

Indregning og måling af investeringsjendomme

- Det retvisende billede

Thomas Braae

Morten Staghøj

Studie: HD(R) afgangsprøve 2013, Copenhagen Business School

Fagansvarlig: Jens Marcus-Møller

Afleveringsdato: 13-05-2013

Indholdsfortegnelse

Indholdsfortegnelse.....	1
1. Indledning	4
2. Problemformulering og metodevalg	6
2.1. Problemstilling	6
2.1.1. Problemformulering	6
2.1.2. Målgruppe	7
2.2. Model og metodevalg.....	7
2.2.1. Dataindsamling og kildekritik	8
2.2.2. Afgrænsning.....	8
3. Grundlæggende teori	10
3.1. Det eksterne regnskab.....	10
3.1.1. Rolle på samfundsniveau.....	10
3.1.2. Rolle på virksomhedsniveau	11
3.2. Det præstations- og formueorienterede regnskabsparadigme	12
3.3. Fortolkningsbidrag.....	13
4. Begrebsrammen	15
4.1. Introduktion.....	15
4.2. Niveau 1 - Brugere og deres informationsbehov	16
4.3. Niveau 2 - Kvalitative egenskaber	17
4.3.1. Relevans.....	18
4.3.2. Troværdig repræsentation	18
4.3.3. Supplerende kvalitative egenskaber	18
4.3.4. Tærskelværdier.....	19
4.4. Generalklausulen "et retvisende billede"	20
4.5. Delkonklusion	20
5. Klassifikation af ejendomme	22

5.1. Introduktion.....	22
5.2. Typer af ejendomme	23
5.2.1. Klassifikationsvanskeligheder	24
5.3. Delkonklusion	25
6. Indregning og måling	27
6.1. Introduktion.....	27
6.2. Kostpris	27
6.3. Dagsværdi	29
6.3.1. Investeringsaktiver	29
6.3.2. Afkastbaseret metode (Normalindtjeningsmetoden)	31
6.3.3. DCF-modellen	37
6.4. Delkonklusion	43
7. Præsentation og oplysninger i årsrapporten.....	44
7.1. Introduktion.....	44
7.2. Ledelsesberetning.....	45
7.3. Anvendt regnskabspraksis	49
7.4. Notekrav	51
7.5. Yderligere anbefalinger "Best Practice"	52
7.6. Delkonklusion	53
8. Ejendomsinvesteringsmarkedet	54
8.1. Introduktion.....	54
8.2. Udviklingen i markedet.....	54
8.3. Værdiansættelse på et inaktivt marked	58
8.3.1. Kostpris eller dagsværdi?	59
8.3.2. Tilfælde, hvor dagsværdien ikke kan opgøres pålideligt	61
8.4. Delkonklusion	61
9. Gennemgang af årsrapporter	63

9.1. Introduktion.....	63
9.2. M. Goldschmidt Ejendomme A/S	65
9.3. ATP Ejendomme A/S.....	72
9.4. Benchmarking.....	80
9.4.1. Faktiske transaktioner	81
9.5. Delkonklusion	81
10. Konklusion	83
11. Perspektivering.....	86
12. Litteraturliste	88
13. Bilagsoversigt.....	90

1. Indledning

De seneste år har Danmark været ramt af faldende økonomisk vækst. Dette har ligeledes ramt markedet for investeringsejendomme, der de seneste år har været præget af stor nervøsitet og usikkerhed. Usikkerheden på markedet er opstået efter en periode med højkonjunktur, som medførte ekstraordinære høje prisstigninger på fast ejendom i årene 2005-2007.

Danmark har tidligere været ramt af en krise på markedet for fast ejendom. Sidst dette fandt sted var i 1993. Krisen var dengang forårsaget af stigning i arbejdsløsheden, som forårsagede et fald i privatforbruget. Efterspørgslen af erhvervslokaler var derfor faldende og samtidig med, at der sidst i 1980'erne var et massivt spekulativt nybyggeri af kontorlokaler, medførte dette et stort udbud af lokaler. Tomgangen steg og markedslejen faldt betydeligt.¹

Den faldende økonomiske vækst, som har præget Danmark de seneste år, har medført stigende tomgang og faldende lejepriser, hvilket kan afspejles direkte i ejendomspriserne. Udviklingen på ejendomsinvesteringsmarkedet har derfor stor betydning for værdiansættelsen og det er derfor vigtigt, at virksomhederne er opmærksomme på udviklingen på markedet og forstår de faktorer, der har indflydelse på værdiansættelsen for dermed at kunne sikre, at årsrapporten giver et retvisende billede af virksomhedens finansielle stilling.

Efter ændringen af årsregnskabsloven (ÅRL) i 2001 er der sket et paradigmeskifte fra det præstationsorienterede regnskabsparadigme til det formueorienterede paradigme.² Det vil sige, at regnskaberne er gået fra at fokusere på historiske kostpriser til at fokusere fremadrettet mod de økonomiske fordele ved efterfølgende udnyttelse af aktivet. Dette har ligeledes medført et skifte i anvendelsen af måleattributter. Men hvad er det mest retvisende ved indregning og måling af investeringsejendomme på et volatilt marked?

De seneste års økonomiske krise har, som nævnt, medført en usikkerhed på ejendomsmarkedet og tendensen har været faldende værdier, som skal afspejles i regnskaberne. Der har dog været indikationer på, at ejendomme i visse tilfælde kan have været væsentligt overvurderet i regnskaberne i forhold til den værdi, de skulle have haft ved en korrekt anvendelse af regnskabsreglerne.³ Dette har medført et øget informationsbehov hos regnskabsbrugerne for at kunne vurdere, om ressourcerne allokeres optimalt med henblik på opnåelse af et maksimalt afkast.

¹ Sadolin-Albæk, Newsletter oktober 2008

² Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 3, side 79

³ Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen 3 april 2009

De nævnte tendenser på markedet for investeringsejendomme giver virksomhederne nogle udfordringer med hensyn til opfyldelse af informationsbehovet hos brugerne af de eksterne regnskaber. Begrebsrammen giver nogle generelle retningslinjer for, hvordan den finansielle rapportering bør udformes af virksomhederne for at opnå størst mulig beslutningsnytte for brugerne.⁴ De første to niveauer i den regnskabsmæssige begrebsramme danner målsætningen for virksomhedernes regnskabsproduktion og uddyber dermed indholdet af generalklausulen "et retvisende billede". En gennemgang og analyse af begrebsrammen vil derfor kunne definere, hvilke kriterier værdiansættelsesmodeller skal opfylde for at overholde generalklausulen og give størst nytteværdi for regnskabsbrugerne.

⁴ Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 5, side 195

2. Problemformulering og metodevalg

2.1. Problemstilling

Som det fremgår af ovenstående indledning, har ejendomsinvesteringsmarkedet de seneste år været præget af stor nervøsitet og usikkerhed. Dette har forårsaget faldende ejendomspriser, som bør afspejle sig i selskabernes årsrapporter. Kombineret med at ejendomsmarkedet er præget af få transaktioner og det derfor er svært at finde sammenlignelige markedspriser på tilsvarende eller lignende ejendomme, har dette medført, at indregning af investeringsejendomme til dagsværdi sker ud fra godkendte dagsværdimodeller, som i høj grad er baseret på subjektive skøn.

Grundet disse ikke-observerbare data, der indgår i de anvendte dagsværdimodeller, er informationsbehovet hos regnskabsbrugerne stigende. Ledelsen af selskaberne, der udarbejder de eksterne regnskaber, må derfor give oplysninger om usikkerheder omkring indregning af måling af investeringsejendomme med henblik på at give regnskabsbrugerne størst mulig beslutningsnytte.

2.1.1. Problemformulering

Ovenstående problemstilling kan sammenfattes i nedenstående hovedproblem, som vil søges belyst i opgaven:

- Hvordan sikrer danske selskaber at indregning og måling af investeringsejendomme giver et retvisende billede i det eksterne regnskab og i hvilket omfang gives oplysninger, der opfylder regnskabsbrugernes stigende informationsbehov således, at regnskabet giver bedst mulig beslutningsnytte?

For at indkredse det valgte undersøgelsesfelt, stilles der en række arbejdsspørgsmål, der danner en delvis disposition for opgavens afsnit:

- 1. Hvilke informationsbehov har regnskabsbrugerne og hvordan definerer begrebsrammen det retvisende billede?*
- 2. Hvilke typer af ejendomme findes der og kan der opstå tvivl hos regnskabsbrugerne omkring korrekt klassifikation?*
- 3. Hvilke måleattributter og metoder findes der ved indregning og måling af investeringsejendomme?*
- 4. Hvilke krav er der til præsentation og oplysninger i årsrapporten og opfylder de regnskabsbrugernes behov?*
- 5. Har udviklingen på ejendomsmarkedet haft betydning for hvilket måleattribut og -metode, der giver det mest retvisende billede?*

6. *Hvordan opfylder danske selskaber regnskabsbrugernes informationsbehov i henhold til generalklausulen i udvalgte årsrapporter?*

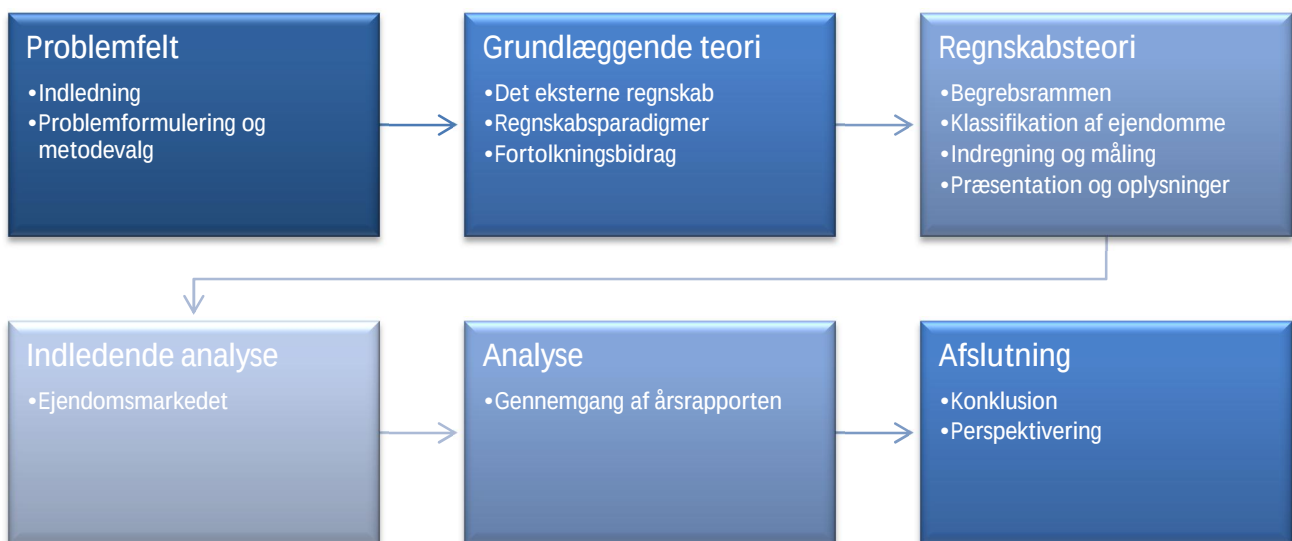
2.1.2. Målgruppe

Opgaven er skrevet som afslutning på HD(R) studiet på Copenhagen Business School i 2013. Foruden vejleder og censor af opgaven, er den primære målgruppe personer, der udarbejder eksterne regnskaber for selskaber, hvor investeringsejendomme udgør en væsentlig del af den samlede aktivmasse. Herunder ledelsen i de pågældende selskaber, revisorer, rådgivere mv.

Formålet med opgave er, på overskuelig vis at give en forståelse af, hvordan udarbejderen af det eksterne regnskab sikrer, at regnskabet giver et retvisende billede af virksomhedens finansielle stilling. Herunder at give et overblik over relevante oplysninger om væsentlige usikkerheder i forbindelse med indregning og måling således, at de finansielle oplysninger giver størst mulig nytteværdi for regnskabsbrugerne.

2.2. Model og metodevalg

Opgaven er udarbejdet med udgangspunkt i et induktivt undersøgelsesdesign, hvor opgaven er opbygget således, at det giver læseren et overskueligt overblik over opgavens centrale problemstillinger. Udgangspunktet er taget i begrebsrammens opbygning, hvis formål er at give generelle retningslinjer for, hvordan den finansielle rapportering bør udformes af virksomhederne for at opnå størst mulig beslutningsnytte for brugerne. Opgaven er opbygget i flere niveauer og kan illustreres som nedenfor:



2.2.1. Dataindsamling og kildekritik

Hovedopgaven bygger hovedsageligt på sekundære datakilder. Herunder fagbøger fra undervisningen på Copenhagen Business School, lovsamlinger samt tilgængeligt materiale fra internettet. Der er anvendt henvisninger til de anvendte kilder i opgaven.

Ved anvendelse af sekundære data er kilden vurderet i forhold til reliabilitet og validitet. Kilderne er kun anvendt såfremt, at de er vurderet som pålidelige og troværdige og data er relevant for opgaven.

Holdninger og meninger fremkommer i en stor del af den anvendte empiri og vil også være afspejlet visse steder i opgaven. Dette gør sig i høj grad gældende, hvor der er anvendt viden og materiale fra fagpersoner, som har erfaring i markedet. Som udgangspunkt er det dog forsøgt at være så objektiv som muligt i forhold til opgavens problemstilling.

I forhold til læseren af opgaven, kan der være behov for at søge yderligere information, hvis der ønskes yderligere oplysninger end det, der er vurderet væsentlig i forhold til opgavens problemstilling og problemformulering.

Der er i opgaven foretaget et deskriptivt case studie af offentliggjorte årsrapporter for investeringsejendomsselskaber. Indsamlingen af årsrapporterne er foretaget ved en søgning i databasen NN Markedsdata. NN Markedsdata leverer opdaterede oplysninger om alle danske virksomheder. Det er i databasen muligt at søge på specifikke virksomheder ved hjælp af branchekoder. Søgningen er foretaget ud fra branchekoden 682040 (Udlejning af erhvervsejendomme) og med en samlet aktivmasse mellem 1 mia. og 5 mia. med fravalg af børsnoterede selskaber. Søgningen giver et bredt udvalg af årsrapporter, som ikke alle er relevant for opgavens problemstilling. Den endelige udvælgelse af årsrapporterne, som er anvendt i opgavens casestudie, er foretaget ved selektivt udvælgelse for at sikre, at årsrapporterne er velegnede til fortolkning samt bidrager til den teoretiske diskussion, der efterfølgende vil finde sted i opgaven med henblik på besvarelsen af opgavens problemstilling.

Dataindsamlingen er stoppet den 22. februar 2013.

2.2.2. Afgrænsning

Da målgruppen er personer indenfor branchen og med interesse heri, er termer og fagudtryk ikke uddybet og forklaret medmindre, det er vurderet som nødvendigt for at opnå yderligere forståelse.

Opgaven tager udgangspunkt i danske investeringsejendomsselskaber udelukkende med aktivitet i Danmark. Således vil opgaven udelukkende omhandle årsregnskabslovens bestemmelser, samt fortolkningsbidrag, såfremt disse ikke modstrider bestemmelserne i årsregnskabsloven. Ved anvendelsen af årsregnskabsloven og fortolkningsbidragene er det kun de forhold og paragraffer der har betydning for besvarelsen af opgavens problemstilling som vil blive gennemgået.

Opgaven tager udelukkende sigte på den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. Gældsforpligtelser og finansiering der relaterer sig til investeringsejendomme vil ikke blive behandlet i opgaven.

I forbindelse med klassifikation af ejendomme vil de forskellige ejendomstyper blive gennemgået. Foruden investeringsejendomme, vil der dog ikke blive foretaget dybdegående gennemgang af de øvrige ejendomstyper.

I forbindelse med afsnittet omkring indregning og måling af investeringsejendomme vil anerkendte dagsværdimodeller blive gennemgået. Opgaven behandler kun den afkastbaserede model (normalindtjeningsmodellen) samt Discounted Cash Flow modellen (DCF-modellen). Gennemgangen af dagsværdimodellerne vil ikke omfatte den matematiske teori bag disse.

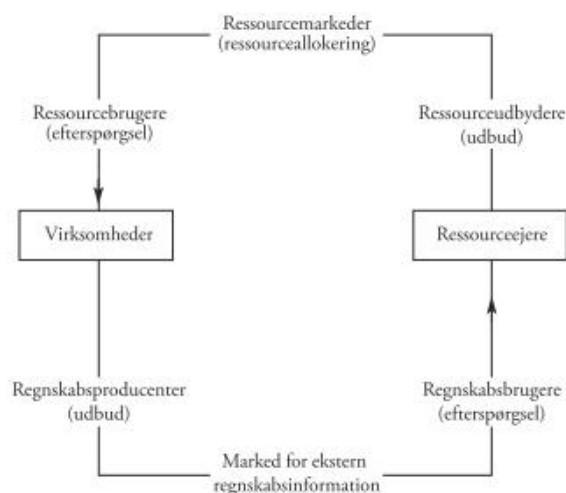
I forbindelse med vores case studie har vi anvendt de seneste offentliggjorte årsrapporter som forelå inden dataindsamlingen er stoppet. Ved gennemgangen af de udvalgte årsrapporter har vi udelukkende anvendt oplysninger der er relevante for besvarelsen af opgavens problemstilling.

3. Grundlæggende teori

3.1. Det eksterne regnskab

3.1.1. Rolle på samfundsniveau

Det eksterne regnskab tager sigte på udbyderne af ressourcer uden for virksomheden, som træffer beslutning om allokering af ressourcer mellem virksomhederne.⁵ Dette kan illustreres ved nedenstående figur:



Figur 1 -Kilde: Finansiell Rapportering – Teori og regulering, 2. udgave, kapitel 1 side 19

Figurens nederste del viser, virksomheder som udbydere af eksterne regnskabsinformationer og ressourceejere som efterspørgere af eksterne regnskabsinformationer. Det eksterne regnskab indeholder finansielle oplysninger om virksomhedens indtjenings-, formue- og finansieringsforhold med henblik på at dække informationsbehovet hos ressourceejerne. Ressourceejerne kan både være enkeltpersoner og virksomheder, der har allokere ressourcer til den pågældende virksomhed eller som overvejer at gøre det. Dermed kan ressourceejere være både nuværende og potentielle ejere eller investorer, långivere, kunder, leverandører, ansatte mfl.⁶

Den øvre del af figuren viser, hvordan ressourceejerne træffer økonomiske allokeringsbeslutninger på grundlag af det eksterne regnskab. Ressourceejerne danner tilsammen ressourcemarkeder som for eksempel aktiemarked, lånemarked mv. Den information der gives i de eksterne regnskaber spiller en væsentlig rolle for de beslutninger, som træffes af ressourceejerne. Dette betyder, at jo mere de finansielle oplysninger i det eksterne årsregnskab gennemsigtiggøres på ressourcemarkederne, desto lettere bliver det

⁵ Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 1, side 18

⁶ Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 1, side 18

for eksisterende og nytilkomne ressourceejere at allokere deres ressourcer hen, hvor de opnår de bedste indtjeningsmuligheder.⁷

For at ressourceejere skal have nytte af de finansielle oplysninger og skulle kunne træffe allokeringsbeslutninger på baggrund heraf, er det en forudsætning, at oplysningerne opfylder at en række kvalitetskrav:⁸

- Forståelige
- Relevante
- Troværdigt repræsentative
- Sammenlignelige

Ovenstående kvalitetskrav vil blive uddybet senere i opgaven. Det væsentlige i denne sammenhæng er, at kvalitetskravene opstiller en brugerbeskyttelse, der skal sikre, at ressourceejerne har nytte af de finansielle oplysninger. I ÅRL er denne brugerbeskyttelse sammenfattet i § 11, som siger, at regnskabet skal give "et retvisende billede". Generalklausulen og "det retvisende billede" vil blive uddybet i afsnit 4 omkring begrebsrammen

3.1.2. Rolle på virksomhedsniveau

Regnskabsbrugerne kan opdeles i to grupper; primære og sekundære interessegruppe. De primære regnskabsbrugere har alle det til fælles, at de er ressourceejere, der stiller ressourcer til rådighed for virksomheden for derimod at modtage en del af den frembragte værditilvækst som modydelse eller belønning. De sekundære interessegrupper udgør de interessenter, der indirekte påvirkes af virksomhedens ressourceforvaltning såsom lokalsamfund, konkurrenter, forbrugergrupper mv.⁹

Informationsbehovet hos de forskellige grupper er meget forskelligt. Fælles er det dog, at de har et informationsbehov rettet mod virksomheden og de er derfor alle potentielle regnskabsbrugere, hvis informationsbehov skal dækkes via det eksterne regnskab.

Der er forskel i hvilke interessenter der anses som den væsentligste brugergruppe af det eksterne regnskab. IASB, den internationale regnskabsregulering, anlægger et *shareholder-perspektiv* og anser investorerne som den væsentligste brugergruppe. ÅRL henvender sig til en bredere gruppe og anlægger et *stakeholder-perspektiv*, jf. ÅRL § 12 stk. 2. Heri nævnes: "*Årsrapporten skal udarbejdes således, at den støtter*

⁷ Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 1, side 19-20

⁸ Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 1, side 21

⁹ Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 1, side 25-26

*regnskabsbrugerne i deres økonomiske beslutninger. De omhandlede regnskabsbrugere er personer, virksomheder, organisationer og offentlige myndigheder mv., hvis økonomiske beslutninger normalt må forventes at blive påvirket af en årsrapport, herunder nuværende og mulige virksomhedsdeltagere, kreditorer, medarbejdere, kunder, alliancepartnere, lokalsamfundet samt tilskudsgivende og fiskale myndigheder.*¹⁰ I ÅRL § 12 stk. 2 nævnes det videre, at interessenternes informationsbehov er forbundet med tre beslutningsopgaver. Disse vil blive uddybet i 4 om begrebsrammen. Idet ÅRL er en rammelov, der henvender sig til en meget bred målgruppe, kan det være vanskeligt at opfylde alle brugernes informationsbehov.

Dog skal det bemærkes, at selvom alle regnskabsbrugernes informationsbehov ikke kan tilfredsstilles helt af årsregnskaber aflagt efter ÅRL, findes der dog visse fælles behov. Eftersom investorerne stiller risikovillig kapital til rådighed for virksomheden, vil årsregnskaber, der opfylder investorernes behov, også opfylde de fleste af behovene hos de øvrige regnskabsbrugere.¹¹

3.2. Det præstations- og formueorienterede regnskabsparadigme

I Danmark er der efter ændringen af årsregnskabsloven (ÅRL) i 2001 sket et paradigmeskifte fra det præstationsorienterede regnskabsparadigme til det formueorienterede paradigme.¹² Det præstationsorienterede paradigme er bagudrettet og fokuserer på historiske kostpriser. Hovedvægten i det præstationsorienterede paradigme lægges på måling af periodens præstationer i både resultatopgørelsen og pengestrømsopgørelsen, dermed bliver balancen sekundær.¹³

Resultatopgørelsen måler ressourceforbruget til historisk kostpris, som er medgået til at skabe indtægterne til salgspris efter matchingprincippet.

Modsat det præstationsorienterede paradigme, hvor resultatopgørelsen er primær, så kommer balancen først i det formueorienterede paradigme. Resultatopgørelsen reduceres til at afbilde de transaktioner og begivenheder, der medfører ændringer i økonomiske ressourcer og fordringer fra primo til ultimo.¹⁴ Hvor det præstationsorienterede paradigme er bagudrettet, er det formueorienterede paradigme fremadrettet

¹⁰ Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 1, side 26-27

¹¹ Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, appendiks kapitel 5, side 219

¹² Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 3, side 79

¹³ Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 3, side 84

¹⁴ Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 4, side 139

mod de økonomiske fordele ved den efterfølgende udnyttelse af aktivet. Dette medfører også, at det formueorienterede paradigme udelukkende anvender værdiorienterede måleattributter.¹⁵

Når der er forskel i måleattributterne, som anvendes i henholdsvis det præstations- og formueorienterede regnskabsparadigme, skyldes det, at paradigmerne tilstræber at dække regnskabsbrugernes informationsbehov på forskellig vis.

Det præstationsorienterede regnskabsparadigme er bagudrettet og leverer erfaringsgrundlag på baggrund af den historiske indtjeningsevne i resultatopgørelsen. Dette sker med henblik på, at regnskabsbrugerne kan udarbejde egne prognoser til brug for værdiansættelse af virksomheden.

Det formueorienterede regnskabsparadigme er fremadrettet, og da der anvendes værdiorienterede måleattributter, sker værdimålingen i selve årsregnskabet til støtte for regnskabsbrugernes egne skøn over værdiansættelsen.¹⁶

Forskellen i de to regnskabsparadigmer har medført en stor debat om beslutningsnyttens af henholdsvis kostprisregnskaber efter det præstationsorienterede paradigme og dagsværdiregnskaber efter det formueorienterede regnskabsparadigme. Fordele og ulemper samt hvordan virksomhederne sikrer, at det eksterne årsregnskab giver et retvisende billede vil blive diskuteret i 8.3.1.

3.3. Fortolkningsbidrag

Som beskrevet i afsnit 3.2 omkring det præstations- og formueorienterede paradigme, så er der i Danmark sket et paradigmeskifte i 2001 ved indførelsen af den nye årsregnskabslov. Tidligere var loven baseret på den transaktionsbaserede historiske kostprismodel, men ved overgangen til den nye årsregnskabslov blev det formueorienterede paradigme indført. Indførelsen skete i form af IASB's¹⁷ begrebsramme og dermed fik de danske virksomheder mulighed for at følge de udviklingstendenser for regnskabsaflæggelse, som var dominerende på internationale kapitalmarkeder og blandt multinationale virksomheder.¹⁸

Årsregnskabsloven var ved indførelsen i 2001 lagt meget tæt op ad de internationale regnskabsstandarder, som de var udformet i perioden 2001-2004. Efter indførelsen af den nye årsregnskabslov, er der sket flere ændringer. Disse ændringer er primært sket i forbindelse med administrative lempelser for mindre virksomheder. En kombination af disse lempelser og en fortsat udvikling i de internationale standarder har

¹⁵ Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 4, side 141

¹⁶ Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 4, side 142

¹⁷ IASB – International Accounting Standards Board

¹⁸ Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 2, side 57

medført, at der er opstået væsentlige forskelle mellem regnskabsaflæggelse efter årsregnskabsloven og IFRS.¹⁹

De opståede forskelle mellem regnskabsaflæggelse efter ÅRL og IFRS betyder, at der kan være visse tilfælde med væsentlige udfordringer i relation til, hvad der kan og skal anvendes som fortolkningsbidrag til årsregnskabsloven. I forbindelse med årsregnskabslovens vedtagelse i 2001, blev der givet bemyndigelse til etablering af et standardudstedende organ, som vi internationalt kender IASB, der skulle udarbejde regnskabsstandarder til at udfylde lovens rammebestemmelser. Der er dog aldrig blevet etableret et sådan standardudstedende organ og eftersom der de seneste år har været fokus på administrative lempelser, er det heller ikke sandsynligt, at det vil ske inden for de kommende år. Manglen af et standardudstedende organ har betydet, at det er blevet stadig vanskeligere at fortolke på den danske årsregnskabslov, da det grundlag, som loven bygger på, er under konstant udvikling. Erhvervsstyrelsen er dog i stigende omfang begyndt at udsende udtalelser til fortolkning af udvalgte bestemmelser i loven. Dette er blot styresignaler og ikke direkte lovkrav.²⁰

Det er dog stadig de internationale standarder, der primært bliver anvendt som fortolkningsbidrag til den danske lovgivning. Det skal imidlertid bemærkes, at der vil være tale om de internationale regnskabsstandarder fra 2001-2004, da de opdaterede IAS'er og de nye IFRS'er alene kan anvendes i det omfang, de ikke direkte strider mod bestemmelserne i årsregnskabsloven.

Foreningen for Statsautoriserede Revisorer, FSR, har udarbejdet danske regnskabsvejledninger, som er vejledninger til årsregnskabsloven. Disse regnskabsvejledninger er dog af ældre dato, hvorfor Regnskabsteknisk udvalg, REGU, har udarbejdet et udkast til en ny regnskabsvejledning, som på nuværende tidspunkt er i høring.²¹ Det vil dog ikke være et krav for danske virksomheder at anvende denne regnskabsvejledning, men hensigten er, at den nye regnskabsvejledning i høj grad skal kunne anvendes som fortolkningsgrundlag til årsregnskabsloven.

¹⁹ KPMG Indsigt i årsregnskabsloven 7 udgave Forord

²⁰ KPMG Indsigt i årsregnskabsloven 7 udgave kapitel 3 side 44

²¹ De nye regnskabsvejledninger er efter endt dataindsamling ikke længere i høring. Dette har dog ingen større betydning for opgaven. Virksomheder omfattet af ÅRL skal ovenpå foreslået regnskabsvejledning. Det er frivilligt for virksomhederne at følge krav og anbefalinger i regnskabsvejledningen, når virksomhedens årsrapport er hældende inden for årsregnskabslovens rammer.

4. Begrebsrammen

4.1. Introduktion

Formålet med afsnittet er at besvare arbejdsspørgsmålet jævnfør problemformuleringen:

1. *Hvilke informationsbehov har regnskabsbrugerne og hvordan definerer begrebsrammen det retvisende billede?*

Afsnittet skal således belyse, hvordan begrebsrammen sikrer en troværdig og relevant præsentation af finansiell information, som kan bruges med henblik på resourceallokeringsbeslutninger og dermed skaber nytteværdi for regnskabsbrugerne.

Begrebsrammen er sammensat af fem niveauer. Målsætningen for begrebsrammen er at give generelle retningslinjer for, hvordan den finansielle rapportering bør udformes af virksomhederne for at opnå størst mulig beslutningsnytte for brugerne.²²

De fem niveauer er:

- Niveau 1: Brugernes informationsbehov
- Niveau 2: Kvalitative egenskaber
- Niveau 3: Definitioner af elementer
- Niveau 4: Indregning og måling
- Niveau 5: Klassifikation og præsentation

Tilsammen danner niveau 1 og 2 målsætningen for virksomhedernes regnskabsproduktion og uddyber dermed indholdet af generalklausulen "et retvisende billede".

De tre nederste niveauer angiver de generelle kriterier og krav, som skal stilles til målesystemerne for at kunne implementere målsætningen i praksis.²³ For at kunne besvare ovenstående spørgsmål, er det væsentlige i denne sammenhæng er derfor begrebsrammens niveau 1 og 2, som uddyber generalklausulen og det retvisende billede. Begrebsrammens øvrige niveauer vil derfor ikke blive videre beskrevet i dette afsnit. De generelle krav og kriterier i niveau 3-5, vil blive beskrevet i opgavens øvrige afsnit.

²² Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 5, side 195

²³ Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 5, side 196

4.2. Niveau 1 - Brugerne og deres informationsbehov²⁴

Brugerne af virksomhedernes eksterne regnskaber kan, som nævnt i afsnit 3.1.2, opdeles i to grupper; primære og sekundære interessegrupper. Brugernes informationsbehov er forskellige alt efter, om der er tale om investorer, ansatte eller øvrige interessegrupper. Den største vægt ligges dog på de primære interessenter på grund af deres direkte forbindelse til selskabet.

Når vi taler om investeringsejendomsselskaber, vil regnskabsbrugere typisk være investorer, men øvrige brugere kan ligeledes være långivere, medarbejdere m.v. Investorerne og långiverne vil dog blive betragtet som de primære regnskabsbrugere, hvorfor deres informationsbehov først søges opfyldt. Det skal dog bemærkes, at i mange små og mellemstore virksomheder, vil der være sammenfald mellem investor og indehaver. Det er derfor nødvendigt, at informationsbehovet ligeledes dækkes for regnskabets sekundære brugere, da der i dette tilfælde er sammenfald mellem regnskabsudbyder og investor.

Brugernes informationsbehov kan tilknyttes tre opgaver, som har til formål at danne grundlag for at træffe ressourceallokeringsbeslutninger vedrørende investering og kreditgivning mv.:

- Prognoseopgaven
- Kontrolopgaven
- Fordelingsopgaven

Prognoseopgaven

Prognoseopgaven er den primære opgave, da de primære regnskabsbrugere som sagt bruger regnskabet til at træffe fremadrettede ressourceallokeringsbeslutninger. Den finansielle rapportering bør derfor indeholde oplysninger, som støtter de primære brugere i at træffe disse beslutninger på baggrund af forventningerne om fremtidige pengestrømme.

Kontrolopgaven

Kontrolopgaven er modsat prognoseopgaven bagudrettet. Formålet er hovedsageligt at sikre, at ledelsen har udnyttet mulighederne for at skabe værdi til aktionærerne i perioden, og om udviklingen skyldes ledelsen eller er forårsaget af forhold, som ledelsen ikke har haft indflydelse på.

Fordelingsopgaven

Fordelingsopgaven omhandler ressourceallokeringen mellem virksomhed og investorer. Herunder om investorerne opnår et højere afkast ved at lade pengene blive i virksomheden frem i stedet for at investere

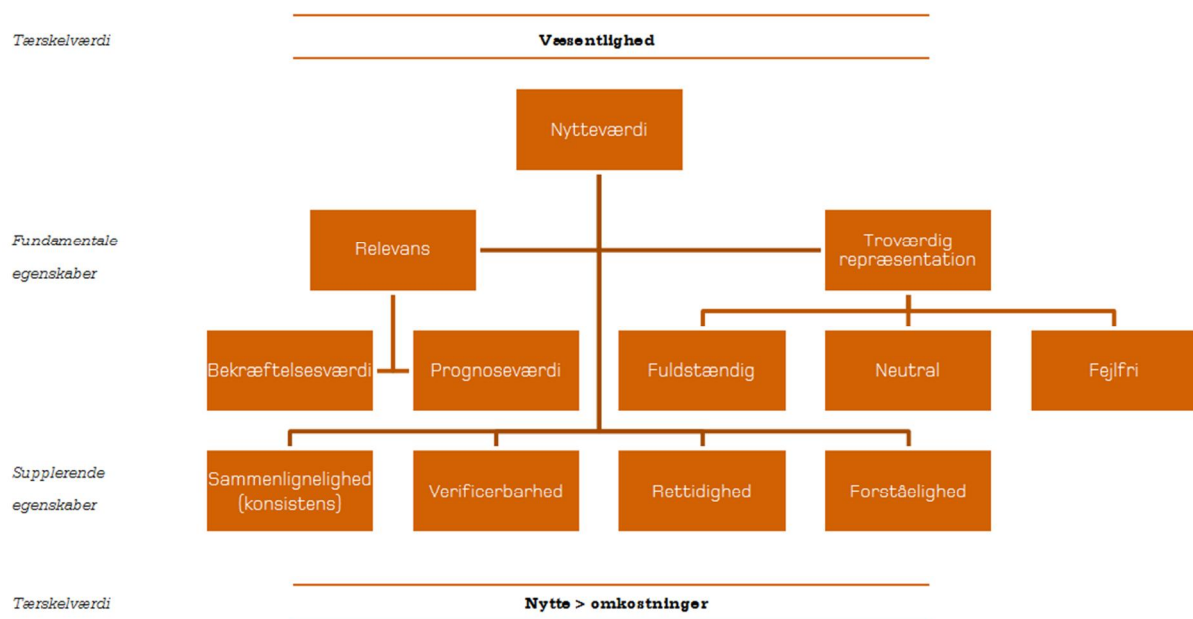
²⁴ Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 5, side 196-201

dem uden for virksomheden. Med andre ord, vil de forskellige interessegrupper opnå et højere afkast ved at undlade udbetaling. Det være sig udbytte til investorerne, tantieme til bestyrelsen eller overskudsfordelinger for ledelse og ansatte.

Det fremgår af ÅRL § 41, at opskrivning på anlægsaktiver ikke må udloddes, men skal bindes på en særlig post under egenkapitalen. Dog skal der henvises til ÅRL § 38, hvoraf det fremgår, at opskrivninger ikke skal bindes på egenkapitalen, såfremt virksomhedens hovedaktivitet er investering. Dette vil blive nærmere beskrevet i afsnit 6 om indregning og måling.

4.3. Niveau 2 - Kvalitative egenskaber²⁵

Niveau 2 beskriver de kvalitative egenskaber, som den finansielle rapportering skal besidde for at kunne være til nytte for prognose jf. niveau 1. For at skabe størst nytteværdi for brugerne af det eksterne regnskab, bør de finansielle informationer først og fremmest have relevans og troværdig repræsentation. Jo bedre kombination af relevans og troværdig repræsentation desto større nytteværdi vil de finansielle informationer have for regnskabsbrugerne.



Figur 2 - Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 5

²⁵ Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 5, side 202-209

4.3.1. Relevans

Ved relevans forstås, at information skal være nyttig for regnskabsbruger i beslutningsprocessen vedrørende ressourceallokering. Relevant information er kendetegnet ved at have enten prognoseværdi eller bekræftelsesværdi eller begge dele, som det ses i ovenstående figur.

Ved *prognoseværdi* forstås, at information skal være brugbar til udarbejdelse af prognose for regnskabsbruger. Informationen skal ikke nødvendigvis være en prognose i sig selv.

Bekræftelsesværdien tager sigte på prognose og er den egenskab, som gør det muligt at bekræfte tidligere forventninger eller ændre dem på baggrund af de oplyste informationer.

4.3.2. Troværdig repræsentation

Ved troværdig repræsentation forstås, at informationerne skal være pålidelige og troværdigt repræsentere de økonomiske fænomener i virksomheden. Den troværdige repræsentation opnås, når de underliggende økonomiske fænomener i virksomheden gengives fuldstændigt, neutralt og fejlfrit i den finansielle rapportering.

Som udgangspunkt er det dog ikke muligt at medtage al information i den finansielle rapportering. Ved *fuldstændighed* forstås derfor, at al information som er nødvendig for at kunne træffe rationelle beslutninger, skal være medtaget.

Neutralitet vil sige, at informationerne ikke må søge at give et farvet resultat og dermed fremme en særlig adfærd hos brugerne i beslutningsprocessen.

Fejlfri information vil sige, at den finansielle rapportering skal være fri for væsentlige fejl. Regnskabsaflæggelsen foretages med en vis grad af usikkerhed og troværdig repræsentation indebærer dermed ikke fuld nøjagtighed eller sikkerhed om udfaldet.

4.3.3. Supplerende kvalitative egenskaber

Som det fremgår af ovenstående figur, er der ligeledes en række kvalitative egenskaber, der skal være med til at forøge den finansielle informations samlede beslutningsnytte. De supplerende kvalitative egenskaber hjælper med at adskille mere nyttig information fra mindre nyttig information og forøger dermed den finansielle informations samlede beslutningsnytte²⁶:

²⁶ Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 5, side 205

Sammenlignelighed og konsistens

Med sammenlignelighed forstås dels, at der skal være sammenlignelighed mellem virksomheder samt at informationerne skal være sammenlignelige over flere år, da den finansielle information ellers ikke vil give nogen nytteværdi for brugerne. Der er således tale om en kvalitet i relation mellem to eller flere poster i forbindelse med sammenligning mellem virksomheder eller sammenligning over en tidsmæssig periode.

Konsistens hænger sammen med det tidsmæssige perspektiv i sammenligneligheden idet, at de samme indregningskriterier og måleattributter skal anvendes fra periode til periode.

Verificerbarhed

Den finansielle rapportering indeholder en række subjektive informationer, som har en nytteværdi for regnskabsbrugeren. Disse informationer og målinger indebærer, at der ikke eksisterer en objektiv sandhed. I disse tilfælde tolkes sandheden ved graden af verificerbarhed, altså graden af enighed, som opnås mellem uafhængige, fagligt kvalificerede observatører.

Rettidighed

Rettidighed gør ikke, at regnskabsmæssige informationer bliver mere relevante, men informationer, der ikke længere er aktuelle er ubrugelige for regnskabsbrugeren. Rettidighed er dog et relativt begreb, da tidligere regnskabsinformationer kan være relevante i de tilfælde, hvor regnskabsbrugeren ønsker at udarbejde trendanalyser på baggrund heraf.

Forståelighed

Forståelighed henviser til, at brugere med kendskab til virksomhedsøkonomi og finansiellrapportering skal være i stand til at forstå indholdet. Forståeligheden af informationerne er nødvendig for at kunne give nytte. Dog må nødvendige informationer ikke udelades med henvisning til, at det vil være for svært for brugerne at forstå.

4.3.4. Tærskelværdier

For alle informationerne i den finansielle rapportering gælder det, at tærskelværdien for væsentlighed og nytte skal være større end omkostningerne.

Information er væsentlig, hvis den har indflydelse på brugernes beslutninger. Kun væsentlig information bør medtages i rapporteringen, da ikke væsentlig information vil kunne gøre beslutningsprocessen uoverskuelig for regnskabsbrugeren.

Informationerne i den finansielle rapportering skal ydermere opfylde, som det fremgår af ovenstående figur, at nytte er større end omkostninger.

4.4. Generalklausulen "et retvisende billede"

Tilsammen danner niveau 1 og 2 målsætningen for virksomhedernes regnskabsproduktion og uddyber dermed indholdet af generalklausulen "et retvisende billede". Generalklausulen er en overordnet målsætning for regnskabsaflæggelsen: et retvisende billede.²⁷ Generalklausulen er sammenfattet i ÅRL § 11.

Som forklaret under punkterne i begrebsrammens niveau 1 og 2, så har regnskabsreguleringen til formål at fremme offentliggørelsen af informationer, som benyttes af brugerne til at træffe ressourceallokeringsbeslutninger og dermed beskytte brugerne mod mangelfuld eller direkte vildledende information.²⁸

Det er ikke blot årsregnskabet, der skal give et retvisende billede, men af ÅRL § 11 fremgår det ligeledes, at ledelsesberetningen (og evt. supplerende beretning) skal give en retvisende redegørelse. Kravene til oplysninger, som virksomhedernes årsrapport skal indeholde for at opfylde kravet om et retvisende billede fremgår af ÅRL § 12.

4.5. Delkonklusion

Formålet med afsnittet var at besvare nedenstående spørgsmål fra problemformuleringen:

1. *Hvilke informationsbehov har regnskabsbrugerne og hvordan definerer begrebsrammen det retvisende billede?*

På baggrund heraf kan det konkluderes, at generalklausulen "et retvisende billede" defineres og uddybes i begrebsrammens niveau 1 og 2, som tilsammen danner målsætningen for virksomhedens regnskabsproduktion.

I niveau 1 opstilles retningslinjerne for regnskabsbrugerne og deres informationsbehov. Regnskabsbrugerne kan opdeles i både primære og sekundære regnskabsbrugere. Regnskabsbrugerne har forskellige informationsbehov, men den største vægt ligges på de primære interessenter. De primære interessenter i investeringsejendomsselskaber vil typisk være investorer og långivere.

²⁷ KPMG indsigter i årsregnskabsloven kommentar til § 11 side 59

²⁸ Finansiell Rapportering – teori og regulering, 2. udgave, kapitel 5, side 208

Regnskabsbrugernes informationsbehov opdeles i tre opgaver; prognose-, kontrol- og fordelingsopgaven. Den primære opgave er prognoseopgaven, som benyttes af de primære regnskabsbrugere til at træffe fremadrettede ressourceallokeringsbeslutninger på baggrund af oplysningerne i årsrapporten.

I niveau 2 opstilles de kvalitative egenskaber, den finansielle rapportering skal benytte for at kunne opfylde informationsbehovet jf. niveau 1. For at skabe størst nytte, bør de finansielle informationer først og fremmest have relevans og troværdig repræsentation. Udover relevans og troværdig repræsentation, er der en række supplerende egenskaber, som er med til at adskille mere nyttig information fra mindre nyttig information og dermed forøge informationernes samlede beslutningsnytte.

Som nævnt danner begrebsrammens niveau 1 og 2 målsætningen for virksomhedens regnskabsproduktion og uddyber generalklausulen "et retvisende billede". For at skabe størst beslutningsnytte for brugerne af det eksterne regnskab, således at informationerne kan bruges til at træffe ressourceallokeringsbeslutninger, bør de finansielle informationer først og fremmest have relevans og troværdig repræsentation. Jo bedre kombination af relevans og troværdig repræsentation desto større nytteværdi vil de finansielle informationer have for regnskabsbrugerne.

5. Klassifikation af ejendomme

5.1. Introduktion

Formålet med afsnittet er at besvare arbejdsspørgsmålet jævnfør problemformuleringen:

2. *Hvilke typer af ejendomme findes der og kan der opstå tvivl hos regnskabsbrugerne omkring korrekt klassifikation?*

Begrebsrammen giver generelle retningslinjer for hvordan årsrapporten skal udformes, for at den bliver informativ for regnskabsbrugerne jf. afsnit 4.

Begrebsrammen niveau 3 omhandler en definition på elementerne der skal indgå i balancen og resultatopgørelsen. Definitionen af elementerne har stor indvirkning på den videre behandling i begrebsrammens niveau 4 og 5, idet den danner grundlag indregning og måling.

Årsregnskabsloven definition på et aktiv er jf. ÅRL bilag 1C, at *"Aktiver er ressourcer, som er under virksomhedens kontrol som et resultat af tidligere begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden."*

Årsregnskabslovens bilag 1C, definerer ydermere anlægsaktiver, som værende *"Aktiver, der er bestemt til vedvarende eje eller brug for virksomheden"*.

Ved indregning af materielle anlægsaktiver skal et materielt anlægsaktiv indregnes i balancen som et aktiv, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden og aktivets værdi kan måles pålideligt jf. ÅRL § 33.

Årsregnskabsloven indeholder ingen direkte definition af de forskellige ejendoms typer, og derfor kan Regnskabsvejledningen og IAS supplere med uddybende definitioner. Som nævnt i afsnit 3.3 er fortolkningsbidragene blot inspiration og ikke direkte krav. I henhold til regnskabsvejledningen findes der 4 typer af ejendomme:

- Handelsejendomme
- Domicilejendomme
- Ejendomme under opførsel
- Investeringsejendomme

5.2. Typer af ejendomme

Handelsejendomme

Handelsejendomme er ejendomme, der er opkøbt med henblik på videresalg indenfor en kortere årrække eller renovering/ombygning med efterfølgende salg for øje²⁹. Handelsejendomme indregnes som omsætningsaktiv under varebeholdninger, da den indgår som led i den normale drift og indregnes til kostpris på det tidspunkt hvor fordele og risici ved besiddelse af aktivet overgår til virksomheden.

Domicilejendomme

Domicilejendomme er karakteriseret ved, at de i væsentlig grad anvendes til selskabets administration, produktion eller lignende. Altså at ejendommene anvendes til den forretning, virksomheden driver.³⁰

Domicilejendomme følger ÅRL § 33 definition på et materielt anlægsaktiv og behandles herefter. Det vil sige at domicilejendomme ved første indregning måles til kostpris og afskrives over aktivitetens brugstid. Loven foreskriver krav om nedskrivning ved indikation på værdiforringelse.

Domicilejendomme kan som alternativ til kostpris, indregnes til dagsværdi jf. ÅRL § 41, som dog forudsætter at opskrivningen foretages konsekvent og systematisk for alle aktiver inden for samme kategori. Opskrivningerne skal indregnes direkte på egenkapital, som en bunden reserve.

Ejendomme under opførelse

Ejendomme under opførelse kan indregnes på forskellige måder alt afhængig af den fremtidige anvendelse af ejendommen, det er således denne som danner grundlag for klassifikationen. Det vil med andre ord sige, at såfremt der er tale om en ejendom der opføres til brug af domicilejendom behandles efter RVL 10/IAS 16 jf. afsnit herom. Ligeledes vil en ejendom under opførelse der med henblik på salg indenfor en kort årrække blive behandlet efter RVL 8/IAS 2 jf. afsnit herom.

I henhold til RVL 16 kan ejendomme under opførelse, uanset om ejendommens prospekt er at være investeringsejendom, ikke blive klassificeret som investeringsejendom, førend ejendommen er færdigopført. IAS 40 tillader imidlertid at klassificere ejendomme under opførelse med henblik på fremtidig anvendelse som investeringsejendom. Dette vil blive uddybet i afsnittet omkring klassifikation af investeringsejendom nedenfor.

²⁹ RVL 16 – afsnit 5.2

³⁰ RVL 16 – afsnit 5.1

Investeringssejendommen

Investeringssejendomme er investering i grunde og bygninger med det formål at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende driftsafkast og/eller kapitalgevinst ved videresalg. Det løbende driftsafkast består af lejeindtægter fra udlejning af ejendommen med fradrag for afholdte omkostninger i forbindelse hermed. I modsætning til domicilejendomme genererer investeringssejendomme pengestrømme, der er uafhængig af virksomhedens øvrige aktiver³¹.

Regnskabsvejledningen 16 indeholder eksempler på investeringssejendomme, som er nævnt nedenfor³²:

- Ejendomme der er ejet med henblik på langsigtet kapitalgevinst (Det helt centrale der adskiller investeringssejendomme og handelssejendomme, der netop er ejet med henblik på kortsigtet gevinst og som led i den ordinære drift).
- Ejendomme hvor prospektet endnu ikke er kendt/besluttet.
- Ejendomme med tomgang, men der er ejet med henblik på fremtidig udlejning.

Som nævnt tidligere kan ejendomme under opførsel ikke klassificeres som investeringssejendom førend ejendomme er færdigopført jf. RVL 16. IAS 40 tillader dog mulighed for klassifikation som investeringssejendom, hvis hensigten med ejendommen er investeringssejendom.

Indregning og måling af investeringssejendomme sker ved første indregning til kostpris og herefter til dagsværdi.

5.2.1. Klassifikationsvanskeligheder

I særlige situationer kan det være vanskeligt at afgøre hvilken type ejendom, der er tale om. I situationer hvor en sådan tvivl opstår, kan det være nyttigt, hvis regnskabsbrugeren oplyses omkring de vanskeligheder, der har været ved klassifikationen for at tilsikre en høj beslutningsnytte. Regnskabsbrugeren skal have kendskab til måden, hvorpå selskabet har klassificeret deres ejendomme, da det har væsentlig indflydelse for indregning og måling og derved også værdiansættelsen af ejendommene. Denne information bidrager til en forståelse af de finansielle data i årsregnskabet og har væsentlig relevans for regnskabsbrugers beslutningsnytte. Nedenfor er kort skitseret et eksempel på de klassifikationsvanskeligheder, som selskaberne kan have.

I praksis ses det ofte, at datter/søsterselskabet ejer en ejendom, som udlejes til et koncernforbundet selskab. Derfor kan der i disse tilfælde opstå forskel i klassifikation af ejendomme og derved indregning og

³¹RVL 16 – Afsnit 6+11

³²RVL 16 – Afsnit 12

måling indenfor koncernen. I ejendomsselskabet hvori ejendommen er eneste aktivitet, kan der ske indregning til dagsværdi, idet de opfylder reglerne herfor. Derimod vil der skulle korrigeres herfor i koncernregnskabet, da der vil være tale om en domicilejendom på koncernniveau. Da ejendommen netop anvendes til virksomhedens administration, produktion eller anden aktivitet og dermed skal optages til kostpris med fradrag for akkumulerede afskrivninger. I tilfælde som disse bør regnskabsaflægger redegøre for denne usikkerhed ved klassifikation, idet det kan bidrage til en højere beslutningsnytte for regnskabsbruger.

5.3. Delkonklusion

Formålet med afsnittet var at besvare nedenstående spørgsmål fra problemformuleringen:

2. *Hvilke typer af ejendomme findes der og kan der opstå tvivl hos regnskabsbrugerne omkring korrekt klassifikation?*

Selskabets klassifikation af ejendomme vil få konsekvens for den regnskabsmæssige behandling heraf og i særdeles omkring værdien af ejendommene. ÅRL indeholder ingen direkte definition af de forskellige ejendomstyper der findes, hvorfor RVL og IAS kan finde anvendelse som fortolkningsbidrag til årsregnskabsloven. Der findes fire typer af ejendomme:

- Handelsejendomme
- Domicilejendomme
- Ejendomme under opførelse
- Investeringsejendom

RVL og IAS er på mange punkter ens, men har enkelte væsentlige forskelle herunder, at IAS 40 tillader at klassificere ejendomme under opførsel som investeringsejendom, såfremt dette er den fremtidige hensigt med ejendommen. RVL kræver dog at ejendommen er færdigopført førend den kan klassificeres som investeringsejendom, uanset hensigten med ejendommen.

Som nævnt er klassifikationen en betydelig faktor i forbindelse med værdiansættelsen, da den regnskabsmæssige behandling er vidt forskellig om der er tale om en domicilejendom, der som udgangspunkt indregnes til kostpris med fradrag for akkumulerede afskrivninger, hvorimod en klassifikation som investeringsejendom, vil tillade indregning til dagsværdi ud fra en række subjektive forudsætninger og skøn. Derfor kan en fejl-klassifikation medføre væsentlige ændringer på den regnskabsmæssige værdi og i

værste fald medvirke til at årsrapporten ikke giver et retvisende billede, og regnskabsbruger således ikke kan foretage hensigtsmæssige økonomiske beslutninger på baggrund af årsrapporten.

I særlige situationer kan det være vanskeligt at afgøre hvilken type ejendom der er tale om. I situationer hvor en sådan tvivl opstår, er det nyttigt hvis regnskabsbruger oplyses omkring de vanskeligheder der har været ved klassifikationen for at tilsikre en høj beslutningsnytte. Regnskabsbruger skal have kendskab til måden hvorpå selskabet har klassificeret deres ejendomme, da det har væsentlig indflydelse for indregning og måling og derved også værdiansættelsen af ejendommene. Denne information bidrager til en forståelse af de finansielle data i årsregnskabet og har væsentlig relevans for regnskabsbrugerens beslutningsnytte.

Vi vil i vores case studie i afsnit 9 undersøge, hvorvidt selskaberne redegør for eventuelle vanskeligheder omkring klassifikation af ejendomme.

6. Indregning og måling

6.1. Introduktion

Formålet med afsnittet er at besvare arbejdsspørgsmålet jævnfør problemformuleringen:

3. Hvilke måleattributter og metoder findes der ved indregning og måling af investeringsejendomme?

Begrebsrammen niveau 4 omfatter retningslinjerne for indregning og måling. Som beskrevet i afsnit 5.1 sker indregning, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden og aktivets værdi kan måles pålideligt jf. ÅRL § 33.

Som beskrevet i afsnit 3.2 er der forskel i måleattributterne, som anvendes i henholdsvis det præstations- og formueorienterede regnskabsparadigme, afhængig af hvilke informationsbehov virksomheden tilstræber at opfylde for regnskabsbrugeren og nytteværdien heraf.

Årsregnskabsloven muliggør indregning til henholdsvis kostpris og dagsværdi, hvis denne kan måles pålideligt.

6.2. Kostpris

Indregning og måling af investeringsejendomme sker ved første indregning i balancen til kostpris jf. ÅRL § 36.

Jf. ÅRL § 40 indeholder kostprisen alle omkostninger, der er foranlediget af anskaffelsen indtil det tidspunkt, hvor aktivet er klar til at blive taget i brug, eller som direkte kan henføres til det fremstillede aktiv. Sådanne omkostninger er for investeringsejendomme købsprisen og eventuelle direkte tilknyttede omkostninger. Direkte tilknyttede omkostninger omfatter bl.a. honorarer for juridisk bistand, ejerskifteafgifter og andre relaterede transaktionsomkostninger i forbindelse med købet. Kostprisen på købsdagen/overdragelsesdagen er som udgangspunkt et udtryk for markedsværdien/dagsværdien jf. ÅRL § 40.

Efter første indregning kan virksomheden vælge mellem dagsværdi såfremt denne værdi kan måles pålideligt eller fastholde måling til kostpris jf. IAS 40, der er et fortolkningsbidrag til årsregnskabsloven.

På ibrugtagningstidspunktet foreskriver årsregnskabsloven, at der skal fastlægges en brugstid, som er den periode, som virksomheden skønner at gøre brug af ejendommen. Ydermere skal der fastsættes en restværdi (scrapværdi) for ejendommen jf. ÅRL 43, stk. 2 ved ibrugtagningstidspunktet.

Indregning efter kostprismodellen giver fradrag af akkumulerede afskrivninger og akkumulerede tab ved værdiforringelse over aktivets brugstid.. Der skal ved ibrugtagningstidspunktet fastsættes en restværdi/scrapværdi for aktivet jf. ÅRL 43, stk. 2, som har konsekvens for afskrivningsgrundlaget. For ejendomme er der ikke nogen.

Nedskrivningsbehov

Ifølge årsregnskabsloven § 42, er det et krav at anlægsaktiver, og derved investeringsejendomme, efter første indregning skal nedskrives til genindvindingsværdi, hvis denne er lavere end den regnskabsmæssige værdi.

Genindvindingsværdien er den højeste værdi af kapitalværdien og salgsværdien. Salgsværdien er ejendommens pris på balancedagen minus de forventede omkostninger. Kapitalværdien er nutidsværdien af de fremtidige pengestrømme, som ejendommen på balancedagen forventes at kunne indbringe ved uændret benyttelse. Dette er yderligere gennemgået i afsnittet omkring DCF-modellen afsnit 6.3.3, hvortil der henvises.³³

Genindvindingsværdien vil i et aktivt marked normalvis ikke differentiere væsentligt fra salgsværdien. Da vi under gennemgang af ejendomsinvesteringsmarkedet har konkluderet, at der kun til deles er et aktivt marked jf. afsnit 8.3, vil genindvindingsværdien i langt størstedelen af tilfældene bero på subjektive skøn, ved anvendelse af dagsværdimodeller.

Nedskrivningsbehovet skal vurderes, når der er indikationer på, at en ejendom kan være værdiforringet. I gennemgangen af investeringsejendomsmarkedet i afsnit 8, har vi redegjort for de forhold, som gør sig gældende på ejendomsmarkedet. For ejendomsmarkedet er det hovedsagligt konjunkturændringer i markedet der har betydning for værdien af ejendommene og derved også behovet for nedskrivning. De seneste år har der været en generel afmatning i markedet, hvilket har medført faldende lejepriser, stigende tomgang samt meget få transaktioner i markedet – hvilket alle er indikatorer på værdiforringelse for ejendommen.

I bilag 3 er skitseret et beslutningstræ som giver et overblik over, om der skal foretages nedskrivning.

Idet vi ovenfor har konstateret, at de nuværende markedsforhold har medført indikationer på værdiforringelse, skal det vurderes om der er en pålidelig salgsværdi for ejendommen.

Ved salgsværdien forstås den pris, der vil kunne opnås i et ejendomssalg til en uafhængig tredjemand og uden det er sket som forceret salg eksempelvis ved konkurs eller afviklingssalg m.v. Det mest optimale for

³³ Kilde: "Notat om nedskrivning af anlægsaktiver" fra Deloitte side 2

at opgøre salgsværdien, er hvis der foreligger en bindende aftale på den enkelte ejendom, men dette forekommer sjældent i praksis, hvorfor alternativet kan være at tage udgangspunkt i salgsværdier for seneste gennemførte transaktioner, ved tilsvarende aktiver på et velfungerende marked og evt. en ejendomsvurdering fra en valuar til at understøtte salgsværdien.

Idet sammenligning med tilsvarende ejendomstransaktioner i markedet er relativt begrænset på grund af få transaktioner og forcerede salg, er salgsværdien svær at måle pålideligt, hvorfor ejendomme i stedet tager udgangspunkt i kapitalværdien, ved brug af DCF-modellen som er gennemgået i afsnit 6.3.3, hvortil der henvises.

Såfremt en af de ovenfor nævnte værdier, altså salgsværdien og/eller kapitalværdien overstiger kostprisen skal der ikke ske nedskrivning. Omvendt skal der ske nedskrivning til højeste, af de førnævnte værdier, såfremt kostprisen overstiger disse.

6.3. Dagsværdi

Årsregnskabslovens § 41 giver som alternativ til kostprismetoden mulighed for at måle materielle anlægsaktiver til dagsværdi, dog skal der løbende foretages værdiregulering. Ved valg af opskrivning, er det som udgangspunkt ikke muligt at vælge at gå tilbage til kostprismetoden. En sådan ændring i anvendt regnskabspraksis kan kun findes sted med hensyntagen til det retvisende billede, jf. ÅRL § 11. Opskrivningen skal ske for samtlige aktiver inden for samme kategori.

Hvis der eksisterer et velfungerende marked, vil værdien af aktivet svare til salgsprisen.

Opskrivningerne skal jævnligt revurderes. Dette skal ske med et interval svarende til det forventede udsving i dagsværdien. Når der er tale om investeringsejendomme, betyder dette, at der må ske årlig revurdering. Der stilles dog ikke krav om, at målingen skal foretages af en vurderingsmand, men DCF eller afkastbaserede modeller er tilstrækkeligt.³⁴

Ved opskrivning til dagsværdi efter ÅRL § 41, er det et krav, at opskrivninger indregnes under egenkapitalen og bindes som en henlæggelse. Dermed kan disse urealiserede opskrivninger ikke udloddes til investorerne.

6.3.1. Investeringsaktiver

Hvis virksomheder har investeringsaktivitet som hovedaktivitet, har de mulighed for at måle disse investeringer til dagsværdi efter ÅRL § 38. Det kræver dog, at virksomheden kun har én hovedaktivitet.

³⁴ KPMG Indsigt i årsregnskabsloven 7. udgave, kapitel 15 side 221

Investeringsejendomme betegnes som investeringsaktivitet. Det er dog værd at bemærke, at hvis virksomheden ikke har investering som hovedaktivitet, skal aktiverne måles efter lovens almindelige bestemmelser. Det ses dog ofte, at investeringsejendomme er placeret i et selvstændigt selskab, hvorfor der i disse tilfælde typisk vil være tale om investeringsaktivitet som hovedaktivitet. Det skal yderligere bemærkes, at det i praksis ofte betyder, at de selvstændige selskaber aflægger regnskab efter ÅRL bestemmelser for regnskabsklasse B. For klasse B virksomheder er det ikke et krav at indregne investeringsaktiver til dagsværdi. Dette er det derimod for virksomheder i klasse C.

Som med opskrivning af materielle anlægsaktiver efter ÅRL § 41, så skal alle investeringsaktiver samt dertil hørende finansielle forpligtelser inden for en samlet kategori ske konsekvent og systematisk, jf. ÅRL § 13.

Til fortolkning af ÅRL § 38, kan IAS 40 med fordel anvendes. I lighed med ÅRL § 38, giver IAS 40 mulighed for indregning af investeringsejendomme til dagsværdi eller efter de almindelige regler for måling af materielle anlægsaktiver som beskrevet tidligere. Dog stiller IAS 40 ikke krav om, at investeringsaktiviteten skal være virksomhedens hovedaktivitet som det gør i ÅRL § 38.

Jf. IAS 40, afsnit 44, defineres dagsværdi som følgende: *"... dagsværdi henviser til en transaktion mellem kvalificerede, villige parter. En transaktion mellem kvalificerede, villige, indbyrdes uafhængige parter er en transaktion mellem parter, som ikke har et særligt forhold, der gør, at transaktionspriserne adskiller sig fra markedsforholdene i øvrigt. Transaktionen antages at være mellem ikke-nærtstående parter, som hver især handler uafhængigt."*

Den bedste dokumentation for dagsværdien er aktuelle priser på et aktivt marked for tilsvarende ejendomme med samme beliggenhed og i samme vedligeholdelsesstand, som indgår i et tilsvarende leje- eller andre kontraktforhold.³⁵ Det kan dog være vanskeligt at finde disse priser og det vil derfor være nødvendigt at inddrage øvrige oplysninger ud fra skøn og på denne måde opgøre investeringsejendommens dagsværdi.

Der findes forskellige modeller til opgørelse af dagsværdien på investeringsaktiver. Dagsværdimåling kan inddeles i et hierarki med 3 niveauer, jf. IAS 40, afsnit 46:³⁶

1. niveau: *For visse aktiver findes et aktivt marked for nøjagtigt tilsvarende aktiver, som målingen kan tage udgangspunkt i, uden at der er behov for justering af markedspriserne.*

³⁵ IAS 40, afsnit 45

³⁶ KPMG Indsigt i årsregnskab oven 7 udgave kapitel 16 side 227

2. niveau: Hvis der ikke findes et aktiv marked, kan dagsværdimålingen tage udgangspunkt i markedspriser for lignende aktiver eller seneste markedstransaktioner.
3. niveau: Findes hverken markedspriser for tilsvarende typer af investeringsaktiver eller markedspriser for lignende investeringsaktiver, anvendes i praksis ofte anerkendte dagsværdimodeller. Opgørelsen af kan også for visse investeringsaktiver tage udgangspunkt i en valuarvurdering, men der er ikke krav herom. For investeringsejendomme vil dagsværdiansættelse ofte foretages på niveau 3.

Eventuelle opreguleringer/opskrivninger skal føres i resultatopgørelsen. Modsat opskrivninger efter ÅRL § 41, skal opskrivninger af investeringsaktiver ikke bindes på egenkapitalen.

Ved indregning til dagsværdi, skal ejendommens værdi afspejle værdien på balance dagen. Investeringsejendommens dagsværdi afspejler således hverken fremtidige anlægsinvesteringer, som vil forbedre ejendomme, eller de tilknyttede fremtidige fordele fra disse fremtidige investeringer.³⁷

6.3.2. Afkastbaseret metode (Normalindtjeningsmetoden)

Den afkastbaserede metode, også kaldet normalindtjeningsmetoden, er den som oftest ses anvendt i praksis, da den er mere overskuelig end DCF-modellen. Den kan variere i hvordan den anvendes, men uanset variation, vil det ikke medføre væsentlig forskel i værdien, idet tesen er at der kun findes én markedsværdi.

Beregning af markedsværdien sker ud fra følgende formel:

$$\text{æ} = \frac{(\text{1})}{(\text{2})} \pm (\text{3})$$

Modellen består af 3 faser, som omfatter følgende:

1. Første fase består i, at opgøre det årlige driftsafkast
2. Anden fase består i, at fastsætte et forrentningskrav ud fra ejendommens individuelle forhold
3. Tredje fase består i, at foretage tillæg og fradrag for særlige forhold

³⁷ IAS 40, 51

Fase 1 – Det årlige driftsafkast

Investeringsejendomme generer årligt et driftsafkast, bestående af nedenstående poster:

- + Årlig forventet lejeindtægt ifølge indgåede lejekontrakter
- +/- Regulering til forventet markedsleje
- + Skønnet årlig markedsleje på uudlejede arealer
- Gennemsnitlig årlig vedligeholdelsesudgift
- Administrationsomkostninger
- Ejendomsskatter, afgifter og andre omkostninger
- = Budgetteret driftsafkast

Figur 3 - KPMG Investeringsejendomme side 46

I forbindelse med værdiansættelse af ejendomme ud fra normalindtjeningsmodellen tages der udgangspunkt i driftsafkastet for de næste 12 måneder, ud fra den aktuelle viden der er omkring ejendommen ved opgørelsestidspunktet.

Den årlige forventede lejeindtægt fastsættes på baggrund af de indgåede kontrakter, under den forudsætning at alle lejemål på opgørelsestidspunktet, antages at løbe 12 måneder.

Såfremt den aktuelle leje afviger fra markedslejen og der er forventning om, at lejen reguleres på et senere tidspunkt, skal der foretages tillæg eller fradrag, således den forventede lejeindtægt afspejler markedslejen. Regulering til markedsleje kan have stor betydning for driftsafkastet, især under hensyntagen til det stigende udbud i ejendomme og stigende tomgangsprocenter, som har presset lejepriserne nedad.

Såfremt ejendommen har tomme udlejningsarealer, skal der indregnes en skønnet lejeindtægt, som i sagens natur er svær at fastsætte. Den skønnede lejeindtægt kan bero på tidligere erfaring med længden af tomgang på samme eller tilsvarende lejemål, forventet udfald ved forhandlinger med potentielle lejere, sammenholdelse med de aktuelle markedsvilkår mv. Mere herom omtales i fase 3.

I det der ovenfor er indregnet konsekvensen af markedslejereguleringen samt den skønnede lejeindtægt for uudlejede arealer, skal der i fase 3 korrigeres for den tidsperiode der forventes at forløbe indtil førnævnte forhold bliver en realitet.

Vedligeholdelsesarbejder varierer alt afhængig af hvilket år arbejderne besluttet udført. Således kan der være store udsving i niveauet, hvorfor der tages udgangspunkt i den gennemsnitlige vedligeholdelsesomkostninger over flere år, således tallet bliver mere repræsentativt og udjævnet over flere års aktuelle vedligeholdelsesomkostninger. Det er svært at fastsætte et markedsniveau for

vedligeholdelsesomkostninger, idet der her skal tages stilling til den aktuelle ejendoms stand, kontraktvilkår (nogle kontrakter påhviler det lejer andre kontrakter påhviler det udlejer) mv. Såfremt der er planlagt større vedligeholdelsesprojekter (tag, facade, vinduer mv.) end hvad der er 'sædvanlige' vedligeholdelsesomkostninger, reguleres herfor i fase 3, hvortil der henvises for yderligere gennemgang.

Under administrationsomkostninger medtages de budgetterede omkostninger til administration af ejendommen. Administrationsomkostninger baseres ud fra historik og erfaring med administration af tilsvarende ejendomme, da det varierer afhængig af kompleksiteten i ejendommen.

Såfremt ejeren selv varetager administration, viceværtsopgaver mv., anvendes med fordel et beløb tilsvarende som en ekstern administration vil koste.

Ejendomsskatter og afgifter medtages i det omfang, de ikke afholdes af lejerne, som varierer fra kontrakt til kontrakt. Der skal således være sammenhæng mellem de skatter og afgifter der betales og det der opkræves hos lejerne. Andre omkostninger hidrører 'normale' driftsomkostninger for en ejendom, herunder omkostninger til renhold, forsikringer, serviceabonnementer m.v. Der er her tale om fællesomkostninger, som for nogle opkræves særskilt via fællesregnskaber eller igennem den aktuelle leje (afhængig af lejekontraktvilkår), hvorfor der ligeledes skal være sammenhæng her, med hvilke omkostninger der afholdes og dem som opkræves hos lejer.

IPD Dansk Ejendomsindeks har samlet en database over driftsomkostninger, herunder vedligeholdelse, administration m.v., som viser de gennemsnitlige omkostninger pr. kvm. ud fra ejendomstype, beliggenhed og omkostningstype. Denne kan bruges i forbindelse benchmark på tilsvarende ejendomme.

Efter der er taget stilling til ovenstående faktorer er vi således nået til ejendommens budgetterede driftsafkast, der afspejler ejendommens evne til at genere driftsafkast på et 12-måneders basis ud fra de forudsætninger der er gældende for ejendommen på opgørelsestidspunktet.

Fase 2 – Forrentningskravet

Forrentningskravet (afkastkravet) er det minimumskrav der er til en ejendoms afkast og afspejler således den risiko en investor har i forbindelse med investeringen i en ejendom. Beregningen er anført nedenfor:

$$\text{Forrentningskravet} = \text{Den risikofrie rente} + \text{risikopræmie for investeringen}$$

Således vil en høj risiko forbundet med investeringen, alt andet lige, medføre et højere forrentningskrav og omvendt. Selv en mindre ændring i afkastkravet kan have betydelig indvirkning på markedsværdien for

ejendommen, hvorfor mange årsrapporter indeholder følsomhedsanalyser, der netop redegør for denne usikkerhed og den værdimæssige konsekvens heraf.

Fastsættelse af forrentningskrav for investeringsejendomme beror dels på baggrund af samfundsmæssige og konjunkturbetingede forhold, samt på grundlag af nogle individuelle forhold for den enkelte investeringsejendom. Nedenfor er skitseret de forhold som gør sig gældende ved fastsættelse af forrentningskravet:

De samfundsmæssige eller konjunkturbetingede forhold er væsentligst:

- a) Renteniveau
- b) Inflation og høj- eller lavkonjunktur

Figur 4 - KPMG Investeringsejendomme side 47

Renteniveauet har betydning for fastsættelsen af forrentningskravet. I forbindelse med fastsættelse af forrentningskravet tages der som oftest udgangspunkt i den lange obligationsrente³⁸, da investeringsejendomme karakterises som værende langfristede investeringer. Et højt renteniveau, vil alt andet lige, medføre højere forrentningskrav, da alternativet til investering i ejendomme er at sætte pengene i obligationer uden at påtage sig risiko.

Inflationsniveauet har ligeledes en indvirkning på forrentningskravet, idet en stigende inflation, alt andet lige, vil medføre højere rente til at nedbringe inflationen, ved at begrænse udbuddet af penge. Således vil det også medføre højere krav til forrentningskravet jf. afsnit ovenfor.

Udover rente og inflationsniveauet har konjunkturudviklingen ligeledes en indvirkning på fastsættelsen af forrentningskravet, idet der i højkonjunktur er en tilbøjelighed for investorer til at acceptere lavere forrentningskrav på grund af en forventning om stigende huslejer, udlejningsprocenter, stigende ejendomsværdier m.v. Omvendt vil en lavkonjunktur, alt andet lige, medføre lavere markedsleje, stigende tomgangsprocenter samt værdifald på ejendomme.

Ovenfor er skitseret de mest væsentlige samfundsmæssige og konjunkturbetingede forhold som har indvirkning på forrentningskravet. Nedenfor følger ejendommens individuelle forhold:

³⁸ Sadolin og Albæk

De individuelle kvalitetsforhold er væsentligst:

- c) Ejendommens beliggenhed
- d) Type af ejendom
- e) Lejernes bonitet
- f) Vilkår i lejekontrakter om uopsigelighed, lejeregulering m.v.
- g) Alternative anvendelsesmuligheder/sandsynlighed for genudlejning
- h) Udbud og efterspørgsel

Figur 5 - KPMG Investeringsejendomme side 48

Ejendommens beliggenhed er helt central for fastsættelse af forrentningskrav, da en god beliggenhed giver større sikkerhed for udlejning, lejestigninger mv. og dermed et lavere krav til forrentning. Modsætningsvis kan en mindre god beliggenhed medføre stigende risiko for manglende udlejning pga. manglende efterspørgsel m.v. og derved kræve en højere forrentning/afkastkrav. Det er ikke entydigt, at en beliggenhed er 'god' for alle typer af ejendomme, da en god beliggenhed for en kontorejendom ikke nødvendigvis er en god beliggenhed for en industriejendom.

Der findes en lang række af ejendomstyper, herunder både bolig, kontor, detail m.fl. som hver især er tilknyttet en række risici, som derved har indvirkning på forrentningskravet. Beliggenhed og type er to elementer der meget ofte hænger sammen jf. afsnit ovenfor, hvorfor de som oftest vurderes samlet.

Lejernes bonitet er et sammensurium af blandt andet lejernes evne til at overholde deres betalingsforpligtelser, lejerens generelle omdømme samt sandsynligheden for, at de fortsætter lejemålet i fremtiden. Således kan 'gode' lejere påvirke forrentningskravet i en nedadgående retning, da der således er mindre risiko forbundet med lejemålet og omvendt med 'dårlige' lejere. Det er primært ejendommens hovedlejemål, hvor lejerens bonitet kan få størst betydning for forrentningskravet.

Lejekontrakter findes i en lang række udstykninger og kan sjældent sammenholdes, hvorfor det er nødvendigt at foretage en konkret vurdering for hvert enkelt lejemål og dens dertilhørende kontrakt. Lejekontrakten kan indeholde en lang række forhold som kan påvirke forrentningskravet, og kan i takt med udskiftning i lejerne medføre ændrede forrentningskrav for ejendommen, såfremt det ændrer væsentlig på ejendommens risici. Eksempler på forhold for forrentningskravet kan nævnes lejemålets uopsigelighed, lejeregulering mv.

Alternative anvendelsesmuligheder og sandsynligheden for genudlejning afspejler sig i forrentningskravet. Således vil en ejendom der er begrænset i dens anvendelsesmuligheder, alt andet lige, medføre et højere

forrentningskrav end fleksible ejendomme der ikke er underlagt ovenstående begrænsninger. Et godt eksempel er ejendomme der begrænset i dens anvendelsesmuligheder biografer, hoteller des lige.

Udbud og efterspørgsel er i sagens natur helt centralt for fastsættelsen af forrentningskravet, idet et større udbud end efterspørgselen vil medføre stigning i forrentningskravet og omvendt.

På baggrund af ovenstående forhold, kan der herefter fastsættes et forrentningskrav. Det er ledelsen der er ansvarlig for forrentningskravet og kan i samråd med en uafhængig valuar afstemme virksomhedens interne forrentningskrav med markedsforholdene. I praksis sammenholdes afkastkrav, med generelle afkastkrav for markedet udført af markedsanalytikere bl.a. Colliers der udsender kvartalsvise markedsrapporter med afkastkrav og markedsleje ud fra beliggenhed, ejendomstype og ejendommens stand.

Fase 3 – Korrektioner til markedsværdien

Fase 1 og 2 danner grundlag for markedsværdien, men til denne værdi skal der korrigeres for en række tillæg og fradrag, som er nævnt nedenfor:

- 1 Fradrag for tab af lejeindtægt på ikke udlejede arealer
- 2 Tillæg/fradrag for periode indtil regulering af markedsleje
- 3 Fradrag for udgifter til udskudte vedligeholdelsesarbejder
- 4 Fradrag for udgifter til klargøring af uudlejede lokaler
- 5 Tillæg for kapitaliseret værdi af renteindtægt af modtagne lejerdeposita og faste forudbetalinger.
- 6 Tillæg for byggeretter.

Figur 6 - KPMG Investeringsejendomme side 49

Der skal ske fradrag for tab på lejeindtægter på ikke udlejede arealer og tomgangsomkostninger i forbindelse hermed, indtil genudlejning finder sted. Således er der samspil mellem fase 1, hvori den forventede lejeindtægt er medtaget og fradrag for den periode hvor lejemålet står tomt

Der skal ske tillæg/fradrag for markedslejeregulering for forskellen mellem den aktuelle leje og markedslejen i den periode hvor markedslejen ikke er gældende, således lejen i fase 1 og 3 netto er den faktiske leje.

Større vedligeholdelsesarbejder medtages under fase 3, da det ligger udenfor den 'normale' vedligeholdelsesarbejder og dermed ikke en del af de relativt statiske forhold i fase 1 og 2. Derfor vises denne post særskilt i opgørelsen af markedsværdien.

Endvidere fradrages omkostninger i forbindelse med istandsættelse, ændringer i lejemål mv. forinden der kan ske genudlejning af tomme lejemål, i fase 3. Det skyldes at denne er en "engangsomkostning" og således ikke har direkte tilknytning til driftsafkastet.

I forbindelse med indgåelse af lejekontrakter foretager lejer som hovedregel en sikkerhedsdeponering i form af deposita og-/eller forudbetalt leje. Denne sikkerhedsdeponeres rentetilskrives ikke overfor lejer, hvorfor udlejer får en kapitalgevinst ved deposita/forudbetalinger. Denne fremtidige kapitalgevinst tilbagediskonteres til nutidsværdi og medtages under fase 3 som et tillæg.

I praksis tillægges, som hovedregel, hele værdien af deposita, med den tese at der tages udgangspunkt i en uendelig indtægtsrække, hvorfor deposita normalvis vil svare til kapitalgevinsten i uendelighed.

Efter gennemgangen af ovenstående forhold kan markedsværdien for ejendommen fastsættes ud fra formlen:

$$\text{æ} = \frac{\left(\frac{1}{2} \right)}{\left(\frac{2}{2} \right)} \pm \quad (3)$$

Fordele og ulemper ved normalindtjeningsmodellen

Fordelene ved brug af normalindtjeningsmodellen er, at den er relativt overskuelig og data er let tilgængelige. Det er således også den model som ses oftest anvendt i praksis.

Ulempen ved denne model er dog, at den er relativt statisk og baseres på 12-måneder basis, som let kan medføre store udsving i markedsværdien. Endvidere tager modellen udgangspunkt i informationer om ejendommen på opgørelsestidspunktet, således fremtidigt lejepotentiale mv. ikke indarbejdes i markedsværdien.

I forbindelse med fastsættelse af afkastkravet er der en lang række individuelle forhold, som kan medføre, at et benchmark for markedet generelt, ikke er muligt. Det er derfor af yderste vigtighed at disse forhold omtales i årsregnskaber, hvad end det er i ledelsesberetningen, noter eller anvendt regnskabspraksis, således regnskabsbruger kan danne sig et overblik over fastsættelsen af forrentningskravet. Der henvises i øvrigt til afsnit omkring krav til præsentation og oplysningskrav, hvor disse er krav gennemgået yderligere.

6.3.3. DCF-modellen

Som et alternativ til normalindtjeningsmodellen/den afkastbaserede model, findes discounted cash flow-modellen, DCF-modellen. Hensigten med DCF modellen er at opgøre ejendommens dagsværdi på baggrund

af de forventede fremtidige afkast fra ejendommens drift tilbagediskonteret med investors nominelle diskonteringsrente.³⁹

Historisk set, har den afkastbaserede model været den mest anvendte model til værdiansættelse af investeringsejendomme i Danmark. I de seneste år har tendensen dog været, at både danske og udenlandske virksomheder i stigende grad har anvendt DCF-modellen, til værdiansættelse af investeringsejendomme.⁴⁰

I DCF-modellen tilbagediskonteres de fremtidige pengestrømme i en budgetperiode, som i praksis ofte udgør en 10-årig periode, og dels på et terminalår, som er det år, hvor de frie pengestrømme antages at være konstante. Beregningerne i DCF-modellen kan opdeles i nedenstående trin:⁴¹

- Trin 1: Bestemmelse af cash flowet i budgetperioden
- Trin 2: Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag
- Trin 3: Bestemmelse af terminalværdi
- Trin 4: Tilbagediskontering af terminalværdi til i dag
- Trin 5: Bestemmelse af ejendommens værdi som summen af de tilbagediskonterede værdier

Trin 1 - Cash flowet i budgetteringsperioden

Markedsværdien af investeringsejendomme opgøres ud fra de forventede fremtidige frie pengestrømme fra ejendommens drift og investeringer. Ud fra en budgetperiode foretages der derfor en detaljeret budgettering af ejendommens forventede pengestrømme. De samlede pengestrømme fra en investeringsejendom vil bestå af pengestrømme fra drift, investeringer og finansiering.⁴² I praksis anvendes der typisk en budgetperiode på 10 år. Dette hænger sammen med, at budgetperioden skal vare frem til det tidspunkt, hvor de frie pengestrømme fra ejendommen er stabiliseret. I budgettet tages der hensyn til inflation samt de forventede udgifter til tomgang, vedligeholdelser og investeringer. Disse forhold vil blive beskrevet nærmere i nedenstående afsnit.

De frie pengestrømme fra en investeringsejendom vil kunne opgøres ud fra nedenstående opstilling:

³⁹ KPMG Ejendom & Entreprise, *Investeringsejendomme*

⁴⁰ Ejendomsforeningen Danmark, *Værdiansættelse af investeringsejendomme – anbefalinger til DCF-modellen*, s 8

⁴¹ Ejendomsforeningen Danmark, *Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen*

⁴² Ejendomsforeningen Danmark, *Værdiansættelse af investeringsejendomme – anbefalinger til DCF-modellen*, s 22

Lejeindtægter
- Driftsomkostninger og administration
= Driftsresultat før renter og skat
+/- Nettoinvesteringer
= Frit cash flow

Figur 7 - KPMG Ejendom & Entreprise, Investeringsejendomme, side 54

Pengestrømme fra drift

Lejeindtægter: Består både af lejeindtægter samt øvrige indtægter, der relaterer sig til den fysiske ejendom. Indtægterne danner grundlag for de indgående pengestrømme og bidrager til det frie cash flow, som i sidste ende ligger til grund for værdiansættelsen af ejendommen. Til opgørelse af lejeindtægterne, inddrages lejekontrakter og alt efter detaljeringsgraden af budgettet, indarbejdes individuelle lejereguleringer i overensstemmelse med de konkrete lejekontrakter.⁴³ Der skal i høj grad tages højde for de pågældende kontraktors opsigelighed og de risici, der er forbundet hermed.

Da der typisk er tale om en budgetteringsperiode på 10 år, er det vigtigt at tage højde for tomgangsleje. Alt efter typen af investeringsejendom, er det usandsynligt, at alle arealer vil være udlejet i hele perioden. Tomgang skønnes af ledelsen og indregnes i ejendommens indtægtsgrundlag.

Deposita skaber ligeledes indgående pengestrømme og skal derfor medtages i opgørelsen. Deposita kan dog indregnes på forskelligvis⁴⁴:

- Deposita tillægges den beregnede værdi af ejendommen – altså efter værdien af de frie cash flows fra budgetteringsperioden og terminalperioden er fastlagt.
- Værdien af forrentningen af deposita medtages de årlige frie cash flows.

Driftsomkostninger og administration: Hvor lejeindtægterne typisk er fastlagt i lejekontrakterne, så er der større vanskeligheder ved fastlæggelse af driftsomkostningerne, de udgående pengestrømme. Ved driftsomkostninger skal forstås de omkostninger, der ikke er betalt af lejer, såsom varme og el, renholdelse,

⁴³ Ejendomsforeningen Danmark, *Værdiansættelse af investeringsejendomme – anbefalinger til DCF-modellen*, s 39

⁴⁴ KPMG Ejendom & Entreprise, *Investeringsejendomme*, side 54

forsikringer, skatter og afgifter m.v. ydermere skal medtages ekstraordinære poster som for eksempel tilbagekøbsret og frasalgs af byggeretter.⁴⁵

Ligesom ved budgetteringen af lejeindtægter, er det også nødvendigt at tage højde for tomgangsleje ved budgettering af de udgående pengestrømme. Dette hænger sammen med, at de driftsomkostninger der normalt viderefaktureres til lejerne, vil skulle betales af ejeren i tilfælde af tomgang. Desuden må det forventes, at der vil forekomme omkostninger i forbindelse med genudlejning.

Pengestrømme fra investeringer

Af ovenstående er det nævnt, at nettoinvesteringer skal medtages i opgørelsen af det frie cash flow. I denne sammenhæng er der tale om investeringer, som forventes at kunne forbedre ejendommens nettodriftstab. Det skal dog bemærkes, at værdiansættelsen skal tage udgangspunkt i ejendommen som den er på balancedagen og fremtidige om- og tilbygninger skal dermed ikke medtages. Et projekt til udvikling af ejendommen kan dog have en betydelig værdi, men i sådan tilfælde, skal projektet imidlertid betragtes som et udviklingsprojekt og ikke indgå som en del af ejendommen.⁴⁶

Pengestrømme fra finansiering

Ved vurdering af investeringsejendomme bør pengestrømme vedrørende finansieringsaktiviteter dog ikke indgå i de frie pengestrømme. Årsagen hertil er, at investorers præferencer for finansieringsstruktur og deres mulighed for at opnå finansiering kan være meget forskellige. Dermed vil medtagelse af pengestrømme fra finansiering i mange tilfælde mindske gennemsigtheden af ejendommens markedsværdi.⁴⁷

Trin 2 - Tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden til i dag

Når de frie pengestrømme er fastlagt, tilbagediskonteres disse til dagsværdi. Tilbagediskonteringen sker ved hjælp af en diskonteringsrente, som fastsættes for hver enkelt ejendom. Diskonteringsrenten i DCF-modellen til brug for tilbagediskontering af budgetterede pengestrømme afspejler investors nominelle forrentningskrav til den investerede kapital. Fastsættelsen af diskonteringsrenten afhænger af faktorer, der relaterer sig til den enkelte ejendom ligesom samfundsmæssige økonomiske forhold vil have en indflydelse. Diskonteringsrenten er ikke direkte sammenlignelig med forrentningskravet fra den afkastbaserede model,

⁴⁵ Ejendomsforeningen Danmark, *Værdiansættelse af investeringsejendomme – anbefalinger til DCF-modellen*, s 23

⁴⁶ E&S notat af 3. april 2009 om måling (værdiansættelse) af ejendomme

⁴⁷ Ejendomsforeningen Danmark, *Værdiansættelse af investeringsejendomme – anbefalinger til DCF-modellen*, side 23

da der i DCF-modellen tages højde for inflation, risici og potentialer, såsom tomgang, afvigelser til markedsleje, udviklingsmuligheder mv.⁴⁸

Diskonteringsrenten indeholder samme elementer som forrentningskravet i den afkastbaserede model: *Den risikofrie rente samt en risikopræmie.*⁴⁹

Diskonteringsrenten bør som nævnt tage udgangspunkt i den enkelte ejendom og der tages højde for ejendomsrelaterede faktorer samt makroøkonomiske faktorer. Det vil altså sige, at der ved fastsættelse af diskonteringsrenten tages højde for eksempelvis type af ejendom, beliggenhed, lejers bonitet, inflation, BNP og beskæftigelse mv.⁵⁰

Der vil typisk være forskel på investorernes håndtering af risiko og dermed også på diskonteringsrenten. Årsagen hertil er, at investorerne har forskellige syn på indtjeningsbehov, markedsforventninger samt forskellige holdninger til både de generelle markedsrisici og ejendomsspecifikke risici. Det er derfor heller ikke muligt at lave en komplet og generel liste over alle de faktorer, der påvirker diskonteringsrenten. Det er dog vigtigt, at de forskellige risici ikke indregnes dobbelt i modellen. Dette kan ske, hvis risiciene både medtages i pengestrømmen og i forrentningskravet.⁵¹

Det har betydning for markedsværdien, hvornår på året ejendommens pengestrømme i gennemsnit genereres og dermed, hvornår de tilbagediskonteres fra. I den praktiske værdiansættelse af fast ejendom skal der således tages højde for, hvornår på året de frie pengestrømme genereres. Det anbefales dog, at de frie pengestrømme diskonteres fra ultimo året for at opretholde den teoretiske konsistens med den afkastbaserede model. Hvor ikke alle pengestrømmene forfalder ultimo året, bør værdien de pengestrømme, der forfalder tidligere på året, specificeres særskilt og medregnes med en forrentning svarende til ejendommens diskonteringsrente.⁵²

Trin 3 - Bestemmelse af terminalværdi

Terminalåret er det tidspunkt, hvor de frie pengestrømme antages at være konstante. Det forventes dermed, at terminalåret er et gennemsnit af det forventede cash flow efter budgetårets udløb. Den tilbagediskonterede terminalværdi udgør ofte en væsentlig værdi af ejendommens samlede værdi.

⁴⁸ Ejendomsforeningen Danmark, *Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen*, side 8

⁴⁹ Ejendomsforeningen Danmark, *Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen*, side 11

⁵⁰ Ejendomsforeningen Danmark, *Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen*, side 11

⁵¹ Ejendomsforeningen Danmark, *Værdiansættelse af fast ejendom – Definition af forrentningskravet*, side 9

⁵² Ejendomsforeningen Danmark, *Værdiansættelse af investeringsejendomme – anbefalinger til DCF-modellen*, side 23-26

Terminalværdien er ofte præget af en del skøn, hvilket hænger sammen med, at der er tale om gennemsnitsbetragtninger. Dette betyder, at terminalværdien er en central del af DCF-modellen.⁵³

Terminalværdien i DCF-modellen beregnes ud fra det teoretiske grundlag i den afkastbaserede model. Den afkastbaserede model antager altid, at det første års nettodriftsresultat er stabiliseret, hvorfor dette kan kapitaliseres med det vurderede forrentningskrav. I DCF-modellen beregnes terminalværdien først efter, at de frie pengestrømme er stabiliseret. De frie pengestrømme kapitaliseres med det vurderede forrentningskrav i terminalåret.⁵⁴

Forrentningskravet er som regel det samme i terminalåret som for budgetperioden. Hvis der skal være forskel i forrentningskravet i terminalåret og diskonteringsrenten (eksklusiv inflation) i budgetperioden, skal der foreligge stærke og konkrete argumenter for ændring af ejendommens underliggende risiko.⁵⁵

Trin 4 - Tilbagediskontering af terminalværdi til i dag

Den beregnede terminalværdi under trin 3 skal ligeledes tilbagediskonteres med diskonteringsrenten. Som nævnt er diskonteringsrenten som regel den samme som i budgetperioden, dog eksklusiv inflation.

Trin 5 - Bestemmelse af ejendommens værdi som summen af de tilbagediskonterede værdier

Ejendommens dagsværdi beregnes som summen af det tilbagediskonterede cash flow fra budgetperioden (trin 2) og den tilbagediskonterede terminalværdi (trin 4).

Fordele og ulemper ved DCF-modellen

Der er flere fordele ved at anvende DCF-modellen til opgørelse af dagsværdien. Først og fremmest giver budgetperioden mulighed for at indarbejde ejendommens udvikling inden den statiske terminalperiode indtræder.

Ulemperne ved at anvende DCF-modellen er derimod, at modellen er kompliceret og kræver mange ressourcer og kompetencer. Modellen er ligeledes omfattet af en del usikkerhed, som blandt andet knytter sig til budgetteringen og fastlæggelsen af terminalværdien. Der kan som nævnt være en risiko for, at risici indregnes dobbelt, hvis disse medtages i både pengestrømmene og diskonteringsrenten.

⁵³ Ejendomsforeningen Danmark, *Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen*, side 12

⁵⁴ Ejendomsforeningen Danmark, *Værdiansættelse af investeringsejendomme – anbefalinger til DCF-modellen*, s 28

⁵⁵ Ejendomsforeningen Danmark, *Værdiansættelse af investeringsejendomme – anbefalinger til DCF-modellen*, s 29

6.4. Delkonklusion

Som nævnt i introduktionen til afsnittet, har formålet med afsnittet været at gøre os i stand til at besvare nedenstående arbejdsspørgsmålet jævnfør problemformuleringen:

3. *Hvilke måleattributter og metoder findes der ved indregning og måling af investeringsejendomme?*

Investeringsejendomme skal indregnes i årsrapporten, når definitionen på et aktiv er opfyldt. Første indregning sker til kostpris og efterfølgende kan ejendommen indregnes til henholdsvis kostpris med fradrag for akkumulerede afskrivninger eller til dagsværdi, såfremt denne kan opgøres pålideligt.

Ved indregning til kostpris, skal der foretages nedskrivningstest såfremt der er indikationer på værdiforringelse.

Hvis det vælges at opskrive investeringsejendomme til dagsværdi, skal der løbende foretages værdiregulering. Opskrivning til dagsværdi kan ske efter ÅRL §§41 eller 38 alt efter, om virksomheden har investeringsaktivitet som hovedaktivitet eller ej. Kun hvis virksomheden har investeringsaktivitet som hovedaktivitet, kan opskrivningen foretages efter ÅRL § 38 og reguleringen skal føres direkte i resultatopgørelsen og skal ikke bindes på egenkapitalen som opskrivninger efter ÅRL § 41. Det er kun et krav for klasse C virksomheder at indregne investeringsaktiver til dagsværdi.

Den bedste dokumentation for dagsværdien er aktuelle priser på et aktivt marked for tilsvarende ejendomme med samme beliggenhed og i samme vedligeholdelsesstand, som indgår i et tilsvarende leje- eller andre kontraktforhold, svarende til 1. niveau i den hierarkiske opdeling for dagsværdimåling. Det er dog vanskeligt at finde denne dokumentation, hvorfor der i praksis oftest anvendes anerkendte dagsværdimodeller til opgørelse af værdien, svarende til niveau 3. Ved anvendelse af disse dagsværdimodeller vil der indgå subjektive forudsætninger og skøn for fastsættelse af dagsværdien på ejendommen. For at regnskabet får højst muligt nytteværdi for regnskabsbrugerne skal disse skøn omtales i regnskabet, således regnskabsbrugerne kan foretage hensigtsmæssige økonomiske beslutninger på baggrund af årsrapporten.

De modeller, der oftest ses anvendt til værdiansættelse i praksis er den afkastbaserede model eller DCF-modellen. Den afkastbaserede model ses oftest anvendt, da denne er mere overskuelig en DCF-modellen. Den afkastbaserede model er dog relativ statisk og giver ikke de samme muligheder som DCF-modellen for at indarbejde ejendommens udvikling i budgetperioden inden den statiske terminalperiode indtræder.

7. Præsentation og oplysninger i årsrapporten

7.1. Introduktion

Formålet med afsnittet er at besvare arbejdsspørgsmålet jævnfør problemformuleringen:

4. Hvilke krav er der til præsentation og oplysninger i årsrapporten og opfylder de regnskabsbrugernes behov?

Begrebsrammen niveau 5 omfatter klassifikation og præsentation som giver generelle retningslinjer for hvordan den finansielle rapportering bør udformes for at opnå størst mulig beslutningsnytte for brugerne. Det helt centrale for hvordan informationerne klassificeres og præsenteres i årsregnskabet, i ledelsesberetning, samt i supplerende beretninger, er at informationerne skal være relevante med henblik på at dække regnskabsbrugernes informationsbehov.

ÅRL har formuleret en række overordnede kvalitetskrav til regnskabsinformation, således regnskabsbrugernes informationsbehov dækkes. Kvalitetskravene er omtalt i afsnit 4.2 omkring begrebsrammen. De i ÅRL anførte minimumskrav til præsentation og oplysning i årsrapporten afspejler ikke nødvendigvis regnskabsbrugerens behov, hvorfor det kan være nødvendigt at afgive yderligere oplysninger for at afdække regnskabsbrugernes behov. Her finder IAS typisk anvendelse, endvidere har Ejendomsforeningen Danmark udarbejdet en række anbefalinger til Best Practice for ejendomme. Fælles for dem begge er dog, at det er et tilvalg, og således ikke lovbestemt.

De efterfølgende afsnit er opbygget i henhold til en informationstragt, der viser graden af information, det vil sige fra minimumskravene ifølge ÅRL til Best Practice. Det helt centrale i denne informationstragt er, at det skal afdække informationsbehovet for de primære regnskabsbrugere – altså begrebsrammen niveau 1 og 2.

Årsregnskabsloven

Årsregnskabsloven stiller en række minimumskrav til informationsdelingen i årsrapporten, altså de såkaldte ikke-finansielle data i henholdsvis noter, ledelsesberetning samt anvendt regnskabspraksis. Minimumskravene er årsregnskabslovens bud på ikke-finansielle data på opfyldelse af information.

International Accounting Standards (IAS) 40

IAS40 kan sidestilles med de danske regnskabsvejledninger 16, da indholdet er stort set enslydende. IAS 40 formål er, at sikre en international ensartet regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme og dertilhørende oplysningskrav.

Best Practice

Ejendomsforeningen Danmark har samlet en række anbefalinger omkring "Best Practice" for selskabsledelse og investorinformation". Disse anbefalinger er ikke en gentagelse af dansk lovgivning, og kan således betragtes som supplement til den danske lovgivning mv.

7.2. Ledelsesberetning

Årsregnskabsloven

Ledelsesberetningen skal indeholde en retvisende redegørelse for de forhold som beretningen indeholder, mens årsregnskabet skal give et retvisende billede. Ledelsesberetningen er ikke omfattet af revisionspligten længere, men i henhold til årsregnskabsloven, skal revisor i tilknytning til revisionspåtegningen afgive udtalelse om, hvorvidt oplysningerne i ledelsesberetningen er i overensstemmelse med årsregnskabet. Kravene til ledelsesberetningen afhænger af, hvilken regnskabsklasse virksomheden tilhører, men fælles for dem alle er at ledelsesberetningen skal være retvisende.⁵⁶

Hovedformålet med ledelsesberetningen er, at give regnskabsbruger bedre beslutningsnytte, således det understøtter og skaber uddybende forklaring af de finansielle data i årsregnskabet. Ledelsesberetningen skal derfor kun indeholde oplysninger som er relevant og neutrale for regnskabsbrugeren og de forhold som omtales skal afspejle virksomhedens reelle situation.

Ledelsesberetningen for virksomheder i regnskabsklasse B, skal alene medtages såfremt der i regnskabsåret har været væsentlige ændringer i virksomhedens aktiviteter eller økonomiske forhold, og skal i så fald omtale nævnte forhold jf. ÅRL § 77. Af relevante forhold som bør nævnes i ledelsesberetningen for investeringsejendomme kan eksempelvis være Going Concern-problem, tilkøb/frasalg af væsentlige aktiver samt begivenheder efter balancedagen, som har væsentlig betydning for vurdering af årsrapporten.

Ledelsesberetningen i regnskabsklasse C (mellem) skal indeholde en mere omfattende beskrivelse af virksomhedens relevante forhold jf. §§ 99, 100 og 101. Årsregnskabsloven har oplistet følgende forhold, som der skal oplyses om i ledelsesberetningen. Vi har undladt at beskrive elementer som, vi mener, ikke er relevant for ejendomsselskaber:

- Beskrivelse af virksomhedens hovedaktivitet

⁵⁶ ÅRL § 128

- Beskrivelse af eventuel usikkerhed ved indregning eller måling, så vidt mulig med beløbsangivelse.
- Beskrivelse af usædvanlige forhold, der kan have påvirket indregningen eller målingen, så vidt mulig med beløbsangivelse
- Redegørelse for udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold
- Omtale af betydningsfulde hændelser, som er indtruffet efter regnskabsårets afslutning
- Beskrivelse af virksomhedens forventede udvikling, herunder særlige forudsætninger og usikre faktorer, der er lagt til grund for beskrivelsen
- Beskrivelse af virksomhedens risikoprofil og risikostyring, herunder forretningsmæssige og finansielle risici i det omfang disse forhold ligger udover, hvad der er almindeligt forekommende indenfor virksomhedens branche.

Virksomheder i regnskabsklasse C (stor) og D skal endvidere i ledelsesberetningen oplyse om ikke-finansielle forhold som er relevante for virksomhedens specifikke aktiviteter, herunder miljø- og personaleforhold. Oplysningerne skal kun gives i det omfang, de er nødvendige for at regnskabsbruger kan forstå virksomhedens udvikling, resultat og finansielle stilling. Pågældende regnskabsklasser skal endvidere redegøre for samfundsansvar i ledelsesberetningen jf. ÅRL 99a. Endvidere er der en række særlige krav til virksomheder i regnskabsklasse D, som ikke vil blive gennemgået jf. vores afgrænsning i afsnit 2.2.2.

Vi har udelukkende beskæftiget os med de krav, som vi mener, har relevans for selskaber med ejendomsinvestering som hovedaktivitet. Endvidere har vi ikke behandlet specifikke regler for regnskabsklasse C (stor) og D yderligere, idet vi ikke mener, at beskrivelserne har direkte tilknytning til investeringsejendomme, og derfor anses for uvæsentlige. Vi har nedenfor gennemgået de forhold, som vi mener, bør indgå i ledelsesberetningen for selskaber med investeringsejendomme som hovedaktivitet.

En beskrivelse af *virksomhedens hovedaktivitet* skal være tilstrækkelig detaljeret omkring virksomhedens aktiviteter, således regnskabsbruger kan vurdere virksomhedens driftsmæssige risiko. Endvidere har hovedaktiviteten en betydning for indregning og måling, idet ÅRL foreskriver at investering skal være hovedaktivitet, såfremt en opskrivning ikke skal bindes på egenkapitalen jf. afsnit 6.3.1.⁵⁷

⁵⁷ ÅRL § 99 stk 1 nr. 1

Selskabet skal give en *beskrivelse af usikkerheder*, som har haft betydning for indregning eller måling af regnskabsposterne i årsregnskabet. Det kan f.eks. være udvikling i ejendomsmarkedet, der er uden for virksomhedens kontrol, men som har afgørende betydning for målingen af virksomhedens aktiver.⁵⁸

Der skal i *beskrivelsen af usædvanlige forhold* anføres om der foreligger specielle forhold, som har bevirket et usædvanligt driftsresultat i enten positiv eller negativ retning. Endvidere skal det anføres om disse usædvanlige forhold er af midlertidig eller varig karakter. I forhold til investeringsejendomme, kan et usædvanligt forhold være avance/tab af en ejendom, regulering af dagsværdi pga. ændrede markedsforhold m.fl., være usædvanlige forhold som påvirker resultatet.⁵⁹

Ledelsesberetningen skal indeholde en *redegørelse for udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold*. Herunder den regnskabsmæssige effekt af årets begivenheder – som i investeringsselskaber f.eks. kan være en redegørelse for ejendommens drift, herunder en stigning/fald i lejeindtægter, som følge af regulering til markedslejen eller des lige.⁶⁰

Begivenheder, der er indtruffet mellem balancedagen og det tidspunkt, hvor årsrapporten godkendes skal omtales, idet omfang forholdet er væsentligt for forståelsen af årsregnskabet. Årsregnskabsloven indeholder ingen specifikke bestemmelser hertil, hvorfor IAS 10 anvendes til fortolkning af årsregnskabslovens bestemmelser. IAS 10 vil ikke blive gennemgået yderligere jf. vores afgrænsning i afsnit 2.2.2. For investeringsejendomme vil de typiske begivenheder efter status, være køb eller salg af aktiver eller ændringer i markedsforhold for aktiver, som anses for at være en ikke-regulerende begivenhed. I henhold til IAS 10, skal sådanne begivenheder omtales (begivenhedens art og skøn over økonomisk indvirkning), såfremt betydningen af den manglende oplysning, vil påvirke regnskabsbrugernes mulighed for at foretage hensigtsmæssige økonomiske beslutninger på baggrund af årsrapporten.⁶¹

Selskabet skal endvidere redegøre for *virksomhedens forventede udvikling, herunder særlige forudsætninger og usikre faktorer, der er lagt til grund for beskrivelsen*. Beskrivelsen skal som udgangspunkt omtale det kommende regnskabsår. Den forventede udvikling for ledelsesberetninger i selskaber med investeringsejendomme som hovedaktivitet, kan eksempelvis omhandle en beskrivelse af renteniveau, markeds- og konjunkturudvikling, tomgangsforventninger m.fl.⁶²

⁵⁸ Å RL § 99 stk 1 nr 2

⁵⁹ Å RL § 99 stk 1 nr 3

⁶⁰ Å RL § 99 stk 1 nr 4

⁶¹ Å RL § 99 stk 1 nr 5 sammenlignet med IAS 10

⁶² Å RL § 99 stk 1 nr 6

Endeligt skal der i ledelsesberetningen foreligge en beskrivelse af virksomhedens *risikoprofil og risikostyring*. For selskaber med investeringsejendomme som hovedaktivitet vil særlige risici som oftest omhandle drifts-, markeds-, rente-, og likviditetsrisici. Endvidere vil en omtale af lejerporteføljen, herunder beskrivelse af lejekontrakter, lejernes bonitet og lejernes fordeling på brancheniveau mv., give en bedre forståelse for regnskabsbrugerne, og derfor deres evne til at træffe beslutninger, på grundlag af årsrapporten.⁶³

Det helt centrale i ledelsesberetningen i selskaber med investeringsejendomme som hovedaktivitet er at beskrive de ikke-finansielle data. I et marked med relativt få transaktioner, vil værdiansættelsen af ejendomme som regel bestå af subjektive forudsætninger og skøn for at fastsætte dagsværdien. Derfor er det nødvendigt, at disse ikke-finansielle data og skøn beskrives detaljeret, således årsrapporten giver højst mulig beslutningsnytte for regnskabsbrugeren, samt at regnskabsbrugernes kan foretage hensigtsmæssige økonomiske beslutninger på baggrund af årsrapporten.

IAS 40

For investeringsejendomme skal der jf. IAS 40 gives uddybende oplysninger omkring behandlingen af de enkelte kategorier af ejendomme i enten noter eller ledelsesberetningen.

IAS 1 foreskriver, at i takt med at antallet af skøn og subjektive vurderinger stiger omkring værdiansættelsen, skal offentliggøres uddybende oplysninger til at afdække behovet hos regnskabsbruger.

Virksomhederne skal som minimum give oplysning omkring følgende:

- a) Anvendes dagsværdimodellen eller kostprismodellen.
- b) Kriterier for klassifikation når dette er vanskeligt.
- c) Metoder og væsentlige forudsætninger ved opgørelse af en investeringsejendoms dagsværdi.
- d) I hvilket omfang dagsværdien baseres på en værdiansættelse fra en uafhængig vurderingsmand.
- e) Oplysninger om de i resultatet indregnede beløb for lejeindtægter samt direkte driftsomkostninger på både udlejet og ikke-udlejet del.

Virksomheden skal oplyse om de indregner til dagsværdi eller kostpris. Dette fremgår som udgangspunkt af enten anvendt regnskabspraksis eller ledelsesberetningen i årsrapporten.

⁶³ Å RL § 99 st k 1 nr 8

Derudover skal virksomheden oplyse hvordan de adskiller domicilejendomme fra investeringsejendomme, såfremt forholdet gør sig gældende i den pågældende virksomhed. Der henledes til klassifikationsvanskeligheder omtalt i afsnit 5.2.1.

Virksomheden skal redegøre for hvilke metoder og væsentlige forudsætninger der er anvendt ved opgørelse af dagsværdien, hvilket i praksis er omtale af valg af dagsværdimodeller. Endvidere omtale af forrentningskrav, diskonteringsrenter mv. Ydermere ses der ofte, at specifikke forhold omkring ejendommene eller ejendomsporteføljen anføres i ledelsesberetninger, herunder markedsforhold, investeringsrisici, tomgangsprocenter mv.

7.3. Anvendt regnskabspraksis

Årsregnskabsloven

Ifølge årsregnskabsloven skal der redegøres for de indregningsmetoder og målegrundlag (værdiansættelse), der er anvendt på posterne i balancen, resultatopgørelse, noter samt ledelsesberetning. Derudover skal det fremgå, hvilken regnskabsklasse virksomheden aflægger årsrapport efter, da det kan have konsekvens for krav til indregning, måling, noter samt ledelsesberetningen.⁶⁴

I henhold til ÅRL § 53 fremgår det, at der som minimum skal redegøres for de relevante poster indregningsmetoder og målegrundlag. Der skal med andre ord foreligge en redegørelse der beskriver hvordan selskabet regnskabsmæssigt behandler sine investeringsejendomme.

Vi har i afsnittet indregning og måling konstateret at der findes to typer af indregning af investeringsejendomme, enten til kostpris eller dagsværdi. Det skal fremgå af anvendt regnskabspraksis hvordan investeringsejendomme måles ved første indregning samt ved efterfølgende måling.

I henhold til ÅRL § 53, stk. 2, punkt 1B fremgår det, at der skal foreligge en redegørelse for indregningsmetoderne og målegrundlag for aktiver og forpligtelser, herunder om, hvorvidt renter indregnes i kostprisen, og efter hvilke metoder og grundlag der foretages op-, ned- og afskrivninger samt op- og nedreguleringer. Derudover skal der for investeringsaktiver, der måles til dagsværdi efter § 38, skal forudsætningerne for den valgte beregningsmetode oplyses.

⁶⁴ Uddrag af ÅRL § 53

Af ovenstående uddrag fra ÅRL, fremgår det, at virksomheden, såfremt de anvender kostprismodellen skal angive om der er fradrag for afskrivninger, om der foreligger en scrapværdi/restværdi og hvor lang afskrivningsperioden er.

Hvis virksomheden derimod anvender dagsværdi som måleattribut, bør der i henhold til KPMG som minimum, for at opfylde ÅRL 53, stk. 2 b, anføres hvilken målemetode der anvendes til fastsættelse af dagsværdien (DCF, Afkastbaseret, sammenlignelige transaktioner, valuar m.v.) Endvidere bør det som minimum fremgå i anvendt regnskabspraksis (eller noterne) omkring de forudsætninger der ligger til grund for dagsværdien. Det vil sige hvilket afkastkrav eller diskonteringsfaktor der er brugt, samt hvilken terminalværdi og diskonteringsperiode der er brugt ved anvendelse af DCF-modellen.⁶⁵

Der skal endvidere redegøres for metoderne for indregning og måling af nettoomsætningen. Nettoomsætningen vil for investeringsejendomme til udlejning omfatte lejeindtægter.

Anvendt regnskabspraksis skal som udgangspunkt være identisk med foregående år, men der nogle undtagelser. Ændringer i regnskabspraksis må foretages, hvis den kræves som følge af en ændring i lovgivningen, den er en følge af regnskabsvejledningen/IAS eller hvis årsregnskabet ved ændring giver et mere retvisende billede. Foretages der ændringer i anvendt regnskabspraksis i forhold til forrige år, skal ændringerne oplyses i indledningen til anvendt regnskabspraksis. Ved ændring af regnskabspraksis skal de regnskabsposter der berøres af ændringen, som hovedregel korrigeres i overensstemmelse med den nye regnskabspraksis. For investeringsejendomme vil en ændring som oftest opstå som konsekvens af ændring i indregning og måling af investeringsaktiver.

Anvendt regnskabspraksis er derfor et essentielt element i forståelsen af virksomhedens finansielle data, da de her redegør for indregning og måling mv.

IAS 40

Udover de ovenfor nævnte elementer som skal fremgå af anvendt regnskabspraksis tilskynder IAS 40, som eneste "tillæg" til årsregnskabsloven krav om anvendt regnskabspraksis, at virksomheden opgør dagsværdien på grundlag af en uafhængig vurderingsmand. Dette er dog ikke et krav.⁶⁶

⁶⁵ KPMG - Indsigt i årsregnskabsloven 7 udgave 2012/13 – s. 234

⁶⁶ IAS 40 – afsnit 32

7.4. Notekrav

Årsregnskabsloven

Omfanget af notekrav i årsregnskabet afhænger af, hvilken regnskabsklasse virksomheden er omfattet af. For virksomheder i regnskabsklasse B er der ikke krav på at vise anlægsnoter for materielle anlægsaktiver for at opfylde oplysningskravet. Virksomheder i regnskabsklasse C og D, skal derimod vise anlægsnoter for materielle anlægsaktiver i henhold til ÅRL § 88. Der skal i den forbindelse for hver arabertalspost (dvs. grunde & bygninger, driftsmateriel mv.), gives en række beløbsmæssige oplysninger om aktivernes kostpris, opskrivninger samt nedskrivninger og afskrivninger. Endvidere skal der separat oplyses omkring til- og afgang.

Notekravene giver regnskabslæser en bedre forståelse af både balance- og resultatposter og bidrager således til at give et bedre beslutningsgrundlag for regnskabslæser.

IAS 40

Oplysningskravene i IAS 40 er betydelig mere omfattende, hvor nedenstående oplysning skal gives for at understøtte årsregnskabet's finansielle data. Nedenstående krav er ikke nødvendigvis krævet i noterne, men kan ligeså godt være oplyst i ledelsesberetningen.

Oplysningerne som bør afgives kan for ejendomme være:

- Beliggenhed
- Areal
- Ejendoms karakteristika eks. opførelses år, anvendelse mv.
- Lejeindtægter og driftsomkostninger
- Udlejningsgrad
- Lejekontrakternes løbetid og opsigelsesvarsel
- Sikkerheder for lejeindtægter, deposita mv.
- Følsomhedsanalyse

Ovenstående er i nær relation til punktet "*Metoder og væsentlige forudsætninger ved opgørelse af en investeringsejendoms dagsværdi*" som er beskrevet i afsnit 7.2. Det er således disse elementer der bør fremgå, da ovenstående faktorer har væsentlig indflydelse på ejendommens værdiansættelse.

7.5. Yderligere anbefalinger ”Best Practice” ⁶⁷

Som supplement til årsregnskabsloven kan selskabet vælge, at afgive yderligere informationer i henhold til Best Practice baseret på Ejendomsforeningen Danmarks anbefalinger. Regnskabsaflægger skal sikre, at de har en god intern risikostyring og at der minimum årligt bliver taget stilling til hvilke risikofaktorer, der kan påvirke selskabet. Disse risikofaktorer omfatter:

- Ændringer i markedsværdien for selskabets ejendomme som følge af ændring i afkastkrav (følsomhedsanalyse ved stigning i afkastkrav)
- Ændringer i ejendommens driftsresultater som følge af ændring i lejeindtægter og driftsudgifter samt i udlejningsprocenter og kundernes betalingsevne (følsomhedsanalyse ved fald i lejeindtægter, stigning i tomgang)
- Den finansielle risiko som følge af ændringer i renter, valutaer og låneforhold (følsomhedsanalyse ved ændring i rente samt valutarisiko ved udenlandske ejendomme)
- Den politiske risiko som følge af ændringer i lejelove, skattelove eller andre love og påbud, der påvirker ejendomsinvesteringers rentabilitet
- Generelle markedsforhold og markedsudvikling

Endvidere bør årsrapporten indeholde oplysninger omkring den ejendomsværdis procentvise fordeling på hhv. ejendomstype og geografisk område. Ydermere bør det oplyses omkring lejeforhold, herunder bl.a. lejefordeling på erhvervssektorer, gennemsnitlig kvadratmeterleje og tomgangsprocenter fordelt på ejendomstype og geografisk område og de ti største lejerers andel af den samlede lejeindtægt.

Ydermere anbefaler Ejendomsforeningen Danmark, at virksomhederne bør oplyse omkring tidspunktet for den seneste vurdering af eksternt vurdering, og i tilfælde hvor ejendomme ikke er blevet vurderet, bør købsprisen og købsår oplyses.

Det er valgfrit for selskabet om de vil gøre brug af anbefalingerne fra Ejendomsforeningen Danmark, men de er udarbejdet for at motivere selskaberne til en oplysnings-adfærd, der i højere grad sikrer investorernes interesser og øger transparensen i årsrapporterne for investeringsselskaber, hvor hovedaktiviteten er investeringsejendomme.

⁶⁷ Ejendomsforeningen Danmark – ”Best Practice for selskabsledelse og investitorinformation i ejendomsselskaber” side 6-10

7.6. Delkonklusion

Som beskrevet i indledningen til afsnittet, har formålet været at se på præsentation og oplysninger med henblik på at kunne besvare arbejdsspørgsmålet fra problemformuleringen:

4. Hvilke krav er der til præsentation og oplysninger i årsrapporten og opfylder de regnskabsbrugernes behov?

Det helt centrale i årsrapporten, for selskaber med investeringsejendomme som hovedaktivitet, er at beskrive de ikke-finansielle data. I et marked med relativt få transaktioner, vil værdiansættelsen af ejendomme som regel bestå af subjektive forudsætninger og skøn for at fastsætte dagsværdien. Derfor er det nødvendigt, at disse ikke-finansielle data og skøn beskrives detaljeret, således årsrapporten giver højst mulig beslutningsnytte for regnskabsbrugeren, samt at regnskabsbrugerne kan foretage hensigtsmæssige økonomiske beslutninger på baggrund af årsrapporten.

ÅRL har formuleret en række overordnede kvalitetskrav til regnskabsinformation, således regnskabsbrugernes informationsbehov dækkes jf. afsnit 4.3. De i ÅRL anførte minimumskrav til præsentation og oplysning i årsrapporten afspejler dog ikke nødvendigvis regnskabsbrugerens behov og derved begrebsrammens niveau 1 og 2 omkring opfyldelse af det retvisende billede. Det kan derfor være nødvendigt at afgive yderligere oplysninger for at skabe øget transparens i årsrapporten for at afdække regnskabsbrugernes behov.

I tilfælde hvor virksomhederne vælger at afgive yderligere oplysninger, finder IAS typisk anvendelse. Endvidere har Ejendomsforeningen Danmark udarbejdet en række anbefalinger til Best Practice for ejendomme. Førnævnte fortolkningsbidrag og anbefalinger er udarbejdet med henblik på at sikre at beslutningsnyttens for regnskabsbrugerne er størst mulig og sikre øget transparens i årsrapporterne for investeringsejendomsselskaber. Fælles er dog, at det er et tilvalg og således ikke lovbestemt

8. Ejendomsinvesteringsmarkedet

8.1. Introduktion

Der vil i afsnittet derfor blive redegjort for om markedet for investeringsejendomme kan betegnes som værende effektivt på baggrund af de seneste års udvikling med det formål at besvare nedenstående arbejdsspørgsmål:

5. *Har udviklingen på ejendomsmarkedet haft betydning for hvilket måleattribut og -metode, der giver det mest retvisende billede?*

Udviklingen på ejendomsmarkedet for investeringsejendomme har stor betydning for værdiansættelsen. Det er derfor vigtigt, at virksomhederne er opmærksomme på udviklingen på markedet og forstår de faktorer, der har indflydelse på værdiansættelsen for dermed at kunne sikre, at årsrapporten giver et retvisende billede af virksomhedens finansielle stilling.

Med hensyn til indregning og måling, har det desuden stor betydning for det retvisende billede, om der er tale om et aktivt eller et ikke-aktivt marked. På et ikke-aktivt marked, kan det være vanskeligt at vurdere om den opgjorte dagsværdi er korrekt. Som beskrevet i afsnit 6.3, hænger dette sammen med, at dagsværdien ofte opgøres ud fra handler på aktuelle ejendomme.

8.2. Udviklingen i markedet

Den seneste ejendomskrise indtraf i 1993. Krisen var dengang forårsaget af stigning i arbejdsløsheden, som forårsagede et fald i privatforbruget. Efterspørgslen af erhvervslokaler var derfor faldende og samtidig med, at der sidst i 1980'erne var et massivt spekulativt nybyggeri af kontorlokaler, medførte dette et stort udbud af lokaler. Tomgangen steg og markedslejen faldt betydeligt.⁶⁸

Frem til 1995 faldt priserne på erhvervsejendomme. Herefter var der igen højkonjunktur i Danmark og priserne var igen stigende. I 2005-2007 var prisstigningerne på fast ejendom ekstraordinære store.

Markedet var i 2008 præget af en stor nervøsitet og usikkerhed efter at den danske finansielle sektor i en årrække helt ukritisk havde finansieret ejendomsinvesteringer, hvor den løbende drift ikke har kunnet servicere rentebetalingerne, hvorfor et økonomisk sammenbrud ville være uundgåeligt.⁶⁹ Resultatet heraf blev, at finansieringen af fast ejendom blev betydeligt sværere. Restriktionerne i finansiering af fast

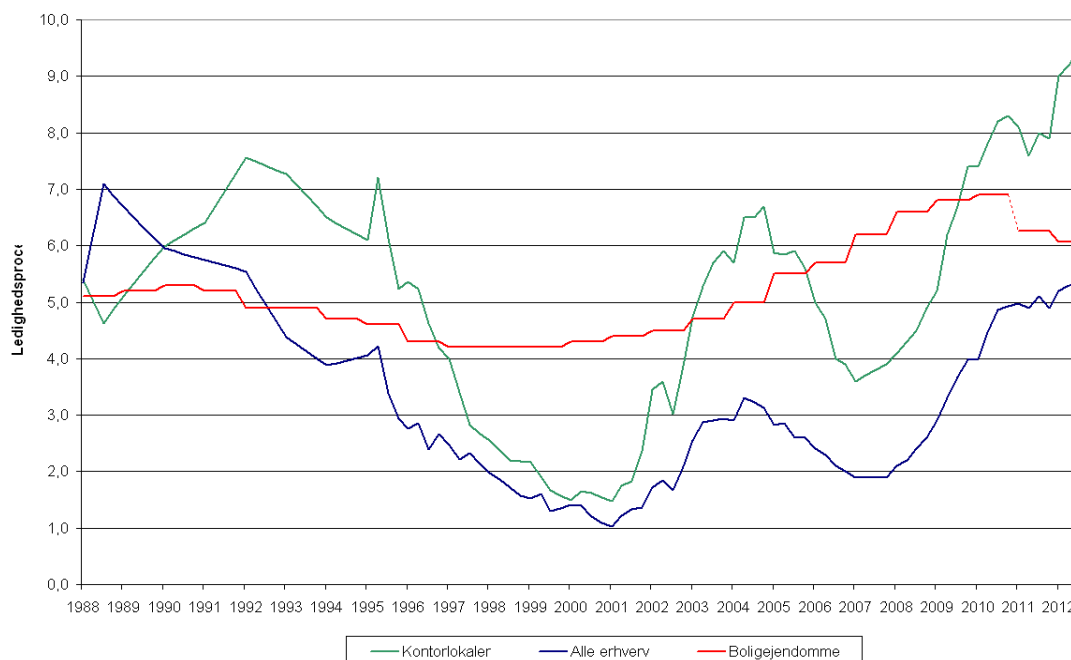
⁶⁸ Sadolin-Albæk, Newsletter oktober 2008

⁶⁹ Sadolin-Albæk, Newsletter oktober 2008

ejendom medførte, at en bred kreds af investorer var afskåret fra at foretage større nyinvesteringer, og der opstod et betydeligt overudbud af erhvervsejendomme, hvilket medførte et prisfald. Dette var samme tendens, som i 1990'erne sendte markedet for erhvervsejendomme i knæ.⁷⁰

Årene efter 2008 har ligeledes været præget af stor nervøsitet og usikkerhed på det finansielle marked. I takt med at usikkerheden er steget, er væksten i den danske økonomi faldet som følge af et faldende indenlandsk forbrug.

Den faldende økonomiske vækst i Danmark har ligeledes ramt det danske ejendomsmarked i form af stigende tomgang og faldende lejepriser. Det betyder alt andet lige, at investorerne vil have et større afkastkrav for at kompensere for den større risiko.⁷¹



Figur 8 - Kilde: Oline-ED Statistikken og Danmarks Statistik

www.ejendomsforeningen.dk⁷²

Ovenstående figur viser ledighedsprocenten på ledige boliger og erhvervslokaler fra 1988-2012. Som det ses, er ledighedsprocenten faldende i perioden frem til 2008, hvorefter den stiger markant forårsaget af tendenserne beskrevet ovenfor.

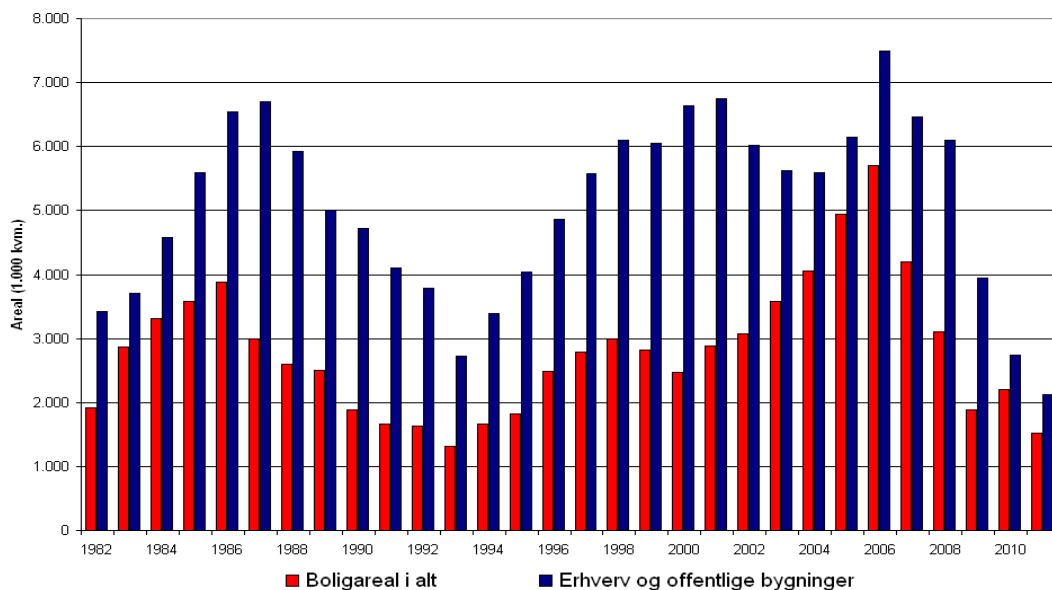
Den stigende ledighedsprocent har betydet, at markedslejen er faldet.

⁷⁰ Sadolin-Albæk, Newsletter februar 2008

⁷¹ Sadolin-Albæk, Newsletter februar 2012

⁷² Note: Databrud mellem 2010 og 2011 for boliger skyldes ny opgørelsesmetode

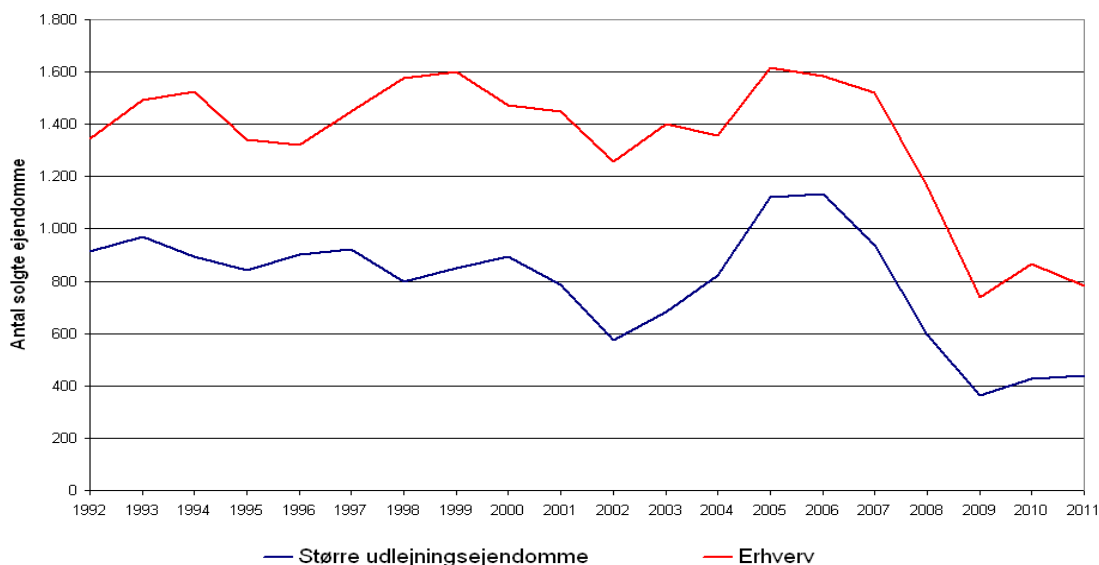
Indregning og måling af investeringsejendomme



Figur 9 - Kilde: Danmarks Statistik – statistikbanken.dk

www.ejendomsforeningen.dk

Ovenstående figur viser, påbegyndte byggerier i perioden 1982-2011. Som det ses, er påbegyndte byggerier på det laveste niveau i 1993, hvor Danmark sidste gang var præget af lav økonomisk vækst og høj ledighed. Men i perioden frem til 2007 oplevede vi igen en stigning i nybyggerier, men den øgede usikkerhed satte en stopper herfor og i 2011, var niveauet igen på højde med 1993. Det svage nybyggeri vil med stor sandsynlighed på sigt føre til et mindre fald i tomgangen.

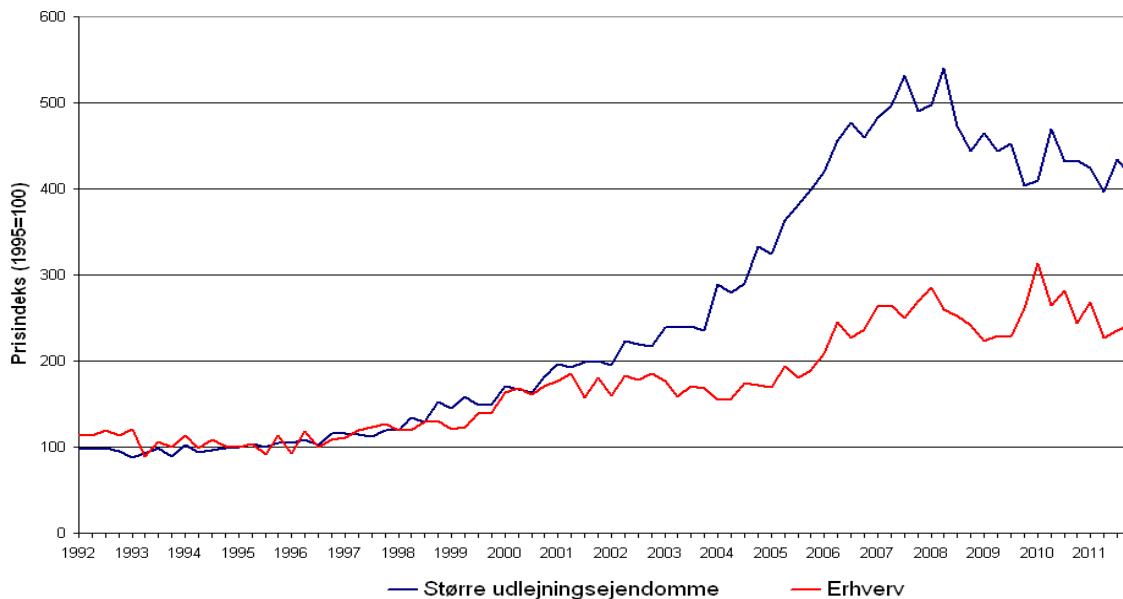


Figur 10 - Kilde: Danmarks Statistik – statistikbanken.dk

www.ejendomsforeningen.dk⁷³

⁷³ Note: Erhverv er ekskl. fabrikker

Ovenstående figur viser solgte ejendomme i perioden 1992-2011. Antallet af transaktioner er faldet betydeligt fra 2007. Det lave antal af solgte ejendomme skal ses i lyset af, at mange af de potentielle sælgere i årene efter, at krisen indtraf, fortsat håbede på at kunne sælge til de hidtidige høje priser og dermed sikre den sælgende virksomheds økonomiske overlevelse. Markedet var dog præget af et unaturligt lavt antal af potentielle købere som følge af de meget vanskelige finansieringsmuligheder og samtidig var der en høj usikkerhed om, hvorvidt der ville ske et yderligere fald i markedet.⁷⁴



Figur 11 - Kilde: Danmarks Statistik – statistikbanken.dk

www.ejendomsforeningen.dk⁷⁵

Ovenstående figur viser priserne for investeringsejendomme i perioden 1992-2011 med indeks år 1995. Som det ses af figuren, er prisindekset faldet siden det meget høje niveau inden krisen. Prisindekset er dog en generel betragtning, da markedet for førsteklasses ejendomme har ligget stabilt, hvorimod ejendomme af mere sekundær kvalitet og beliggenhed er faldet i pris.⁷⁶

Af ovenstående beskrivelse af markedsudviklingen inden for den sidste årrække, kan det diskuteres om der er tale om et aktivt marked. Et aktivt marked defineres ifølge IASB som et marked, hvor der handles mellem kvalificerede, villige, indbyrdes uafhængige parter, som gør, at transaktionspriserne adskiller sig fra markedsforholdende i øvrigt. Transaktionen antages at være mellem ikke-nærtstående parter, som hver

⁷⁴ Sadolin-Albæk, Newsletter oktober 2008

⁷⁵ Note: Erhverv er ekskl. fabrikker. Prisindekset er nominelt

⁷⁶ Sadolin-Albæk, Newsletter februar 2012

især handler uafhængigt.⁷⁷ Det vil altså sige, at der skal foretages regelmæssige transaktioner på armslængdevilkår.

Som det ses i de ovenstående figurer, er der dog tale om en væsentlig nedgang i antallet af transaktioner og salgspriserne har fulgt samme udvikling. Denne udvikling kan forklares med den store usikkerhed og forsigtighed, som er opstået på markedet og har resulteret i, at det i dag er vanskeligt at få finansieret ejendomsinvesteringer grundet manglende likviditet og risikovillighed.

Effekten af at den danske finansielle sektor i en årrække helt ukritisk havde finansieret ejendomsinvesteringer er, at bankerne ikke har villet fortsætte med at finansiere virksomheder med ejendomme, der har skabt negative cash flows. Den løbende drift har ikke kunnet servicere rentebetalingerne og mange virksomheder har været nødsaget til at sælge ejendomme for at kunne skaffe likviditet og dermed overleve. Dette har betydet at antallet af forcerede handler og tvangssalg har været stigende. Sådanne handler, hvor virksomhederne er tvunget til et salg, foregår ikke mellem to villige parter, hvorfor det ikke kan vurderes som et salg på markedsvilkår.

På baggrund af den ovenstående analyse af udvikling på ejendomsmarkedet vurderes det, at der er tale om et inaktivt marked. Det skal dog bemærkes, at markedet ikke er fuldstændigt inaktivt, men tendensen i faldende transaktioner og priser samt de mange forcerede handler, forårsager at værdiansættelse vanskeliggøres.

8.3. Værdiansættelse på et inaktivt marked

Ud fra ovenstående analyse af det danske marked for investeringsejendomme, er det konkluderet, at der er tale om et inaktivt marked.

Som beskrevet i afsnit 6.3, er den mest pålidelige dokumentation for dagsværdien markedspriser på tilsvarende aktiver på et aktivt marked jf. afsnit 45 i IAS 40. På baggrund af det lave antal transaktioner og konklusionen af tilstedeværelsen af et inaktivt marked, er det derfor ikke længere muligt for virksomhederne at anvende markedspriser som værdiansættelsesgrundlag. Dette skal ses i lyset af, at nyligt foretagne handler på et inaktivt marked ikke nødvendigvis vil give et retvisende billede af markedsprisen for sammenlignelige transaktioner. Dette skyldes, at markedet i høj grad også er illikvidt jf. ovenstående afsnit, hvor flere virksomheder er tvunget til at sælge. Sådanne forcerede salg og tvangsauktioner medfører, at ejendommene sælges til underpriser og salgspriserne udgør således ikke nødvendigvis den

⁷⁷ IAS 40, afsnit 44

korrekte handelsværdi. I stedet for anvendes anderkendte dagsværdimodeller, som DCF-modellen eller den afkastbaserede model, til fastlæggelse af dagsværdien.

Værdiansættelsen på et inaktivt marked er vanskeligere end ved værdiansættelse på et aktivt marked, hvor målingen tager udgangspunkt i markedspriserne for tilsvarende eller lignende aktiver. Ved anvendelse af de tidligere beskrevne dagsværdimodeller, indgår der en lang række ikke-observerbare data som blandt andet udgør subjektive skøn foretaget af ledelsen.

Når regnskabsbrugerne ikke længere har handelspriser som referencepunkt for fastsættelse af dagsværdien på investeringsejendomme, stiger deres informationsbehov ligeledes for at kunne vurdere den opgjorte dagsværdi. Der bør derfor stilles oplysninger til rådighed i årsrapporten, så regnskabsbrugerne opnår størst mulig nytteværdi og har et fornuftigt vurderingsgrundlag.

8.3.1. Kostpris eller dagsværdi?

Ved værdiansættelse med anvendelse af de anerkendte dagsværdimodeller på et inaktivt marked, indgår der en lang række ikke-observerbare data og det er ikke muligt at foretage sammenligning med markedspriserne for tilsvarende eller lignende aktiver. Som beskrevet ovenfor, har regnskabsbrugerne derfor et øget informationsbehov for at kunne vurdere den opgjorte dagsværdi. Det kan derfor diskuteres, hvorvidt det giver et retvisende billede af virksomhedens finansielle stilling ved indregning til dagsværdi frem for kostpris.

Som det fremgår af afsnit 3.2, er der sket et paradigmeskifte efter ændringen af årsregnskabsloven i 2001. Udviklingen har forårsaget, at regnskabsposter i høj grad måles på grundlag af dagsværdi frem for til historisk kostpris. Paradigmeskiftet har medført, at der er opstået debat om, der opnås størst beslutningsnytte ved henholdsvis kostpris- eller dagsværdiregnskaber.

I kostprisregnskabet danner sammenhængen mellem indtægter og omkostninger til kostpris erfaringsgrundlag for prognose af indtægter og omkostninger til kostpris i fremtidige resultatopgørelser. Kostprisregnskabet leverer således historisk "rådata" som grundlag for regnskabsbrugernes prognoser og al værdiansættelse overlades dermed til regnskabsbrugerne.⁷⁸

I dagsværdiregnskaberne er værdimålingen en integreret del af selve regnskabsaflæggelsen, idet en periodes resultater måles på grundlag af deres værdimæssige konsekvenser for aktiver og forpligtelser i balancen til dagsværdi. Nyttéværdien i dagsværdiregnskaberne består i at beskrive kilderne til ændringerne

⁷⁸ WP 2009-02, Historisk kostpris versus dagsværdi – Belyst ved investorer og analytikeres holdninger, http://openarchive.cbs.dk/bitstream/handle/10398/7959/WP_2009-02%5B1%5D.pdf?sequence=1

i balancen fra primo til ultimo. Som tidligere beskrevet i afsnit 6.3, måles dagsværdier i balancen til på grundlag af markedspriser for tilsvarende eller lignende aktiver eller forpligtelser eller ved anvendelse af godkendte dagsværdimodeller. Værdiansættelsen sker dermed på baggrund af forventninger til de netto pengestrømme, som aktiver og forpligtelser forventes at generere i fremtiden. Dagsværdiregnskabet fremstilles ofte som det regnskab, der er bedst egnet til prognoseformål. Argumentet herfor er, at dagsværdiregnskabet medfører en række relevante informationer, som ikke kan opnås med kostprisregnskabet.⁷⁹

I afsnit 4 om begrebsrammen er de to første niveauer, som tilsammen danner målsætningen for generalklausulen "et retvisende billede", gennemgået. Heraf fremgår det, at brugernes primære opgave for fremadrettet at kunne træffe ressourceallokeringsbeslutninger er prognoseopgaven. For at skabe størst beslutningsnytte for brugerne af det eksterne regnskab, bør de finansielle informationer først og fremmest have relevans og troværdig repræsentation. Jo bedre kombination af relevans og troværdig repræsentation desto større nytteværdi vil de finansielle informationer have for regnskabsbrugerne.

Diskussionen omkring anvendelse af historisk kostpris eller dagsværdi kan i realiteten henledes til prognoseopgaven om at skabe størst beslutningsnytte for regnskabsbrugerne. Historisk kostpris giver i høj grad pålidelighed i form af en troværdig repræsentation, hvorimod dagsværdi giver den største relevans til prognoseopgaven. Det er dog vigtigt at bemærke, at pålidelig information, der ikke er relevant og omvendt ikke giver beslutningsnytte for regnskabsbrugerne.

I artiklen *Historisk kostpris versus dagsværdi – Belyst ved investorer og analytikeres holdning* er der foretaget en undersøgelse af, hvilket målegrundlag investorer og analytikere foretrækker ved måling af aktiver og forpligtelser i regnskabet. Undersøgelsen dokumenterer, at investorer og analytikere overordnet foretrækker anvendelsen af dagsværdier frem for historisk kostpriser. Undersøgelsen afslører imidlertid også, at der for væsentlige aktivklasser som immaterielle og materielle anlægsaktiver er en tendens til, at historiske kostpriser foretrækkes. Dette forhold understøttes i undersøgelsen af, at der for aktiver og forpligtelser, for hvilke der ikke findes et aktivt marked, foretrækkes historisk kostpris til fordel for dagsværdi.⁸⁰

Ved indregning til kostpris kan der dog også være visse usikkerheder. Som beskrevet i afsnit 6.2 skal ejendomme, der indregnes til kostpris, nedskrives til lavere genindvindingsværdi. Hvis der er indikationer

⁷⁹ WP 2009-02, Historisk kostpris versus dagsværdi – Belyst ved investorer og analytikeres holdninger, http://openarchive.cbs.dk/bitstream/handle/10398/7959/WP_2009-02%5B1%5D.pdf?sequence=1

⁸⁰ WP 2009-02, Historisk kostpris versus dagsværdi – Belyst ved investorer og analytikeres holdninger, http://openarchive.cbs.dk/bitstream/handle/10398/7959/WP_2009-02%5B1%5D.pdf?sequence=1

på værdiforringelse, skal virksomhederne derfor foretage en nedskrivningstest og nedskrive til genindvindingsværdi, som er den højeste værdi af kapitalværdien eller salgsværdien.

Det er derfor vores vurdering, at på trods af tilstedeværelsen af et inaktivt marked for investeringsejendomme, vil det være mest retvisende at måle investeringsejendomme til dagsværdi. Dette målegrundlag vil have den største relevans for regnskabsbrugerne og informationerne vil opnå størst mulig beslutningsnytte. Forudsætningen herfor er vel at mærke, at virksomheden oplyser om usikkerheder ved indregning og måling og giver begrundelse for de ikke-observerbare data. Ved at øge mængden af oplysninger omkring indregning og måling sikres pålideligheden gennem en troværdig repræsentation og regnskabsbrugeren har bedre mulighed for at vurdere informationerne og træffe ressourceallokerings beslutninger ud fra egne konklusioner.

8.3.2. Tilfælde, hvor dagsværdien ikke kan opgøres pålideligt

IAS 40 beskriver de tilfælde, hvor dagsværdien ikke kan opgøres pålideligt. Dette vil udelukkende være tilfældet, når sammenlignelige markedstransaktioner ikke er særligt hyppige, og der ikke findes alternative pålidelige skøn over dagsværdi. Hvis virksomheden vurderer, at det er tilfældet, at ejendommen ikke pålideligt kan opgøres til dagsværdi, skal investeringsejendommen måles ved anvendelse af kostprismodellen jf. IAS 16.⁸¹ Dog skal dagsværdi anvendes så snart denne igen kan opgøres pålideligt.

8.4. Delkonklusion

Som beskrevet i indledningen til afsnittet, har formålet været at se på udviklingen på det danske ejendomsmarked med henblik på at kunne besvare arbejdsspørgsmålet fra problemformuleringen:

5. *Har udviklingen på ejendomsmarkedet haft betydning for hvilket måleattribut og -metode, der giver det mest retvisende billede?*

Vores gennemgang har vist, at markedet de seneste år har været præget af væsentlige usikkerheder og forsigtighed. Dette har medført en betydelig nedgang i antallet af transaktioner og salgspriserne har fulgt samme udvikling. Vi har på baggrund af markedets udvikling vurderet, at der er tale om et inaktivt marked. Om end ikke et fuldstændigt inaktivt marked, men et marked hvor værdiansættelse vanskeliggøres, da det ikke i samme omfang er muligt at anvende handelspriser som referencepunkt. I stedet anvendes anerkendte dagsværdimodeller, hvori der indgår en stor mængde ikke-observerbare data.

⁸¹ IAS 40, afsnit 53

Når regnskabsbrugerne ikke længere har handelspriser som referencepunkt for fastsættelse af dagsværdien på investeringsejendomme, stiger deres informationsbehov ligeledes for at kunne vurdere den opgjorte dagsværdi. Der bør derfor stilles kvalitative oplysninger til rådighed, så der skabes transparens i årsrapporten. Dette sikrer, at regnskabsbrugerne opnår størst mulig nytteværdi og får et fornuftigt vurderingsgrundlag.

Udviklingen på ejendomsmarkedet kombineret med paradigmeskiftet har medført, at der er opstået debat om, der opnås størst beslutningsnytte ved henholdsvis kostpris- eller dagsværdiregnskaber. Det er dog vores vurdering, at på trods af tilstedeværelsen af et inaktivt marked, vil det være mest retvisende at måle investeringsejendomme til dagsværdi. Dette målegrundlag vil have den største relevans for regnskabsbrugerne og informationerne vil give størst mulig beslutningsnytte. Forudsætningen herfor er vel at mærke, at virksomheden oplyser om usikkerheder ved indregning og måling og giver begrundelse for de ikke-observerbare data. Ved at øge mængden af oplysninger omkring indregning og måling sikres pålideligheden gennem en troværdig repræsentation og regnskabsbrugeren har bedre mulighed for at vurdere informationerne og træffe ressourceallokerings beslutninger ud fra egne konklusioner.

9. Gennemgang af årsrapporter

9.1. Introduktion

Formålet med dette afsnit er at lave et case studie på udvalgte årsrapporter på baggrund af segmentering på branchegrupper og herefter selektiv udvælgelse. Afsnittet skal besvarende nedenstående arbejdsspørgsmål:

- 6. Hvordan opfylder danske selskaber regnskabsbrugernes informationsbehov i henhold til generalklausulen i udvalgte årsrapporter?*

Årsrapporterne til det udarbejdede case studie i dette afsnit, er udvalgt som indledningsvis beskrevet i metodeafsnittet. Der er taget udgangspunkt i selskaber, der primært er aktive på det danske marked, som besidder ejendomme, der udgør en væsentlig del af deres samlede aktivmasse. Årsrapporterne er udvalgt selektivt således, at det er sikret, at årsrapporterne udgør en repræsentativ stikprøve, der kan belyse opgavens problemstilling.

Ved gennemgang af de udvalgte årsrapporter, vil det blive diskuteret, hvorvidt de finansielle informationer omkring investeringsejendomme giver et "retvisende billede" jf. generalklausulen. Dermed vil gennemgangen af årsrapporterne give svar på opgavens problemstilling og det vil blive belyst, om kravene opfyldes og giver beslutningsnytte hos regnskabsbrugerne.

Ved gennemgang af det danske investeringsejendomsmarked er det konstateret, at der siden krisens begyndelse har været et fald i antallet af transaktioner ligesom markedsprisen har været faldende. Det er på den baggrund konkluderet, at der for sekundære ejendomme er tale om et inaktivt marked, hvor værdiansættelse er vanskeligere end på et aktivt marked, da målingerne ikke længere kan tage udgangspunkt i handelspriser for tilsvarende eller lignende aktiver. Når regnskabsbrugerne ikke længere har handelspriser som referencepunkt for fastsættelse af dagsværdien på investeringsejendomme, stiger deres informationsbehov ligeledes for at kunne vurdere den opgjorte dagsværdi. Der bør derfor stilles oplysninger til rådighed i årsrapporten, så regnskabsbrugerne opnår størst mulig nytteværdi og har et fornuftigt vurderingsgrundlag.

Som det er nævnt i afsnit 7 omkring præsentation og oplysning, er der i dansk lovgivning en række regler for selskabsledelse og investorinformation, som skal overholdes for at sikre, at direktionen varetager investorernes interesse. De danske regler er dog ikke specielt udformet med henblik på

ejendomsselskaber.⁸² Årsregnskabsloven stiller en række minimumskrav til informationsdelingen i årsrapporten, altså de såkaldte ikke-finansielle data i henholdsvis noter, ledelsesberetning samt anvendt regnskabspraksis. Minimumskravene er årsregnskabslovens bud på ikke-finansielle data på opfyldelse af informationsbehovet hos regnskabsbruger.

Til gennemgang af årsrapporterne er udarbejdet en model med de informationer, som vurderes at give beslutningsnytte hos regnskabsbrugerne og dermed vil sikre "det retvisende billede". Da årsregnskabsloven ikke er specielt udformet med henblik på ejendomsselskaber, er det valgt, at modellen til gennemgang af de udvalgte årsrapporter, tager udgangspunkt i de internationale regnskabsstandarder IAS, som vi bruger som fortolkningsbidrag til ÅRL. Det skal dermed noteres, at ikke alle oplysningerne i nedenstående model er krav for selskaber, der aflægger regnskab efter årsregnskabslovens bestemmelser. Ligeledes vil der med inspiration i Ejendomsforeningen Danmarks anbefalinger til "Best Practice for selskabsledelse og investorinformation" gives forslag til relevante informationer, der kan gavne nytteværdien hos regnskabsbrugerne.

Informationerne omkring de indregnede investeringsejendomme, uafhængigt af hvordan disse indregnes, som vurderes at give nytteværdi for regnskabsbrugerne og sikrer "et retvisende billede" efter IAS 1 samt IAS 40 fremgår af nedenstående:

En virksomhed skal give følgende oplysninger, jf. afsnit 75 i IAS 40:

1. Anvendes dagsværdi eller kostprismodellen
2. Kriterier for klassifikation når dette er vanskeligt
3. Metoder og væsentlige forudsætninger ved opgørelse af en investeringsejendoms dagsværdi.
Oplysninger om markedsindikatorer og andre faktorer.
4. I hvilket omfang dagsværdien baseres på en værdiansættelse fra en uafhængig vurderingsmand.
5. De i resultatet indregnede beløb for:
 - a. Lejeindtægter fra investeringsejendomme
 - b. Direkte driftsomkostninger tilknyttet investeringsejendomme, hvorfra virksomheden har opnået lejeindtægter i regnskabsåret
 - c. Direkte driftsomkostninger tilknyttet investeringsejendomme, hvorfra virksomheden ikke har opnået lejeindtægter i regnskabsåret

⁸² Best practice for selskabsledelse og investorinformation:
http://www.ejendomsforeningen.dk/multimedia/Best_practice.pdf

Ledelsesberetningen skal indeholde en retvisende redegørelse for virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold, årets resultat og virksomhedens finansielle stilling. De lovpligtige oplysningskrav ifølge årsregnskabsloven afhænger dog af virksomhedens regnskabsklasse jf. afsnit 7.2.

For virksomheder i regnskabsklasse B er der kun krav om ledelsesberetning såfremt, at der er væsentlige ændringer i virksomhedens aktiviteter eller økonomiske udvikling. Med henvisning til markedssituationen og informationsbehovet hos regnskabsbrugerne, vurderer vi dog, at nedenstående informationer som vigtige for "det retvisende billede":⁸³

1. Beskrivelse af usikkerhed ved indregning og måling.
2. Beskrivelse af usædvanlige forhold.
3. Redegørelse for udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold.
4. Omtale af betydelige hændelser, som er indtruffet efter balancedagen.
5. Beskrivelse af virksomhedens forventede udvikling.
6. Beskrivelse af særlige risici.

Hvis de udvalgte selskaber indregner investeringsejendommene til dagsværdi ved hjælp af en af de godkendte dagsværdimodeller, vil det desuden være nyttigt at give oplysninger omkring opgørelse af det årlige driftsafkast eller pengestrøm.

Som gennemgået i afsnit 6.3 omkring fastsættelse af dagsværdi, indgår der i den afkastbaserede model og i DCF-modellen en diskonteringsfaktor, som har en vigtig betydning for værdiansættelsen. Der bør derfor i forbindelse med fastsættelse af diskonteringsfaktoren gives oplysninger om fastsættelsen af denne.

9.2. M. Goldschmidt Ejendomme A/S

Det skal bemærkes, at den i opgaven udvalgte årsrapport er for regnskabsåret 2010/11. Der er efter udvælgelse af årsrapporterne offentliggjort regnskab for regnskabsåret 2011/12. I den seneste årsrapport er M. Goldschmidt Ejendomme A/S overgået til at aflægge regnskab efter IFRS. Overgangen til IFRS har dog ikke medført væsentlige ændringer i regnskabspraksis i forhold til årsregnskabsloven. Overgangen til IFRS har til gengæld medført en del ændringer til præsentation af resultatopgørelse, balance, egenkapitalopgørelse og noter. En del ændringer er dog afledt af, at der for første gang præsenteres et koncernregnskab.

⁸³ KPMG Indsigt i årsregnskabsloven 7. udgave, kapitel 5 side 105

Det er således ikke antaget, at anvendelsen af en tidligere årsrapport samt overgangen til IFRS vil have betydning for vurdering af, om danske selskaber opfylder regnskabsbrugernes informationsbehov i henhold til generalklausulen.

Virksomhedsbeskrivelse⁸⁴

M. Goldschmidt Ejendomme A/S hoveaktivitet er at drive virksomhed med investering, herunder investeringer i ejendomme, finansiering, handel og dermed forbundet virksomhed.

Selskabet er et datterselskab af M. Goldschmidt Holding A/S. Koncernens ejendomsselskaber investerer i anlægs-, omsætning- og udviklingsejendomme. Den væsentligste del af anlægsporteføljen er placeret i den centrale del af København i området omkring Grønningen, Store Kongensgade, Poul Ankersgade, Jens Kofodsgade og Hammerensgade.

Det er koncernens strategi at erhverve ejendomme, som har udlejningsmæssig, driftsteknisk og byggeteknisk efterslæb, for herved via mangeårig ekspertise, at løse disse problemstillinger og herigennem optimere ejendommens værdi. Alle ejendomme, der ikke indgår i anlægsporteføljen, vil efter udvikling og genopretning blive udbudt til salg.

Selskabet havde i regnskabsåret 01.10.2010 – 30.09.2011 lejeindtægter på t.kr. 53.446 og årets resultat blev t.kr. 13.339. Selskabets samlede balancesum var t.kr. 1.524.412, hvoraf investeringsejendomme udgør t.kr. 1.082.650 svarende til 71%. I forrige regnskabsår udgjorde investeringsejendomme 84% af den samlede aktivmasse.

Regnskabsbrugere

Som beskrevet i afsnittet omkring det eksterne regnskab, så tager det eksterne regnskab sigte på udbydere af ressourcer uden for virksomheden. De eksterne ressourceejere efterspørger regnskabsinformationer til brug for at træffe beslutninger om resourceallokering. I dette tilfælde er hele M. Goldschmidt koncernen ejet indirekte 100% af Michael Goldschmidt, hvorfor han som ejer naturligt er bruger af regnskabsinformationerne. Øvrige brugere af regnskabet er i særdeleshed banker og realkreditinstitutter som yder lån i forbindelse med finansiering af ejendoms køb. Af årsrapporten fremgår det, at prioritetsgæld er sikret ved pant i ejendomme svarende til den samlede bogførte værdi, hvorfor denne værdi må have særlig interesse for långiverne.

⁸⁴ M. Goldschmidt Ejendomme A/S, årsrapport 2010/11 s. 5

Oplysninger i henhold til IAS 1 og IAS 40

Selskabets årsrapport er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser for regnskabsklasse B. I henhold til årsregnskabsloven § 53, skal der i afsnittet om anvendt regnskabspraksis redegøres for anvendte indregningskriterier og målegrundlag. Jævnfør ovenstående afsnit, vil årsrapporten dog blive gennemgået med udgangspunkt i de internationale regnskabsstandarder for at vurdere informationerne i forhold til den samlede beslutningsnytte og dermed det retvisende billede.

1. Anvendes dagsværdi eller kostprismodellen⁸⁵

Selskabet oplyser i anvendt regnskabspraksis generelt om indregning og måling:

"Aktiver indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde selskabet, og aktivets værdi kan måles pålideligt."

"Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til kostpris. Måling efter første indregning sker som beskrevet for hver enkelt regnskabspost nedenfor."

Anvendt regnskabspraksis for investeringsejendomme er som nedenstående:

"Investeringsejendomme er indregnet til en markedsværdi, der er opgjort på grundlag af en afkastbaseret model."

Selskabets oplysninger om anvendelse af model til indregning af investeringsejendomme vurderes som værende passende. Oplysningerne opfylder både bestemmelserne i årsregnskabsloven samt IAS 40.

2. Kriterier for klassifikation når dette er vanskeligt

Som det fremgår af beskrivelsen af virksomheden, er koncernens strategi at erhverve ejendomme, som har udlejningsmæssig, driftsteknisk og byggeteknisk efterslæb, for efterfølgende at løse disse problemstillinger og udbyde ejendommene til salg.

Der oplyses under anvendt regnskabspraksis for materielle anlægsaktiver om andre ejendomstyper:

"Ejendomme, der er opkøbt med henblik på videresalg i løbet af kort tid eller med henblik på ombygning og/eller renovering og efterfølgende salg (handelsejendomme) eller sådanne ejendomme under opførelse, indregnes som omsætningsaktiver."⁸⁶

Selskabet oplyser dermed, hvorvidt ejendomme klassificeres som investeringsejendomme eller handelsejendomme. Af anvendt regnskabspraksis fremgår det desuden, at handelsejendomme indregnes til

⁸⁵ M. Goldschmidt Ejendomme A/S, årsrapport 2010/11 s. 8-10

⁸⁶ M. Goldschmidt Ejendomme A/S, årsrapport 2010/11 s. 10

kostpris med tillæg af afholdte forbedringer. Informationerne vurderes som værende nyttige, da der ellers kan opstå tvivl om klassifikationen, da strategiegnet netop er at udbyde ejendommene til salg efter at have optimeret værdien.

3. Metoder og væsentlige forudsætninger ved opgørelse af en investeringsejendoms dagsværdi. Oplysninger om markedsindikatorer og andre faktorer.

I anvendt regnskabspraksis for materielle anlægsaktiver fremgår det, at investeringsejendomme er indregnet til en markedsværdi, der er opgjort på grundlag af en afkastbaseret model. For hver enkelt ejendom er der på grundlag af et normalt driftsbudget og en afkastprocent opgjort en beregnet værdi for ejendommen.

Det fremgår endvidere, at den beregnede værdi reguleres for kortvarige forhold, som ændrer ejendommens indtjening. Herunder tomgangsleje eller anden manglende lejeindtægt samt eventuelle større renoveringsarbejder, opretningsopgaver eller istandsættelser.

Den anvendte afkastprocent for koncernen er oplyst for typen af investeringsejendomme:

Bolig	4,50%-5,50%
Erhverv	5,25%-8,50%
Blandet	3,50%-6,00%

Det fremgår, at afkast procenten fastsættes ud fra de gældende markedsforhold for den pågældende ejendomstype under hensyntagen til vedligeholdelsesstand, beliggenhed, anvendelse, lejer, lejekontrakter mv.

De givne oplysninger i årsrapporten for selskabet er i overensstemmelse med IAS 40 og opfylder ligeledes kraven om redegørelse for anvendte indregningskriterier og målegrundlag jf. årsregnskabsloven. Der er mulighed for sammenligning med anvendte afkastprocenter i andre selskaber samt de gældende markedsforhold for området, hvori ejendommene er beliggende. Der gives dog ingen specifikke oplysninger omkring andre faktorer. Andre faktorer, herunder individuelle forhold for de enkelte investeringsejendomme, vurderes som værende værdifulde, da fastsættelsen af forrentningskravet jf. afsnit 6.3.2 blandt andet beror herpå. Der kan desuden argumenteres for, at selskabet burde have anvendt ekstern vurderingsmand til bekræftelse af de anvendte afkastprocenter.

4. I hvilket omfang dagsværdien baseres på en værdiansættelse fra en uafhængig vurderingsmand.

Der er ikke oplyst, om dagsværdien på selskabets investeringsejendomme baseres på værdiansættelse fra en uafhængig vurderingsmand. Investeringsejendommene er alene indregnet til en skønnet markedsværdi, der er opgjort på grundlag af en afkastbaseret model. Det er dog ikke et krav ifølge årsregnskabsloven, at der oplyses om, i hvilket omfang dagsværdien er baseret på en værdiansættelse fra en uafhængig vurderingsmand. Det er dog værd at bemærke, at der af koncernregnskabet fremgår af anvendt regnskabspraksis, at værdien på væsentlige investeringsejendomme ca. hvert 3. år (2. år ifølge noten) bliver sammenholdt med vurdering foretaget af ekstern mægler.

Oplysningerne i årsrapporten for M. Goldschmidt Ejendomme A/S vurderes derfor at være i overensstemmelse med årsregnskabsloven, men ikke med IAS 40. Det kan dog diskuteres, hvor stor nytte det vil give for regnskabsbruger at få information herom, også taget i betragtning af, at regnskabsbrugerne formentlig vil have interesse i koncernregnskabet.

5. Oplysninger om de i resultatet indregnede beløb for lejeindtægter samt direkte driftsomkostninger på både udlejet og ikke-udlejet del.

Af resultatopgørelsen fremgår lejeindtægter og driftsomkostninger vedrørende ejendomme. Hverken lejeindtægter eller driftsomkostninger er specificeret yderligere. Det vurderes dog, at det kunne være relevant med yderligere specifikation. Herunder eksempelvis fordelingen af direkte omkostninger for hhv. udlejede og ikke-udlejede arealer samt information tomgangsprocent mv.

Det vurderes, at oplysningerne opfylder årsregnskabslovens krav jf. § 53. Dog vil der med inspiration i IAS 40 kunne gives yderligere oplysninger, som kan have relevans for regnskabsbrugerne. Dette skal ses i forlængelse af punkt 3, hvor det er bemærket, at årsrapporten ikke indeholder oplysninger om ejendommenes individuelle forhold. Dette er som sagt relevant information, som udgør nogle af de faktorer, der indgår i fastsættelsen af forrentningskravet.

6. Oplysninger om væsentlige usikkerheder ved indregning og måling

Væsentlige usikkerheder ved indregning og måling gennemgås sammen med ledelsesberetningen.

Informationer for opfyldelse af oplysningskravene i ledelsesberetningen

1. Beskrivelse af usikkerheder ved indregning og måling

Der er ikke noget afsnit omkring usikkerheder ved indregning og måling i regnskabet for M. Goldschmidt Ejendomme A/S. Dette fremgår dog af note 2 i koncernregnskabet:

"Ved anvendelse af koncernens regnskabspraksis, der er beskrevet i note 1, er det nødvendigt at ledelsen foretager vurderinger og skøn af samt opstiller forudsætninger for den regnskabsmæssige værdi af aktiver og forpligtelser, som ikke umiddelbart kan udledes fra andre kilder. Disse skøn og forudsætninger er baseret på historiske erfaringer og andre relevante faktorer. De faktiske udfald kan afvige fra disse skøn"⁸⁷

Det fremgår desuden mere specifikt af noten, at den anvendte model indeholder flere elementer, der er baseret på ledelsens skøn over de aktuelle markedsforhold herunder afkastprocent, regulering til markedsleje samt korrektioner til dagsværdi.

Det er i note 2 i koncernregnskabet desuden lavet en beregning af effekten på dagsværdien af koncernens investeringsejendomme ved en ændring af afkastprocenten på 0,5%.

Det er vurderet, at det vil være hensigtsmæssigt at give de samme oplysninger i regnskabet for M. Goldschmidt Ejendomme A/S, men som tidligere beskrevet, må der være en forventning om, at regnskabsbrugerne ligeledes er i besiddelse af koncernregnskabet og også har interesse heri.

2. Beskrivelse af usædvanlige forhold

Der er ikke et afsnit om usædvanlige forhold i ledelsesberetningen. Det samme gør sig gældende for koncernregnskabet, hvorfor det må forventes, at der i året ikke har været usædvanlige forhold. Det vil ikke give mening at skrive om noget, der ikke har fundet sted, hvorfor udeblivelsen af afsnittet anses som værende fuldt ud acceptabelt.

3. Redegørelse for udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold

Første afsnit i ledelsesberetningen omhandler udviklingen i aktiviteter og økonomiske forhold. Heri oplyses der om koncernens ejendomsselskaber herunder frasalg og tilkøb af ejendomme i regnskabsåret. Desuden er der oplysning om ejendomme, der er erhvervet i koncernen efter regnskabsårets slutning. Foruden oplysningerne om ejendommene, gives der information om væsentlige regnskabsposter som eksempelvis realkredit, der giver regnskabslæser en god forståelse for udviklingen i selskabets og koncernens aktiviteter.

⁸⁷ M. Goldschmidt Holding A/S, koncernregnskab 2010/11 side 34

Det vurderes, at oplysningerne overholder kravet om en redegørelse for udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold. Der kunne dog godt være givet mere specifikke informationer om udviklingen på markedet og kommenteret på eksempelvis tomgang, bruttoavance ved salg af ejendommene samt generel information om udviklingen i ejendomsporteføljen.

4. Omtale af betydelige hændelser, som er indtruffet efter balancedagen

I ledelsesberetningen er der et afsnit om begivenheder efter regnskabsårets afslutning. Heraf fremgår det:

"Der er fra balancedagen og frem til i dag ikke indtrådt forhold, som forrykker vurderingen af årsrapporten."

Ydermere er der, som ovenfor nævnt, givet information om ejendomme, som er erhvervet i koncernen efter regnskabsårets afslutning.

Informationen vurderes at opfylde kravene.

5. beskrivelse af virksomhedens forventede udvikling

I afsnittet "Fremtid" fremgår der:

"Udover de projekter der indgår som anlægsportefølje, er det ledelsens målsætning, at erhverve ejendomme i Storkøbenhavnregionen. Samlet målsætning for alle investeringer er, at de skal bidrage positivt til selskabets samlede cashflow efter afholdelse af finansieringsomkostninger."

Det fremgår desuden af afsnittet, at ledelsen forventer et positivt resultat for regnskabsperioden 2011/12.

Ledelsen har oplyst om deres forventninger til den fremtidige udvikling, hvilket er i overensstemmelse med kravene. Der er dog ingen oplysninger om den forventede markedsudvikling, som vil kunne have betydning for værdiansættelsen af koncernens ejendomme. Dette kunne være relevant information for regnskabslæseren.

6. Beskrivelse af særlige risici

Ledelsesberetningen indeholder ikke et afsnit omkring særlige risici. Et sådan afsnit kunne ellers være nærliggende, da selskabets ejendomsportefølje udgør en betydelig del af den samlede aktivmasse. Ændringer i markedsforholdene i form af eksempelvis ændret tomgangsprocent, markedsleje mv. vil kunne have stor betydning for værdiansættelsen af ejendommene.

Delkonklusion

Ved gennemgang af årsrapporten for M. Goldschmidt Ejendomme A/S, er det med henblik på opgavens problemstilling undersøgt, i hvilket omfang givne informationer i årsrapporten opfylder det retvisende billede.

Det kan som udgangspunkt konkluderes, at oplysningerne overholder kravene i ÅRL. Generelt vil der dog med fordel kunne gives væsentligt flere oplysninger med inspiration i IAS 40. Opmærksomheden skal særligt henledes på de mere individuelle forhold for ejendommene, hvor der indgår væsentlige usikkerheder og skøn og dermed kan have betydelig indvirkning på den indregnede værdi. Manglen på de finansielle oplysninger omkring investeringsejendommene skaber ikke transparens i årsrapporten, hvilket vanskeliggør det at vurdere, hvorvidt de indregnede værdier reelt giver et retvisende billede og dermed skaber nytte hos regnskabsbrugerne.

9.3. ATP Ejendomme A/S

Virksomhedsbeskrivelse⁸⁸

ATP Ejendomme A/S hovedaktivitet er at drive virksomhed med investering, herunder investeringer i ejendomme og udlejning samt totaladministration af alle ATP-koncernens direkte ejede investeringsejendomme i Danmark. Den samlede ejendomsportefølje for ATP-koncernen udgør 12,4 mia., som ejes henholdsvis af ATP (9,0 mia.) og ATP Ejendomme A/S (3,4 mia.).

ATP-Ejendomme A/S ejer derudover kapitalandele i det 100 % ejede datterselskab Strandgade 7 A/S, hvis hovedaktivitet alene er at eje fast ejendom.

Selskabet er et 100 % ejet datterselskab af ATP A/S. ATP koncernens samlede portefølje fordeler sig henholdsvis på 75 % kontorejendomme, 22 % detailejendomme og resterende 3 % på hotel & serviceejendomme.

I Danmark er det primært strategien at investere i kontor og detailhandelsejendomme i de større byer på gode beliggenheder og med en lav risikoprofil. Eksponeringen søges primært i større enheder med henblik på at opnå administrative fordele.

Selskabet havde i regnskabsåret 01.01.12 – 31.12.12 lejeindtægter på m.DKK 222 og årets resultat blev m.DKK 300. Selskabets samlede balancesum udgjorde 31.12.12 m.DKK 3.695, hvoraf

⁸⁸ ATP Ejendomme A/S, årsrapport 2012 side 6-10 laves beretningen

investeringsejendomme udgør m.DKK 3.387 svarende til 91,66 %. I forrige regnskabsår udgjorde investeringsejendomme 95,77 % af den samlede aktivmasse.

Regnskabsbrugere⁸⁹

ATP Ejendomme udøver – som en del af ATP Koncernen – forretningsdrevet samfundsansvar, hvilket betyder, at alle tiltag skal medvirke til at realisere ATP's hovedformål som er at sikre nuværende og fremtidige pensionister økonomisk grundtryghed. Selskabets årsrapport har derfor betydelig offentlig interesse, idet ATP koncernen formidler en betydelig del af befolkningens pensionsopsparinger, hvorfor de også må betegnes som de primære regnskabsbrugere. Årsrapporten henvender sig ikke til långivere, da der ikke er fremmedfinansiering.

Oplysninger i henhold til IAS 1 og IAS 40

Selskabets årsrapport er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser for regnskabsklasse stor C.⁹⁰

1. Anvendes dagsværdi eller kostprismodellen⁹¹

Selskabet oplyser i anvendt regnskabspraksis generelt om indregning og måling:

"Aktiver indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde selskabet, og aktivets værdi kan måles pålideligt."

"Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til kostpris. Måling efter første indregning sker som beskrevet for hver enkelt regnskabspost nedenfor."

Anvendt regnskabspraksis for investeringsejendomme er som nedenstående:

"Investeringsejendomme måles til dagsværdi. Ved opgørelse af ejendommens dagsværdi anvendes en afkastbaseret model."

Selskabet oplysninger omkring anvendelsen af model til indregning og måling er i overensstemmelse med Årsregnskabsloven og tillige IAS 40, hvorfor informationsbehovet for regnskabsbrugeren anses for at være opfyldt.

2. Kriterier for klassifikation når dette er vanskeligt

Selskabet omtaler ikke direkte kriterierne for deres klassifikation af ejendommstypen.

⁸⁹ ATP Ejendomme A/S, årsrapport 2012 side 6-10 l ed ses ber et i ngen

⁹⁰ ATP Ejendomme A/S, årsrapport 2012 side 14-15

⁹¹ ATP Ejendomme A/S, årsrapport 2012 side 14-15

Selskabet oplyser dog i ledelsesberetningen under afsnittet "investeringsaktiviteter", at de arbejder målrettet efter langsigtede rentable og lavrisiko investeringer, hvorfor der som udgangspunkt ikke er problemer omkring klassifikationen om hvorvidt der er tale om en handelsejendom.

Derudover omtales det i afsnittet "investeringsrisici", at de ikke gennemfører egentlige ejendomsudviklingsaktiviteter, hvorfor der som udgangspunkt ikke er tvivl omkring klassifikation af investeringsejendomme under opførelse, da disse ikke anses for relevante.

Endvidere oplyses det i anvendt regnskabspraksis under behandlingen af investeringsejendomme, at selskabet har domicil i en ejendom, der væsentligt anvendes til ekstern udlejning. Vi har redegjort for denne koncernproblematik i afsnittet omkring klassifikation af ejendomme i afsnit 5.2.1. Selskabet redegør for, at ejendommen er værdiansat efter samme princip som selskabets øvrige ejendomme, altså dagsværdi.

I henhold til IAS 40 fremgår det af afsnit 10, at såfremt ejendomme omfatter et areal, som besiddes for at opnå lejeindtægter eller kapitalgevinst (investeringsejendom), og et areal, som besiddes med henblik på anvendelse til administrative formål (domicilejendom) og disse ikke kan behandles særskilt regnskabsmæssigt, kan pågældende investeringsejendom kun behandles som en investeringsejendom, såfremt en uvæsentlig del anvendes til administrative formål (domicilejendom). Der fremgår ikke direkte i hvor høj grad ATP Ejendomme A/S benytter ejendomme til domicil, men orienterer dog, at ejendommen væsentligt udlejes eksternt. Det burde have været oplyst i hvor høj grad bygningen blev anvendt som domicil, idet en omklassifikation af ejendommen, kunne få konsekvens for indregning og måling, såfremt der reelt var tale om en domicilejendom. Vi har dog vurderet, at indregning er sket i overensstemmelse med regnskabspraksis.

3. Metoder og væsentlige forudsætninger ved opgørelse af en investeringsejendoms dagsværdi. Oplysninger om markedsindikatorer og andre faktorer.

I anvendt regnskabspraksis for materielle anlægsaktiver fremgår det, at investeringsejendomme måles til dagsværdi. Ved opgørelsen af ejendommens dagsværdi anvendes en afkastbaseret model. Ved opgørelse af afkastet på hver enkelt ejendom tages der udgangspunkt i forventede lejeindtægter ved fuld udlejning af ejendommene, samt forventede drifts-, administrations- og vedligeholdelsesomkostninger. Herefter korrigeres den beregnede værdi for indregnet tomgangsleje for en passende periode, samt forventede omkostninger større vedligeholdelsesarbejder, samt tillæg af deposita og forudbetalt leje mv..

Selskabet oplyser endvidere at de valgte afkastsatser er fastsat på baggrund af eksterne mægleres bedømmelser af markedsniveauet under hensyntagen til ejendommens beliggenhed og kvalitetsniveau. Selskabet har fået en ekstern vurdering af markedslejen.

Selskabet oplyser i ledelsesberetningen under afsnittet "værdiansættelse", at det gennemsnitlige vægtede afkastkrav ved værdiansættelsen af porteføljen i 2012 udgør 5,3 % mod 5,4 % i 2011. Det vægtede afkastkrav for detailhandelsejendomme er 5,1 % og 5,2 % for kontorejendomme. Endvidere er der for ejendommen ejet af datterselskabet Strandgade 7 A/S anvendt et afkastkrav på 5,8 % (kontorejendom).

De givne oplysninger i årsrapporten for selskabet er i overensstemmelse med IAS 40 og opfylder ligeledes kravene om redegørelse for anvendte indregningskriterier og målegrundlag jf. årsregnskabsloven. Der er mulighed for sammenligning med anvendte afkastprocenter i andre selskaber samt de gældende markedsforhold for området, hvori ejendommene er beliggende.

4. I hvilket omfang dagsværdien baseres på en værdiansættelse fra en uafhængig vurderingsmand.

Selskabet oplyser under anvendt regnskabspraksis at der ikke er foretaget vurdering af ekstern vurderingsmand på koncernens ejendomme. Det oplyses dog at selskabet indhenter ekstern vurdering af markedslejen samt afkastkravet.

Det er ikke et krav ifølge årsregnskabsloven, at der oplyses om, i hvilket omfang dagsværdien er baseret på en værdiansættelse fra en uafhængig vurderingsmand.

Oplysningerne i årsrapporten for ATP Ejendomme A/S vurderes derfor at være i overensstemmelse med årsregnskabsloven, men ikke med IAS 40. Det kan dog vurderes om hvorvidt brugsnyttens, af at få en ekstern vurdering af alle ejendommene, idet forudsætningerne for dagsværdien er oplyst, hvorfor det må antages at en fagkyndig, vil kunne foretage en beregning af værdien på ejendomsporteføljen.

5. Oplysninger om de i resultatet indregnede beløb for lejeindtægter samt direkte driftsomkostninger på både udlejet og ikke-udlejet del.

Af resultatopgørelsen fremgår lejeindtægter og driftsomkostninger vedrørende ejendomme separat. Derudover er avance/tab på afhængende investeringsejendomme specificeret særskilt. Jf. IAS 40 foreskrives det, at selskabet skal specificere fordelingen af direkte omkostninger for hhv. udlejede og ikke-udlejede arealer samt information tomgangsprocent mv. Selskabet redegør for tomgangsprocenten i ledelsesberetningen, som angives til at være faldet fra 6,5 % i 2011 til 5,2 % i 2012.

Selskabet har i ledelsesberetning under afsnittet "Driftsmæssige risici" redegjort for de usikkerheder der er i forbindelse med lejeindtægter, herunder angivet en lang række oplysninger omkring lejerporteføljen (på koncern niveau), herunder angivelse af lejekontrakternes resterende varighed, lejernes bonitet samt

lejernes fordeling på brancheniveau. Mere herom omtales i forbindelse med gennemgangen af ledelsesberetning.

Det vurderes, at oplysningerne opfylder årsregnskabslovens krav jf. § 53 og i stor grad er i overensstemmelse med fortolkningsbidraget IAS 40.

6. Oplysninger om væsentlige usikkerheder ved indregning og måling

Væsentlige usikkerheder ved indregning og måling gennemgås sammen med ledelsesberetningen.

Informationer for opfyldelse af oplysningskravene i ledelsesberetningen

Selskabets årsrapport er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser for regnskabsklasse stor C og er således underlagt en række krav i henhold til årsregnskabsloven. Disse minimumskrav er gennemgået i afsnit omkring oplysninger og præsentation under afsnit 7.

1. Beskrivelse af usikkerheder ved indregning og måling

I afsnit 7 fremgår det, at virksomheden i ledelsesberetning skal beskrive de forhold, som har haft betydning for indregning eller måling af regnskabsposterne i årsregnskabet.

Selskabet har ikke udarbejdet et særskilt afsnit herom, men er medtaget eksplicit under de enkelte afsnit i ledelsesberetningen.

Således oplyser selskabet at den vigtigste faktor ved fastsættelse af markedsværdien er afkastkravet, hvortil de har opgivet en række oplysninger som danner grundlag for fastsættelsen, bl.a. lejers bonitet, løbetiden for kontrakter, lejefordeling mv. Ydermere er det oplyst at et fald i lejeniveauet på 1%-point vil medføre et fald på ejendommenes værdi på ca. 42 mio. og en stigning i tomgangsprocenten på 5%-point vil medføre et fald i årlige lejeindtægter på ca. 13 mio.

Selskabet har angivet de markedsrisici der er forbundet med selskabets investeringsejendomme, herunder en følsomhedsberegning med beløbsmæssig konsekvens ved en ændring i afkastkravet på 1%-point. Ved en stigning i afkastkravet på 1%-point vil værdien ejendomsporteføljen blive reduceret med 536 mio. og egenkapitalen blive reduceret fra 3.595 mio. til 3.059 mio.⁹². Endvidere er der i noterne oplyst omkring det vægtede afkastkrav for hver enkelt ejendomstype, således sammenligning i forhold til markedet er muligt.

Selskabet redegør endvidere for udviklingen på markedet, hvori de redegør for de usikkerhedsmomenter som kan have indflydelse på afkastkravet og derved markedsværdien.

⁹² ATP Ejendomme A/S – Årsrapport 2012 s. 8

Selskabet har givet tilpas oplysninger og deres forudsætninger for fastsættelse af de vægtede afkastkrav. Deres beskrivelse omkring usikkerheder bidrager til en højere beslutningsnytte for regnskabsbrugeren og er i overensstemmelse med kravene.

2. Beskrivelse af usædvanlige forhold

I afsnit 7 er gennemgået de forhold som skal beskrives i ledelsesberetningen, herunder krav om omtale af forhold som har bevirket et usædvanligt driftsresultat i enten positiv eller negativ retning og om de er af midlertidig eller varig karakter, herunder bl.a. ændrede markedsforhold, avance/tab ved salg af ejendom m.v.

Selskabet har i ledelsesberetningen anført, at der i året har været et svagt faldende afkastkrav til ejendomsinvesteringer i København, hvilket har medført en opskrivning af ejendommenes markedsværdi på 2,5 % og redegør endvidere for det gennemsnitlige vægtede afkastkrav af hele ejendomsporteføljen, som for 2012 udgør 5,3 % mod 5,4 % sidste år.

Selskabet redegør endvidere for salg af 2 ejendomme hhv. én ejendom i ATP (koncern) og én ejendom i ATP Ejendomme med en tilfredsstillende avance. Avancen er ført særskilt i resultatopgørelsen.

Det vurderes at ovenstående beskrivelse af usædvanlige forhold bidrager til en højere beslutningsnytte for regnskabsbrugeren og understøtter de finansielle data i årsrapporten.

3. Redegørelse for udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold

I tidligere gennemgåede afsnit 7, skal ledelsesberetningen indeholde en redegørelse for udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold, herunder den regnskabsmæssige effekt af årets begivenheder.

Selskabet har i særskilt afsnit i ledelsesberetning redegjort for årets resultat, herunder positiv påvirkning af tidligere omtalte avance ved salg af ejendomme. Endvidere er det beskrevet at ejendommens drift er positivt påvirket af stigende lejeindtægter, samt regulering af skatter og afgifter for tidligere år.

Endvidere redegør selskabet for deres anden aktivitet, som er ejendomsadministration, der faktureres som en procentdel af lejeindtægterne, hvorfor denne for året ligeledes er påvirket positivt af ovenstående stigning i lejeindtægter.

Det vurderes at ovenstående beskrivelse af udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold giver en bedre forståelse for ejendommenes driftsafkast og de finansielle data i årsrapporten og dermed skaber nytteværdi for regnskabsbrugeren.

4. Omtale af betydelige hændelser, som er indtruffet efter balancedagen

I ledelsesberetningen er der et afsnit om begivenheder efter regnskabsårets afslutning. Heraf fremgår det at:

"Der er ikke indtruffet væsentlige eller usædvanlige begivenheder siden regnskabsårets afslutning"

Selskabet har givet information i ledelsesberetning under årets investeringsaktiviteter, at de overtager en ejerandel på 46 % af et kontorbyggeri, som er erhvervet i koncernen efter regnskabsårets afslutning.

Informationen vurderes at opfylde kravene.

5. Beskrivelse af virksomhedens forventede udvikling⁹³

Selskabet har under afsnittet "Forventninger til 2013" redegjort for en række forhold, som de har vurderet væsentlige for nærværende selskab og den branche de befinder sig i.

Selskabet har givet deres bud på markedsforholdene for investeringsejendomme, hvori de har omtalt, at der forventes en svag positiv udvikling for 2013 i forhold til 2012. Der forventes til stadighed en forsat lav rentesats, men det til trods, vil investorens risikotillæg fortsat være højt.

ATP Ejendomme A/S forventer endvidere, at udlejningsmarkedet i det kommende år stadig vil være præget af svage konjunkturer og uændrede tomgangsprocenter. Det relativt store udbud af lejemål oplyses generelt at have indvirkning på lejepriserne (markedslejen), og derved også på ejendommenes driftsafkast – og derved også markedsværdien. Selskabet er dog af den holdning, at deres ejendoms- og lejeportefølje er sat robust sammen, således at det er muligt at fastholde en udlejning der er bedre end benchmark. Grundlaget for denne holdning er anført i kraft af detaljerede oplysninger omkring lejernes bonitet, udlejningsprocenter mv. i ledelsesberetningen.

Endvidere beskriver de deres investeringsstrategi, som primært dækker prime-ejendomme indenfor kontor- og detailhandelsejendomme med en lav risikoprofil og stabile afkastprofiler. De oplyser endvidere at efterspørgslen herfor er stadig stigende fra udenlandske investorer og institutionelle investorer.

Det fremgår desuden af afsnittet, at ledelsen forventer et positivt resultat for regnskabsperioden 2013 i omegnen af 190 mio. før værdireguleringer og eventuelle avancer ved ejendomssalg.

Det vurderes at ovenstående oplysninger opfylder kravene herfor.

⁹³ ATP Ejendomme A/S, årsrapport 2012 side 9 – "Forventninger til 2013"

6. Beskrivelse af særlige risici

Som gennemgået i afsnit 7 skal der i ledelsesberetningen foreligge en beskrivelse af virksomhedens risikoprofil og risikostyring. For selskaber med investeringsejendomme som hovedaktivitet vil særlige risici som oftest omhandle drifts-, markeds-, rente-, og likviditetsrisici.

Selskabet oplyser i ledelsesberetningen at rente-, valuta- og likviditetsrisici er yderst begrænset, idet der ikke er optaget fremmedfinansiering.

Selskabet oplyser endvidere i ledelsesberetningen omkring drifts- og markedsrisici samt beskrivelse af lejeporteføljen, som i forvejen er gennemgået i afsnittet omkring *"usikkerhed ved indregning og måling"*, hvortil der henvises.

Selskabet har passende redegjort for de risici der kan have indflydelse på markedsværdien af ejendommene hvorfor det vurderes, at ovenstående oplysninger giver bedre beslutningsnytte for regnskabsbrugeren og opfylder kravene i IAS 40.

Delkonklusion

ATP-koncernen varetager en bred vifte af investorers pensioner, hvilket medfører øgede krav til årsrapporten, for at give høj beslutningsnytte for regnskabsbrugerne. Regnskabsbrugerne er primært "den almindelige lønmodtager", hvilket medfører krav om, at årsrapporten skal være lettilgængelig og letlæselig. ATP-ejendomme har i deres årsrapport formålet, at gøre den overskuelig og let læselig for førnævnte regnskabsbrugere.

ATP-koncernen har i årsrapporten afgivet en lang række ikke-finansielle data blandt andet omkring usikkerheder ved indregning og måling af investeringsejendomme, markedsrisici, investeringsrisici m.sv., som bidrager til en bedre forståelse af årsregnskabet's finansielle data. Endvidere har de beskrevet deres investeringsstrategi og planlagte investeringer i 2013. Vi har ved vores gennemgang af årsrapporten konstateret, at ATP har leveret en lang række oplysninger, som ligger ud over minimumskravene i ÅRL og i flere tilfælde anvender anbefalingerne fra Ejendomsforeningen Danmark omkring "Best Practice for investeringsejendomme".

Det er på baggrund heraf, vurderet at regnskabsbrugernes behov er opfyldt, således der kan træffes hensigtsmæssige økonomiske beslutninger på baggrund af årsrapporten. Ved opfyldelse af regnskabsbrugernes behov kan vi konkludere, at ATP's årsrapport, hvad angår ejendommene, giver et retvisende billede. De afgivne oplysninger i årsrapporten giver regnskabsbrugerne mulighed for at forholde sig til de anvendte afkastsatser og foretage benchmarking til ejendomsbranchen for tilsvarende ejendom.

9.4. Benchmarking

Formålet med dette afsnit er at foretage benchmarking af de informationer der er oplyst i de gennemgåede årsrapporter der ligger til grund for værdiansættelsen af ejendomsporteføljerne.

Til brug herfor har vi benyttet tilgængelige markedsrapporter udarbejdet af Colliers, der er et redskab, der på delområder og ejendomstyper angiver et interval for forventet afkastkrav og markedsleje. De angivne niveauer er baseret på markedskendskab og er baseret på faktiske indgåede handler og indgåede lejekontrakter samt indgående dialoger med aktører i markedet. Benchmarking kan ikke anvendes ubetinget i forbindelse med værdiansættelsen, da der indgår en lang række særlige individuelle forhold for hver enkel ejendom, hvorfor afkastkravene kun er vejledende.

Vi har tidligere i afsnit 10 konkluderet at der er tale om et delvist inaktivt marked, hvilket medfører at det kan være svært at finde direkte sammenlignelige transaktioner.

M. Goldsmith Ejendomme A/S

Selskabet oplyser i deres årsrapport, at de primært køber nødlidende ejendomme beliggende centrale del af København. Selskabet oplyser i noterne om "Skøn og usikkerheder" hvilke afkastkravintervaller der benyttes efter ejendomstype. Denne information er den eneste i årsrapporten, der giver mulighed for benchmarking. Afkastprocenterne bør afspejle markedsforholdene på statusdagen 30. september 2011. Vores benchmarking tager derfor udgangspunkt i Colliers markedsrapport for 3. kvartal 2011.

I henhold til bilag 1 fremgår afkastkravene for de bedste beliggenheder for 3. kvartal 2011.

Ved benchmark af de oplyste afkastintervaller fra årsrapporten kan vi konkludere at de er svært sammenlignelige, da vi ikke har kendskab til det vægtede afkastkrav. Afkastkravene er, såfremt man ser på de laveste afkastkrav i intervallet, efter vores mening relativt lave. Dette skal især ses i lys af, at selskabet har en strategi om køb og investering i nødlidende ejendomme for herefter at optimere ejendommenes værdi. Denne type af investering er, alt andet lige, behæftet med større risici, hvilket vil resultere i et højere afkastkrav.

For effektivt at kunne foretage benchmarking, mangler vi oplysninger der kan give en bedre forståelse for de afkastintervaller der benyttes, herunder bl.a. en beskrivelse af ejendommenes individuelle forhold.

ATP Ejendomme A/S

Selskabet oplyser i deres årsrapport, at de primært erhverver kontor og detailhandelsejendomme i det centrale København på gode beliggenheder og med lav risikoprofil. Selskabet oplyser i noterne omkring det vægtede afkastkrav, der for kontorejendomme er 5,3 % og for retalejendomme 5,4 %. Afkastprocenterne

bør afspejle markedsforholdene på statusdagen 31. december 2012, hvorfor vores benchmarking tager udgangspunkt i Colliers markedsrapport for 4. kvartal 2012.

I henhold til bilag 2 fremgår afkastkravene for 4. kvartal 2012. Da det er oplyst i årsrapporten at der er tale om lav-risiko ejendomme på gode beliggenheder har vi anvendt "Standard" afkastkrav for "København City" jf. Colliers markedsrapport til benchmarking. Ved "Standard" forstås en god beliggende og god stand for ejendommen, hvor genudlejningsmulighederne er udmærket og afspejler de generelle markedsforhold.⁹⁴

Ved benchmark af de, i årsrapporten, oplyste afkastkrav kan vi konkludere at selskabets vægtede afkastkrav for kontorejendomme og retaleiejendomme ligger relativt tæt på, de i Colliers markedsrapport anførte afkastkrav for "Standard i København City".

9.4.1. Faktiske transaktioner

Vi har i forbindelse med udarbejdelsen af nærværende opgave, foretaget analyse af de faktiske transaktioner i markedet ved beregning af kvadratmeterpriser. De største ejendomstransaktioner på det danske marked i 2012 fremgår af bilag 4. Ved analysen har vi konstateret at selv ejendomme med identiske beliggenheder handlet inden for en kort periode kan variere i meget salgspris. Derfor kan vi konkludere, at enkeltstående transaktioner i markedet ikke nødvendigvis giver mulighed for direkte benchmarking. Forudsætningerne for at kunne foretage benchmarking er, at der skal foreligge en betydelig mængde information, herunder beskrivelse af ejendommen stand, lejekontrakter mv., da netop disse individuelle forhold har væsentlig betydning for ejendommens værdi.

9.5. Delkonklusion

Formålet med afsnittet var at besvare nedenstående arbejds spørgsmål:

- 6. Hvordan opfylder danske selskaber regnskabsbrugernes informationsbehov i henhold til generalklausulen i udvalgte årsrapporter?*

Ud fra gennemgangen af de udvalgte årsrapporter kan vi konstatere at bestemmelserne i årsregnskabsloven er opfyldt. Vi har i afsnit 9 omkring præsentation og oplysninger konstateret, at bestemmelserne i ÅRL ikke nødvendigvis opfylder regnskabsbrugernes behov. Derfor har vi taget inspiration i IAS'erne ved vores gennemgang af de udvalgte årsrapporter.

⁹⁴ Colliers MarkedsPLUS 4. kvartal 2012 – afsnit om "Stand & Beliggenhed" side 1

Vi har ved vores gennemgang af årsrapporterne konstateret at der er stor forskel i den information der gives omkring ejendomme og de usikkerheder og foretagne skøn i forbindelse hermed.

M. Goldsmith Ejendomme opfylder kravene til årsregnskabsloven, men med inspiration i IAS'erne er det vurderet at yderligere oplysninger kunne være nyttigt for regnskabsbrugerne. Som nævnt i afsnit 11.3 er der ikke givet oplysning for individuelle forhold for fastsættelse af afkastkrav, hvilket har betydet at benchmarking er vanskeligt.

ATP Ejendomme opfylder ligeledes ÅRL og har afgivet oplysninger der overstiger kravene i IAS'erne, hvorfor vi betragter deres årsrapport for at være tilnærmelsesvis best practice for ejendomsselskaber. De oplysninger der er offentliggjort i årsrapporten giver mulighed for at foretage benchmarking set i forhold til ejendomsmarkedet, hvad angår afkastprocent.

Tendensen for ejendomsbranchen har for de seneste år været, at der i stigende grad gives flere oplysninger i årsrapporterne, hvilket har betydet øget transparens i ejendomsselskabernes årsrapporter. Udviklingen til trods, er der stadig en lang række årsrapporter, med et ikke ubetydeligt udviklingspotentiale, som fortsat ikke afgiver nødvendige oplysninger for at dække informationsbehovet. Vores analyse af ovenstående to årsrapporter afspejler tydeligt denne tendens.⁹⁵

⁹⁵ "Revisors holdning til transparens i ejendomsselskabers årsrapporter" - KP MG

10. Konklusion

De seneste års økonomiske krise har medført en usikkerhed på ejendomsmarkedet og tendensen har været faldende ejendomsværdier, som skal afspejles i regnskaberne. Usikkerheden på ejendomsmarkedet har medført et øget informationsbehov hos regnskabsbrugerne for at sikre at regnskabet giver den bedste beslutningsnytte.

Vores konklusion tager derfor udgangspunkt i at besvare vores hovedproblem jf. problemformuleringen i afsnit 2.1.1:

- Hvordan sikrer danske selskaber at indregning og måling af investeringsejendomme giver et retvisende billede i det eksterne regnskab og i hvilket omfang gives oplysninger, der opfylder regnskabsbrugernes stigende informationsbehov således, at regnskabet giver bedst mulig beslutningsnytte?

Vores hovedkonklusion er en sammenfatning af opgavens enkelte afsnit med dertilhørende arbejdsspørgsmål og delkonklusioner.

I afsnit 4 har vi konkluderet, at begrebsrammens niveau 1 og 2 danner målsætningen for virksomhedens regnskabsproduktion og uddyber generalklausulens "et retvisende billede". Regnskabsbrugerne kan opdeles i både primære og sekundære regnskabsbrugere, som har forskellige informationsbehov. De primære interessenter i investeringsejendomsselskaber vil typisk være investorer og långivere. For at skabe størst beslutningsnytte for brugerne af det eksterne regnskab således, bør de finansielle informationer først og fremmest have relevans og troværdig repræsentation. Jo bedre kombination af relevans og troværdig repræsentation desto større nytteværdi vil de finansielle informationer have for regnskabsbrugerne.

Begrebsrammen niveau 3 omfatter definition af elementer, herunder klassifikation. Årsregnskabsloven indeholder ingen direkte definition af de forskellige ejendoms typer, hvorfor denne findes i fortolkningsbidragene til Årsregnskabsloven. Klassifikation af selskabets ejendomme har en væsentlig indflydelse på indregning og måling. I særlige situationer kan det være vanskeligt at afgøre, hvilken type ejendom der er tale om og som følge heraf risiko for fejlklassifikation. I sådanne situationer, vil det være nyttigt hvis regnskabsbrugerne oplyses omkring de vanskeligheder, der har været ved klassifikationen for at skabe gennemsigtighed og høj beslutningsnytte.

Årsregnskabsloven muliggør indregning til henholdsvis kostpris og dagsværdi. Ved indregning til dagsværdi, er der forskellige metoder til opgørelse heraf. Den bedste dokumentation for dagsværdien er aktuelle priser på et aktivt marked for nøjagtigt tilsvarende ejendomme. Det er dog vanskeligt at finde denne dokumentation, hvorfor der i praksis oftest anvendes anerkendte dagsværdimodeller til opgørelse af

værdien. Ved anvendelse af disse dagsværdimodeller vil der indgå subjektive forudsætninger og skøn for fastsættelse af dagsværdien på ejendommen. For at regnskabet får højst muligt nytteværdi for regnskabsbrugerne skal disse skøn omtales i regnskabet, således regnskabsbrugerne kan foretage hensigtsmæssige økonomiske beslutninger på baggrund af årsrapporten.

Afsnit 7 omhandler klassifikation og præsentation jf. begrebsrammens niveau 5. Årsregnskabsloven stiller en række minimumskrav for hvordan den finansielle rapportering skal udformes. De minimumskrav Årsregnskabsloven stiller til klassifikation og præsentation, opfylder ikke nødvendigvis regnskabsbrugernes behov i forhold til det vi tidligere har konkluderet i opgaven. Dermed kan det diskuteres hvorvidt begrebsrammen niveau 1 og 2 opfyldes og dermed det retvisende billede. Det er derfor vores mening, at der med fordel kan søges inspiration i IAS'erne og "Best Practice" for ejendomsselskaber for at øge gennemsigtigheden og opfylde regnskabsbrugernes informationsbehov.

Ejendomsmarkedet har de seneste år været præget af generel afmatning hvilket har medført stigende usikkerheder på markedet. Vi har i afsnit 8 konkluderet, at der er tale om et delvist inaktivt marked på baggrund af de seneste års udvikling. I et inaktivt marked vanskeliggøres værdiansættelse, da det ikke i samme omfang er muligt at anvende handelspriser som referencepunkt. I stedet anvendes anerkendte dagsværdimodeller, hvori der indgår en stor mængde af subjektive skøn og ikke-observerbare data, som er behæftet med store usikkerheder. Graden af usikkerhed har medført at informationsbehovet stiger og der bør derfor stilles oplysninger til rådighed i årsrapporten, så regnskabsbrugerne opnår størst mulig nytteværdi og har et fornuftigt vurderingsgrundlag. Udviklingen på ejendomsmarkedet kombineret med paradigmeskiftet har medført, at der er opstået debat om, der opnås størst beslutningsnytte ved henholdsvis kostpris- eller dagsværdiregnskaber. Det er vores vurdering, at på trods af tilstedeværelsen af et inaktivt marked, vil det være mest retvisende at måle investeringsejendomme til dagsværdi. Dette målegrundlag vil have den største relevans for regnskabsbrugerne og informationerne vil give størst mulig beslutningsnytte. Forudsætningen herfor er vel at mærke, at virksomheden oplyser om usikkerheder ved indregning og måling og giver begrundelse for de ikke-observerbare data. Ved at øge mængden af oplysninger omkring indregning og måling sikres pålideligheden gennem en troværdig repræsentation og regnskabsbrugerne har bedre mulighed for at vurdere informationerne og træffe ressourceallokerings beslutninger ud fra egne konklusioner.

Vores case studie har vist at selskaberne overholder bestemmelserne i årsregnskabsloven om end det ikke tilsikrer at regnskabsbrugernes informationsbehov er opfyldt i takt med de stigende usikkerheder der er på ejendomsmarkedet. Det er vores opfattelse at der med inspiration i IAS'erne bør gives væsentlig flere informationer i årsrapporterne. Vi har ved gennemgangen af årsrapporterne konstateret, at der i høj grad

afgives en række nyttige oplysninger, som kan danne grundlag for prognose og benchmarking. Det er dog helt centralt at informationerne skal være troværdige, relevante og sammenlignelige. Vi har igennem hele opgaven argumenteret for, at selskaberne skal give flere informationer omkring de ikke-observerbare data i forbindelse med værdiansættelsen. Det er vigtigt at understrege, at de finansielle informationer skal overholde de kvalitative krav jf. begrebsrammen, så det retvisende billede sikres. Informationer der ikke er troværdige, relevante og sammenlignelige giver ingen værdi for regnskabsbrugerne og overholder derfor ikke det retvisende billede.

Afslutningsvis kan vi konkludere, at dagsværdi er det mest retvisende ved indregning af investeringsejendomme. Ved indregning til dagsværdi sikrer de danske selskaber korrekt måling ved brug af anerkendte dagsværdimodeller. Tendensen for ejendomsbranchen har for de seneste år været, at der i højere grad gives flere oplysninger i årsrapporterne, hvilket har betydet øget transparens i ejendomsselskabernes årsrapporter. Udviklingen til trods, er der stadig en lang række årsrapporter, med et ikke ubetydeligt udviklingspotentiale, som fortsat ikke afgiver nødvendige oplysninger for at dække informationsbehovet og dermed giver beslutningsnytte.

11. Perspektivering

Tendensen har de seneste år været, at de større byområder har oplevet en betydelig befolkningstilgang. Denne udvikling har været forstærket af den økonomiske krise. Under den økonomiske krise har beskæftigelsesfrekvensen været faldende, hvor faldet i yderområderne har ligget over landsgennemsnittet, mens det for byområderne har været lavere. Generelt står yderområderne overfor flere store udfordringer, herunder befolkningstilbagegang grundet den økonomiske situation der belaster mange husholdninger, virksomheder og det offentlige økonomi.⁹⁶ Nogle områder er som konsekvens heraf blevet mere attraktive end andre og der er således sket en opdeling af ejendomsmarkedet i primære og sekundære beliggenheder.

Opdelingen i markedet, har betydet at ejendomsmarkedet i højere grad er påvirket af usikkerheder, ikke blot konjunkturmæssige usikkerheder, men også usikkerheder der knytter sig til individuelle forhold for hver enkelt ejendom. Usikkerhederne er i høj grad knyttet til ejendomme i yderområderne, hvor der i et givent omfang er tale om et inaktivt marked. Således er ejendomme af sekundær karakter behæftet med større usikkerheder end primære ejendomme i attraktive områder.

Historisk set er der tale om et volatilt marked og vi vurderer at ovenstående tendenser for ejendomsmarkedet vil fortsætte i de kommende år. I forbindelse med værdiansættelse af ejendomme i et volatilt marked vil der altid være væsentlige usikkerhed, hvorfor vi vurderer, informationsbehovet ikke vil være aftagende.

Årsregnskabsloven stiller en række minimumskrav til de oplysninger der skal afgives i forbindelse med regnskabsaflæggelsen. Årsregnskabsloven er en rammelov og indeholder derfor ikke deciderede formkrav ligesom det ikke er specificeret hvilke oplysninger der skal gives i årsrapporten. Det er således op til den enkelte virksomhed at vurdere hvilke oplysninger de finder væsentlige og relevante, hvorfor der i nogle tilfælde kan opstå et informationsgap mellem på den ene side regnskabsudbydere og på den anden side regnskabsbrugere, der skal kunne træffe ressourceallokeringsbeslutninger på baggrund af den offentliggjorte årsrapport. Dette giver anledning til problemer, da det er vores opfattelse, at regnskabsudbydere ikke i alle tilfælde giver yderligere informationer end absolut nødvendig.

Erhvervsstyrelsen har i et styresignal tilkendegivet hvilke oplysninger der som minimum BØR oplyses om årsrapporterne ved indregning af investeringsejendomme til dagsværdi. Ekspertterne giver endvidere nogle yderligere anbefalinger til relevante oplysninger der kan afgives pr. ejendom eller pr. kategori af ejendomme, for at skabe øget transparens i ejendomsselskaber årsrapporter.

⁹⁶ Regional- og landdistriktpolitisk redegørelse 2013 – Regeringens redegørelse til Folketinget

Ved overholdelse af minimumskraverne i Årsregnskabsloven, mener vi ikke at virksomhedernes årsrapporter nødvendigvis tilgodeser regnskabsbrugerens behov og dermed opfylder de ikke kravene om et retvisende billede. Problemstillingen ligger i, at virksomhederne selv kan afgøre hvorvidt der er tale om væsentlige usikkerheder og skøn som der BØR gives oplysninger om. Da Årsregnskabsloven ikke stiller konkrete oplysningskrav, kan det i visse tilfælde medføre at regnskabsbrugernes informationsbehov ikke i opfyldes i en sådan grad, at der kan foretages hensigtsmæssige økonomiske beslutninger på baggrund af årsrapporten – i sådanne tilfælde er generalklausulen "det retvisende billede" ikke overholdt. Vi mener derfor, at der mangler en fælles referenceramme for de krav som SKAL afgives i forbindelse med indregning af ejendomme til dagsværdi. Dette er med henblik på at tilgodese regnskabsbrugernes behov for dermed at sikre øget transparens i ejendomsselskabers årsrapporter og sikre at årsrapporten giver et retvisende billede.

12. Litteraturliste

Bøger:

- "Indsigt i årsregnskabsloven" – KPMG 7. udgave 2012/13
- "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" – Ole Sørensen 3. udgave, udgivet 2009
- "Valg der skaber viden – om samfundsvidenskabelige metode" – Søren Voxted, udgivet 2010
- "Finansiell Rapportering – teori og regulering" – Jens O. Elling 2. udgave

Love, vejledninger og standarder:

- IAS
- Regnskabsvejledninger
- Årsregnskabsloven

Hjemmesider:

- www.statistikbanken.dk
- www.estatemedias.dk
- www.colliers.dk
- www.sadolin-albaek.dk
- www.karnovgroup.dk

Publikationer:

- "Best practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskabet" – Ejendomsforeningen Danmark, udgivet 2009
- "Notat om nedskrivning af anlægsaktiver Årsregnskabsloven" – Deloitte
- "Investeringsejendomme" – KPMG, udgivet 2006
- "Notat om måling af ejendomme" - Erhvervsstyrelsen, udgivet 2009
- "Værdiansættelse af fast ejendom, en introduktion til DCF-modellen" - Ejendomsforeningen Danmark, udgivet 2006

Indregning og måling af investeringsejendomme

- "Værdiansættelse af investeringsejendomme – anbefalinger til DCF-modellen" - Ejendomsforeningen Danmark, udgivet 2010
- "Værdiansættelse af investeringsejendomme, definition af forrentningskrav" - Ejendomsforeningen Danmark, udgivet 2013
- "Historisk kostpris versus dagsværdi – belyst ved investorer og analytikeres holdninger" – CBS Institut for regnskab og revision, Handelshøjskolen i København, udgivet 2009
- "Revisors holdning til transparens i ejendomsselskabers årsrapporter" – KPMG april 2013

Newsletters:

- Estate Magasin, nr. 9 2012
- Sadolin Albæk, Newsletters 2007-2013

Årsrapporter:

- | | |
|---|----------------------|
| • Offentliggjorte årsrapporter for ATP Ejendomme A/S | CVR.nr.: 17 26 16 49 |
| • Offentliggjorte årsrapporter for M. Goldsmith Ejendomme A/S | CVR.nr.: 29 19 40 09 |

13. Bilagsoversigt

- Bilag 1 – Afkastkrav 3. kvartal 2011
- Bilag 2 – Afkastkrav 4. kvartal 2012
- Bilag 3 – Beslutningstræ for nedskrivning
- Bilag 4 – Ejendomstransaktioner i 2012

Bilag 1

**AFKASTKRAV FOR DE BEDSTE BELIGGENHEDER
3. KVARTAL 2011**

Kilde: Colliers MarkedsPULS

	Kontor	Retail	Industri og logistik	Nyere bolig- udlejnings- ejendomme
København	5,00 %	4,50 %	7,50 %	5,00 %
Århus	5,50 %	4,50 %	7,25 %	4,75 %
Odense	6,00 %	4,75 %	7,75 %	5,00 %
Aalborg	6,00 %	5,25 %	7,50 %	6,00 %
Δ-området (Vejle)	6,00 %	5,00 %	7,50 %	5,75 %
Esbjerg	6,00 %	5,00 %	7,75 %	5,75 %

Bilag 2

Afkastkrav Colliers 4. kvartal 2012 til brug for afsnit 11. gennemgangen af årsrapporter til sammenligning for ATP.

Sjælland

KONTOREJENDOMME

	MARKEDSLEJE*			AFKASTKRAV		
	Bedste	Standard	Under middel	Bedste	Standard	Under middel
København City	1.600	1.300	1.000	5,00 %	5,25 %	5,50 %
Brokvarter og Frederiksberg	1.250	1.050	900	5,25 %	5,50 %	5,75 %
Havnefront	1.700	1.300	1.100	5,00 %	5,25 %	5,50 %
Ørestaden	1.300	1.100	800	5,25 %	5,50 %	5,50 %
Øvrige København**	1.000	900	700	5,75 %	6,00 %	6,25 %
Forstæder Nord	1.350	1.000	900	5,50 %	5,75 %	6,00 %
Forstæder Syd/Vest	950	800	650	6,00 %	6,25 %	6,75 %

* kr. pr. m² pr. år ekskl. drift

** Øvrige København består af Vanløse, Valby, Brønshøj, Nord Vest, Amager mv.

Sjælland

RETAILJEJENDOMME

	MARKEDSLEJE*			AFKASTKRAV		
	Bedste	Standard	Under middel	Bedste	Standard	Under middel
København City	22.000	10.000	2.750	4,50 %	5,00 %	5,50 %
Brokvarter og Frederiksberg	3.300	1.600	900	5,00 %	5,50 %	6,00 %
Havnefront						
Ørestaden						
Øvrige København**	2.100	1.100	800	6,00 %	6,50 %	7,00 %
Forstæder Nord	3.400	1.500	1.000	5,25 %	5,75 %	6,25 %
Forstæder Syd/Vest	2.000	1.100	900	6,00 %	6,50 %	7,00 %

DAGLIGVAREBUTIKKER

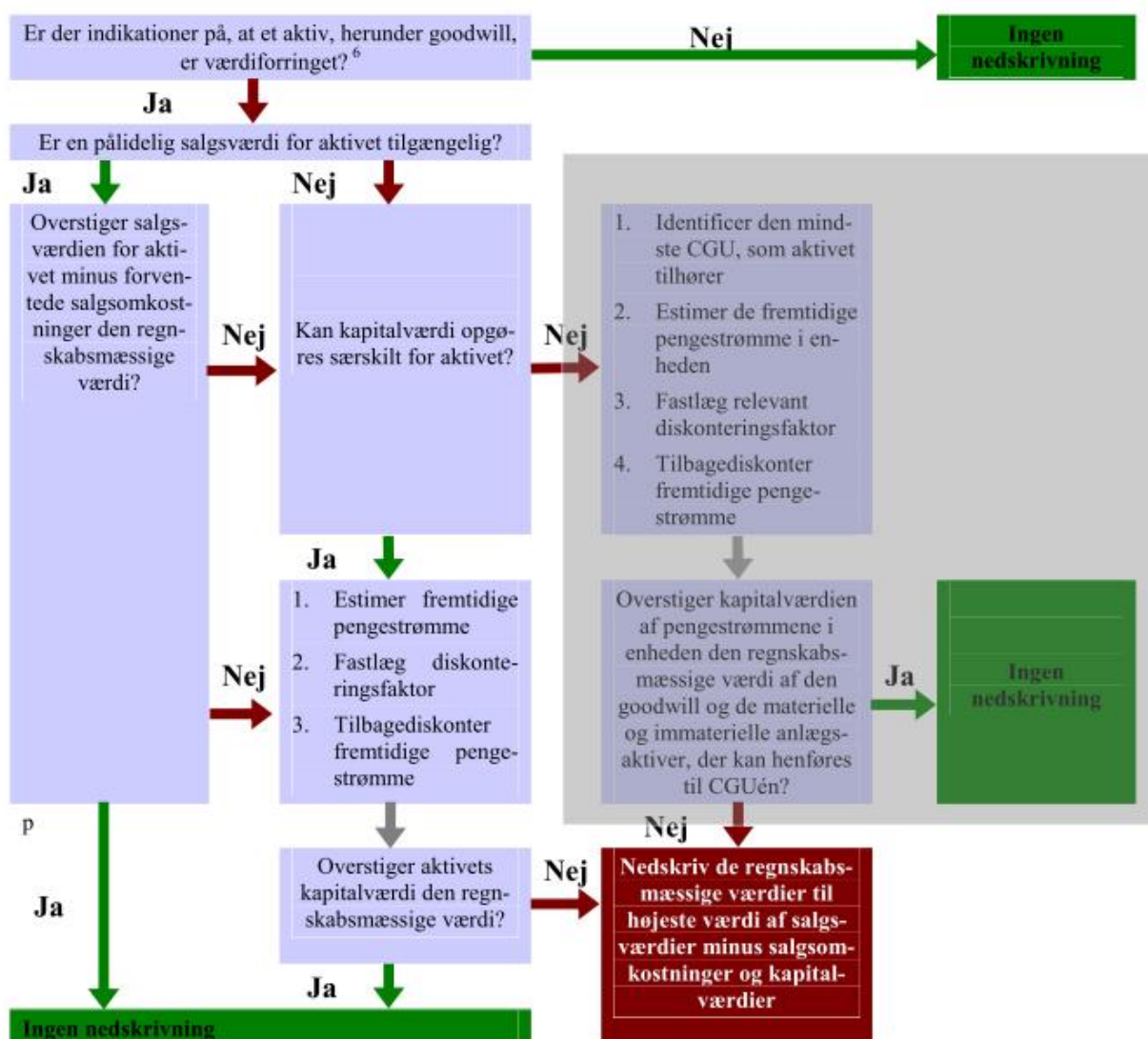
AFKASTKRAV
Bedste
5,75 %
6,00 %
6,00 %
7,00 %
7,00 %
6,50 %
7,00 %

* kr. pr. m² pr. år ekskl. drift

** Øvrige København består af Vanløse, Valby, Brønshøj, Nord Vest, Amager mv.

Bilag 3

Bilag A – Beslutningstræ: Skal der foretages nedskrivning?



Figur 12 - Kilde: Notat om nedskrivning af anlægsaktiver fra Deloitte – Bilag A

Vi har vurderet, at kapitalværdien altid kan opgøres særskilt for hver enkelt investeringsejendom, hvorfor vi har set bort fra (grå-markering) CGU'er (Cash Generating Units).

Bilag 4

Transaktioner i det danske marked 2012										
Nr.	Kvartal	Segment	Portefølle (P) eller enkelt ejendom (E)	Submarked	Adresse	Antal kvm.	Pris i millioner kr.	Investor	Nationalitet	Investortype
1	Q2	Blandet anv.	E	Frederiksberg	Carlsberg byen	500.000	2.500	PenSam, Topdanmark, Carlsberg, Realdania, PFA pension,	DK	Institutionel investor
2	Q3	Blandet anv.	P	Diverse	Essex Portfolio (29 ejendomme)	120.523	1.291	TG Partners III A/S	DK	Fond
3	Q1	Bolig	P	Østerbro	Østerfælled	43.500	1.100	Balder Ejendomme A/S	S	Ejendomselskab
4	Q2	Projekt	E	København S	Margretheholm	45.000	1.100	PKA og Topdanmark	DK	Institutionel investor
5	Q2	Kontor	E	København S	Weidekampsgade 8	20.000	515	PFA	DK	Institutionel investor
6	Q1	Blandet anv.	P	Diverse	Norden portfolio (7 ejendomme)	16.552	454	Jeddan A/S	DK	Ejendomselskab
7	Q3	Hotel	E	Aarhus C	Østergade 10	17.500	415	KLP Ejendomme	DK	Institutionel investor
8	Q3	Kontor	E	København Ø	-	14.000	390	ATP, PFA, Pension and PensionDanmark	DK	Institutionel investor
9	Q2	Kontor	P	København K	Gøttersgade 3-5, m.fl.	10.664	349	Jeddan	DK	Ejendomselskab
10	Q1	Bolig	P	Valby	Gl. Køge Landevej 30	n/a	300	Bromberparken bygning A A/S	DK	Privat investor
11	Q3	Kontor	P	Valby	Carl Jacobsens Vej	20.000	290	PensionDanmark	DK	Institutionel investor
12	Q3	Kontor	E	København K	Søvgade 40	25.000	280	Norden	DK	Fond
13	Q3	Blandet anv.	E	København K	Købmagergade 17-19	5.363	270	Meyer Bergman	GBR	Fond
14	Q2	Bolig	E	Søborg	Gyngemose Parkvej	9.141	223	Patrizia	D	Institutionel investor
15	Q1	Bolig	P	Frederiksberg	Danæs Plads og Vodroffsvej 37-41	11.700	200	CC Properties I ApS - S&VO (Resolution Property)	GBR	Fond
16	Q2	Butik	E	Albertslund	Stationstovet 23	8.307	181	Citycon oy	SF	Ejendomselskab
17	Q1	Bolig	E	Valby	Ebbe Rodes Allé 7 m.fl.	9.055	174	Bromberparken bygning A A/S	DK	Privat investor
18	Q3	Butik	P	København K	Østergade 33-35	1.973	171	Cubic Property Fund Limited	Channel Islands	Fond
19	Q2	Bolig	E	Aarhus N	Olof Palmes Allé 27-33	8.000	160	PKA Ejendomme I/S	DK	Institutionel investor
20	Q1	Bolig	E	Ørestad	Robert Jacobsens vej 89	6.830	150	Balder Fastlæghet AB	S	Ejendomselskab
21	Q1	Bolig	E	Valby	Gl. Køge Landevej 32 m.fl.	7.546	141	Bromberparken bygning B A/S	DK	Privat investor
22	Q1	Butik	E	København K	Købmagergade 24	1.458	140	Cubic Property Fund	Channel Islands	Fond
23	Q3	Butik	P	København K	Købmagergade 22	3.782	130	Cubic Property Fund Limited	Channel Islands	Fond
24	Q2	Butik	E	København K	Amagertorv 2	781	127	Cubic Property Fund Limited	Channel Islands	Fond
25	Q3	Bolig	E	Aarhus C	Strandparken 4	8.217	115	AP Pension	DK	Institutionel investor
Kilde: RED Power Advisors										

Kilde: RED Property Advisors