de væsentligste, er om selskabet har en negativ egenkapital eller om der er lån, som nærmer sig forfald, uden det er sandsynligt, at disse kan blive fornyede, samt om der er tale om negative pengestrømme fra driften. Her er det meget relevant at overveje de korrekte dagsværdier af ejendomme, idet en forkert (for høj) værdiansættelse kan bibringe selskabet den omtalte negative egenkapital, hvis værdien faktisk er lavere.

I øvrigt er det interessant, at revisionsstandarden under disse vurderingsmomenter nævner virksomhedens afhængighed af kortfristede lån til finansiering af anlægsaktiver[119]. Dette er et forhold, som er anvendt af mange ejendomsspekulanter, før den finansielle krise, hvor ejendomme blev erhvervet med forventning om en kortsigtet værdistigning og dermed gevinst. Disse blev finansieret kortsigtet med variabelt forrentede lån. En konstruktion, som har sendt mange ejendomsselskaber til tælling, grundet de af finanskrisen afledte rentestigninger og besværlighed med finansiering og refinansiering [120].

Revisors rolle og ansvar vedrørende going concern er således i det væsentligste at vurdere selskabets ledelses bedømmelse af virksomheden. Hvis revisor er i tvivl om virksomhedens evne til at fortsætte driften, skal der foretages yderligere revisionshandlinger. Disse indeholder en gennemgang af ledelsens planer for fremtidige handlinger, ud fra hvilke det må vurderes, om disse kan afkræfte formodningen om en betydelig usikkerhed, vedrørende den fortsatte drift. Endvidere er analyser af forventninger om fremtidige pengestrømme, gennemgang af låneaftaler og ikke mindst efterfølgende begivenheder efter statusdagen, revisionshandlinger som revisor skal udføre, hvis der er tvivl om virksomhedens fortsatte eksistens.

Going concern er en meget væsentlig forudsætning for bedømmelse af selskabets årsrapport. Derfor er revisor forpligtet til at modificere sin påtegning, såfremt der hersker tvivl herom og dette ikke fremgår af selskabets årsrapport på anden vis, eksempelvis ved en fyldestgørende beskrivelse af usikkerheder i ledelsens beretning. Problemer omkring going concern kan derfor lede til såvel en påtegning med sup-

[118] RS 570, afsnit 9-10, revisors ansvar i forbindelse med vurdering af going concern.
[119] RS 570, afsnit 8. kortfristet finansiering af langfristede aktiver.
[120] Ejendomsselskaber konkurs som følge af rentestigninger, interviewundersøgelse, Lorenzen, K.

plerende oplysninger, en bekræftende påtegning, med angivelse af "bortset fra" og en afkræftende påtegning. Begge dele er væsentlig og nødvendig information til regnskabslæser, da selskabets stakeholders naturligt har interesse i at regnskabet giver et retvisende billede af selskabet og dets aktiviteter, for derigennem at kunne vurdere sin risiko.

6.3 Delkonklusion, revision og revisors rolle

I forbindelse med en vurdering af revisors rolle, er det interessant at se på hvordan begrebet revision er opstået. Der findes to væsentlige hypoteser, der behandler revisionens nødvendighed. Disse er "information hypothesis" og "insurance hypothesis". At revision skulle være opstået som følge af stakeholdernes ønske om bedre og mere pålidelig information, virker meget sandsynlig. Bedre information giver stakeholderne et bedre beslutningsgrundlag omkring deres engagement med det reviderede selskab. At revision er opstået som følge af at stakeholderne ønsker at forsikre sig, virker lige så rigtigt. Det er konstateret, at der kan rettes krav mod revisor, hvis denne begår fejl og således kan brugen af revisors arbejde blive en form for forsikring i forhold, der ellers ikke lader sig forsikre. Desuden kan omkostningerne til forsikringen bedst allokeres korrekt ved brugen af en revisor, som kan vurdere sine arbejdsopgaver i henhold til den forventede risiko ved opgaven.

Det er belyst hvilke forhold revisor skal være opmærksom på, i forbindelse med sin revision af selskaber, der foretager investeringer i investeringsejendomme. Principperne for indregning og måling af selskabets aktiver udfordres i forbindelse med den finansielle krise og dagsværdier er derfor blevet meget svære at opgøre. Det er derfor vigtigt, at revisor kritisk vurderer de forudsætninger, som selskabets ledelse lægger til grund for deres vurderinger. Disse må være pålidelige og revisor skal indhente tilstrækkelig dokumentation i forbindelse med sit arbejde.

Anvendt regnskabspraksis er ikke noget der direkte er beskrevet i revisionsstandarderne. Det er dog i forbindelse med revisionen, revisors opgave at påse, at der er fyldestgørende oplysninger om, hvordan selskabet indregner og måler posterne i årsrapporten. Desuden bør der suppleres med udvidede oplysninger om forudsætningerne for opgørelse af dagsværdi af investeringsejendomme.

Ledelsesberetningen er en væsentlig del af årsrapporten. Selvom den som udgangspunkt er en frivillig del af årsrapporten for en virksomhed i klasse B, vurderes den dog ikke at kunne undværes, da der er forhold, som regnskabslæser og virksomhedens stakeholders skal gøres opmærksom på. Derfor skal revisor ved sin revision af ledelsesberetningen vurdere ledelsens udsagn, om de har relevans for virksomhedens interessenter (stakeholders) og om informationerne er pålidelige. Desuden må revisor sørge for, at der findes en sammenhæng imellem de finansielle informationer i årsrapporten og den kvalitative information, som fremgår af ledelsens årsberetning. Kun således opnås et retvisende billede.

Revisor kan umuligt vide alt og have kompetencer indenfor alle områder. I forbindelse med den igangværende krise og vigtigheden af opgørelsen af korrekte dagsværdier for de meget betydelige aktiver i et selskab, hvis aktivitet er investering i investeringsejendomme, kan det være nødvendigt at konsultere en ekstern ekspert. En ekspert kan dog også være til stede internt i virksomheden. I begge tilfælde er revisor nødt til at overveje ekspertens faglige kvalifikationer, ekspertens uafhængighed og forudsætningerne for det udførte arbejde.

Endeligt skal revisor, især med den nuværende finansielle situation for øje, grundigt overveje virksomhedens muligheder for at fortsætte driften. Betragtninger omkring going concern er derfor en meget væsentlig del af revisors rolle. Især når der ses på revisionen af ejendomsselskaber, som siden krisens indtræden, har været meget hårdt ramt af udviklingen på de finansielle markeder. Manglende forudsætninger omkring going concern, ændrer regnskabslæsernes opfattelse af årsrapporten og dermed deres bedømmelse af denne. Revisor må vurdere selskabets pengestrømme, refinansieringsmuligheder og ledelsens planer for at kunne vurdere virksomhedens fremtidige drift. Meget vil ændre sig, såfremt selskabet ikke kan fortsætte sin drift, især værdierne af selskabets aktiver. Derfor er det retvisende billede i forhold til going concern meget væsentligt i forhold til stakeholders mulighed for at vurdere sin risiko.

7. Analyse af case-virksomheden Ejendomme A/S

Det er valgt at inddrage en aktuel virksomhed i nærværende afhandling, for at belyse helt konkrete problemstillinger i relation til præsentationen og værdiansættelsen af selskabers investeringsejendomme. Der vil igennem dette kapitel blive forholdt sig til konkrete problemstillinger, som revisor bør gøre sig i forbindelse med sin revision, hvorfor dette kapitel kan betragtes som en form for revision af case-virksomhedens årsrapport, med fokus på indregning og måling, samt revisors rolle.

Der er valgt en virksomhed i en størrelse, der kan klassificeres som tilhørende gruppen af små og mellemstore virksomheder. Dette er gjort da det vurderes, at børsnoterede virksomheder i forvejen har det største fokus og allerede er velbeskrevet i flere afhandlinger. Desuden er en virksomhed i klasse B, som den udvalgte virksomhed i dette case-studie, en størrelse virksomhed, som langt de fleste regnskabsbrugere og revisorer kan relatere sig til og også en virksomhed, som langt de fleste revisorer på et tidspunkt vil stifte bekendtskab med. Dette fordi antallet af denne type virksomheder er betydeligt, hvilket ikke er tilfældet for de store børsnoterede virksomheder. Der vil i det efterfølgende blive givet en præsentation af case-virksomheden, hvorefter den relevante teori vil blive anvendt på de faktiske forhold, som gælder for dette selskab og for mange andre selskaber, der foretager investering i investeringsejendomme.

7.1 Case-virksomhedens historie, udvikling og økonomi

Case-virksomheden Ejendomme A/S blev etableret i 1997. Selskabet har til formål at foretage ejendomsinvesteringer ved erhvervelse og udlejning af ejendomme. Selskabet har løbende udvidet sin portefølje af investeringsejendomme gennem opkøb af nye ejendomme og ved fusion med selskaber, der ligeledes har til formål at foretage ejendomsinvestering.

Selskabets 13 investeringsejendomme i porteføljen er primært velbeliggende investeringsejendomme i og omkring Københavns centrum. Ejendommene er hovedsageligt erhvervet i slutningen af 1990'erne og begyndelsen af 2000-tallet, selvom der i 2007 er erhvervet to meget store ejendomme i forbindelse med et udbud af nogle af Statens ejendomme. Ejendommene i porteføljen har meget forskellige karakteristika. De består således af kontorejendomme og butiksejendomme, samt ejendomme med blandet

beboelse/erhverv. En af de nyerhvervede ejendomme er udlejet til hotelvirksomhed. En oversigt over selskabets ejendomme er vist i et efterfølgende afsnit.

Selskabets ejendomme giver et positivt driftsafkast fra udlejningen og selskabet har således haft et pænt overskud i de senere år, mens 2008 kun lige akkurat gav et positivt resultat. En stor del af overskuddet er dog tidligere skabt ved opskrivning af ejendomme og fortjeneste ved salg af ejendomme, primært i regnskabsåret 2006 og 2007. Således er en stor del af selskabets egenkapital tilvejebragt ved urealiserede værdireguleringer af selskabets investeringsejendomme.

Selskabets ejendomsportefølje er i årsrapporten 2008 værdiansat til i alt t.kr. 461.085. Dette er en værdi, som er betydeligt højere end året før (t.kr. 345.807), da der ved fusion med et søsterselskab, er inddraget 4 ejendomme i porteføljen til en værdi af t.kr. 93.312, samt foretaget udvikling og forbedring af selskabets ejendomme for t.kr. 21.965. Der er ikke foretaget værdireguleringer af ejendommene i 2008.

Selskabets egenkapital udgør t.kr. 101.831, mens rentebærende gæld udgør t.kr. 301.687 og anden gæld t.kr. 17.886. Selskabets soliditetsgrad er ved udgangen af regnskabsåret 2008 således 22 %. Af den rentebærende gæld udgøres t.kr. 191.015 af prioritetsgæld til realkreditinstitutter, t.kr. 48.844 til andre kreditinstitutter og t.kr. 61.828 til tilknyttede virksomheder. Af anden gæld på t.kr. 17.886 udgøres t.kr. 10.777 af deposita, forudbetalt leje og lejernes tilgodehavender jf. varmeregnskab mv. Det er således primært finansieringskilder, kunder og ejerne selv, der er stakeholders i case-virksomheden Ejendomme A/S, hvilket tidligere er identificeret at være sædvanligt for denne type af virksomheder.

Case-virksomheden Ejendomme A/S opgør værdien af de fleste af investeringsejendommene til dagsværdi. Dagsværdien for nogle af investeringsejendommene, er sket ud fra den afkastbaserede model og andre ved hjælp af en mæglervurdering. De to nyerhvervede ejendomme er værdiansat til en dagsværdi, som svarer til kostprisen. Ejendommene er ikke fuldt udviklede og endnu heller ikke fuldt udlejede. Dette giver samlet set et indtryk af en virksomhed med betydelige værdier og en solid egenkapital.

Af den samlede værdi af ejendomme i selskabets årsrapport 2008 på t.kr. 461.085, udgøres t.kr. 166.364 dog af opskrivninger til dagsværdi. En usikkerhed omkring denne opskrivning vil derfor også

give en usikkerhed om selskabets egenkapital og dermed kreditværdigheden af selskabet. Dette er forhold, som der i øjeblikket er stor fokus på og som tidligere er behandlet i nærværende afhandling. Det skal i parentes bemærkes, at på trods af selskabets tilsyneladende soliditet, har det oplevet besværligheder med finansiering af udviklingen af de to nyerhvervede ejendomme.

7.2 Præsentation af case-virksomhedens investeringsejendomme i årsrapporten.

Der vil i dette kapitel blive foretaget en analyse af den udvalgte case-virksomheds årsrapport, med fokus på hvordan selskabets investeringsejendomme er præsenteret og værdiansat. Det blev klarlagt i kapitel 4, at indregningen behandles før målingen, hvorfor nedenstående afsnit vil vedrøre hvordan selskabets aktiver er præsenteret i den eksterne årsrapport, samt hvordan revisor påser, at dette foretages korrekt i henhold til ÅRL.

Der er ikke forskel på klassifikationen i forhold til, om der er tale om store eller små selskaber. De store selskaber skal til gengæld overholde flere krav til informationerne i årsrapporten, herunder udvidede notekrav.

7.2.1 Præsentation i balancen

Case-virksomhedens ejendomme er investeringsejendomme i henhold til de positive afgrænsninger oplistet i afsnit 2.1, idet selskabets ejendomme er erhvervet med henblik på driftsafkast ved udlejning og kapitalgevinst på længere sigt. De opfylder derfor betingelserne for at blive indregnet som et anlægsaktiv i selskabets årsrapport og derfor skal selskabet overholde skemakravene i ÅRL. Værdien af selskabets investeringsejendomme skal indregnes som et materielt anlægsaktiv i henhold til bilag 1 og 2 til ÅRL. Revisor skal påse, at denne klassifikation er korrekt.

Nedenstående er et uddrag af Ejendomme A/S' årsrapport 2008. Det viser selskabets materielle anlægsaktiver som er indregnet i balancen. Disse udgøres af grunde og bygninger, der er indregnet med en værdi af t.kr. 461.085[121]:

[121] Materielle anlægsaktiver, balancen, uddrag af årsrapport 2008 for Ejendomme A/S.

Note		2008 kr.	2007 t.kr.
	Grunde og bygninger	461.084.526	345.807
3	Materielle anlægsaktiver i alt	461.084.526	345.807

Revisor kontrollerer i forbindelse med sin revision af selskabets årsrapport, at klassifikationskravene i henhold til den aktuelle begrebsramme er overholdt. Dette vurderes at være tilfældet for case-virksomheden. Det bemærkes, at informationsværdien af de finansielle oplysninger i selve balancen er begrænsede. Selskabet har dog valgt at indarbejde en note til oplysningerne, hvilket ikke er et krav for selskabet i klasse B. En note forbedrer informationerne til regnskabslæser betydeligt.

7.2.2 Præsentation i anlægsnoten

Anlægsnoten er en specifikation af de materielle anlægsaktiver. Når der er krav om at der skal udarbejdes noteoplysninger eller selskabet vælger at medtage noteoplysninger og dermed overholde kravene for en højere liggende regnskabsklasse, skal selve noten overholde kravene i ÅRL. Disse krav er som nævnt i kapitel 4, at der skal være sammenlignelighed med tidligere år. Der skal ikke være sammenligningstal, men der skal være oplyst udgangspunktet for primotallene i årsrapporten.

Dette gælder for de oplysninger, som er krævet af noten. Disse er kostprisen for anlægsaktiverne, samt opskrivningen af disse. Det skal endvidere oplyses, hvordan ændringer fra primo året til ultimo året forekommer. Dette omfatter egentlige tilgange ved køb i året eller ved ændringer i dagsværdien. Det omfatter også ændringer ved virksomhedssammenslutninger, hvilket er tilfældet for case-virksomheden i 2008, idet selskabet fusionerer med et datterselskab. Nedenfor er noten, som et uddrag af case-virksomhedens årsrapport 2008[122]:

[122] Note for materielle anlægsaktiver, uddrag af årsrapport 2008 for Ejendomme A/S.

3. MATERIELLE ANLÆGSAKTIVER:

	Grunde og bygninger
Kostpris 1. januar	246.592.864
Tilgang ved fusion	26.162.734
Tilgang	21.965.157
Kostpris 31. december	294.720.755
Opskrivninger 1. januar	99.214.573
Tilgang ved fusion	67.149.198
Opskrivninger 31. december	166.363.771
REGNSKABSMÆSSIG VÆRDI 31. DECEMBER	461.084.526
Offentlig ejendomsvurdering 2008	453.450.000

Noten er ikke et krav, men af meget stor betydning for regnskabslæser. Den regnskabsmæssige værdi af investeringsejendomme i eet beløb, som i balancen, kan dække over flere forhold. Det kan være nogle ejendomme erhvervet for dyrt, som er nedskrevet, såvel som det kan være nogle ejendomme erhvervet før den finansielle krise og som derfor indtil dennes indtræden har undergået endog betydelige værdistigninger. Noten overholder de krav der er til en sådan, som beskrevet i afsnit 4.2. Det kan ses af noten, at der ikke sker værdiregulering af selskabets investeringsejendomme i 2008.

Idet selskabet vælger at medtage noteoplysninger, bør der suppleres med yderligere oplysninger om selskabets investeringsejendomme i henhold til RVL 16. Disse oplysninger kan være ejendomsspecifikke oplysninger om ejendommens beliggenhed, drift, areal mv. Dette er oplysninger, som især bankerne i henhold til Sehested i interview lægger vægt på. Alternativt burde oplysningerne fremgå af ledelsesberetningen. Dette vurderes at være et krav, som case-virksomheden altså ikke overholder og ej heller kan undgå at skulle oplyse om, selvom det ikke er omfattet af et notekrav i regnskabsklasse B. Revisor bør påse, at sådan information medtages, da det falder indenfor revisors rolle, hvis informatio-

nen er væsentlig i henhold til Information Hypothesis, samt at det reviderede selskabs årsrapport overholder kravene til et retvisende billede, hvis informationerne kan bidrage til opfyldelsen af dette.

Umiddelbart vurderes det dog som værende en overflod af informationer, der ikke bibringer regnskabslæser yderligere beslutningsgrundlag og revisor Petersen påpeger da også, at det er for omfattende informationer, som kun de færreste små og mellemstore selskaber bringer, da de næppe vil ændre regnskabslæsers opfattelse af årsrapporten. Hvis man i stedet anser IAS 40 som fortolkningsbidrag til ÅRL og ikke RVL 16, hvilket revisor ej heller erklærer sig om i sin påtegning, så er disse omfattende informationer ikke omfattet af den internationale standard. Dér er det kun krævet at der omtales hvordan dagsværdien fremkommer, hvilket vil blive vurderet i et senere afsnit.

Case-virksomheden har i anlægsnoten valgt at supplere med oplysning om den offentlige vurdering af selskabets investeringsejendomme. Denne udviser en værdi, som ikke væsentligt afviger fra den af selskabet beregnede dagsværdi af ejendommene. I perioden 2000-2007, hvor værdien af ejendomme steg betydeligt, hvilket blev illustreret i kapitel 3, er det almindeligt kendt at SKATs vurderinger ikke steg i samme takt. SKAT foretog derfor på dette tidspunkt, i hvert fald ikke overvurderede vurderinger af ejendomme. Hvis dette lægges til grund, så vil en offentlig ejendomsvurdering i henhold til SKATs vurderingsvejledning næppe afvige meget fra de faktiske forhold, selvom det er meget svært at fastsætte dagsværdier i det nuværende marked.

Det vurderes at den offentlige ejendomsværdi giver en god indikation af ejendommenes dagsværdi og at det derfor er en værdifuld information til regnskabslæser og virksomhedens stakeholders. Oplysning af den offentlige ejendomsværdi er i øvrigt en nem information for selskabets ledelse at give i selskabets årsrapport.

7.2.3 Ledelsesberetningen

Der er i henhold til ÅRL mulighed for at fravælge ledelsesberetningen for selskaber, der aflægger årsrapport efter regnskabsklasse B. Denne mulighed har case-virksomheden benyttet og der er derfor ikke en ledelsesberetning i selskabets årsrapport for 2008. Som tidligere beskrevet i afsnit 4.4 er det kun et krav for regnskabsklasse B, at udarbejde en ledelsesberetning, såfremt der er forekommet væsentlige ændringer i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold, samt ved væsentlig usikkerhed omkring indregning og måling. Som det ligeledes nævnes i afsnit 4.4, så er der revisionsfirmaer og stakeholders der mener, at selskaber i regnskabsklasse B burde udarbejde en ledelsesberetning. Dette er også et fokusområde for E&S, som nævnt i afsnit 3.3 om den nyeste litteratur på området. Generelt skal der oplyses om forhold, der er relevante for regnskabsbruger, hvilket case-virksomheden altså undlader.

At det rent faktisk er relevant for regnskabsbruger kan dokumenteres ud fra de gennemførte interviews, hvor blandt andet Lorenzen og Sehested påpeger at der sjældent ses fyldestgørende ledelsesberetninger for mindre virksomheder i klasse B, og at det kunne være ønskeligt med en ledelsesberetning, indeholdende yderligere informationer end de rent finansielle. I undersøgelsen giver revisorerne Pedersen, Petersen og Jensen ligeledes udtryk for, at der i små og mellemstore virksomheder ofte er tale om en standardiseret tekst uden informationsværdi og at det er meget sjældent, at der gives en fyldestgørende oplysning, herunder oplysninger om usikkerheder ved indregning og måling.

Det vurderes, at Ejendomme A/S burde have udarbejdet en ledelsesberetning i 2008, idet den finansielle krise og usikkerheden på ejendomsmarkedet giver en betydelig volatilitet i ejendomspriserne og derfor betydelig usikkerhed i vurderingerne og beregningerne af investeringsejendommenes værdi i 2008. Ejendomme A/S burde have udarbejdet en ledelsesberetning, som om de var i regnskabsklasse C og ikke regnskabsklasse B. Det nævnes tidligere i afsnit 4.4, at ledelsesberetningen ligeledes er med til at give årsrapporten et retvisende billede, sammenholdt med resten af årsrapporten. Da selskabet ikke selv har udarbejdet en beretning, vil der nedenstående blive givet et forslag til en ledelsesberetning, som den burde have set ud for Ejendomme A/S i 2008, indeholdende alle de aspekter, som en fyldestgørende ledelsesberetning for case-virksomheden bør indeholde, inklusive beskrivelse af usikkerheder[123]:

[123] Forslag til beskrivelse af anvendt regnskabspraksis - Egen tilvirkning.

Ledelsesberetning:

Hovedaktivitet:

Virksomhedens hovedaktivitet består i ejendomsudlejning og -investering og hermed beslægtet virksomhed.

Udviklingen i aktiviteter og økonomiske forhold

Årets nettoomsætning er steget med 39 % i forhold til 2007. Dette skyldes primært fusionen med datterselskabet. Årets resultat udgør t.kr. 1.082 i 2008 mod t.kr. 16.074 i 2007. Udviklingen skal sammenholdes med den stigende rente i 2008, samt at der i 2007 er indeholdt en avance ved salg af ejendomme på t.kr. 8.600 mio. og opskrivninger af selskabets ejendomme med t.kr. 3.900. Ledelsen anser resultatet for tilfredsstillende.

Regnskabsåret har været præget af den fusion, der har været med dattervirksomheden CPH Ejendomme ApS, hvilket gør det sværere at sammenligne 2007 med 2008, fordi dattervirksomhedens aktivitet i 2007 var indregnet som en kapitalandel og ikke en del af virksomheden som helhed. Ligeledes er regnskabsåret præget af tab på debitorer på t.kr. 1.294. Dette skyldes, at en af selskabets største lejere gik konkurs og de manglende betalinger fra lejer kunne ikke dækkes af det betalte depositum. Som følge heraf, er tomgangen er steget fra 2,5 % i 2007 til 7 % i 2008. Lokalerne er endnu ikke blevet genudlejet.

Selskabets likvider er i 2008 faldet med t.kr. 5.682 fra t.kr 7.809. i 2007 til t.kr. 2.127.

Usædvanlige forhold der har kunnet påvirke indregning og måling

Regnskabsåret 2008 er præget af den finansielle krise. Mens lejeniveauet og driften i selskabets investeringsejendomme har været stort set uændret, er der konstateret en vis usikkerhed omkring opgørelse af dagsværdien af ejendomme, grundet et illikvidt ejendomsmarked. Selskabets ledelse har derfor valgt at fastholde værdiansættelsen af selskabets ejendomme på samme niveau som i 2007.

Ledelsesberetning(fortsat):

Begivenheder efter regnskabsårets afslutning

Der er ikke indtruffet begivenheder efter statusdagen, som har betydning for selskabets finansielle stilling.

Den forventede udvikling

Ledelsen forventer et lignende resultat for 2009. Der vil i 2009 blive brugt færre midler på vedligeholdelse og forbedring af ejendomme, idet vedligeholdelsesplanerne for selskabets ejendomme, samt udviklingen af selskabets to nyeste ejendomme, er ved at være tilendebragt.

Særlige risici

Finansielle risici:

Som beskrevet har selskabets ledelse valgt at fastholde værdiansættelsen af selskabets ejendomme. Såfremt den svagere konjunktur fortsætter, må det kunne forventes, at der kommer et pres på dagsværdien af disse aktiver.

Renterisici:

Selskabet har i det væsentligste sikret sig imod renterisici som følge af de volatile renteniveauer, afledt af den finansielle krise. Selskabet har således indgået aftale om renteswap med fast rente indtil 2017. Grundet volatiliteten, er værdien af aftalen negativ på statusdagen, men det forventes at bibeholde aftalen til udløb, hvorfor det ikke forventes at aftalen medfører yderligere omkostninger for selskabet.

Kreditrisici:

Selskabets fortsatte drift er afhængig af tilstrækkelige kreditfaciliteter fra selskabets bankforbindelse Nordea. Selskabets ledelse vurderer, at selskabets bankforbindelse fortsat er villig til at stille den fornødne kredit til rådighed.

Forretningsmæssige risici:

Som følge af den finansielle krise er der konstateret stigende tomgang i selskabets lejemål, hvilket forventes at fortsætte. Der er endnu ikke konstateret faldende lejeniveau, men det må forventes, såfremt den finansielle krise fortsætter.

Ovenstående forslag til ledelsesberetning vurderes at være det som ledelsen som minimum burde inddrage i en ledelsesberetning. Der er hentet inspiration til ledelsesberetningen fra KPMG (2008), samt årsrapporter 2008 for de store ejendomsselskaber Dades A/S og Jeudan A/S, hvoraf det sidstnævnte er et børsnoteret selskab. Der kunne med fordel gives informationer til regnskabslæser omkring følsomheden ved ændringer i forudsætningerne for dagsværdien af aktiverne. Dette er en anbefaling i RVL 16, men ikke et forhold som nævnes i IAS 40. Dette er mere relevant for helt store virksomheder i regnskabsklasse C og D og præsenteres også ofte i årsrapporterne for disse, mens det umiddelbart er for meget forlangt af små og mellemstore virksomheder, da det stiller store krav til regnskabsudarbejder.

Revisor bør i sin påtegning give en supplerende oplysning om usikkerhederne ved indregning og måling og henvise til ledelsens beskrivelse heraf i ledelsesberetningen.

7.2.4 Anvendt regnskabspraksis

Det er som nævnt i afsnit 6.1 et krav, at der i den eksterne årsrapport oplyses om den anvendte regnskabspraksis. Dette har case-virksomheden gjort for så vidt angår selskabets investeringsejendomme, hvor der nedenfor er indsat et uddrag af selskabets anvendte regnskabspraksis i årsrapport 2008[124]:

> **Investeringsejendomme:**
> Investeringsejendomme måles på baggrund af en afkastbaseret dagsværdi, og værdireguleringen indgår i egenkapitalen under "opskrivningshenlæggelse". Opgørelse af dagsværdien foretages af ledelsen.

Tidligere er det beskrevet i afsnit 6.1, at selskaber skal beskrive deres anvendte regnskabspraksis på investeringsejendomme. I henhold til ovenstående figur, beskriver Ejendomme A/S deres anvendte regnskabspraksis meget sparsomt. De beskriver dog hvilken metode, der er anvendt, samt hvem der har foretaget vurderingen. Selskabet mangler dog at beskrive elementerne i den afkastbaserede model, samt hvilke forudsætninger, der ligger til grund herfor i henhold til de anbefalinger, som blandt andet gives af revisionsfirmaet KPMG, for at regnskabslæser kan få bedre information om selskabet. Dette er også et forhold, som er beskrevet i de artikler, der blev set på i afsnit 3.3. At oplysningerne mangler i mange årsrapporter understøttes af Sehested i interviewundersøgelsen, hvor denne oplyser, at især kreditinsti-

[124] Anvendt regnskabspraksis for investeringsejendomme, uddrag af årsrapport 2008 for Ejendomme A/S.

tutterne kunne ønske sig en beskrivelse af, hvad der ligger til grund for fastsættelsen af afkastkravet. Der vil derfor i det nedenstående gives et eksempel på en fyldestgørende anvendt regnskabspraksis for investeringsejendomme for Ejendomme A/S, da revisor bør anbefale selskabet at der gives en forsvarlig beskrivelse heraf. Beskrivelsen kunne med fordel se ud som nedenfor anført[125]:

Investeringsejendomme:
Selskabets investeringsejendomme måles til en skønnet ejendomsværdi, ejendom for ejendom. Målingen sker ved anvendelsen af en afkastbaseret værdiansættelsesmodel, hvor et normaliseret driftsafkast sættes i forhold til et afkastkrav, der ligeledes fastsættes ejendom for ejendom. Opgørelsen af ejendommenes dagsværdi foretages af selskabets ledelse.

Værdireguleringerne føres via resultatopgørelsen. Positive værdireguleringer af investeringsejendomme med fradrag af den udskudte skat derpå, føres via resultatdisponeringen til reserve for dagsværdi under egenkapitalen.

Afkastmetoden:
Selskabets investeringsejendomme værdiansættes til en skønnet markedsværdi. Værdiansættelsen er i overensstemmelse med bestemmelserne i Årsregnskabsloven, samt regnskabsvejledningen vedrørende investeringsejendomme. Afkastmodellen er en beregningsmodel, hvor et normaliseret driftsafkast for den pågældende investeringsejendom sættes i forhold til et afkastkrav for den pågældende ejendom.

Afkastkravet er fastsat ejendom for ejendom. Afkastkravet er forskelligt for selskabets ejendomme, da markedet prissætter forskellige typer af ejendomme forskelligt. Desuden fastsættes afkastkravet dels på grundlag af udviklingen i markedsforholdende for den pågældende ejendomstype, dels på baggrund af ændringer i den enkelte ejendoms karakteristika. Selskabets ejendomme i årsrapporten 2008 er værdiansat til et afkast i intervallet imellem 2,85 % – 6,55 %, med et vægtet afkastkrav på 4,73 %.

[125] Forslag til beskrivelse af anvendt regnskabspraksis - Egen tilvirkning..

Ovenstående beskrivelse af anvendt regnskabspraksis vurderes at være dækkende i forhold til selskabets aktuelle begrebsramme. Den overholder lovgivningens krav og bibringer også selskabets stakeholders en yderligere grad af information end det er tilfældet med den beskrivelse selskabet tidligere gav. Inspiration er indhentet fra samme kilder, som til ledelsesberetningen.

Yderligere oplysninger kunne med fordel gives regnskabslæser. Især den væsentligste stakeholder, långiverne, kunne nok være interesserede i informationer, der viser hvordan selskabets egenkapital påvirkes som følge af ændringer i værdiansættelsen af investeringsejendommene, ud fra en ændring i afkastkravet. Dette er dog nok en urimelig byrde at lægge på virksomheder af case-virksomhedens størrelse, især i forhold til ønskerne om at begrænse ressourcebruget i forbindelse med den regnskabsmæssige rapportering.

Således vurderes det overordnet, at selskabet overholder de lovgivningsmæssige krav til indregning af selskabets aktiver. Der burde gives flere informationer til virksomhedens stakeholders end de rent finansielle informationer i årsrapporten, hvilket blandt andet vedrører en bedre beskrivelse af selskabets drift, usædvanlige forhold, samt usikkerheder ved indregning og måling. I det efterfølgende vil der blive set nærmere på case-virksomhedens ejendomme, samt præcis hvordan de måles ved brug af de i kapitel 5 beskrevne metoder.

7.3 Case-virksomhedens ejendomme

Selskabet Ejendomme A/S har som nævnt en portefølje af investeringsejendomme. Disse ejendomme opfylder definitionerne oplistet i den positive afgrænsning af investeringsejendomme i henhold til RVL 16, som behandlet i afsnit 2.1. Da disse ejendomme af ejer, er erhvervet med henblik på udlejning og indtjening ved løbende driftsoverskud og forventningen om en fremtidig kapitalgevinst, er der tale om investeringsejendomme.

Nedenfor er vist en oversigt over case-virksomhedens investeringsejendomme, deres beliggenhed, driftsafkast, værdiansættelse og værdiansættelsesmetode:

Ejendom	Vurdering	Driftsakast	Forrentning	Værdi	Kostpris	Opskrivning
Nørre Søgade	Afkast	1.829.182	2,85%	64.195.647	15.005.050	49.190.597
Nygade	Afkast	1.237.034	5,30%	23.282.601	9.683.628	13.598.973
Nygade	Afk./Mgl.	54.060	1,46%	3.711.932	1.455.224	2.256.708
Strandgade	Mægler	-10.873	-0,42%	2.600.000	497.080	2.102.920
Store Kongensgade	Mægler	820.062	3,90%	21.000.000	6.031.089	14.968.911
Købmagergade	Mægler	237.998	5,95%	4.000.000	1.670.592	2.329.408
Ovengaden Neden Vandet	Mægler	1.917.333	5,05%	38.000.000	12.724.505	25.275.495
Havnegade	Mægler	399.802	6,45%	6.200.000	5.359.985	840.015
Vesterbrogade	Afkast	4.746.929	6,55%	72.321.321	43.374.054	28.947.267
Bredgade	Afkast	1.276.200	4,20%	30.412.781	13.224.956	17.187.825
HC. Andersens Boulevard	Afkast	2.131.179	3,93%	54.165.901	44.500.249	9.665.652
Frederiksholms Kanal	(Kostpris)	4.514.121	4,75%	95.119.516	95.119.516	0
Holbergsgade	(Kostpris)	2.666.900	5,80%	46.074.827	46.074.827	0
I ALT	**Blandet**	**21.819.927**	**4,73%**	**461.084.526**	**294.720.755**	**166.363.771**

Figur 7.1[126]

Som det fremgår af figuren har selskabet værdiansat ejendommene i sin portefølje ud fra flere af de metoder, som er beskrevet i kapitel 5. Både kostpris og dagsværdi efter mæglervurdering og afkastberegning er i anvendelse i case-virksomheden. Den mere avancerede DCF-model ses dog ikke i brug.

Værdiansættelsen af investeringsejendomme er påvirket af den finansielle krise. Dette er konstateret i afsnit 3.1, hvor det er dokumenteret, at værdierne af disse ejendomme er svingende med tendens til faldende, som følge af besværligheder med finansieringen af disse kapitaltunge aktiver. Af besvarelserne fra de gennemførte interviews kan det bekræftes, at prisniveauet som følge af en likviditetsrigelighed tidligere har været stigende. Stort set alle ejendomme har kunnet finansieres og dette har medført stigende priser. Også fordi mange ejendomsinvesteringer er foretaget med en kortsigtet investeringshorisont. Dette anerkendes af både en repræsentant fra finansieringskilde, samt flere revisorer i henhold til de gennemførte interviews. Dette er nu ikke længere tilfældet. Finansieringskildernes udlånsvillighed er ændret markant og dette kan ses på prisniveauet for investeringsejendomme.

Det vil her være relevant i case-studiet, at foretage en efterprøvning af værdiansættelsen af selskabets investeringsejendomme med udgangspunkt i de tidligere behandlede modeller, for derigennem at illustrere modellernes anvendelse i praksis, samt for på den måde at foretage en dybdegående analyse af case-virksomheden og værdiansættelsen af dennes investeringsejendomme.

7.4 Værdiansættelse af case-virksomhedens investeringsejendomme

Der vil i dette afsnit blive foretaget en vurdering af de værdiansættelsesmetoder, som er behandlet i et tidligere kapitel. Disse metoder overføres på de værdiansættelser af egne ejendomme, som case-virksomheden har foretaget, som en del af analysen af case-virksomheden. Derudover illustreres det, hvordan revisor skal forholde sig til metoderne.

7.4.1 Kostprismetoden

To af selskabets investeringsejendomme er opført i selskabets balance til hvad der svarer til kostpris. Der er tale om ejendomme erhvervet i året forinden det år som analyseres. Det er dog ikke kostprismetoden i sin oprindelige form, der er i anvendelse, da der ikke foretages systematiske afskrivninger på disse ejendomme. Der er snarere tale om, at selskabets ledelse vurderer, at ejendommenes dagsværdi svarer til kostprisen for disse ejendomme. Dette bunder i det forhold, at ejendommene ikke er færdigudviklede og ej heller fuldt udlejede.

Da en del af lokalerne i disse ejendomme står tomme og måske grundet den finansielle krise ikke kan udlejes, vil de muligvis stå tomme i en vis periode. Dette giver en betydelig usikkerhed om de fremtidige indtægter fra disse ejendomme, hvilket ved brug af en afkastbaseret betragtning, kan give en forkert værdi af ejendommene, hvis der ikke tages fradrag herfor.

Det er dog et problem at værdiansætte disse ejendomme til kostpris i et selskab, hvor aktiviteten er investering i investeringsejendomme og hvor der derfor kan anvendes dagsværdi på alle ejendomme, da selskabets hovedaktivitet er investering i investeringsejendomme.

[126] Figur 7.3, Case-virksomhedens ejendomme – Egen tilvirkning efter data indhentet fra Ejendomme A/S.

Selskabets ledelse har formentlig foretaget en korrekt vurdering af værdiansættelsen af ejendommene, men fremgangsmåden er forkert. Selskabets ledelse har først antaget at kostprisen svarer til dagsværdien og dernæst verificeret denne ved hjælp af et forventet driftsafkast, som sat i forhold til kostprisen, giver et afkast. Dette afkast er dernæst vurderet, hvorvidt det er rimeligt i forhold til ejendommens beliggenhed, vedligeholdelsesstand mv. Selskabets ledelse burde først have opgjort driftsafkastet, som beskrevet i afsnit 4.3.1. Dernæst burde dette have været sat i forhold til et afkastkrav, uden skelen til kostprisen for ejendommen, inklusive de betydelige forbedringer. En anvendelse af den foreskrevne fremgangsmåde vil kunne have givet en dagsværdi for ejendommen, som lige såvel kunne være højere som lavere end kostprisen for ejendommen. Revisors rolle er at vurdere om afkastet er korrekt, hvilket også påpeges af revisor Petersen i undersøgelsen. Da afkastet for de to ejendomme ligger på 4,75 – 5,80 %, vurderes ledelsens opgørelse af dagsværdien dog at være korrekt. Det ligger nemlig indenfor det interval som E&S i sit notat omtaler, samt de vurderinger, som foretages af de større ejendomsmæglerkæder, for ejendomme med gode beliggenheder.

Således er selskabets ejendomme ikke værdiansat til kostpris. Blot vurderes det, at der ikke skal ske nedskrivning under kostprisen, men ej heller opskrivning af de pågældende ejendomme. Selskabets ledelse burde dog have anvendt en af de efterfølgende metoder til værdiansættelse, også af disse ejendomme.

7.4.2 Omvurderingsmetoden

Denne metode er ikke anvendt af case-virksomheden og vil derfor ikke blive beskrevet yderligere, da en beskrivelse heraf ikke vurderes at bibringe yderligere viden om metoden i forhold til beskrivelsen i kapitel 5.

7.4.3 Ekstern vurderingsmand

Som det fremgår af figur 7.1 er der 5 af selskabets ejendomme, der er vurderet af en fagmand. Som tidligere nævnt i afsnit 5.2 skal den eksterne vurderingsmand være økonomisk uafhængig af virksomheden. Dertil skal dog siges, at den vurderingsmand, der er anvendt af selskabet, også er et medlem af bestyrelsen, og har været det i mange år. Bestyrelsesmedlemmet har tidligere i mange år arbejdet som ejendomsmægler og har været direktør i et meget stort ejendomsselskab. Det skal dog siges, at han ikke

længere arbejder som ejendomsmægler og ikke har gjort det i et mindst 3 år. Derved er det svært at vurdere, om han kan benævnes at være en ekspert, da han nok ikke længere har den store føling med, hvad der sker på ejendomsmarkedet. Hvis det ikke havde været på grund af den finansielle krise på ejendomsmarkedet, havde hans føling medejendomsmarkedet nok stadigvæk været tilfredsstillende, men grundet den finansielle krise vurderes det, at han har ikke nok føling med udviklingen indenfor investeringsejendomme.

Selvom han er et eksternt bestyrelsesmedlem og kun får et beskedent honorar for at være i bestyrelsen, er han ikke uafhængig af virksomheden, da han er medlem af ledelsen. Det kan tænkes, at ledelsen gerne vil have nogle højere værdier på ejendommene i selskabet, så der er mere at udlodde af til ejerne. Det er dog ikke tilfældet her, da ingen af bestyrelsesmedlemmer har en direkte fordel ved højere værdier. Ligeledes ses det i selskabets årsrapport at udlodningerne er beskedne, samt revisor har ikke haft anledning til mistanke.

Det er revisors opgave at tage stilling til forudsætningerne for vurderingen. Bestyrelsesmedlemmet vurderer ejendommene ud fra deres stand, beliggenhed og de andre faktorer, som er beskrevet i afsnit 5.3.4 om afkastmodellen, da det er de samme forhold der ligger til grund. Dette giver en dagsværdi, som igen svarer til et afkast for den enkelte ejendom. Revisor må indhente yderligere revisionsbevis, da vurderingen ikke er foretaget af en uafhængig. De fundne afkast for de vurderede ejendomme ligger på 3,90 -5,95 %, når der ses bort fra en enkelt ejendom, som afviger med kun 1,46 %, grundet en dårlig drift. Dette vurderes ikke at afvige væsentligt fra de afkastkrav som opgøres af de store ejendomsmæglerkæder og som E&S også gengiver i sit notat, men der er naturligvis stadigvæk tale om en væsentlig usikkerhed. Dette underbygges, af det faktum at værdiansættelsen af de pågældende ejendomme var den samme sidste år, mens det generelt antages at markedet er faldet siden da.

Det vurderes, derfor at bestyrelsesmedlemmet ikke er tilstrækkeligt uafhængigt af virksomheden, da han er medlem af ledelsen. Det vurderes heller ikke, at bestyrelsesmedlemmet har den påkrævende føling med ejendomsmarkedet som det ser ud nu, så han kan benævnes ekspert. Dermed ikke sagt, at hans vurdering ikke er retvisende og korrekt, baseret på revisors efterprøvning af værdien ud fra afkastberegninger. Der er dog tale om en almindelig ledelsesvurdering, som ikke giver revisor et yderligere

revisionsbevis. Selskabet burde have haft en uafhængig ekstern vurderingsmand udefra, til at vurdere ejendommene ligeså, så de derigennem kunne have understøttet bestyrelsesmedlemmets vurdering og også give revisor yderligere revisionsbevis.

7.4.4 Den afkastbaserede model

Afkastmodellen er som beskrevet den mest anvendte model til værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi. Case-virksomheden værdiansætter da også de fleste af sine ejendomme med udgangspunkt i denne model. Nogle af værdiansættelserne er dog efterfølgende bekræftet af en ejendomsmægler. Der vil her blive givet et eksempel på, hvordan selskabet anvender modellen til beregning af værdien af ejendommen Nørre Søgade.

Selskabet har beregnet normalindtjeningen på et normalt driftsår for den pågældende ejendom til at udgøre t.kr. 1.829. Beregningen fremkommer som resultatet af den faktiske lejeindtægt, reguleringer for forventet lejeindtægt, regulering for forventningen om fremtidig udlejning af ikke udlejede arealer, samt de årlige, forventede driftsomkostninger, herunder vedligeholdelse mv. Derved fremkommer nedenstående beregning af driftsafkastet[127]:

Årlig lejeindtægt ifølge indgående lejekontrakter	2.276.082
Regulering til forventet markedsleje	+16.200
Skønnet årlig markedsleje på uudlejede arealer	+34.000
Gennemsnitlig årlig vedligeholdelsesudgift	-129.600
Administrationsomkostninger	-55.500
Ejendomsskatter, afgifter og andre omkostninger	-312.000
BUDGETTERET DRIFTSAFKAST	**1.829.182**

Det normaliserede driftsafkast kan med baggrund i lejekontrakter og tidligere års udgifter, budgetteres meget nøjagtigt. Der er dog flere forhold og antagelser, som indgår i beregningen af lejeindtægten og de andre faktorer, som tilsammen udgør ejendommens driftsafkast.

Langt de fleste lejemål i ejendommen er af nyere dato og lejeniveauet er derfor meget tæt på den aktuelle markedsleje. Det gennemsnitlige lejeniveau er fastsat til kr. 838 pr. m2 for ejendommens 2.713

kvadratmeter. Markedslejen vurderes af ledelsen til at være kr. 845 pr. m2 for den pågældende type ejendom, hvilket giver grundlag for et tillæg til lejeindtægten, ud fra den betragtning, at alle ejendommens kvadratmeter kan udlejes til den pris. Der er tale om et mindre beløb, som lejen reguleres med for en normaliseret leje.

Desuden findes et mindre areal, som er uudlejet. Dette skal i opgørelsen af det normaliserede driftsafkast anses som udlejet til markedslejen. Det er dog også her et mindre beløb, der er tale om.

Der er afsat udgifter til løbende vedligeholdelse. For den pågældende ejendom er der afsat kr. 48 pr. m2 i vedligeholdelse. Vurderingen af vedligeholdelsen af en udlejningsejendom afhænger af ejendommens generelle vedligeholdelsesstand på tidspunktet for skønnet over disse omkostninger. Ejendommen Nørre Søgade er i god vedligeholdelsesstand og det er derfor ikke ualmindeligt at afsætte ca. kr. 50 pr. kvadratmeter i løbende vedligeholdelse. Den afsatte udgift vurderes derfor ikke at afvige væsentligt fra dette skøn. Administrationsomkostninger og øvrige driftsomkostninger er budgetteret med baggrund i tidligere års realiserede omkostninger.

Huslejeindtægten med tillæg af reguleringerne og fradrag af omkostningerne giver dermed et normaliseret afkast for den pågældende ejendom. Dette driftsafkast skal som tidligere beskrevet sættes i forhold til et afkastkrav. For den pågældende ejendom, har selskabets ledelse valgt et afkastkrav på 2,85 %. Dette betyder at driftsafkastet i forhold til ejendommens dagsværdi udgør en procentsats på 2,85 %. Når de to faktorer sammenholdes, findes en dagsværdi på investeringsejendommen på t.kr. 64.196. Ejendommen er erhvervet for kun t.kr. 15.005 og er således opskrevet med hele t.kr. 49.191. De urealiserede værdireguleringer til dagsværdi for denne ejendom har således været en betydelig del af selskabets værdiskabelse i de senere år.

Den lave værdi af afkastkravet og dermed den høje værdiansættelse af ejendommen, bunder især i ejendommens gode beliggenhed. Nørre Søgade i København er et eftertragtet og meget efterspurgt kvarter og selskabets ledelse vurderer derfor, at dette afkastkrav er et markedskonformt niveau. Spørgsmålet er dog om ejendommen vil kunne sælges til denne værdi i det aktuelle marked og derfor

[127] Figur 7.4, driftsafkastet – Egen tilvirkning efter data indhentet fra Ejendomme A/S.

samtidig, om selskabets ledelse har fastsat et for optimistisk og lavt afkastkrav, da dette er lavere end foreslået af E&S og flere ejendomsmæglerkæders markedsundersøgelser. Dette er et helt essentielt spørgsmål som revisor må stille sig, da værdien af ejendommen ligger betydeligt over anskaffelsessummen for ejendommen, som dermed er opskrevet til en meget højere værdi i selskabets årsrapport. Selskabets egenkapital kan derfor være betydeligt overvurderet, såfremt værdiansættelsen af ejendommen er for høj. Revisor skal overveje andre handlinger, som kan understøtte denne måling.

Det er i det nuværende marked stort set umuligt at finde en ejendomshandel af en tilsvarende ejendom, som er sammenlignelig og derfor kan bruges til at understøtte den værdiansættelse, som selskabet har foretaget. Denne ejendoms værdiansættelse kunne selskabet med fordel have engageret en ekstern vurderingsmand til at opgøre dagsværdien på. En anden metode til at finde en værdiansættelse kan være at betragte de enkelte lejligheder som ejerlejligheder. Dette er en metode, som blandt andet SKAT anvender til værdiansættelse af udlejningsejendomme, hvor huslejeindtægten er ubekendt, eksempelvis hotelejendomme[128]. Dette kan revisor anvende i sin vurdering af dagsværdien af den pågældende ejendom, især fordi det ved revisors kendskab til selskabet er klarlagt, at strategien netop er at frasælge de enkelte lejligheder med fortjeneste, efterhånden som lejemålene opsiges af lejerne.

Det er derfor relevant at sammenholde værdiansættelsen med værdien af ejerlejligheder med samme beliggenhed og stand, som lejemålene i den pågældende ejendom. Det er i den forbindelse fundet, at ejerlejligheder i Nørre Søgade for tiden er vurderet til kr. 25.000 pr. kvadratmeter[129]. Dette svarer til en værdi på t.kr. 67.825 for hele den pågældende ejendom. Det er dog værd at bemærke, at der her ikke er tale om en værdiansættelse i henhold til handler, der er gennemført, men i stedet en sammenligning med ejendomme, der for nyligt er sat til salg. Et helt validt sammenligningsgrundlag opnås naturligvis først, når en sammenlignelig ejendom bliver solgt.

Hvis man overfører den offentlige vurderings betragtninger på denne ejendom, vil dette give et bidrag til opgørelse af dagsværdien. De bedst beliggende ejendomme i hovedstaden er handlet til en faktor på

[128] SKAT (2009), Vurderingsvejledning 2009-2, www.skat.dk, vurdering af udlejningsejendom som ejerlejligheder.
[129] www.boligsiden.dk, aktuelle handelspriser på ejerlejligheder.

30-36 med udgangspunkt i bruttolejeindtægten[130]. For denne ejendom vil dette svare til en værdi på mellem t.kr. 69.788 og t.kr. 83.746.

Selvom der ikke skal foretages nedskrivningstest, når ejendommene opgøres til dagsværdi, idet dette kun har umiddelbar relevans for aktiver opgjort til kostpris eller dagsværdi efter omvurderingsmetoden, er en sådan test alligevel interessant til verifikation af dagsværdien af en investeringsejendom. Det ligger inden for revisors rolle at foretage denne vurdering, hvis der er indikationer på at der kan være behov for sådanne tests, hvilket også er beskrevet i artiklen "Nedskrivningstest i en krisetid", som belyst i afsnit 3.3. Et eksempel er det stigende renteniveau, som har betydning for afkastkravet. Dette kan derfor ikke umiddelbart være så lavt som tidligere, hvilket indikerer et nedskrivningsbehov – især for denne ejendom. Her er det dog en ændring i dagsværdi, der er på tale, da der ikke er anvendt kostprismetoden. Revisors betragtninger herom, er dog alligevel yderst relevante. Såfremt ejendommen allerede er opdelt i ejerlejligheder eller det er muligt at foretage en sådan opdeling, så bør lejlighederne kunne indbringe de anførte kr. 25.000 pr. m2. Dette selvfølgelig under forudsætning af, at der er købere til lejlighederne. Det er ikke kun blandt erhvervsejendomme der ses meget færre handler under den finansielle krise, men også blandt beboelsesejendomme. Det er derfor op til revisor at foretage en vurdering af, hvorvidt disse oplysninger kan anvendes som dokumentation for værdiansættelsen af den pågældende ejendom. Det vurderes derfor at ejendommens værdiansættelse, som opgjort af ledelsen er korrekt, selvom afkastet er lavt, da vurderingen som lejligheder, der sælges enkeltvis bør kunne indbringe en værdi, der mindst er lig med den opgjorte dagsværdi af investeringsejendommen.

Case-virksomheden Ejendomme A/S har ikke ændret afkastkravet fra 2007 til 2008. Grundet den finansielle krise, er der dog forhold som taler for, at afkastkravet muligvis burde være højere. Notatet fra E&S, der blev belyst i afsnit 3.3, indeholder samme betragtninger. Der fokuseres på, at mange selskaber har anvendt et for lavt afkastkrav i forbindelse med opgørelsen af dagsværdier i årsrapporterne for 2008, hvilket har givet urealistisk høje dagsværdier. Her er afkastkravet ganske vist lavt, men revisionsbevis indhentet på anden måde bekræfter ledelsens vurderinger, da lejlighederne enkeltvis sandsynligvis kan sælges til den opgjorte værdi. Værdiansættelsen kan derfor have for lav i 2007, hvilket er lige så forkert og det burde have påvirket revisors påtegning.

[130] SKAT (2009), Vurderingsvejledning 2009-2, www.skat.dk, lejefaktor på handlede ejendomme.

Selve modellen, der benyttes til beregning af ejendommens værdi bør også underkastes kritik. Afkastmodellen tager sit udgangspunkt i et normaliseret driftsafkast og tager ikke højde for fremtidige begivenheder. Dette kan frembyde et problem, når der ses på konsekvenserne af den finansielle krise, eksempelvis ved faldende lejeniveauer eller tomme lejemål over en periode set i lyset af krisen. Hvis der forventes fremtidig tomgang, skal der tages fradrag herfor i den sidste fase af afkastmodellen, som belyst i afsnit 5.3. Dette er ikke gjort af selskabet for de ejendomme, som opgøres til dagsværdi ved anvendelse af denne metode. Dette skyldes at ledelsen forventer at lokalerne hurtigt genudlejes, hvilket grundet den finansielle krise, ikke er sandsynligt. Dette giver en for høj værdiansættelse af selskabets ejendomme. Det er dog i nærværende case-studie ikke et beløb, som påvirker værdiansættelsen i årsrapporten væsentligt, men det kan være et udtryk for et generelt problem med anvendelsen af afkastmodellen, at den ikke tager højde for disse forhold, på samme vis som DCF-modellen.

Såfremt revisor ikke mener sig i stand til at foretage en vurdering af den fastsatte dagsværdi på det foreliggende grundlag, må revisor engagere en ekspert til at varetage dette arbejde og enten be- eller afkræfte selskabets vurdering af dagsværdien for ejendommen.

7.4.5 DCF-modellen

Case-virksomheden Ejendomme A/S anvender ikke DCF-modellen til værdiansættelse af ejendommene. Denne model anbefales af flere professionelle aktører indenfor investering i ejendomme, samt administration af disse. Modellen giver en mere korrekt opgørelse af dagsværdien. Modellen kræver imidlertid en vis kompetence af bruger, samt nogle mere komplekse beregninger.

Da selskabet ikke selv anvender denne model til at opgøre dagsværdien af investeringsejendomme er der i det efterfølgende derfor udvalgt en af selskabets ejendomme, som værdiansættes efter denne Mark-to-Model metode, for at belyse hvordan metoden anvendes i praksis, samt for at give et bidrag til værdiansættelsen af ejendommene, til brug for revisors vurderinger i forbindelse med revisionen.

Der er udvalgt ejendommen Vesterbrogade. Selskabet har opgjort et normaliseret driftsafkast på t.kr. 4.747 pr. år ved anvendelse af afkastmodellen. Dette er sket efter samme fremgangsmåde, som ved værdiansættelse af ejendommen Nørre Søgade. Driftsafkastet giver med et fastsat forrentningskrav på

6,55 % en dagsværdi på t.kr. 72.321. Da ejendommen er erhvervet for t.kr. 43.374, er der foretaget opskrivninger til dagsværdi med i alt t.kr. 28.947.

Hvis der ikke ændres på disse forudsætninger og ikke tages højde for nyinvesteringer, vil det normaliserede driftsafkast kunne anvendes som værdien af cash-flowet, når det er DCF-modellen der benyttes til at opgøre dagsværdien. Som bilag 3 er dagsværdien for ejendommen Vesterbrogade opgjort ved hjælp af denne model.

Tabellen udviser cash-flowet i de enkelte år. År 2008 er udgangspunktet, herefter er de kommende år (2009-2017) budgetår. Årene efter budgetperioden er terminalværdien, hvor det forudsættes at udviklingen fortsætter i det teoretisk uendelige. Det bemærkes, at der ikke er ændret i forudsætningerne for anvendelsen af modellen i forhold til de forudsætninger, som virksomheden har gjort sig ved opgørelse af dagsværdien efter afkastmodellen. Dette betyder, at der ved opstillingen af denne model er taget udgangspunkt i det opgjorte driftsafkast som et tilnærmet cashflow. Derefter er alle indtægter og udgifter henover budgetperioden reguleret med en forventet inflationstakst på 2 % p.a.

Værdiansættelsen af ejendommen ved anvendelse af denne model ses da også at være meget tæt på værdiansættelsen efter afkastmetoden, da den i DCF-modellen udgør t.kr. 73.923. At denne metode giver en højere værdi, skyldes at der tages højde for forventningerne om en fremtidig konstant stigningstakst i terminalperioden. Det er i øvrigt også værd at bemærke, hvilket også tidligere er fremført ved gennemgang af modellen, at mere end halvdelen af den fremkomne værdi udgøres af terminalværdien.

Den virkelige fordel ved anvendelse af DCF-modellen, ligger i de muligheder for individuel tilpasning til de forventede forhold for den ejendom, som der ses på. Dette gælder også fremtidige investeringer, såfremt de er velbegrundede og forventes at medføre yderligere lejeindtægter. Dette i henhold til IAS 40. Dette kan illustreres ved at indarbejde nogle andre budgetforudsætninger i den kommende drift af investeringsejendommen Vesterbrogade. Resultatet er vist i bilag 4.

Her er der i budgetteringen regnet med tomgang i en vis periode, som følge af den finansielle krise. Derefter forventes det, at der sker en modernisering af nogle af ejendommens lokaler i forbindelse med genudlejning efter en lejers fraflytning, hvilket påvirker cashflowet ved selve udgiften, men også ud fra forventningen om at moderniseringsarbejderne giver anledning til tomme lokaler og deraf manglende lejeindtægt i en periode. Der er ikke regnet med at moderniseringen af lokalerne efterfølgende giver en højere lejeindtægt. Denne stiger blot med inflationen, som i foregående eksempel. Disse nye forudsætninger giver en beregnet dagsværdi for ejendommen på t.kr. 68.729.

Det er værd at bemærke, at selvom der i budgetperioden realiseres kr. 8 mio. i mindre cashflow, så falder dagsværdien af ejendommen kun med ca. kr. 5,2 mio. Dette skyldes tilbagediskonteringen af disse cashflows, som ikke ligger på selve vurderingstidspunktet, men nogle år ude i fremtiden, hvorved de ved tilbagediskontering har en lavere nutidsværdi.

Det er dog ligeså relevant at foretage en diskussion af afkastkravet til den pågældende ejendom. Selskabets ledelse har i afkastmodellen sat det til 6,55 %, hvilket i DCF-modellen svarer til 8,55 %, da den forventede inflationstakst tillægges. Afkastkravet afhænger, som tidligere beskrevet, af ejendommens beliggenhed, vedligeholdelsesstand og andre vurderingsfaktorer. Hvis der ændres på afkastkravet, så ændres værdien markant. Dette kan illustreres ved et eksempel. Hvis afkastkravet ekskl. inflation ændres fra 6,55 % til 7,55 %, ændrer dette den beregnede dagsværdi til t.kr. 64.132. Omvendt hvis afkastkravet sænkes til 5,55 %, øger det dagsværdien til t.kr. 87.242. Dette er meget store udsving.

Det er derfor af meget stor betydning, at revisor foretager en kritisk vurdering af de forudsætninger, som ligger til grund for opgørelse af dagsværdien af investeringsejendommen, da disse forudsætninger har meget stor indflydelse på værdien. Dette er i god sammenhæng med de forhold, som anføres, ikke blot af E&S, men også af forfatteren til artiklen ”Måling af investeringsejendomme” som beskrevet i afsnit 3.3. Fastlæggelsen af afkastkravet er af meget stor betydning og det er derfor vigtigt, at der anvendes et realistisk afkastkrav. Det skal være baseret på et afkast, som en villig og uafhængig køber vil kræve. Den store betydning af afkastkravet, som anført i den nyeste litteratur, kan bekræftes af de ovenstående beregninger af dagsværdien for ejendommen Vesterbrogade. Det ligger derfor indenfor revisors rolle, at foretage en kritisk vurdering af de forudsætninger, som ligger til grund for opgørelsen

af dagsværdien af selskabets investeringsejendomme. Her ligger afkastkravet også indenfor de rammer, som foreslås af E&S og erhvervsejendomsmæglere, hvorfor det må lægges til grund at ledelsen har opgjort en korrekt dagsværdi af denne ejendom.

Det er ikke kun afkastkravet der giver ændring i dagsværdien. Også hensynet til den fremtidige drift ændrer dagsværdien. Det er kun i DCF-modellen, at der kan tages hensyn til, at der forventes faldende indtægter i de kommende år, som følge af den finansielle krise. Dette er ikke direkte muligt i afkastmodellen, da den opererer med et normaliseret driftsafkast, selvom der kan tages et fradrag herfor i tredje fase af denne model. DCF-modellen er mere hensigtsmæssig. Hvis regnskabsudarbejder benytter DCF-modellen, hvilket de færreste danske selskaber med investeringsejendomme gør, vil det give udslag i lavere dagsværdier, når der tages højde for følgerne af den finansielle krise, da driften i de kommende år må forventes påvirket af tab på lejere der går konkurs, tomme lejemål og istandsættelsesomkostninger inden genudlejning, samt lejemål der måske slet ikke kan genudlejes, da der ikke kan findes en lejer.

Case-virksomheden Ejendomme A/S er også ramt af tab på lejere, der er gået konkurs som følge af den finansielle krise og har også en række tomme lejemål. Den finansielle krise har altså påvirket selskabet og forventes også at gøre det i en periode fremover. Det vil i det efterfølgende derfor blive vurderet om case-virksomheden har problemer i relation til at aflægge årsrapporten i overensstemmelse med principperne om going concern.

7.5 Going concern betragtninger om case-virksomheden

Ved vurdering af going concern skal revisor anvende RS 570, som beskrevet i afsnit 6.2.4. Vurderingerne drejer sig om, hvorvidt selskabet er i stand til at fortsætte sin drift. Som udgangspunkt er årsrapporten udarbejdet under forudsætning af, at dette kan lade sig gøre. Revisors opgave er at fremskaffe revisionsbevis for at dette også er tilfældet, idet virksomheden kan være påvirket af den finansielle krise.

Ejendomme A/S er som beskrevet, påvirket af den finansielle krise. Der er konstateret tab på kunder og en del lejemål står tomme. Situationen er den samme på tidspunktet for revisionen og revisor kan der-

for foretage en vurdering af de økonomiske konsekvenser, indvirkningerne fra den finansielle krise har for selskabet. Den aktuelle revisionsstandard peger på anvendelsen af kortfristede lån til finansiering af langfristede aktiver som et tegn på problemer. Selskabet har en større kassekredit på ca. kr. 48 mio. og da der ikke er andre aktiver af betydning end investeringsejendommene, er disse dermed delvist finansieret kortsigtet. Det er dog i den forbindelse vigtigt, at være opmærksom på de igangværende byggesager på de nyerhvervede ejendomme, hvor låntagningen endnu ikke er faldet på plads. Da den opgjorte dagsværdi af investeringsejendomme ikke kan være overvurderet i en grad, så selskabets egenkapital nærmer sig nul, må det derfor i højere grad bero på en vurdering af fremtidige cashflows for en stillingtagen til om selskabet kan have problemer med at aflægge årsrapporten i relation til going concern. Selskabets betalingsevne er i øvrigt altid den væsentligste faktor, som revisor skal vurdere.

Selskabet har i regnskabsåret 2008 anvendt store beløb på istandsættelse og vedligeholdelse af sine ejendomme. Da ledelsen vurderer, at de planer som er lagt for disse udgifter er ved at være nået, vil der efterfølgende være en sund likviditet i driften af selskabets ejendomme, selvom en del af lejemålene står uudlejede. Selskabet vurderes dermed ikke at have nogen problemer i relation til principperne omkring going concern i forbindelse med årsrapporten 2008, men revisor skal naturligvis hvert år følge op på sine vurderinger. Dette betyder også at eventuelle usikkerheder omkring målingen af dagsværdier er mindre risikobetonede, end såfremt selskabet var i risiko med hensyn til going concern.

7.6 Delkonklusion, analyse af case-virksomheden

I dette afsnit vil der blive samlet op på analysen af case-virksomheden. I forbindelse med analysen af præsentationen af investeringsejendomme i selskabets årsrapport og opgørelsen af værdien af disse, samt revisors rolle i den forbindelse, er der fundet flere interessante forhold.

Præsentationen af selskabets ejendomme i balancen, samt anlægsnoten vurderes at være korrekt og overholder kravene i ÅRL. Det er dog konstateret, at selskabets har undladt at udarbejde en ledelsesberetning med henvisning til at det er i klasse B. Det vurderes, at selskabets ledelse skal udarbejde en sådan beretning, når der er tale om ændringer for selskabet, samt usikkerheder omkring indregning og måling, hvilket er tilfældet for investeringsejendomme, som følge af den finansielle krise. Der er derfor givet et forslag til en ledelsesberetning, som vurderes at være dækkende for selskabets aktiviteter, øko-

nomiske forhold, risici mv., som krævet af lovgivningen og som ønsket af stakeholders til opfyldelse af deres informationsbehov. Desuden vurderes det at selskabets beskrivelse af anvendt regnskabspraksis ikke er fyldestgørende. Det anbefales, at denne også indeholder beskrivelse af afkastmetoden, som anvendes af selskabet til opgørelse af dagsværdien af selskabets investeringsejendomme, samt at selskabet i tvivlstilfælde anvender en ekstern ekspert til vurderingen.

Værdiansættelsen af case-virksomhedens ejendomme er efterprøvet ud fra flere metoder. Selskabet anvender ikke kostprismetoden og omvurderingsmetoden, da ejendommenes dagsværdi opgøres ved hjælp af vurderingen fra selskabets ene bestyrelsesmedlem og ved hjælp af afkastmetoden. Det vurderes at vurderingen foretaget af bestyrelsesmedlemmet ikke er en egentlig ekstern vurdering. Desuden at bestyrelsesmedlemmet som ikke aktiv ejendomsmægler, ikke har den rette føling med det meget svære illikvide marked, som følger af den finansielle krise. Dette underbygges af at værdierne i 2008 er opgjort til det samme som i 2007 for disse ejendomme, hvorfor dagsværdien opgjort i 2007 kunne have været for lav. Det vurderes dog at de af ledelsen opgjorte dagsværdier er korrekte, idet afkastkravene ikke afviger fra de afkast som opgøres af de store erhvervsejendomsmæglerkæder for ejendomme med tilsvarende beliggenheder, samt ved revisionsbevis indhentet ved at vurdere ejendomme med beboelseslejligheder, som opdelt i ejerlejligheder, samt ud fra SKATs vurderingsmetode. De store udsving i dagsværdi ud fra en ændring i afkastkravet underbygger dog det faktum, at der burde være en ledelsesberetning indeholdende beskrivelse af usikkerhederne ved målingen, da der er anvendt samme afkast som sidste år, og der dermed åbenlyst har været tvivl om værdiansættelsen. Revisor bør i sin påtegning henvise til de af ledelsen beskrevne usikkerheder i ledelsesberetningen.

Det er ved analyse af afkastmodellen konstateret præcis hvordan denne anvendes i praksis og fundet, at case-virksomheden ikke anvender modellen helt korrekt, idet der ikke tages fradrag for tab ved uudlejede lokaler. Fejlen er dog ikke væsentlig i opgørelsen af en korrekt dagsværdi. Det er samtidig konstateret, at afkastkravet har overordentlig stor betydning for opgørelsen af ejendommens dagsværdi og at revisor skal være meget opmærksom på hvordan afkastkravet er fastlagt og om det virker rimeligt. Det er fundet, at der er uhensigtsmæssigheder ved anvendelsen af afkastmodellen, da denne er meget statisk og ikke tager højde for fremtidige usikkerheder på samme vis som DCF-modellen. Det anbefales derfor at selskabet anvender denne model til værdiansættelse af selskabets investeringsejendomme, især i ly-

set af den finansielle krise og de påvirkninger som denne kan have på driften af ejendommene, hvilket er i overensstemmelse med den nyeste litteratur på området, som behandlet i afsnit 3.3. Denne model er også gennemgået i praksis. DCF-modellen giver en mere korrekt værdiansættelse af selskabets investeringsejendomme og det anbefales selskabets ledelse at anvende denne model.

Selvom case-virksomheden er påvirket af følgerne af den finansielle krise og har oplevet tab på kunder og har tomme lejemål, vurderes selskabet ikke at være i risiko for ikke at kunne aflægge årsrapporten i overensstemmelse med going concern. Revisor skal foretage en vurdering heraf i forbindelse med revisionen og denne vurdering er mere aktuel nu end tidligere, som følge af den finansielle krise og revisors arbejdsopgaver er da også udvidet som følge heraf. En ændring af værdien af selskabets investeringsejendomme skal være meget betydelig, førend det vurderes at det medfører en ændret opfattelse af selskabets årsrapport, indregningen og målingen af selskabets investeringsejendomme inklusive. Driften i selskabets ejendomme er god og det vurderes, at virksomheden kan fortsætte sin drift og aflægge årsrapport efter principperne om going concern.

8. Revisors rolle i lyset af den finansielle krise

Der vil i dette kapitel blive set nærmere på revisors rolle i lyset af den finansielle krise. Det er tidligere klarlagt hvordan en investeringsejendom indregnes og måles i den eksterne årsrapport. Desuden hvad revisor skal være opmærksom på ved sin revision af selskaber med investeringsejendomme som hovedaktivitet, samt hvad revisors rolle er i forbindelse med denne revision. Disse forhold er endelig blevet anvendt i praksis ved analysen af case-virksomheden. Nu er det derfor relevant at foretage en diskussion af, hvad revisors rolle egentlig er i forbindelse med revisionen af selskaber, hvis aktivitet er investering i investeringsejendomme i lyset af den finansielle krise og om omverdenen har samme opfattelse af revisors rolle, som revisor selv.

8.1 Ændrede markedsforhold giver revisor nye opgaver

Den finansielle krise betyder ændrede markedsvilkår for virksomhederne. For selskaber med investeringsejendomme er indvirkningerne betydelige. Usikkerheden om dagsværdier, den øgede risiko for stakeholders og illikvide markeder med forsigtighed og pessimisme, ændrer den verden, hvor der foretages revision. Dette betyder at selskabers ledelser involveres yderligere i revisors handlinger, da mange betragtninger vil bygge på enten ledelsens eller revisors skøn[131].

De ændrede markedsforhold ændrer samtidig revisors rolle. E&S har den 6. marts 2009 udarbejdet et notat omkring udvalgte revisionsmæssige forhold, som revisor skal overveje i lyset af de ændrede markedsforhold, da arbejdsopgaverne kan blive påvirket[132]. Notatet er udsendt på baggrund af den finansielle krise, som følge af, at mange virksomheder oplever et faldende aktivitetsniveau samt begrænset adgang til likviditet. Grundet et faldende marked er det svært at værdiansætte visse aktiver, som for eksempel ejendomme. Dette giver virksomhederne vanskeligheder i forbindelse med aflæggelsen af en retvisende årsrapport. Dette vurderes at stille yderligere krav til revisor. Notatet fremhæver en række forhold som revisor skal være opmærksomme på, ved revisionen af virksomheden. Det første forhold som revisor skal være opmærksom på, er going concern, især efter at en lang række virksomheder allerede nu er gået konkurs som følge af den finansielle krise. En virksomhed skal altid aflægge årsrapport ud fra en forudsætning om, at virksomheden kan fortsætte sine aktiviteter.

[131] FSR (2009), FSR kursus "Revisors rolle i krisetider", usikkerheder kræver flere skøn.
[132] Erhvervs- og Selskabsstyrelsen (2009), notat af 6. marts 2009 "Udvalgte revisionsmæssige forhold, som revisor skal overveje i lyset af de ændrede markedsforhold".

Det er dog ikke kun virksomheden selv man skal tænke på, men også virksomhedens kunder, som også kan være ramt af krisen, som det eksempelvis kunne ses hos den analyserede case-virksomhed. RS 570 om going concern omfatter revisors ansvar ved revisionen af regnskaber, der er aflagt under forudsætningen om fortsat drift, hvilket blev beskrevet i afsnit 6.2.

Tidligere har det været nok at lægge opnåelse af tilstrækkelig finansiering til grund for virksomhedens evne til at overleve. Revisors rolle er ændret som følge af den finansielle krise. I dag skal revisor tage med i sin vurdering, at bankerne ikke er ligeså risikovillige som førhen, og i forbindelse med en fornyelse af kreditfaciliteterne vil banken måske kræve andre betingelser eller en højere rente. Den finansielle krise har påvirket ejendomsmarkedet med store usikkerheder i værdiansættelsen og faldende værdier som følge af manglende likviditet og flere tvangssalg. Derved er behovet for nedskrivninger større end tidligere, hvor der i mange tilfælde tidligere har været tale om opskrivninger. Usikkerheden på ejendomsmarkedet giver en øget risiko for fejlinformationer i årsrapporten, når man taler omkring måling af ejendomme. Nedskrivninger på virksomhedens ejendomme kan være af en sådan størrelse at virksomheden ikke har mulighed for fortsat drift.

I forbindelse hermed, bør revisor overveje om der skal yderligere revisionshandlinger til, så som gennemgang af virksomhedens budgetter, betingelser for gældsbreve og låneaftaler, ekstern bekræftelse af andre økonomiske aftaler samt drøfte pengestrømmene, overskud og fremtidsplaner med ledelsen. Det er ledelsens overordnede ansvar at vurdere virksomhedens evne til fortsat drift. Dette er også i overensstemmelse med den gældende revisionsstandard på området og i sig selv ikke nyt. Det nye er, at der i lyset af krisen vil komme fokus på revisors rolle som offentlighedens tillidsrepræsentant. Offentligheden vil se på revisor i forbindelse med konkurser og tvangsauktioner og måske spekulere over hvorfor revisor ikke gjorde opmærksom på denne risiko. Den finansielle krise vil dog også medføre flere rådgivningsopgaver for revisors kunder. Ledelsen i mange selskaber, især de små og mellemstore, har ikke de fornødne kompetencer til at foretage komplicerede beregninger eller skøn.

Den finansielle krise giver et øget behov for troværdig regnskabsinformation. Revisor bliver dermed mere vigtig i sin rolle både som virksomhedens rådgiver og som offentlighedens tillidsrepræsentant[133].

[133] FSR (2009), kursus "Revisors rolle i krisetider", bevarelse af revisionspligten.

Dette fører til en splittelse af revisors rolle og spørgsmålet er derfor i den forbindelse, om revisor både kan varetage sin rolle som offentlighedens tillidsrepræsentant og som rådgiver for sine klienter i et egentligt kundeforhold, når begge roller forstærkes af den finansielle krise. Revisors kunde forventer en rådgiver, mens offentligheden forventer en revisor, der sørger for at revisors klienter opfører sig korrekt i henhold til lovgivningen. Dette skaber en forventningskløft, ikke alene i forhold til hvad den enkelte kunde og offentlighed forventer af revisor, men også i forhold til forventningerne fra den enkelte gruppe af regnskabsbrugere. Dette vil blive diskuteret i næste afsnit.

8.2 Forventningskløften

Når man ser på hvad virksomhederne og omverdenen forventer, at revisorer gør i forbindelse med deres arbejde, er det ikke nødvendigvis det samme som revisor rent faktisk skal gøre, i henhold til de gældende revisionsstandarder. Dette skaber en forventningskløft mellem revisor og offentligheden, hvor offentligheden altså er at betragte som alle stakeholders, der er regnskabsbrugere[134]. Det skaber også en kløft mellem revisor og kunden. Eksempelvis forventer kunden mere rådgivning og et rigtigt kundeforhold, men revisor skal i henhold til lovgivningen stadigvæk være offentlighedens tillidsrepræsentant[135]. Forventningskløften er et stort problem for revisionsbranchen, som Foreningen af Statsautoriserede Revisorer, FSR, er opmærksom på.

Artiklen ”Vi skal have lukket forventningskløften” fortæller om finanskrisens indvirkning på revisors arbejde som offentlighedens tillidsrepræsentant, især grundet de sager man hører om i medierne (for eksempel IT Factory sagen, samt de mange ejendomsselskaber, der er gået konkurs). FSR mener, at disse sager ville være opstået, finanskrise eller ej. Måske ville de blot være kommet på et senere tidspunkt. Dog skal det siges, at en dårlig sag hvor revisor er involveret, er en dårlig sag for meget og FSR nævner, at det er en skam, at et par sager skal give hele revisionsbranchen et dårligt rygte, især når der foretages flere tusinder revisioner om året. Forfatterne mener, at medierne er med til at skabe et dårligt image for revisorerne i offentlighedens øjne, da det ikke kan være rigtigt, at revisorerne skal være dømt på forhånd, når sagerne endnu ikke er afsluttede.

Som offentlighedens tillidsrepræsentant forventer offentligheden, at revisor er ansvarlig for at finde besvigelser eller gøre opmærksom på forskellige risici, så der ikke er nogen stakeholders, der kommer i

[134] Porter, B. (1993), forventningskløften betegner offentlighedens forventninger til revisor i forhold til revisors opgaver, set fra offentlighedens synsvinkel.
[135] Warming-Rasmussen, Bent (1990), forventningskløft mellem revisor og revisors kunde, forventninger til forholdet.

klemme i en nødlidende virksomhed, men revisor er kun ansvarlig for at lede efter besvigelser og i øvrigt foretage sin revision i henhold til de gældende standarder – derfor opstår forventningskløften mellem offentligheden og revisor. Forfatterne mener, at der skal mere fokus på hvad en blank påtegning fra revisors side betyder.

En blank påtegning giver en høj grad af sikkerhed for, at tingene er i orden, det er dog ingen garanti for, at der ikke er fejl og heller ikke en garanti for, at selskabet vil overleve den finansielle krise. Revisors arbejde er baseret på en risikovurdering. Revisor tager stikprøver, efterprøver systemer, tester interne kontroller, bidrager til rettelse af konstaterede fejl, samt yder rådgivning undervejs i revisionsprocessen. Alt dette med henblik på at sørge for, at regnskabet giver et retvisende billede. FSR siger om revision: "I bund og grund kan revision sammenlignes med et grundigt helbredstjek hos lægen – det er fornuftigt og nødvendigt, men det er jo ingen garanti for, at man ikke falder om af en blodprop 14 dage efter". [136] Det er nok ikke helt korrekt, da en revision foretages efter statusdagen og revisor bør være klogere efter en periode i forhold til på selve statusdagen, så helt at bruge sammenligningen i dette udsagn, vurderes ikke at være rimeligt. På mange områder vil revisor være klogere, men revisor kan rigtigt nok ikke spå om fremtiden.

Når det konstateres at der er sket besvigelser, når en virksomhed er gået konkurs eller der opdages fejl i årsrapporten er det derfor naturligt, at både offentligheden og kunden spørger til, om revisor har gjort sit arbejde godt nok. Revisor skal udføre sit arbejde i henhold til de gældende revisionsstandarder, så når der opstår en forventningskløft er det formentlig i disse, der skal ledes efter årsagen til, at forventningskløften opstår. I de fleste standarder findes et afsnit om ledelsens ansvar og et afsnit om revisors ansvar. I RS 570 om going concern, er revisors ansvar noget begrænset og kun anført i 2 afsnit, mens ledelsens er betragteligt mere velbeskrevet. Dette giver anledning til en forventningskløft fra kreditorernes/stakeholdernes side, idet revisors rolle i virkeligheden er begrænset i forhold til ledelsens, der jo også er ansvarlig for årsrapporten som helhed, i henhold til lovgivningen. Ledelsen er næppe heller klar over denne ansvarsfordeling. Dette er et forhold, som revisorernes brancheforening ikke har været tilstrækkeligt opmærksomme på at kommunikere til regnskabsbrugere, da der ellers ikke i samme omfang ville være tale om en forventningskløft mellem brugerne af de finansielle informationer i årsrapporten og revisor.

[136] FSR (2009), artikel, www.fsr.dk, "Vi skal have lukket forventningskløften" af 9. juni 2009.

Når der specifikt ses på årsrapporter for selskaber med investeringsejendomme, er det især vedrørende dagsværdien af investeringsejendomme, samt forventningerne til, at virksomheden faktisk er en going concern, der kan opstå en forventningskløft. Spørgsmålet er her om revisor burde have reageret på en anden måde end det er sket, når man ser på konsekvenserne af den finansielle krise. I henhold til de artikler, der blev behandlet i afsnit 3.3, omtales især problemer med dagsværdimålingerne. At disse faktisk har været for høje i årsrapporter for 2008 bekræftes af International Property Database, IPD[137]. Værdierne af investeringsejendomme i danske årsrapporter for 2008 er gennemsnitligt faldet med ca. 2 %, mens de i det øvrige Europa er faldet med hen ved 10 %. Dette skyldes anvendelsen af forskellige metoder til værdiansættelse af ejendommene. Hvor vi i Danmark hovedsagelig anvender afkastmodellen, benyttes internationalt i højere grad DCF-modellen, hvor sidstnævnte altså er bedre til at beregne de korrekte dagsværdier i et volatilt og usikkert marked, da den tager hensyn til de faldende indtægter i den periode, som den finansielle krise forventes at vare. Desuden anvendes i Danmark meget ofte interne vurderinger af investeringsejendomme, modsat internationalt, hvor det ofte er en ekstern vurderingsmand, der har dette ansvar. Begge forhold blev bekræftet i interviewundersøgelsen[138].

Revisor burde have reageret på de faldende ejendomsværdier, da disse utvivlsomt er faldet mere end de anførte 2 %, som årsrapporterne giver udtryk for. Dette i henhold til afsnit 3.1. Regnskabsudarbejdere vil muligvis ikke se sandheden i øjnene og bankerne vil nødig se deres sikkerhed smuldre i de faldende dagsværdier i ejendomsselskaberne. Derfor er det revisors rolle at sætte spørgsmålstegn ved dagsværdier og dette forventes også af offentligheden. Revisor har et medansvar for fejlagtige rapporteringer i de årsrapporter, hvor der benyttes alt for lave afkastkrav. Hertil skal det dog også siges, at krisen er kommet til det øvrige Europa, før end den er kommet til Danmark. Derfor vil værdifald også blive afspejlet tidligere i årsrapporter fra disse lande. Det bliver sandsynligvis mere tydeligt i danske årsrapporter i 2009.

For at mindske forventningskløften, bør revisor arbejde på at flere benytter DCF-modellen og at anvendelsen af eksterne vurderinger bliver mere udbredt. Dette vil give en mere korrekt dagsværdi og også løfte revisors anseelse som offentlighedens tillidsrepræsentant og måske mindske forventningskløften til kunden, som forventer rådgivning. Den finansielle krise vil kunne udnyttes til at foretage denne overgang og det er derfor afslutningsvis meget relevant at undersøge hvad revisorforeningerne internationalt har arbejdet med i lyset af den finansielle krise.

[137] Børsen (2009), artikel "Stærk tvivl om danske ejendomsværdier", Børsen 8. oktober 2009.
[138] Anvendelse af afkastmodel frem for DCF-model, samt interne vurderinger frem for eksterne, interviewundersøgelse, Lorenzen K. mfl.

9. Nye internationale retningslinjer i lyset af den finansielle krise

Den finansielle krise stiller som nævnt yderligere krav til revisor. Dette gør at revisor hele tiden skal være på forkant med udviklingen. Regnskabspraksis og revisionspraksis udvikles internationalt og det vil derfor afslutningsvis være relevant, ganske kort at se nærmere på hvad der rører sig internationalt i lyset af den finansielle krise.

9.1 IFRS for små og mellemstore virksomheder

Den såkaldte SME-standard, der er en selvstændig international regnskabsstandard med inspiration fra IFRS har været under udvikling i nogle år og er netop vedtaget og publiceret 9. juni 2009 med mulig ikrafttrædelse for årsrapporter, der påbegyndes i 2010 og senere[139]. Standarden er en forenkling af de komplicerede regler i IFRS og derfor anvendelig for små og mellemstore virksomheder. Denne standard kan, når den kommer i anvendelse, blive relevant for de mange selskaber, der foretager investering i investeringsejendomme og det er derfor interessant at undersøge om overgangen til denne standard vil medføre ændringer for disse virksomheder, herunder om der er ændringer der gør den mere hensigtsmæssig under den finansielle krise, end de nuværende regler.

I henhold til standarden er reglerne om indregning og måling, samt oplysninger i årsrapporten mindre omfattende end IFRS, således at de i store træk faktisk minder om ÅRL. Dette betyder også at for selskaber med investeringsejendomme, vil der ikke være den store forskel. IFRS for SME behandler i afsnit 16 om investeringsejendomme, disse aktiver på samme vis som IAS 40. Det er derfor også i denne standard dagsværdi der er gældende, hvis selskabet vælger dette, ellers kostpris, da IAS 40 tidligere er beskrevet som et fortolkningsbidrag til ÅRL og RVL 16. I et tidligere udkast til SME-standarden fra oktober 2007, henviser den dog til afsnit 76-78 i IAS 40[140], som beskriver hvordan selskabet skal præsentere noten for disse investeringsaktiver. Samme krav gælder i den endelige version af standarden, dog uden en henvisning, da standarden står alene. Anvendelsen af SME giver dermed yderligere informationer til regnskabslæser, da anlægsnoten bliver et krav også for mindre virksomheder, hvilket ikke er tilfældet med ÅRL i dag.

[139] IASB, IFRS for Small and Medium-sized Entities, www.iasb.org, SME-standarden.
[140] IASB, IFRS for Small and Medium-sized Entities, tidligere afsnit 15, www.iasb.org

Anvendelsen af SME-standarden vurderes derfor ikke at give andre retningslinjer i forhold til anvendelse af dagsværdibegrebet, men derimod en forbedring af informationsniveauet og naturligvis en øget harmonisering også for små og mellemstore virksomheder, hvor det indtil nu alene er de børsnoterede selskaber, der er ensartede standarder for. Det kunne dog være ønskeligt, om SME-standarden også havde haft en tydelig henvisning til IAS 40, afsnit 75, som det næsten var tilfældet i det tidligere udkast, der omtaler oplysning i anvendt regnskabspraksis om målemetoder, herunder om den fremkomne dagsværdi er i overensstemmelse med objektivt konstaterbare handlede ejendomme i markedet. Dette ville have lovfæstet det informationsniveau, som anbefales af flere store revisionsvirksomheder og som er foreslået case-virksomheden i kapitel 7, da det vurderes at stakeholder vil drage nytte af dette højere informationsniveau. Den nuværende SME-standard giver derfor ingen ændringer i behandlingen af investeringsejendomme eller i oplysningerne herom, hvilket i interviewet, revisor Pedersen er enig i, med undtagelse af, at noteoplysning er et ufravigeligt krav. Da ændringer, udover et øget informationsniveau, ikke ser ud til at skulle komme fra de internationale regnskabsstandarder, må inspiration derfor søges i udviklingen i den internationale revisionspraksis.

9.2 Dagsværdier i det nuværende marked i henhold til IAASB

International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB) har i lyset af den finansielle krise udsendt en såkaldt "Staff audit practice alert" i forbindelse med revisionen af dagsværdier[141]. Der er altså tale om et notat i lighed med det som er blevet udsendt af E&S omkring dagsværdier, men dog kun henvendt til revisor. I notatet fra IAASB omtales de udfordringer som revisor stilles overfor i forbindelse med revision af aktiver optaget til dagsværdi, som følge af de usikre markeder. Notatet behandler mange af de samme forhold som det fra E&S, men fokuserer især på, hvor svært det kan være for revisor at vurdere de skøn over dagsværdien, som må gøres, når markedet er illikvidt og der mangler sammenligningsgrundlag og dermed revisionsbevis. IAASB oplyser, at de internationale vejledninger og derfor også de nationale revisionsvejledninger på området, stadig finder anvendelse og kan benyttes som beskrevet i nærværende afhandlings kapitel 6.

IAASB understreger dog, at passagerne i vejledningerne omkring anvendelse af anden eksperts arbejde som følge af den finansielle krise, er langt mere relevante end før. Virksomhederne bør i langt højere

[141] IAASB, "Challenges in auditing fair value accounting estimates in the current market environment", www.ifac.org

grad anvende eksterne vurderinger, når der er tale om dagsværdier og det er revisors opgave at sætte sig ind i hvordan den eksterne ekspert arbejder. Revisor skal også nøje overveje hvordan selskabets ledelse i sin årsrapport beskriver vurderingerne af dagsværdier, da disse oplysninger i usikre tider får større betydning for stakeholderne. Dette er i overensstemmelse med de ønsker der i den foretagne interview-undersøgelse høres fra Sehested, der repræsenterer et pengeinstitut, der er en betydelig stakeholder.

9.3 Going concern overvejelser i henhold til IAASB

IAASB har ligeledes udstedt en "alert" angående revisors overvejelser omkring going concern[142]. Denne adskiller sig ikke væsentligt fra de overvejelser som revisor skal gøre sig i henhold til standarden på området, i henhold til kapitel 6, men der er alligevel nogle interessante forhold som påpeges i notatet. Blandt andet understreges det, at hverken ledelsens eller revisors ansvar for betragtningerne omkring going concern er ændrede, som følge af den finansielle krise. Dette selvom den finansielle krise utvivlsomt giver udfordringer for virksomheder og dermed både for ledelse og revision. Dette er dog ikke i overensstemmelse med vurderingen af forventningskløften, da offentligheden uden tvivl vil anse både ledelsens og revisors ansvar som udvidet som følge af krisen, når virksomheder går konkurs.

Desuden påpeger IAASB nødvendigheden af oplysninger i årsrapporten, som vedrører stakeholders muligheder for selv at foretage en vurdering af selskabet. Hvor ledelsen og revisor tidligere naturligt har konkluderet, at der er tale om going concern ud fra historiske vurderinger af driften, er det ikke positivt beskrevet i årsrapporten at det var tilfældet eller hvad der lå til grund for vurderingen. Dette bør ændres i lyset af krisen. Selskabets ledelse bør dermed positivt berette om de udfordringer som virksomheden møder, i lyset af den finansielle krise og hvordan fremtidsudsigterne er for selskabet. Dette drejer sig blandt andet om muligheden for at opnå finansiering, hvordan markedet forventes at udvikle sig og hvordan den finansielle situation kan påvirke værdien af selskabets aktiver. Dette uanset om der er tale om væsentlige usikkerheder eller ikke. Dermed bliver det i højere grad regnskabslæser selv, der kan danne sig et overblik ud fra informationen og revisors rolle bliver dermed i mindre grad at foretage vurderingen og i højere grad at sikre at oplysningerne er pålidelige, så regnskabslæser (stakeholder) selv kan danne sig et indtryk af virksomheden og vurdere sin risiko.

[142] IAASB, "Audit considerations in respect of going concern in the current economic environment", www.ifac.org

10. Konklusion

På baggrund af det behandlede materiale er det nu muligt at foretage en sammenfatning og konkludere på de iagttagelser, der er gjort igennem denne afhandling.

Indledningsvis er det defineret hvad en investeringsejendom er. Det kan konkluderes, at en investeringsejendom i henhold til ÅRL og RVL 16 kan afgrænses såvel positivt som negativt. Der er således typisk tale om en investeringsejendom, når en ejendom af ejer er erhvervet med henblik på at opnå et løbende driftsafkast, samt en kapitalgevinst på lang sigt ved afhændelse af ejendommen. Der er også tale om en investeringsejendom, når brugen af ejendommen endnu ikke er kendt. En investeringsejendom er derimod ikke en ejendom som ejer selv benytter til administration, produktion eller lignende. Det er således ejers anvendelse af ejendomme, der bestemmer hvorvidt det er en investeringsejendom eller ikke.

Det er konstateret, at den igangværende finansielle krise har en betydelig indvirkning på værdien af ejendomme. Priserne på ejendomme, herunder investeringsejendomme, er efter en periode med store stigninger, som følge af en kapitalrigelighed og lette finansieringsmuligheder, faldet betydeligt. Prisfaldet skyldes en betydelig illikviditet og manglende risikovillighed fra långiveres side, som følge af den finansielle krise. Dette har betydet mange konkurser og tvangsauktioner i ejendomsbranchen, hvilket har medført en høj grad af volatilitet i prisniveauet og har presset det yderligere. Dette har været til skade ikke kun for ejerne af investeringsejendomme, men i høj grad selskabernes stakeholders, der udover ejerne af investeringsejendomme, i højeste grad består af ejendomsselskabernes finansieringskilder, som stiller ressourcer til rådighed for de meget kapitalkrævende investeringer. Det er samtidig fundet, at den finansielle information som de væsentligste stakeholders får gennem årsrapporten er af overordentlig stor betydning for deres risikovurdering, hvorfor en korrekt indregning og måling af investeringsejendommene er helt essentiel, hvilket også påpeges i den nyeste litteratur på området og i de gennemførte interviews.

Der er mange regler og retningslinjer, som et selskab med investeringsejendomme skal følge i forbindelse med aflæggelse af årsrapporten. Det kan konkluderes, at investeringsejendomme først skal indregnes til kostpris i henhold til ÅRL og RVL 16 og kan derefter, når virksomhedens hovedaktivitet er at

eje disse ejendomme, indregne disse til dagsværdi med udgangspunkt i retningslinjerne i RVL 16 og IAS 40, der er et internationalt fortolkningsbidrag til ÅRL. Præsentationen af investeringsejendommene skal følge skemakravene i ÅRL og det anbefales at der udarbejdes en note for disse betydelige aktiver, selvom selskabet kun er en virksomhed i regnskabsklasse B. Selvom det ikke er et krav, at der udarbejdes en ledelsesberetning for selskaber i regnskabsklasse B, skal dette alligevel ske, når der er væsentlige ændringer eller forretningsmæssige eller finansielle risici, samt usikkerheder ved indregning og måling. Dette kan konkluderes at være tilfældet, hvorfor det må anbefales at der udarbejdes en ledelsesberetning, således at selskabets årsrapport overholder generalklausulen om det retvisende billede, til gavn for regnskabslæser.

Der er givet retningslinjer for hvordan en investeringsejendom værdiansættes. Denne måles typisk til dagsværdi, selvom kostpris også er en mulighed efter ÅRL. Kostprisen, der opgøres med fradrag af afskrivninger, er den mest enkle, men giver sjældent et korrekt billede af værdien. Det samme gælder den såkaldte omvurderingsmetode, hvor der kan opskrives til dagsværdi, men fortsat foretages afskrivninger. Dagsværdi er derfor den mest udbredte måling og det er konstateret, at der findes tre metoder til opgørelse af denne. Disse er vurdering ved ekstern vurderingsmand, beregning ved afkastmodellen og beregning ved DCF-modellen. Den eksterne vurdering har den fordel, at den er uvildig og foretages af en specialist med kendskab til markedet. Dette er dog en omkostning for selskabet. Beregning med afkastmodellen kan selskabets ledelse typisk selv foretage, da den er rimelig tilgængelig, men den giver ikke den mest korrekte værdiansættelse, da modellen er meget statisk og ikke kan tage højde for flere variable, herunder forventninger til ejendommens fremtidige drift, eksempelvis under hensyn til den finansielle krise. DCF-modellen er bedst til at opgøre en korrekt dagsværdi og anbefales derfor af flere professionelle aktører på ejendomsmarkedet. Den er sværere at benytte og stiller krav til selskabets ledelse og revisor, men den kan til gengæld tage højde for særlige forhold i budgetperioden. For både afkastmodellen og DCF-modellen gælder, at bruger skal være meget opmærksom på fastlæggelsen af afkastkravet/forrentningskravet, da en for lav værdi af dette, i lyset af den finansielle krise, kan give en for høj beregnet dagsværdi af ejendommen, hvilket også påpeges af E&S. Et problem i lyset af den finansielle krise, er at der i det illikvide ejendomsmarked ikke er mange sammenlignelige handler af investeringsejendomme, som den beregnede værdi kan holdes op imod.

Revisors rolle er klarlagt ved en gennemgang af de revisionsstandarder, som er fundet mest væsentlige for selskaber, hvis aktivitet er at foretage investering i investeringsejendomme, samt ved en vurdering af hvorledes revision forekommer. Det kan konkluderes, at revision er fremkommet som et resultat af at virksomhedens stakeholders enten ønsker pålidelig information fra virksomheden eller ønsker at forsikre sig igennem revisor i sager, der som sådan ikke lader sig forsikre. Når der ses på revisors rolle i henhold til selskaber med investeringsejendomme, er det meget væsentligt at revisor sikrer at ledelsens indregning og måling af investeringsejendommene er korrekt og at oplysninger herom i årsrapporten er fyldestgørende. RS 545 benyttes i forbindelse med revisors arbejdshandlinger i relation til indregningen og målingen og RS 585 i relation til den meget vigtige ledelsesberetning, da revisor ud fra disse standarder skal sikre at årsrapporten giver et retvisende billede, selvom dette kan være udfordret af indvirkningerne fra den finansielle krise. Selvom revisor har en betydelig rolle, kan revisor ikke vide alt og kan derfor i lyset af den finansielle krise have behov for at vurdere en eksperts arbejde. Dette gøres i henhold til RS 620. Endelig er vurdering af going concern i henhold til RS 570 meget væsentligt, især i det nuværende finansielle klima. Revisors rolle er udvidet og der er fokus på rollen som offentlighedens tillidsrepræsentant. Arbejdshandlingerne som udføres for at sikre at revisor kan vurdere selskabets muligheder for fortsat drift, skal udvides. Fremtiden for kunden skal i højere grad vurderes.

Analysen af case-virksomheden har ledt til de konklusioner, at selskabet foretager en korrekt præsentation i balance og anlægsnote af selskabets investeringsejendomme. Der savnes dog en ledelsesberetning, som især i lyset af den finansielle krise vurderes at være væsentlig, således at regnskabslæser modtager fyldestgørende information om usikkerheder ved indregning og måling, som følge af krisen. Revisor bør i sin påtegning henvise til ledelsesberetningen og overveje modifikation af sin påtegning, hvis ledelsens beskrivelse ikke er fyldestgørende. Desuden savnes en tilfredsstillende beskrivelse af anvendt regnskabspraksis. Der er givet eksempler på hvordan disse med fordel kan udformes for case-virksomheden. Det kan konkluderes, at case-virksomhedens ejendomme er korrekt værdiansat ud fra en vurdering af de anvendte afkastkrav og andre revisionsbeviser. Det er dog også konstateret, at der er væsentlig usikkerhed derom, da vurderingerne foretaget af ledelsen er den samme som året forinden, ligesom der kan identificeres problemer med afkastmodellen. Den tager ikke højde for konsekvenserne af krisen, på samme vis som DCF-modellen og selskabets ledelse anvender ikke modellen helt korrekt.

Det vurderes ikke, at case-virksomheden har problemer i relation til going concern, men revisor skal fortsat være opmærksom derpå ved hver revision, især under den finansielle krise.

Revisors rolle er ændret som følge af den finansielle krise og det er svært for revisor både at agere som offentlighedens tillidsrepræsentant og som kundens rådgiver. Begge dele stilles der yderligere krav til som følge af krisen og forventningskløften kan risikere at øges, hvis ikke revisorforeningen udnytter den finansielle krise til effektivt at informere om revisors rolle.

Afslutningsvis er der set nærmere på de nyeste internationale standarder og vejledninger. Den såkaldte SME-standard fra IASB vurderes dog ikke at kunne give nye bidrag til de retningslinjer som regnskabsudarbejder og revisor skal arbejde ud fra. SME-standarden havde i et tidligt udkast nogle gode elementer omkring oplysninger i årsrapporten, men det færdige udkast lægger sig i høj grad op ad IAS 40 for så vidt angår retningslinjer for selskaber med investeringsejendomme. Informationsniveauet udvides dog ved at anlægsnoten gøres obligatorisk.

Den internationale revisororganisation IAASB har også haft fokus på den finansielle krise. Dette har betydet udsendelsen af flere "Staff audit practice alerts", blandt andet vedrørende revision af dagsværdier, samt going concern betragtninger. Revisor skal i den forbindelse påse, at flere informationer bringes i årsrapporterne, når der er usikkerheder, således at stakeholders i højere grad selv kan vurdere sin risiko. Revisors rolle bliver dermed i højere grad at sikre pålidelig information i årsrapporten, i lyset af de betydelige indvirkninger fra den finansielle krise, så stakeholders bedre selv kan vurdere sin risiko.

Næstved, tirsdag den 1. december 2009

_____ _____

Michelle Kähler Martin Jensen

11. Litteraturliste

Til brug for udarbejdelsen af opgaven er søgt information i nedenstående litteratur og kilder:

Bøger:

Andersen, I. (2008), *Den Skinbarlige Virkelighed – vidensproduktion indenfor samfundsvidenskaberne*. Forlaget Samfundslitteratur. ISBN: 978-87-593-1380-0.

Elling, J.O. (2007), *Årsrapporten – teori og regulering*. Forlaget Gjellerup og G.E.C. Gads Forlag ISBN 978-87-13-04846-5.

Publikationer:

KPMG (2008), *Investeringsejendomme.* Forlaget KPMG. ISBN 87-91262-66-6.

PriceWaterhouseCoopers, PWC (2009), *Regnskabshåndbogen 2009 – håndbog om regnskab, skat og selskabsret.* Forlaget PWC. ISBN 87-91837-11-1.

Ejendomsforeningen Danmark (2006), *Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen*. Forlaget Ejendomsforeningen Danmark.

Deloitte (2009), *IFRS -Introduktion til de internationale regnskabsstandarder*. Forlaget Deloitte. ISBN 978-87-89152-00-4.

RICS (2009), *RICS Valuation Standards*, Royal Institute of Chartered Surveyors. RICS, ISBN 978 1 84219 342 6. (Populært kaldet RICS Red Book).

Artikler og andet materiale:

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen (2009) – Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme af 3. april 2009 – www.eogs.dk

Sudan, S. (2009), "Måling af ejendomme", bragt i INSPI nr. 6, 2009

Hallqvist, C og Jørgensen, M. (2009), "Værdiansættelse af ejendomme i et illikvidt marked", Revision og Regnskabsvæsen nr. 2, 2009

Christensen, T.B. mfl."Gennemførsel af nedskrivningstest: konsekvenser af finanskrisen", Revision og Regnskabsvæsen nr. 12, 2008

Sadolin&Albæk (2009), Newsletter februar 2005, oktober 2008 og juni 2009

Dansk Ejendomsmæglerforening (2009), Nyhedsbrev januar og april 2009

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen (2009) – "Udvalgte revisionsmæssige forhold, som revisor skal overveje i lyset af de ændrede markedsforhold" af 6. marts 2009 – www.eogs.dk

Regnskabsvejledning 16 – RevisorBiblioteket

Regnskabsvejledning 10 – RevisorBiblioteket

IAS 40

RS 545 (Revisionsstandard 545) – Revision af målinger til og oplysninger om dagsværdi

RS 570 (Revisionsstandard 570) – Going Concern

RS 585 (Revisionsstandard 585) – Revision af ledelsesberetningen

RS 620 (Revisionsstandard 620) – Anvendelse af en eksperts arbejde

Årsregnskabsloven (ikrafttrædelse 01.01.2009) – RevisorBiblioteket

Vurderingsvejledning 2009-2 – www.skat.dk

FSR (2009) "Vi skal have lukket forventningskløften" af 9. juni 2009, FSR – www.fsr.dk

CBS (2006), Materialesamling 2006-1 for CMA – Revision 1 og 2

EU-kommissionen (2009), Grønbog "Den lovpligtige revisors rolle, stilling og ansvar i EU" – www.europa.eu

Internet:

Danmarks Statistik, www.dst.dk - statistikbanken

Sadolin&Albæk, erhvervsejendomsmæglere, www.sadolin-albaek.dk

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, www.eogs.dk

RevisorBiblioteket, www.thomsen.dk

Det Centrale Virksomhedsregister, www.cvr.dk

Finansforbundet, www.finansforbundet.dk

Dansk Ejendomsmæglerforening, www.de.dk

Dagbladet Børsen, www.borsen.dk

Datea, www.datea.dk

SKAT, www.skat.dk

Foreningen af Statsautoriserede Revisorer, www.fsr.dk

Finansrådet, www.finansraadet.dk

Interviews:

Der er foretaget en række interviews med fagfolk fra forskellige erhvervsgrupper. Disse interviews er foretaget som strukturerede interviews med baggrund i et opstillet interviewskema. Der er som bilag 1 medtaget selve interviewskemaet, samt et uddrag af de notater, som er gjort i forbindelse med gennemførelsen af interviewene. Følgende har deltaget i de gennemførte interviews. Enkelte af deltagerne har ønsket anonymitet og alle er derfor gengivet med efternavn og forbogstav, samt profession:

Pedersen, A. – statsautoriseret revisor, revisionsfirma

Petersen, L. – statsautoriseret revisor, revisionsfirma

Jensen, S. – revisor, HD, revisionsfirma

Sehested, J. – erhvervskonsulent, pengeinstitut

Lorenzen, K. – erhvervsrådgiver og vurderingskonsulent, realkreditinstitut

Karmark, J. – statsautoriseret ejendomsmægler og valuar, erhvervsejendomsmæglerkæde

Karlsen, E. – statsautoriseret ejendomsmægler og valuar, erhvervsejendomsmæglerkæde

Sommer, F. – virksomhedskonsulent

12. Bilagsmateriale

12.1 Bilag 1 – Interviewundersøgelse, skema til brug ved struktureret interview

Spørgsmål 1-5 er stillet som udgangspunkt i struktureret interview med revisorer, ejendomsmæglere og bankfolk. Spørgsmål 6-7 er alene stillet revisorer, spørgsmål 8-10 er alene stillet ejendomsmæglere og spørgsmål 11-13 er alene stillet bankfolk. I skemaerne er indsat et udpluk af notater fra de gennemførte interviews.

Spørgsmål nr. 1 (alle)
Mener du, at værdien på investeringsejendomme er påvirket af den nuværende finansielle krise?
Hvis ja, hvordan?
"Ja, prisen på penge har en betydelig indvirkning på kortsigtede ejendomsinvesteringer, priserne har været unaturligt høje som følge af overflod i finansieringen" (S.J.) "Ja, den nuværende knaphed på likviditet/finansieringsmuligheder presser priserne ned" (K.L)

Spørgsmål nr. 2 (alle)
Hvilken metode ser du mest anvendt i praksis til opgørelsen af dagsværdi?
"1. års afkastmodel" (K.L) "Afkastmodellen" (S.J.) "Afkastmodellen, det fremgår af IPD's rapport at omkring 80 % af aktørerne i deres indeks anvender denne" (A.P.)"Rentabilitetsberegning med nettoleje og afkastkrav. DCF-metoden er på vej frem, men benyttes kun begrænset i dag (J.S.)"Kravet til afkast kan variere fra mægler til mægler og forskellige mæglere kan komme frem til forskellige værdier af samme ejendom" (F.S.)

Spørgsmål nr. 3 (alle)
Hvad mener du om, at anvende en ejendomsmæglervurdering til opgørelse af dagsværdien, samt hvilke fordele og ulemper der er ved metoden?
"Det er en fordel, at der benyttes eksterne vurderinger er af ejendommene, idet det giver et mere nuanceret billede af værdierne" (J.S.) "Mæglervurderinger er meget anvendelige til at opgøre dagsværdien" (A.P.) "Det koster virksomheden penge at få foretaget disse vurderinger" (K.L.)

Spørgsmål nr. 4 (alle)
Mener du, at der er nok fokus på nedskrivningstest i forbindelse med den igangværende finansielle krise? Hvorfor/hvorfor ikke?
"Nej, der er mange aktører på markedet, som ikke tør se realiteterne i øjnene og derfor undlader disse" (J.S.)"De fleste har nok holdt vejret i 2008 for at se om krisen bider sig fast" (K.L.) "I langt de fleste tilfælde vil vi, som revisorer, kun have begrænset mulighed for at vurdere eller kritisere forudsætningerne for opgørelse af værdierne" (L.P) "Vi kommer til at se mere på dette i forbindelse med 2009-regnskaberne, da krisen øjensynligt har bidt sig fast" (S.J.)

Spørgsmål nr. 5 (alle)
Hvor tit ser du regnskaber hvor ledelsen har beskrevet usikkerhed omkring indregning og måling i ledelsesberetning i klasse B-virksomheder? Er beskrivelsen fyldestgørende i forhold til hvis der var tale om en klasse C-virksomhed?
"Jeg ser sjældent omtale heraf i ledelsesberetningen" (S.J.) "Stort set aldrig" (L.P.) "De er oftest meget tynde i årsberetningen og det er kun sjældent at der oplyses om usikkerheder" (A.P.)

Spørgsmål nr. 6 (revisor)
Har du kendskab til IFAC's arbejde med vejledninger og vurderer du at en ændring i de nuværende standarder og vejledninger vil være en fordel i forhold til dit arbejde under den nuværende finansielle krise?
"Nej, jeg har ikke kendskab til IFAC's arbejde" (L.P.) "Jeg mener ikke at en ændring vil være en fordel i forhold til arbejdet under den nuværende finansielle krise" (A.P.)

Spørgsmål nr. 7 (revisor)
Har du anfægtet værdiansættelsen af et selskabs investeringsejendomme ifm. årsrapport 2008? Hvorfor/hvorfor ikke og med hvilken begrundelse?
"Der har i de fleste virksomheder været en erkendelse af at der var stor usikkerhed om opgørelser af dagsværdi. Der er mange steder indarbejdet et afsnit om usikkerhed ved værdiansættelsen" (A.P.), "Nej, vi har ved en afkastbetragtning ikke fundet grund til at stille spørgsmålstegn ved ledelsens værdiansættelser" (L.P.)

Spørgsmål nr. 8 (mægler)
Hvor ofte bliver du/I kontaktet i forbindelse med en vurdering til brug for udarbejdelse af et regnskab, i forhold til eksempelvis vurdering ifm. køb/salg ?
"Det er ikke så ofte. Måske 10 % af vores vurderinger er ikke i forbindelse med en egentlig handel" (J.K), "Der er et stigende ønske om vurderinger fra uvildige personer" (E.K.)

Spørgsmål nr. 9 (mægler)
Er det dit/Jeres indtryk, at kunden som bestiller en vurdering er enig i din/Jeres værdiansættelse eller kommer du/I typisk frem til en værdi som adskiller sig væsentligt fra kundens forventninger? Hvordan?
"Det sker meget ofte i den nuværende markedssituation. Specielt på større investeringsejendomme, hvor en ændring i afkast har stor betydning for værdien" (J.K.)

Spørgsmål nr. 10 (mægler)
Anvender du/I RICS – Red Book som retningslinje til opgørelsen af værdien på en investeringsejendom? Hvorfor/Hvorfor ikke? Eventuelt anden metode beskrives.
"Ja, vi anvender RICS til vurdering af visse ejendomme. Dette gøres for at leve op til den internationale standard" (J.K.) – "Vi anvender altid retningslinjerne i RICS" (E.K.)

Spørgsmål nr. 11 (bank)
Hvordan anvender du et regnskab i forbindelse med kreditvurdering af en virksomhed og hvad lægger du vægt på i den forbindelse?
"Regnskab sammen med budgetter benyttes til at bedømme fremtiden for selskabet. Der lægges vægt på aktivsammensætning, aktivernes værdiansættelse, soliditet gældsserviceringsevnen og eventuelle forpligtelser" (J.S.) "Vi kigger på egenkapitalen og vurderer om eventuelle opskrivninger er reelle" (K.L)

Spørgsmål nr. 12 (bank)
Hvilke interessenter i et ejendomsselskab vurderer du løber den højeste risiko og hvorfor?
"Kreditgiverne, især dem med den dårligste prioritering" (K.L.) "De aktører, som finansierer det yderste af værdierne – de største risici ligger hos finansieringskilderne" (J.S.)

Spørgsmål nr. 13 (bank)
Hvordan vurderer du pålideligheden af ejendomsselskabers årsrapporter 2008? Hvad er tilfredsstillende/hvordan er der mangler/hvad kan gøres bedre og hvordan?
"Nok en begrænset pålidelighed, men det er nemt at være bagklog. Scenarier eller følsomhedsberegninger kunne ønskes, altså lidt mere fremme i skoene" (K.L.) "Der savnes beskrivelser af hvad der ligger til grund for afkastkrav eller andre forventninger til ejendommenes drift, herunder likviditet" (J.S.)

12.2 Bilag 2 – Virksomhedens stakeholders - koalitionsmodellen

Litteraturhenvisning til modellen[143]

[143] Koalitionsmodellen – virksomhedens stakeholders – Egen tilvirkning efter Elling, J.O. (2007), side 34.

12.3 Bilag 3 – DCF-modellen, ejendommen Vesterbrogade

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	TERMINAL
Lejeindtægter	5.895	6.013	6.133	6.256	6.381	6.509	6.639	6.772	6.907	7.045	7.186	7.330
Driftsomkostninger:												
Vedligeholdelse	215	219	224	228	233	237	242	247	252	257	262	267
Forsyning	209	213	217	222	226	231	235	240	245	250	255	260
Skatter og afgifter	550	561	572	584	595	607	619	632	644	657	670	684
Forsikring	51	52	53	54	55	56	57	59	60	61	62	63
Administrationsomkostninger	123	125	128	131	133	136	139	141	144	147	150	153
DRIFTSRESULTAT	**4.747**	**4.842**	**4.939**	**5.038**	**5.138**	**5.241**	**5.346**	**5.453**	**5.562**	**5.673**	**5.787**	**5.902**
Nettoinvesteringer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CASHFLOW	**4.747**	**4.842**	**4.939**	**5.038**	**5.138**	**5.241**	**5.346**	**5.453**	**5.562**	**5.673**	**5.787**	**5.902**
Nutidsværdi af cashflow		4.461	4.191	3.938	3.701	3.478	3.268	3.071	2.885	2.711	2.548	39.672
Nominel diskonteringsfaktor	8,55%											
Inflation	2,00%											
Værdi af budgetperiode	34.251	(Værdi af budgetperioden = summen af cashflows 2009-2018)										
Værdi af terminalperiode	39.672	(Terminalværdien = (cashflow i terminalperioden/(1+disk.faktor)^10)/(disk.faktor-inflation))										
Dagsværdi af ejendommen	**73.923**											

Litteraturhenvisning[144]

[144] Dagsværdi ved DCF-modellen, ejendommen Vesterbrogade – Egen tilvirkning efter data fra Ejendomme A/S.

12.4 Bilag 4 – DCF-modellen, ejendommen Vesterbrogade, nye forudsætninger

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	TERMINAL
Lejeindtægter	5.895	6.013	6.133	6.256	6.381	6.509	6.639	6.772	6.907	7.045	7.186	7.330
Forventet tomgang		-500	-400	-300	-200	-100	-1.000	-500				
Driftsomkostninger:												
Vedligeholdelse	215	219	224	228	233	237	242	247	252	257	262	267
Forsyning	209	213	217	222	226	231	235	240	245	250	255	260
Skatter og afgifter	550	561	572	584	595	607	619	632	644	657	670	684
Forsikring	51	52	53	54	55	56	57	59	60	61	62	63
Administrationsomkostninger	123	125	128	131	133	136	139	141	144	147	150	153
DRIFTSRESULTAT	**4.747**	**4.342**	**4.539**	**4.738**	**4.938**	**5.141**	**4.346**	**4.953**	**5.562**	**5.673**	**5.787**	**5.902**
Nettoinvesteringer	0	0	0	0	0	0	-5000	0	0	0	0	0
CASHFLOW	**4.747**	**4.342**	**4.539**	**4.738**	**4.938**	**5.141**	**-654**	**4.953**	**5.562**	**5.673**	**5.787**	**5.902**
Nutidsværdi af cashflow		4.000	3.852	3.704	3.557	3.411	-400	2.789	2.885	2.711	2.548	39.672
Nominel diskonteringsfaktor	8,55%											
Inflation	2,00%											
Værdi af budgetperiode	29.057	(Værdi af budgetperioden = summen af cashflows 2009-2018)										
Værdi af terminalperiode	39.672	(Terminalværdien = (cashflow i terminalperioden/(1+disk.faktor)^10)/(disk.faktor-inflation))										
Dagsværdi af ejendommen	**68.729**											

Litteraturhenvisning[145]

[145] DCF-modellen, ejendommen Vesterbrogade, ændret dagsværdi ved nye forudsætninger – Egen tilvirkning efter data fra Ejendomme A/S.