

Copenhagen Business School, år 2011

Cand.merc.aud.-studiet - institut for revision & regnskabsvæsen

--- KANDIDATAFHANDLING ---



REGNSKABSMÆSSIG BEHANDLING AF INVESTERINGSEJENDOMME

ER DER SAMMENHÆNG MELLEM BØRSNOTEREDE EJENDOMSSKABERS
REGNSKABSMÆSSIGE INDRE VÆRDI OG MARKEDSVÆRDIEN AF SELSKABET

Dato for aflevering af opgaven d. 2. august 2011

Vejleder: Jeppe Schønfeld

Forfatter: Henrik Kofod Dich

Censor: _____

Underskrift:

Antal anslag: 179.054 (antal normalsider 78,7) CPR:

1 INDHOLDSFORTEGNELSE

Executive summary.....	6
2 Indledning	8
3 Problemformulering	10
3.1 Problemafgrænsning.....	12
3.2 Formålet med afhandlingen	12
3.3 Forventede brugere af afhandlingen.....	13
3.4 Metode	13
3.4.1 Valg af metode i den teoretiske afdeling.....	13
3.4.2 Valg af metode i den empiriske afdeling.....	14
3.4.3 Metode til analysen af udvalgte ejendomsselskaber	14
3.5 Kildekritik.....	15
3.5.1 Om ejendomsforeningen Danmark.....	16
3.6 Struktur i opgaven.....	17
4 Eksternt regnskab	18
4.1 Formålet med det eksterne regnskab	18
4.2 Principper for den overordnede regnskabsmæssige måling.....	19
4.2.1 Det Præstationsorienterede regnskabsparadigme.....	19
4.2.2 Det Formueorienterede regnskabsparadigme.....	19
4.2.3 Sammenfatning af de to regnskabsparadigmer	20
4.3 Begrebsrammens foretrukne regnskabsparadigme.....	21
4.3.1 Omtale af ny standard og måling af dagsværdi, IFRS 13.....	22
4.4 Regnskabsmæssig regulering af investeringsejendomme i Danmark.....	22
4.4.1 Om implementering af IFRS i national kontekst.....	23
4.5 Om begrebsrammerne og fortolkningsbidragene hertil.....	24
5 Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme.....	26
5.1 Klassifikation af investeringsejendomme	27
5.2 1. indregning af investeringsejendomme.....	29
5.2.1 Måling ved 1. indregning i årsregnskabet.....	30
5.3 Definition af hovedaktivitet eller ej	31
5.3.1 Særligt vedr. hovedaktivitet i koncernregnskaber	32
5.4 Afskrivning	33
5.5 Opskrivning	33
5.5.1 Opskrivning efter ÅRL	33
5.5.2 Forskelle i anvendelse af omvurderingsmodellen i hhv. ÅRL og IFRS	34
5.6 Nedskrivning	34
5.7 Forbedringer af investeringsejendomme	35

5.8	Regnskabsmæssig behandling af gæld vedr. investeringsejendomme.....	36
5.8.1	1. indregning	37
5.8.2	ÅRL vedr. gæld tilknyttet investeringsejendomme.....	38
5.8.3	IFRS vedrørende gæld tilknyttet investeringsejendomme.....	39
6	Værdiansættelse af Investeringsejendomme	40
6.1	Definition af dagsværdi for investeringsejendomme	40
6.2	Metoder til måling af dagsværdi for investeringsejendomme	41
6.2.1	Aktivt marked med sammenlignelige handler	42
6.2.2	Mindre aktivt marked med sammenlignelige handler	42
6.3	Generelt om transparens på ejendomsmarkedet.....	42
6.4	Modelbaseret værdiansættelse.....	44
6.4.1	Værdiansættelse efter normalindtjeningsmodellen.....	45
6.4.2	Værdiansættelse efter DCF metoden	47
6.4.3	Definition af en investeringsejendoms frie pengestrømme	47
6.4.4	Budgetperioden og Terminalåret	48
6.4.5	Overvejelser omkring diskonteringen.....	49
6.5	Sikring af troværdighed overfor regnskabsbrugeren.....	53
6.5.1	Præsentation vedr. investeringsejendomme	54
6.5.2	investeringsejendomme under aktiver i balancen, ifølge ÅRL	55
6.5.3	investeringsejendomme under aktiver i balancen, ifølge IFRS	56
6.5.4	Anvendt regnskabspraksis.....	56
6.6	Yderligere anbefalinger fra ejendomsforeningen Danmark	57
7	Analyse af P/BV på udvalgte ejendomsselskaber	59
7.1	Beskrivelse af Jeudan.....	59
7.1.1	Analyse af Jeudans transparens.....	60
7.1.2	Analyse af Jeudans P/BV	62
7.2	Tower Group A/S	63
7.2.1	Analyse af Tower Groups transparens.....	64
7.2.2	Analyse af Tower Groups P/BV	66
7.3	Victoria Properties	67
7.3.1	Analyse af Victoria Properties transparens.....	68
7.3.2	Analyse af Victoria Properties P/BV	69
7.4	Scandinavian Properties A/S	69
7.4.1	Analyse af Scandinavian Properties transparens.....	71
7.4.2	Analyse af Scandinavian Property's P/BV	71
7.5	Castellum AB	71
7.5.1	Analyse af Castellums transparens	72
7.5.2	Analyse af Castellums P/BV	75

7.6	Sammenholdelse af population.....	77
7.6.1	Scandinavian Properties	77
7.6.2	Tower Group	77
7.6.3	Victoria Properties.....	77
7.6.4	Jeudan.....	78
7.6.5	Castellum	78
7.7	Delkonklusion på analysedelen.....	79
8	Hovedkonklusion	80
9	Perspektivering	83
10	Litteraturliste	84

1.1 EXECUTIVE SUMMARY

Investment-properties are used as investment-assets equally to bonds and shares. But compared to bonds and shares, the transactioncost following the purchase of a property are high, and along with the ownership follows a responsibility –therefore investment-properties are primarily purchased on a long-term investment basis.

Companies holding investment-properties are due to the long-term perspective, in need of a specific accounting standard in order to give the shareholders a fair view of the value of their shares, during the temporary ownership of a share in an investment-company, and making the investors able to sell the shares at a valid price.

The Danish market for investment-properties, has due to the influence of the financial crisis suffered from a lack of transactions in the market followed by an uncertainty to the actual value of investment-properties.

The purpose of this examination is to conclude if Danish investment-property companies currently include all relevant information regarding the fair value of the portfolio of properties, and whether the fair-value measurement are accepted by the market, giving a theoretical price/book value of 1.

The starting-point of this paper is a definition of the fair-value of an investment-property due the IAS 40 standard, and the IFRS framework. Upon that I will operationalize the practical use of the mathematical capitalized valuation-methods, primarily the use of the DCF-method.

Christian Laux & Christian Leuz (2009), states in their article “the crisis of fair value ”, that presentation and disclosure are absolute necessities when using fair-value as principle of valuation. The given disclosure must be enlightened with relevance and reliability in mind.

Francis (2005) concludes in a study, that higher transparency and higher reliable financial reporting, correlate with lower cost of capital and easier access to capital. With this in mind, and the Laux and Leuz conclusion, the fair-value measuring equals high demands on quality in disclosure and financial reports –and the benefit for the investment-companies is a direct economic incentive due the lower cost of capital, and easier access to capital.

Both of the above mentioned incentives are relevant for property-companies, since the activity in these companies relies on a descent investment upon the primary activity commences. Since the activity is highly capital-intensive, the companies are committed to pay interest (cost of debt) and a yield for the investors (cost of equity). The yield of the daily operations is fairly low and highly sensitive of idle tenants, and the risk of other issues related to the ownership of

properties. This means, that fair and reliable information regarding the portfolio is a must in order to attract further investment.

I have chosen to evaluate the property-related information in a total population of 5 companies. Due to that, it is concluded, that the company with the highest level of information, are the company traded with the highest P/BV.

But I also identify other variables that explain the P/BV ratio. For example were 2 of the companies in the population met by tough demands from the banks, which affected the P/BV in a way that ruined the scope of this thesis.

2 INDLEDNING

Tal fra Nationalbanken, OECD & DI viser, at Danmark er det land i Vesteuropa, der bortset fra Irland og Grækenland tiltrækker sig færrest investeringer fra udlandet¹. I PWC's publikation, *Emerging trends in Real Estate, Europe for 2010*, placeres ejendomsinvestering i både ny- og eksisterende byggeri i København, på hhv. en 20. og en 22. plads ud af 27 mulige².

Med disse udsigter, ser det i et globaliseret perspektiv ikke alt for godt ud for det danske marked for investeringsejendomme. MEN - Danmark er også det land i verden der scorer højest på listen for lav korruption³, og Danmark har siden 1985 haft en stabil lav inflation⁴. Risikotillægget for investeringer i danske ejendomme bør derfor kunne reduceres i forhold til sammenlignelige markeder i det øvrige udland, og dermed gøre langsigtete ejendomsinvestering i Danmark interessant for udenlandske investorer. Det skal da også bemærkes, at udenlandske investorers beholdning af danske realkreditobligationer de sidste år har været støt stigende og udgjorde kr. 374 mia i januar 2011⁵. Så alt i alt må det øvrige udland alligevel finde det danske ejendomsmarked som værende en sikker havn for langsigtet investering i ejendomme.

Da investering i ejendomme er kapitalkrævende, og der hører til ejerskabet af en investeringsejendom medfølger et ansvar, et administrativt arbejde og nogle høje transaktionsomkostninger, er ejendomsinvestering ikke en opgave alle og enhver kan løfte. Der er derfor grundlag for, at ejendomsselskaber specialiserer sig i at købe og drive investeringsejendomme på vegne af deres aktionærer/investorer.

I en ejendoms eksistensperiode udsættes ejendommen for både en værdiændring på mikro- og makroniveau, og betragtes ejendomme i et stock/flow perspektiv, vil en statisk målt ejendom i et ejendomsselskab, opleve et stort udsving i handelsprisen såfremt der eksempelvis er 20 år mellem køb og salg. For et ejendomsselskabs aktionærer, der midt i den 20 årige periode ønsker at sælge aktierne, vil der derfor være en væsentlig usikkerhed forbundet med værdiansættelsen af den enkelte aktie, med mindre de underliggende aktiver i ejendomsselskabet reguleres til markedsværdien (dagsværdien), og dermed lader markedsværdien af ejendommene afspejle sig i egenkapitalen, herunder indre værdi.

Christian Laux & Christian Leuz (2009), konkluderer i deres studie 'the crisis of fair value', at det er væsentligt at supplere den målte dagsværdi med en masse pålidelig og relevant regnskabsinformation for, at give investor et retvisende og støjfrit beslutningsgrundlag. I den

¹ Kilde: <http://www.business.dk/finans/udenlandske-investeringer-paa-katastrofekurs>

² Kilde: PWC, *Emerging Trends in Real Estate, Europe*

³ Kilde: http://www.transparency.org/policy_research/surveys_indices/cpi/2010/results

⁴ Kilde: http://www.dst.dk/Statistik/noglestal/seneste/Indkomst/Priser/FPI_inflation.aspx

⁵ Kilde: <http://www.nationalbanken.dk/DNDK/statistik.nsf/side/VPS20110224Nyt!OpenDocument>

forbindelse konkluderer Francis (2005) i et studie af konsekvenserne af regnskabsoplysninger, at jo højere transparens og jo flere relevante og pålidelige informationer der medtages i årsrapporten, jo lavere cost of capital oplever selskaberne – og jo nemmere adgang får selskaberne til yderligere finansiering.

Så formålet med denne afhandling er, at undersøge om åbenheden (transparens) i ejendomsselskabers årsrapport lader sig afspejle på kursværdien på aktiemarkedet. Såfremt dette påvises, giver det ejendomsselskaberne et incitament til at øge transparensen og pålideligheden i deres rapportering. Samtidig vil jeg kunne påvise, om aktiemarkedet ved høj grad af transparens, accepterer ejendomsselskabernes opgørelse af dagsværdi af de indregnede investeringsejendomme, og dermed handler aktierne til en kurs/indre værdi på minimum 1.

Jeg har derfor søgt efter eksterne kilder, der dokumenterer graden af transparens på de globale ejendomsmarkeder. I den forbindelse stødte jeg på det globale transparensindeks vedr. ejendomme, Jones Lang LaSalle indekset, hvor Danmark for nyligt har avanceret til en 12. plads⁶. Med det udgangspunkt er transparensen på selve ejendomsmarkedet i bedring, det danske ejendomsmarked er fortsat lukket i forhold til eksempelvis det engelske- og svenske ejendomsmarked.

Afslutningsvis vil jeg tage udgangspunkt i en population på 5 børsnoterede ejendomsselskaber for, at identificere om disse selskabers regnskabsmæssige behandling afspejles i markedsværdien af selskabet. Herunder vil jeg undersøge om der udover transparens er andre forklarende variable, der påvirker kurs/indre værdi på et børsnoteret ejendomsselskab. Eksempelvis kan det nævnes, at selskabet med den højeste grad af regnskabsinformation, også er det selskaber der handles med den højeste kurs/indre værdi.

⁶ http://www.joneslanglasalle.com/Pages/GRETI_emeaData.aspx

3 PROBLEMFORMULERING

Med udgangspunkt i indledningen vil jeg først undersøge hvilken begrebsramme som danske ejendomsselskaber er underlagt fra lovgivers side, i relation til måling og præsentation af investeringsejendomme. Jeg vil efterfølgende undersøge hvad aktører i ejendomsbranchen selv anbefaler som værende den mest korrekte metode (best-practice), i relation til måling og præsentation af investeringsejendomme i børsnoterede ejendomsselskaber.

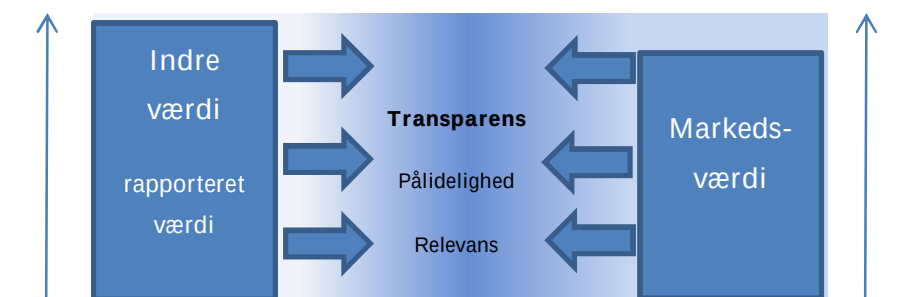
Dernæst vil jeg undersøge den faktiske præsentation og måling i nogle udvalgte børsnoterede ejendomsselskaber. Den faktiske præsentation og måling vil blive sammenholdt med den identificerede best-practice, og dette skal danne grundlag for en vurdering af, om et børsnoteret ejendomsselskabs regnskabsmæssige kvalitet (transparens) lader sig afspejle i aktiemarkedets værdiansættelse af selskabet i dagene efter offentliggørelsen af årsrapporten.

Hovedproblemet i denne afhandling kan herefter sammenfattes til:

Hvad er best-practice i relation til regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme? Og kan transparensen i eksterne årsrapporter måles på markedsværdien af et børsnoteret ejendomsselskabs aktier?

Afhandlingen tager udgangspunkt i investor som den primære modtager af informationer fra årsrapporten, og investors accept af det enkelte ejendomsselskabs regnskabsmæssige behandling af netop investeringsejendomme. Sammenhængen mellem investors opfattelse af det enkelte ejendomsselskabs transparens i årsrapporten forsøges påvist, ved en sammenholdelse af markedsværdien af selskabets aktie med den regnskabsmæssige værdi af selskabet. Målet for forholdet mellem markedsværdien af selskabet og selskabets regnskabsmæssige egenkapital kaldes kurs/indre værdi (herefter refereret som P/BV).

FIGUR 1 ILLUSTRATION AF GAP MELLEM INDRE VÆRDI & MARKEDSVÆRDI



Gappet mellem de to illustrerede værdisøjler kan dels stamme fra en regnskabspraksis der ikke i tilstrækkeligt omfang udviser markedsværdien af investeringsejendomme. Et andet aspekt kan være, at ejendomsselskabet påtænker en udvidelse af en aktivitet som medfører en øget værdi til selskabet, hvor forudsætningerne for indregning ikke er opfyldt ifølge begrebsrammen, men hvor markedet kapitaliserer den øgede vækst, og dermed handler aktien til en højere kurs end hvad egenkapitalen i selskabet afspejler.

Jeg har med udgangspunkt i hovedproblemet, derfor formuleret følgende underspørgsmål som samlet skal afdække min problemstilling.

Beskrivelse af regnskabsparadigme og begrebsramme på området for investeringsejendomme i Danmark

- Hvad er formålet med børsnoterede ejendomsselskabers aflæggelse af eksterne regnskaber?
- Beskrivelse af de overordnede principper for måling i begrebsrammen?
- Hvordan reguleres investeringsejendomme efter Årsregnskabsloven og IFRS?

Beskrivelse af de forskellige metoder til værdiansættelse af investeringsejendomme

- Hvordan defineres dagsværdien af investeringsejendomme?
- Hvilke metoder anbefales af ejendomsbranchen til værdiansættelse af investeringsejendomme?
- Hvilke forudsætninger lægges til grund ved modelbaseret værdiansættelse af investeringsejendomme, og hvordan sikres troværdig præsentation heraf?

Analyse af børsnoterede ejendomsselskabers transparens og sammenligning af selskabets regnskabsmæssige værdi og markedsværdien

- Hvordan præsenterer og måler udvalgte ejendomsselskaber værdien af deres ejendomsportefølje?
- Afspejles markedsværdierne i ejendomsselskabernes indre værdi, og er der visse forklarende variabler?

De tre underspørgsmål vil blive søgt besvaret i nogle overordnede afsnit. Målet med hovedkonklusionen er, at den samlet set skal afdække den overordnede problemstilling, og identificere best-practice for rapportering omkring værdiansættelse af investeringsejendomme i Danmark, samt konkludere om der er en sammenhæng mellem transparensen, herunder

relevansen og pålideligheden i årsrapporten, og markedsværdien af ejendomsselskabernes aktier.

3.1 PROBLEMAFGRÆNSNING

Afhandlingen er baseret på investor som værende den primære regnskabsbruger. Jeg afgrænser mig derfor fra den brede regnskabsmæssige behandling, og fokuserer på best-practice i relation til investorrelaterede regnskabsinformationer vedrørende netop investeringsejendomme.

Med udgangspunkt i standardsætters foretrukne metode for den løbende måling til dagsværdi, har jeg valgt, at afgrænse mig fra en uddybende behandling af kostprismåling, herunder fastlæggelse af afskrivninger og dekomponering af anskaffelsessummen. Problematikken om anvendelsen af omvurderingsmodellen til opskrivning af materielle anlægsaktiver vil kun blive berørt perifært.

Eftersom fokuset i opgaven baseres på den regnskabsmæssige behandling af netop investeringsejendomme, medfører det også en naturlig afgrænsning fra de to alternative ejendoms-kategorier handels- og domicilejendomme. I den forbindelse afgrænser jeg mig ligeledes fra en beskrivelse af ejendomme under opførelse, herunder projekt- og udviklingsejendomme, og jeg har endvidere fravalgt inddragelsen af skatte- og momsmæssige forhold.

Vedrørende indregning og måling af leasede investeringsejendomme kan det nævnes, at FASB og IASB arbejder på en ny fælles standard IAS 17, der får indvirkning på den regnskabsmæssige behandling af leasede investeringsejendomme. Jeg afgrænser mig fra denne standards indvirkning på investeringsejendomme, eftersom formålet med denne afhandling er at tegne et statisk "her og nu"-billede.

Jeg har valgt at medtage en ganske kort beskrivelse af den regnskabsmæssige behandling af selve finansieringen. Af afgrænsningsmæssige årsager kommer jeg ikke ind på behandlingen af selve risikoafdækningen af finansieringen, såsom indkøb af renteswaps, terminskontrakter futures og optioner.

Med hensyn til metoder for værdiansættelse af investeringsejendomme, har jeg valgt at fokusere på "modelbaseret" værdiansættelse, da forudsætninger for måling til dagsværdi baseret på sammenlignelige handler i al væsentlighed baseres på adgang til markedsinformation. Af de kapitalværdibaserede metoder, herunder normalindtjenings- og DCF-modellen, vil fokus være på den praktiske anvendelse af DCF-modellen.

3.2 FORMÅLET MED AFHANDLINGEN

Afhandlingen har til formål at identificere et økonomisk incitament til, at ejendomsselskaber aflægger deres årsrapporter med en højere grad af transparens og kvalitet i deres rapportering.

Det er et afledt formål at give regnskabsproducenter og rådgivere et samlet overblik over, de teoretiske overvejelser de står overfor ved udarbejdelse af eksterne årsrapporter indeholdende investeringsejendomme. Som følge heraf forklares de forskellige retningslinjer der gældende, alt efter om årsrapporten aflægges efter årsregnskabsloven eller IFRS. Med udgangspunkt i mit hovedproblem bliver den primære vægtning dog på måling efter IFRS.

Afhandlingen har ligeledes til formål, at bidrage med en operationalisering af den modelbaserede dagsværdimåling af investeringsejendomme, herunder illustrere de kritiske forhold og forudsætninger forbundet med selve den matematiske dagsværdimåling.

3.3 FORVENTEDE BRUGERE AF AFHANDLINGEN

De primære brugere af denne afhandling forventes at være ledelsen og økonomifunktionen i danske ejendomsselskaber, samt revisorer og konsulenter fra mindre rådgivningsvirksomheder der har med investeringsejendomme at gøre.

Generelt kan medstuderende på flere linjer af Cand. Merc. ligeledes have interesse i emnet for denne kandidatafhandling.

På baggrund af ovenstående formål og målgruppe baseres sprogbruget på, at brugerne har et generelt kendskab til de normale og bredt anvendte definitioner indenfor eksternt regnskabsvæsen. Fagudtryk og almindeligt anerkendte forkortelser, vil derfor umiddelbart blive anvendt uden henvisninger til fodnoter mv.

3.4 METODE

De nedenfor skitserede metodevalg er tilrettelagt efter princippet om et statistisk undersøgelsesdesign⁷ med udgangspunkt i primære data af kvalitativ karakter, samt sekundære data af registerdatakarakter. De sekundære data er udvalgt efter mit skøn, altså statistisk uvilkårligt udvalgt.

3.4.1 VALG AF METODE I DEN TEORETISKE AFDELING

Den teoretiske afdeling tilrettelægges efter den beskrivende⁸ metode, og har til formål at definere selve begrebsrammen, samt de regulerende instanser der har med reguleringen af dansk regnskabspraksis at gøre.

De data der lægges til grund for det beskrivende arbejde baseres alt sammen på sekundære data. Det vil sige senest offentliggjorte regnskabsvejledninger og regnskabsstandarder, diverse publikationer og artikler offentliggjort af både private og offentlige udbydere.

⁷ Den skinbarlige virkelighed, Ib Andersen, side 105

⁸ Den skinbarlige virkelighed, Ib Andersen, side 20

3.4.2 VALG AF METODE I DEN EMPIRISKE AFDELING

Arbejdet i den empiriske afdeling, vil blive tilrettelagt efter en mere forklarende⁹ metode. Jeg vil basere og strukturere arbejdet i denne afdeling i en kombineret analyse- og interviewdel.

Den empiriske afdeling baseres på både primære kvalitative- og kvantitative data indsamlet fra interviews, offentliggjorte årsrapporter samt sekundære data indhentet fra artikler, rapporter og afgørelser.

Vedrørende dataindsamlingsteknikken i relation til interviewsne, påtænker jeg at formulere nogle indledende spørgsmål, der har til formål at åbne op for en mere generel samtale, og dermed få en masse kvalitative informationer. Denne form for interviewteknik kendetegnes som et delvist struktureret interview¹⁰, og anvendes til indsamling af primære kvalitative data¹¹.

Afsnittet med den modelbaserede værdiansættelse tager udgangspunkt i en case som jeg selv har lavet. Tal og forudsætninger er alt sammen fiktivt og baseret på, at casen skal illustrere flest mulige aspekter af en modelbaseret værdiansættelse af en investeringsejendom.

Herudover vil jeg tage til et seminar d. 29/10-10, der afholdes hos KPMG, vedr. udbredelsen af DCF-modellen til værdiansættelse af investeringsejendomme. Seminaret afholdes af ejendomsforeningen Danmark, og jeg forventer at der kommer et bredt udvalg af repræsentanter fra ejendomssektoren i Danmark.

3.4.3 METODE TIL ANALYSEN AF UDVALGTE EJENDOMSSELSKABER

Jeg har udvalgt følgende population af danske børsnoterede ejendomsselskaber, samt et svensk ejendomsselskab:

- Jeudan A/S, har primært investeringsejendomme i Danmark
- Tower Group A/S, har primært investeringsejendomme i Tyskland
- Victoria Properties A/S, har primært investeringsejendomme i Tyskland
- Scandinavian Properties A/S, har primært investeringsejendomme i Sverige
- Castellum AB, har primært investeringsejendomme i Sverige

Jeg tager udgangspunkt i ejendomsselskabernes senest offentliggjorte årsrapporter, og indhenter historiske kurser over de faktisk handlede kurser i fem dage efter offentliggørelsen. Den gennemsnitlige kursværdi sættes efterfølgende i forhold til den regnskabsmæssige værdi baseret på nedenfor illustrerede metode¹²:

⁹ Den skinbarlige virkelighed, Ib Andersen side 22

¹⁰ Den skinbarlige virkelighed, Ib Andersen, side 168

¹¹ Den skinbarlige virkelighed, Ib Andersen, side 151

¹² Den Danske Finansanalytiker Forening, Anbefalinger & nøgletal 2010

Indre værdi pr. aktie (BVPS):
$$\frac{\text{Egenkapital ekskl. minoriteter}}{\text{Antal aktier ultimo}}$$

Kurs/Indre værdi (P/BV):
$$\frac{\text{Børskurs}}{\text{BVPS}}$$

P/BV tager udgangspunkt i egenkapitalen inklusive det af ledelsen foreslåede udbytte. Årsagen hertil er at aktiekurserne er påvirket af, at egenkapitalen inkluderer udbyttet. Udbyttet udloddes først på generalforsamlingen der lægger op til flere uger efter offentliggørelsen af årsrapporten.

Efterfølgende forsøges den identificerede P/BV forklaret ved dels en gennemgang af transparensen i de enkelte ejendomsselskabers årsrapporter, og dels ud fra de følgende regnskabsmæssige faktorer der ligeledes kan have en vis indflydelse på P/BV:

- Årets resultat fordelt som
 - o Årets samlede regnskabsmæssige resultat &
 - o EB VAT – i de tilfælde hvor dette ikke fremgår af regnskabet er det forsøgt beregnet
- Aktiver primo & ultimo, svarende til den samlede balancesum
- Værdi af investeringsejendomme primo & ultimo
- Kostpris af investeringsejendomme primo & ultimo, hvor data har været tilgængelige
- Egenkapital total primo & ultimo

Transparensen vurderes subjektivt ved min gennemlæsning af de udvalgte selskabers årsrapporter. Med udgangspunkt i ejendomsforeningen Danmarks best-practice anbefalinger til ejendomsselskabers årsrapporter giver jeg point fra 0-3 på hvor:

- 0 = anbefaling ej medtaget
- 1 = LAV - anbefaling omtalt overordnet
- 2 = MIDDEL - anbefaling omtalt og illustreret
- 3 = HØJ - anbefaling omtalt tilbundsgående, illustreret og dokumenteret

3.5 KILDEKRITIK

Kilderne der lægges grund ved indhentning af sekundære data vil stamme fra www.retsinfo.dk, FSR, IASC og håndbøger udgivet af diverse relevante aktører i ejendomssektoren, såsom Ejendomsforeningen Danmark, KPMG, PWC m.fl.

På det teoretiske plan vil den seneste årsregnskabslov, samt de senest godkendte IFRS standarderne blive lagt til grund, samt bogen "Finansiell rapportering" af Jens O. Elling, og "Årsrapport efter de internationale standarder – fra dansk praksis til IFRS" af Jan Fedders og Henrik Steffensen.

Endvidere vil afgørelser og notater fra henholdsvis Fondsrådet og Erhvers- og selskabsstyrelsen (herefter refereret som E&S) løbende blive lagt til grund.

Med hensyn til de udvalgte artikler, stammer disse fra anerkendte udbydere af økonomisk faglige artikler. Det vil sige, at udbyderen af artiklen har gennemlæst indholdet af artiklen og fungerer således som en form for kvalitetsstempel. Selve undersøgelsen og konklusionerne i de udvalgte artikler har jeg derudover vurderet kritisk.

Generelt forholder jeg mig kritisk til samtlige udbydere af det indsamlede materiale, men jeg finder at mine kilder er seriøse, uafhængige og at jeg derfor kan have tillid til deres udsagn.

3.5.1 OM EJENDOMSFORENINGEN DANMARK¹³

Da jeg læner mig meget op af ejendomsforeningen Danmark (herefter refereret som ED) som kilde, har jeg nedenfor valgt at medtage en præsentation af netop ejendomsforeningen Danmark. Jeg tillægger ED stor værdi i denne afhandling, da ED har en uafhængig interesse i, at hjælpe branchen som helhed i den globale konkurrence.

ED har siden år 2000 været en underafdeling af det globale netværk IPD¹⁴. IPD er verdens førende analyseinstitut med speciale indenfor investeringsejendomme. ED er udover analysevirksomheden også en professionel organisation der repræsenterer ejere, udlejere og administratorer af fast ejendom. Foreningens medlemmer dækker ca. 85 procent af det professionelle danske ejendomsmarked.

Medlemmerne er blandt andet:

- Ejendomsselskaber og Ejendomsadministratorer
- Enkeltpersoner, fonde og foreninger, der ejer udlejnings- og/eller domicilejendomme
- Pengeinstitutter, forsikringsselskaber og pensionskasser
- Advokater, entreprenører, arkitekter, ejendomsmæglere m.fl.

Foreningens formål er blandt andet, at holde medlemmerne ajour om udviklingen i brancherelevant lovgivning og praksis, samt bidrage til udviklingen af en fagligt stærk og professionel ejendomsbranche. Foreningen har som led i denne strategi blandt andet udgivet nogle publikationer om måling af investeringsejendomme¹⁵, samt en publikation om offentliggørelse af investorrelaterede informationer¹⁶, herunder god selskabsledelse i ejendomsselskaber.

¹³ www.ejendomsforeningen.dk

¹⁴ Investment Property Databank

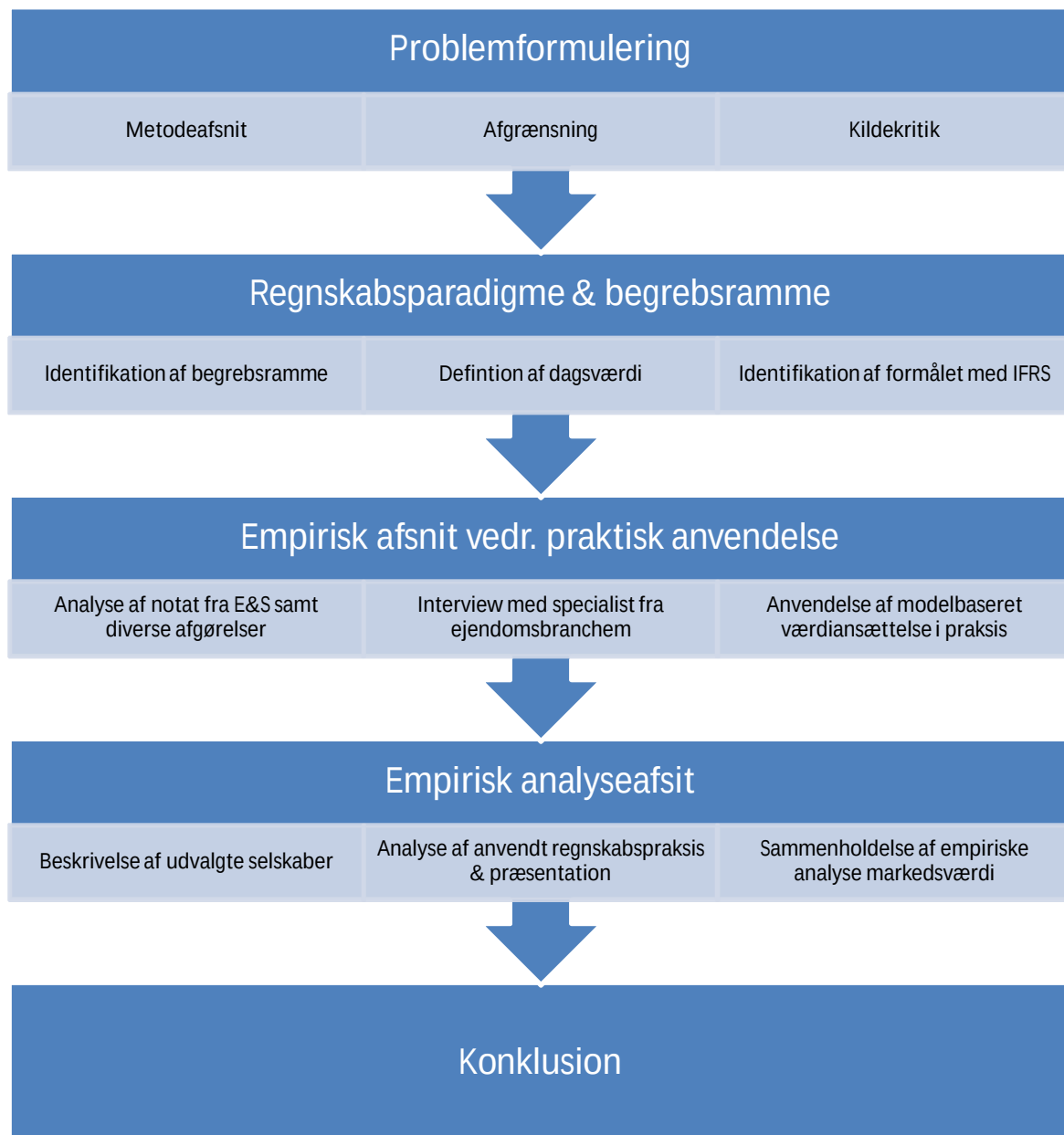
¹⁵ Ejendomsforeningen Danmark, introduktion til DCF-modellen

¹⁶ Ejendomsforeningen Danmark, Best practice for investorinformation i ejendomsselskaber

3.6 STRUKTUR I OPGAVEN

På baggrund af underspørgsmålene der søger at underbygge hovedproblemet har jeg opstillet følgende struktur i opgaven:

FIGUR 2: AFHANDLINGENS STRUKTUR



4 EKSTERNT REGNSKAB

4.1 FORMÅLET MED DET EKSTERNE REGNSKAB

Et eksternt regnskab består af flere enkeltdele, herunder kan nævnes selve årsregnskabet, anvendt regnskabspraksis, ledelsespåtegning, ledelsesberetningen, noter mv. Samlet set betegnes disse enkeltdele som "årsrapporten" (herefter refereret som årsrapporten).

I Danmark er vi i kraft af vores medlemskab af EU underlagt nogle fælleseuropæiske regnskabsdirektiver (nr. 4 & nr. 7). Regnskabsdirektiverne har som primært formål, at skabe sammenlignelige årsrapporter i hele EU, så kapitalen kan glide støjfrit på tværs af grænserne i EU¹⁷. Sammenfattende er der tre hovedformål med den fælles regnskabsregulering er¹⁸:

- **Effektiv resourceallokering**, fri bevægelse af kapital, varer, tjenesteydelser og arbejdskraft for at styrke økonomien i fællesskabet
- **Beskyttelse af investorer**, investorer fra andre lande i fællesskabet skal nemmere kunne opnå indsigt i andre landes selskaber
- **Konkurrencehensyn**, ens regler forhindrer at lande i fællesskabet indfører lempeligere regnskabsregler for at tiltrække virksomheder fra andre lande i fællesskabet

Det samfundsmæssige formål med udarbejdelse og offentliggørelse af årsrapporter er derfor, at kommunikere et sammenfattende billede af en virksomheds værdi og evne til at udnytte virksomhedens knappe ressourcer¹⁹. Hensigten med årsrapporten er, at skabe et grundlag som regnskabsbrugerne kan lægge til grund for deres beslutningstagen, i relation til den enkelte virksomhed.

Healy & Palepu (2001) konkluderer i deres studie af de lovregulerede årsrapporters værdi for investor, at årsrapporterne skaber værdi og bidrager med ny viden fremfor blot, at bekræfte hvad markedet allerede ved. Konklusionen bekræftes af Carsten Sønderby Jeppesen & Kasper Madsens (2010) studie af danske årsrapporter-, og årsregnskabsmeddelelsers påvirkning af aktiekurserne i Danmark.

Så set i et investorperspektiv sker der således en regulering af markedsværdien i forbindelse med de børsnoterede selskabers offentliggørelse af årsrapporter. Dette indikerer, at investor læser og prissætter indholdet af årsrapporterne og lader det afspejle i markedsværdien af aktien.

¹⁷ Finansiell rapportering, Jens O. Elling, side 54

¹⁸ Finansiell rapportering, Jens O. Elling, side 70

¹⁹ Finansiell rapportering, Jens O. Elling, side 17

I relation til det enkelte selskabs incitament til offentliggørelse af årsrapporter med høj kvalitet, og fyldestgørende og pålidelige oplysninger, konkluderer Francis (2005) i et studie af effekterne af øget transparens og supplerende regnskabsinformationer, at der er en positiv korrelation mellem behovet for ekstern finansiering og mængden af offentliggjort regnskabsinformation. Endvidere påvises en negativ sammenhæng mellem cost of capital og mængden af regnskabsinformation. Det vil sige, at mængden af frivillig information og åbenhed i årsrapporterne giver et større kapitalgrundlag for selskaberne, og reducerer samtidig den samlede cost of capital.

4.2 PRINCIPPER FOR DEN OVERORDNEDE REGNSKABSMÆSSIGE MÅLING

I teorien findes der følgende to regnskabsparadigmer til måling af resultatet af en virksomheds aktivitet og værdi. Nedenfor redegøres kortfattet for de to forskellige paradigmer:

1. Præstationsorienterede regnskabsparadigme, også kaldet historisk kostpris og det transaktionsbaserede regnskabsparadigme
2. Formueorienterede regnskabsparadigme, også kaldet fair-value princippet (FVA)

4.2.1 DET PRÆSTATIONSORIENTEREDE REGNSKABSPARADIGME

Regnskaber aflagt i en præstationsorienteret kontekst afspejler de historiske kostpriser. Det vil sige en virksomhed løbende rapporterer hvad virksomheden fysisk har betalt for deres tilgængelige kapacitet.

Målingen af aktiviteten baseres på en input/output-betragtning af hvad kapaciteten fysisk har produceret i en given periode, også kaldet "matching". Årets resultat baseres altså på realiserede transaktioner (realisationsprincippet), og selskabets indtjening kommer til udtryk i resultatopgørelsen, hvilket reducerer balancen til blot at fungere som en teknisk hjælpekonto²⁰.

Udgangspunktet for det præstationsorienterede regnskabsparadigme formuleres som følger:

$$\text{Indtægter minus omkostninger} = \text{Overskud}$$

Det præstationsorienterede regnskabsparadigme, kan derfor betegnes som en statisk ex-post måling af en periodes faktiske aktivitet, og giver ikke udtryk for hvad kapaciteten (den knappe ressource) som en virksomhed er i besiddelse af er værd i et fremtidsperspektiv.

4.2.2 DET FORMUEORIENTEREDE REGNSKABSPARADIGME

Regnskaber aflagt efter det formueorienterede regnskabsparadigme afspejler værdien af et selskabs kapacitet. Det er således ændringen i værdien af den kapacitet som virksomheden har investeret i, der danner grundlaget for årets indtjening.

²⁰ Jens O. Elling, Finansiell rapportering – teori & regulering, side 116

Eftersom det formueorienterede regnskabsparadigme måler stigningen i værdi, defineres værdi "nedenfor"²¹:

“Værdi” defineres som en relation mellem en person og et forbrugsgode, og ikke blot godet i sig selv. Forskellige personer kan derfor have forskellige præferencer for samme gode. Den sande økonomiske værdi er altså en personlig oplevelse – et psykologisk begreb, der ikke umiddelbart lader sig kvantificere, hvilket er et stort problem taget i betragtning af, at dagsværdi i praksis måles i kroner og ører. Det psykologiske begreb “hytteværdi” har derfor været anvendt af økonomer til måling af værdien af et gode.

I praksis måles goders økonomiske værdi på grundlag af markedspriser, der afspejler markedsdeltagernes generelle præferencer for goderne²². Markedspriser betegnes også som dagsværdier. I tilfælde hvor der ikke eksisterer effektive markeder, kan dagsværdier tilnærmelsesvist beregnes som kapitalværdien af de fremtidige betalingsstrømme, som et aktiv eller en forpligtelse forventes at genere.

Udgangspunktet for det formueorienterede regnskabsparadigme formuleres som følger:

$$\text{Egenkapital primo} - \text{Egenkapital Ultimo} = \text{Overskud}$$

Det formueorienterede regnskabsparadigme, er således en ex-ante måling af ændringen i værdien et selskabs samlede kapacitet.

4.2.3 SAMMENFATNING AF DE TO REGNSKABSPARADIGMER

Den væsentligste forskel mellem det formue- og det præstationsorienterede regnskabsparadigme er, at værdi skabes forskelligt for de to metoder. I et præstationsorienteret perspektiv skabes værdien i processerne i virksomhederne. Jeg fristes til at sige “som et produkt af kapaciteten” (ex-post). Modsætningsvist skabes værdierne i det formueorienterede perspektiv i den tilgængelige kapacitet, det vil sige hvad man forventer, at den tilgængelige kapacitet kan generere af afkast/forrentning i fremtiden (ex-ante).

FIGUR 3 ILLUSTRATION AF FORSKELLEN PÅ DE 2 REGNSKABSPARADIGMER



²¹ Jens O. Elling, Finansiell rapportering – teori & regulering, side 133

²² Jens O. Elling, Finansiell rapportering – teori & regulering, side 133

Som det fremgår af figuren, er fordelene ved præstationsorienteret måling selve objektiviteten der lægger i, at optage noget til hvad det rent faktisk har kostet, og måle resultatet af aktiviteten ud fra et realiseret historisk vareflow.

Bagsiden ved præstationsorienteret måling er, at balanceposterne reguleres med foruddefinerede faste afskrivninger, hvilket medfører at det er op til den enkelte investor, at foretage vurdering af værdien og potentialet af en virksomhed (ex-ante), herunder estimere "friværdien" af det der måtte tilfalde kreditorer og investorer.

Fordelen ved det formueorienterede regnskabsparadigme er, at det er virksomheden selv der måler potentialet af sin fremtidige kapacitet, og indregner denne i balancen (ex-ante). På den måde er investorerne (regnskabsbrugerne) i besiddelse af de samme informationer, og alle bør i princippet træffe samme beslutninger, medførende at et selskabs aktier handles til en kurs svarende til indre værdi.

Bagsiden ligger i, at "det er vanskeligt at spå, især om fremtiden". Da målingen i det formueorienterede regnskabsparadigme baseres på "regnskabsmæssige skøn", er det derfor op til investor at vurdere forudsætningerne, som det enkelte ejendomsselskab lægger til grund ved dagsværdimålingen af aktiverne. Det er netop i forbindelse med regnskabsmæssige skøn, at relevans, pålidelighed og transparens bliver væsentligt for den enkelte investor.

4.3 BEGREBSRAMMENS FORETRUKNE REGNSKABSPARADIGME

Op gennem de seneste årtier har regnskabsreguleringen udviklet sig mere og mere i retning af det formueorienterede regnskabsprincip²³. Og da hovedformålet for IASB²⁴ er, at reducere analyseomkostningerne for investor²⁵, og skabe flere velinformerede investorer, baseres IFRS (regnskabsstandarden udarbejdet af IASB) på dagsværdimåling af balanceposterne.

I praksis anvendes begge regnskabsparadigmer dog ofte i kombination. Eksempelvis har både den danske årsregnskabslov (herefter refereret som ÅRL) og IFRS en bestemmelse der siger, at det for aktiver målt til kostpris med systematisk årlig afskrivning, gælder at aktivets regnskabsmæssige værdi årligt skal vurderes om den overstiger aktivets "genindvindingsværdien"²⁶. Såfremt genindvindingsværdien overstiger den regnskabsmæssige værdi, skal der nedskrives til denne lavere værdi.

²³ Artikel: Jesper Banghøj, et al., Historisk kostpris vs. Dagsværdi, RR.2009.12.0012

²⁴ International Accounting Standard Board (udsteder af IFRS & IAS)

²⁵ Jens O. Elling, Finansiell rapportering, side 178

²⁶ Defineres i ÅRL, bilag 1: Genindvindingsværdien for et aktiv er den højeste af kapitalværdien og salgsværdien fratrukket forventede omkostninger ved et salg

Som følge heraf, finder jeg det misvisende at lægge "historisk kostpris" til grund for det præstationsorienterede regnskabsparadigme i praksis, eftersom "historisk kostpris" kun eksisterer som begreb, såfremt denne værdi overstiger "dagsværdien".

Så i praksis må dagsværdi være udgangspunktet for hele den regnskabsmæssige måling i Danmark, og at der er mulighed for nedskrivning til kostpris med fradrag af afskrivninger såfremt dagsværdien overstiger denne værdi.

4.3.1 OMTALE AF NY STANDARD OG MÅLING AF DAGSVÆRDI, IFRS 13

I relation til definitionen og målingen af dagsværdier, har IASB & FASB²⁷ arbejdet på en fælles standard til netop måling af dagsværdi. I maj 2011 offentliggjordes den fælles standard, der går under betegnelsen IFRS 13 "fair value measurement". Anvendelse af IFRS 13 bliver gældende for årsrapporter startende fra 1. januar 2013.

Konsekvensen af indførelsen af IFRS 13 bliver, at metoderne for måling af dagsværdi bliver fælles for alle typer af aktiver der måles til dagsværdi, hvilket vil sige, at metoderne til måling af dagsværdi der fremgår af IAS40, og øvrige IAS er hvor måling sker til dagsværdi tilsidesættes for, at blive erstattet af retningslinjerne fra IFRS 13²⁸.

Formålet med IFRS 13 er, at reducere kompleksiteten i måling til dagsværdi. Det vil sige at, regnskabsproducenten og regnskabsbrugeren skal have den samme klare og tydelige opfattelse af dagsværdi. Dette skal medføre at den værdi der fremgår af regnskabet hurtigt kan afkodes af regnskabsbrugeren.

Med vedtagelsen af IFRS 13 stilles der også øgede krav til transparens omkring regnskabsposterne reguleret til dagsværdi. Det vil sige noteoplysninger, regnskabspraksis (disclosure) mv. udvides og baseres på en mere åben tilgang til forudsætningerne for måling af dagsværdi.

4.4 REGNSKABSMÆSSIG REGULERING AF INVESTERINGSEJENDOMME I DANMARK

I Danmark er udgangspunktet, at alle årsrapporter aflægges efter den danske ÅRL²⁹. Af ÅRL's afsnit IX om regnskabsreguleringen i Danmark, fremgår det i §137 stk. 1, at regnskabspligtige virksomheder der ikke er pligtige til, jf. Europaparlamentets- og Rådets forordning at aflægge årsrapport efter de internationale regnskabsstandarder, frivilligt kan vælge at lade deres årsrapport udarbejde efter IFRS.

²⁷ Financial Accounting Standards Board (USA's svar på IASB)

²⁸ IASB, IFRS 13 fair value measurement, maj 2011

²⁹ Bekendtgørelse af årsregnskabsloven, LBK nr 395 af 25/05/2009

Med "pligtige" virksomheder, menes virksomheder med særlig offentlig interesse, herunder børsnoterede virksomheder hvis aktier er noteret på henholdsvis OMX - den nordiske børs i København, og Dansk autoriseret markedsplads.

Ovenfor er gældende fra og med regnskabsåret 2005³⁰, og med aflæggelse efter IFRS menes den IFRS-forordning der er godkendt af EU³¹. Kravet om aflæggelse af årsrapporter efter IFRS blev med virkning fra og med 2009³² udvidet, til også at omfatte børsnoterede virksomheder der ikke er en del af en koncern. Det vil sige, at fra 2009, skal samtlige børsnoterede virksomheder i Danmark aflægge årsrapport efter IFRS³³, og alle øvrige selskaber KAN vælge at aflægge deres årsrapport efter IFRS.

4.4.1 OM IMPLEMENTERING AF IFRS I NATIONAL KONTEKST

Sidney Davidson (Ray Ball) (2006)³⁴, har i et studie forsøgt at identificere fordele og ulemper ved implementering af IFRS i en national kontekst. I studiet konkluderes det, at IFRS medfører et højere informationsniveau hos investorer og minimerer forskellen på adgangen til regnskabsinformationer mellem småinvestorer og større institutionelle investorer. Med udgangspunkt i førnævnte tiltrækker det enkelte ejendomsselskab sig således flere småinvestor, hvilket skaber omsætning i aktien, og dermed øger konkurrencen om aktierne på aktiemarkedet, og kan dermed have stor indflydelse på det enkelte ejendomsselskabs fremtidige vækstmuligheder.

Det påvises endvidere i studiet, at procesomkostningerne forbundet med aktiehandler minimeres da aktiemarkedet bliver mere efficient³⁵. Førnævnte stemmer overens med EU's hovedformål ved indførelsen af en ensartet regnskabspraksis i EU, nemlig at kapitalen skal kunne glide frit på tværs af grænserne indenfor fællesskabet. Studiet påviser også, at det mere eller mindre er omkostningsneutralt at aflægge årsrapport efter IFRS, da sammenhængen mellem lavere fremmed- og egenkapitalomkostning (cost of capital) opvejer den yderligere omkostning der er forbundet med selve dagsværdimålingen, og det udvidede krav til offentliggørelse af regnskabsinformationer. Den reducerede cost of capital henføres i studiet til, at markedet for investorer udvides, medførende øget efterspørgsel og likviditet i aktien.

³⁰ Deloitte, introduktion til IFRS, side 7

³¹ Europaparlamentets og rådets forordning (EF) nr. 1606/2002 af 19. juli 2002, "om anvendelse af internationale regnskabsstander"

kilde: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2002:243:0001:0004:DA:PDF>

³² i ÅRL §137 stk. 2

³³ Indsigt i årsregnskabsloven 10/11, KPMG, side 35

³⁴ Ray Ball, IFRS: pros and cons, 2006

³⁵ Et marked er **efficient**, hvis de knappe ressourcer bruges på den mest effektive måde, og derved giver det størst mulige udbytte

Desværre kommer studiet også frem til, at trods IFRS/IAS er ens i de lande hvor standarderne implementeres, så implementeres standarderne forskelligt. En årsag kan være, at IASB ikke har nogen sanktioneringsmuligheder, og at det er op til det enkelte land at fortolke og danne praksis med udgangspunkt i IFRS/IAS. I Danmark har det danske folketing besluttet at det er E&S og Fondsrådet, der er udstyret med denne regulerende beføjelse³⁶. Samtidig er det besluttet at det er E&S, der har ansvaret for hvilke standarder og hvilket grundlag der lægges til grund for tolkningen af "rammerne" i ÅRL og IFRS.

IFRS er således ikke entydigt en fælles standard der medfører ensartet rapportering globalt. Men under de givne forudsætninger for indførelsen af en international standard, vil jeg mene at IFRS og IAS 40 er indarbejdet i Danmark i overensstemmelse med ordlyden af standarderne. Afrundingsvist vil jeg argumentere for, at danske årsrapporter i fremtiden aflægges efter en international standard for ikke at blive dømt ude i et globaliseringsmæssigt perspektiv.

4.5 OM BEGREBSRAMMERNE OG FORTOLKNINGSBIDRAGENE HERTIL

Både ÅRL og IFRS betegnes som "rammelove"³⁷ (framework på engelsk). Det vil sige, at lovene er principbaserede og dermed bliver fortolkningsbidragene fleksible, da ændringer i selve detailreguleringen stammer fra standarder og afgørelser, og dermed reduceres den typisk langvarige proces der er forbundet med udarbejdelsen af love.

De rammer der udstikkes i ÅRL og IFRS skal altid respekteres, og kan ikke tilsidesættes ved anvendelse af regnskabsstandarderne (IAS'erne) som fortolkningsgrundlag³⁸. Børsnoterede koncerner- og virksomheder i Danmark skal aflægge deres årsrapporter efter de IFRS/IAS der er vedtaget af EU-kommissionen og som fremgår af IFRS-forordningen³⁹ af 3. november 2008. Nyere IFRS/IAS må godt lægges til grund ved fortolkningen, blot disse ikke strider mod den senest godkendte begrebsramme⁴⁰.

Historisk set har E&S haft et samarbejde på standardudviklingsområdet med følgende:

- FSR⁴¹, udsteder af de danske regnskabsvejledninger (herefter refereret som RV)
- IASB⁴², udsteder af de International Accounting Standards (herefter refereret som IAS)

³⁶ Jf. ÅRL §136

³⁷ Kilde: www.denstoredanske.dk: **Bemyndigelseslov**, rammelov, lov, hvis hovedindhold er en bemyndigelse til en administrativ myndighed, fx en minister, til at regulere forholdene på et område. Ud over regler om den administrative organisation indeholder bemyndigelseslove normalt bestemmelser om reguleringens formål og typer af midler samt om relevante hensyn og sanktionering af overtrædelser. Bemyndigelseslove kan udfyldes gennem konkrete afgørelser eller ved udstedelse af bekendtgørelser.

³⁸ KPMG, Indsigt i ÅRL 10/11, side 44

³⁹ <http://www.eogs.dk/sw38819.asp>

⁴⁰ IFRS-bekendtgørelsen

⁴¹ Foreningen af statsautoriserede revisorer

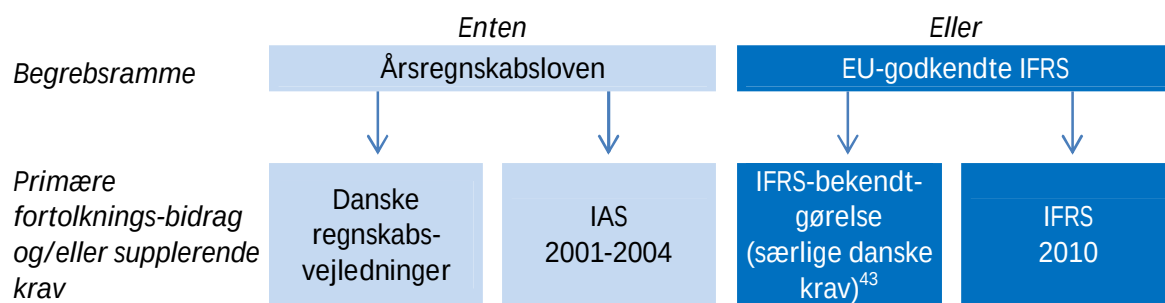
E&S bidrager også selv løbende med suppleringer og uddybninger til fortolkningsgrundlagene. Af relevans for denne afhandling kan især E&S notatet "Notat om måling (værdiansættelse) af investeringsejendomme", af d. 3. april 2009 nævnes. I notatet pointerer E&S, at fortolkningsgrundlaget til måling af investeringsejendomme i henhold til ÅRL §38 (måling af investeringsaktiver) er IAS 40.

Fondbrådet bidrager via offentliggørelsen af resultaterne af de sager de kører mod regnskabsproducenterne, ligeledes til tolkningen af ÅRL og IFRS. På Fondbrådets hjemmeside fremhæves også visse afgørelser som værende principielle.

I praksis er den nugældende ÅRL baseret på IFRS fra 2001, og eftersom ÅRL ikke har fulgt den internationale udvikling af IFRS, er fortolkningsgrundlagene til ÅRL & IFRS ikke helt identiske.

Se nedenfor illustration af hvilke begrebsrammer og fortolkningsbidrag der skal lægges til grund ved aflæggelse af årsrapporter i Danmark.

FIGUR 4: ILLUSTRATION AF VALGFRIHEDEN MELLEM BEGREBSRAMME



Kilde: KPMG, indsigt i årsregnskabsloven 10/11, side 43

Det primære fortolkningsgrundlag gældende for både ÅRL og IFRS er således IAS 40, samt de afgørelser og notater der stammer fra henholdsvis Fondbrådet og E&S.

⁴² International Accounting Standard Board, underafdeling af International Accounting Standards Committee Foundation (IASCF), der består af 19 fondsbestyrrelsesmedlemmer

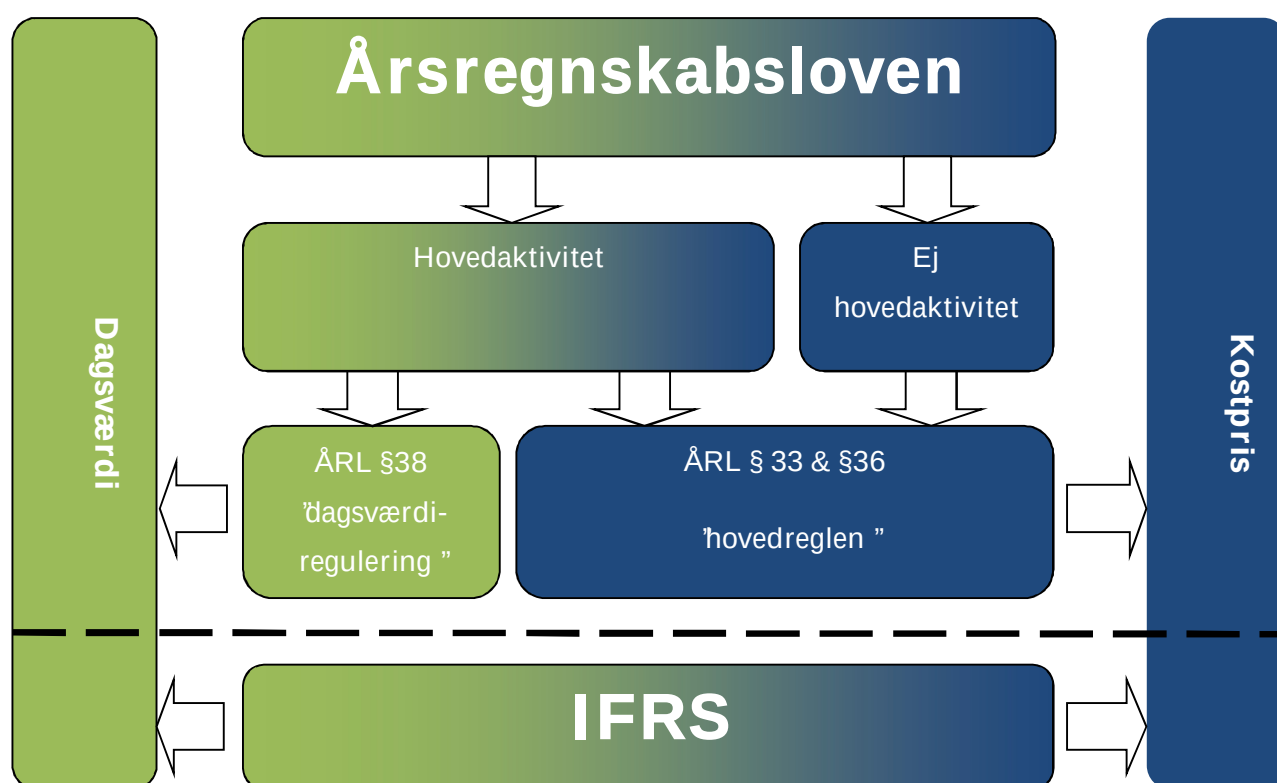
⁴³ Vejledning til Erhvervs- og Selskabsstyrelsens bekendtgørelse nr. 1329 af 14. december 2004 - Bekendtgørelse om anvendelse af internationale regnskabsstandarder for virksomheder omfattet af årsregnskabsloven

5 REGNSKABSMÆSSIG BEHANDLING AF INVESTERINGSEJENDOMME

Udgangspunktet for den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme i Danmark, hvad enten årsrapporten aflægges efter ÅRL eller IFRS, er den internationale regnskabsstandard IAS 40.

Dette afsnit har til formål, at illustrere forskellene i anvendelsen af IAS 40 alt afhængig af hvilken af de to begrebsrammer, ÅRL og IFRS, som årsrapporten aflægges efter. Nedenfor er forskelle forsøgt illustreret:

FIGUR 5: DAGSVÆRDI ELLER KOSTPRIS JF. ÅRL OG IFRS

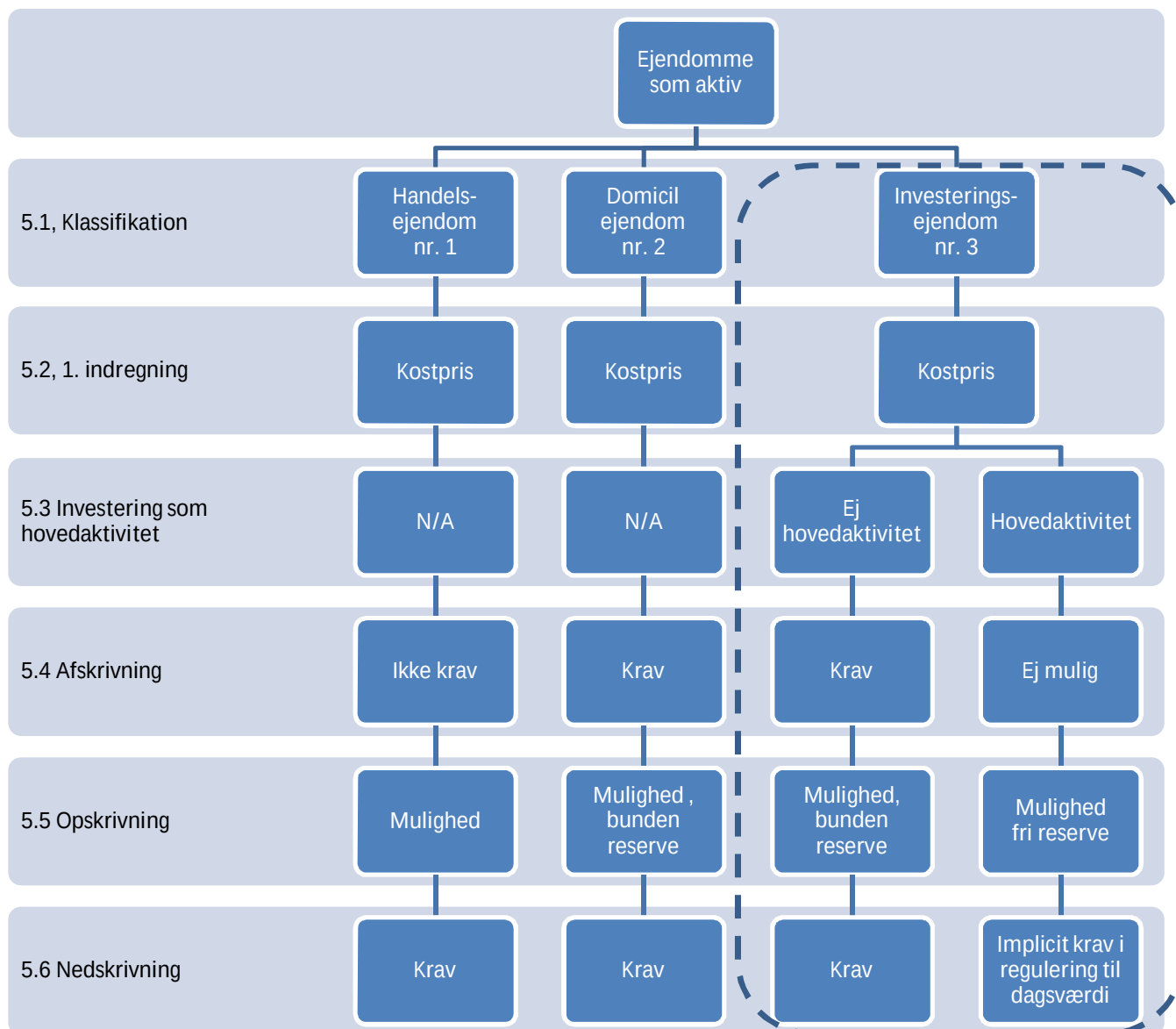


Virksomheder der aflægger årsrapport efter IFRS, kan med udgangspunkt i ovenstående model betingelsesfrit vælge måling af virksomhedens investeringsejendomme til både kostpris og dagsværdi. Modsætningsvist har ÅRL fortsat som forudsætning for valget af måling til dagsværdi, at virksomheden har "investering" som hovedaktivitet.

En anden forskel på de to begrebsrammers regulering af regnskabsposter relateret til investeringsejendomme er, at virksomheder der måler deres investeringsaktiver til dagsværdier ifølge ÅRL §38, ligeledes skal måle de tilhørende gældsforpligtelser, der hører til investeringsaktiver til dagsværdi. Et tilsvarende krav findes ikke i IFRS.

Til strukturering af dette kapitel, har jeg opstillet nedenstående model, som jeg kronologisk vil arbejde mig igennem:

FIGUR 6: FORHOLD VED DE 3 EJENDOMSTYPER



5.1 KLASSIFIKATION AF INVESTERINGSEJENDOMME

I regnskabsstandarden kan ejendomme generelt klassificeres i tre forskellige kategorier, hvor de enkelte ejendomsstyper behandles efter de nedenfor anviste IAS'er:

1. **Handelsejendomme**, reguleres efter IAS 2 (varebeholdninger)
 - a. Ejendomme, der er opført eller anskaffet med videresalg for øje inden for en kortere årrække
2. **Domicilejendomme**, reguleres efter IAS 16 (materielle anlægsaktiver)

- a. Ejendomme, der i væsentligt omfang anvendes i virksomheden til administration, produktion eller i forbindelse med handel med varer eller tjenesteydelser
3. **Investeringsejendomme**, reguleres efter IAS 40 (investeringsejendomme)
- a. Investering i grunde, bygninger, en del af en bygning eller i både grunde og bygninger med det formål at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende driftsafkast (udlejning) og/eller kapitalgevinst ved videresalg

Ved klassifikation af ejendommen skal ejendommens faktiske anvendelse og formålet med anskaffelsen lægges til grund. Investeringsejendomme defineres overordnet i IAS 40, afsnit 5. Sammenfattende kan det siges, at investeringsejendomme adskiller sig fra de øvrige ejendomstyper ved, at investeringsejendomme generer deres egne pengestrømme uafhængigt af virksomhedens øvrige aktiver og aktiviteter.

IAS 40 afsnit 8 oplister følgende som eksempler på ejendomme, der kan klassificeres som investeringsejendomme⁴⁴:

- a) Ejendomme og grunde, ejet med henblik på langsigtet kapitalgevinst og ikke med henblik på kortsigtet salg som en del af den ordinære drift
- b) Ejendomme og grunde, hvor den fremtidige anvendelse er endnu ikke er fastlagt. Når det ikke er besluttet at anvende en ejendom som domicilejendom eller handelsejendom, anses ejendommen for at være en i investeringsejendom
- c) Ejendomme, som en virksomhed har leaset på finansielle leasingvilkår og videreudlejet på operationelle leasingvilkår
- d) Ejendomme, der er tomme, men ejet med henblik på udlejning

For årsrapporter aflagt efter IFRS, er ovenstående fire punkter suppleret med et ekstra punkt gældende for årsrapporter begyndende fra og med 1. januar 2009⁴⁵. Det supplerende punkt har fået litra e, og medfører at ejendomme under opførelse med henblik på anvendelse som investeringsejendom, ligeledes kan måles til dagsværdi.

Litra e, strider mod IAS 40 gældende fra og med 2005, hvor ejendomme under opførelse med henblik på anvendelse som investeringsejendomme, netop ikke kan måles efter reglerne i IAS 40. IAS 40 i den gamle udgave henviser til, at ejendomme under opførelse skal behandles efter IAS 16.

⁴⁴ Jan Fedders & Henrik Steffensen, Årsrapport efter IFRS, side 737

⁴⁵ IASC, A guide through IFRS, side 2423

IAS 40 afsnit 9 oplister nedenstående eksempler på typer af ejendomme der IKKE kan klassificeres som investeringsejendomme:

- a) Ejendomme, der er opkøbt med henblik på videresalg i løbet af kort tid, eller med henblik på ombygning og/eller renovering og efterfølgende salg (disse klassificeres som handelsejendomme) eller sådanne ejendomme under opførelse.
- b) Ejendomme under opførelse for tredjemand. Denne type ejendomme behandles under visse omstændigheder efter IAS 11, omhandlende Entreprisekontrakter.
- c) Domicilejendomme, herunder ejendomme ejet med henblik på fremtidig anvendelse som domicilejendom udlejet til virksomhedens medarbejdere, uanset om de betaler markedsleje, samt domicilejendomme udbudt til salg.
- d) Ejendomme under opførelse, der fremtidigt skal anvendes som investeringsejendomme. IAS 40 finder dog anvendelse, når ejendommen er færdiggjort. (Se ovenfor omtale vedr. årsrapporter aflagt efter IFRS, med startdato 1. januar 2009. Dette punkt er endvidere slettet i bogen, a guide through IFRS fra IASC indeholdende de senest godkendte IAS er gældende fra 1. juli 2009.)
- e) IAS 40 finder imidlertid altid anvendelse på investeringsejendomme, der er under ombygning, renovering mv. ned henblik på at sikre fortsat anvendelse som investeringsejendom.

IAS 40 afsnit 8 definerer klassifikationen såfremt ejendom samlet set har et blandet investerings- og domicil formål. Hvis de enkelte områder, altså grundarealer for sig, produktionsarealer, lagerudlejningsarealer mv. for sig, kan opdeles og frasælges separat, kan hvert areal behandles forskelligt rent regnskabsmæssigt.

Hvis det enkelte areal ikke kan sælges separat, kan ejendomme kun behandles regnskabsmæssigt som en investeringsejendom, hvis den domicilprægede andel er uvæsentlig karakter. Det er almindelig anerkendt international praksis, at denne grænse ligger på 5%⁴⁶.

5.2 1. INDREGNING AF INVESTERINGSEJENDOMME

En investeringsejendom erhverves som oftest med henblik på, at ejendommen over en længere periode skal indgå i virksomheden for at genere et løbende afkast, og eventuelt stige i værdi. Dermed opfylder investeringsejendomme forudsætningen om vedvarede ejerskab, hvilket er det primære kriterium for indregning af et anlægsaktiv, jf. ÅRL bilag 1.

Eftersom en investeringsejendom er af materiel af karakter, må investeringsejendomme defineres som "materielle anlægsaktiver", og skal indregnes efter de nærmere regler herom.

⁴⁶ Jan Fedder & Henrik Steffensen, Årsrapport efter IFRS, side 738

Hovedreglen for indregning af materielle anlægsaktiver fremgår af ÅRL §33, og er på det tidspunkt, hvor fordele og risici ved besiddelsen af aktivet overgår til virksomheden, og hvor kostprisen kan måles pålideligt. Dette vil i praksis være sammenfaldende med overtagelsesdatoen for investeringsejendomme.

Ved erhvervelse af ejendomme påtager køber sig ofte nogle risici allerede ved indgåelsen af købsaftalen, idet risikoen for ejendommens hændelige undergang og rettighederne i forhold til det forsikringsselskab, hvori ejendommen måtte være forsikret normalt overgår til køber.

Ovenstående er jf. IAS 16 ikke tilstrækkeligt til indregning af en ejendom, eftersom fordelene ved ejerskabet endnu ikke er overdraget. Kriteriet for indregning af materielle anlægsaktiver er som nævnt, at både risikoen og fordelene ved besiddelsen af aktivet er overdraget.

Fordelene ved besiddelsen af ejendommen kan ikke overdrages forud for den fysiske overtagelse af ejendommen. Som følge heraf bliver hovedreglen, at investeringsejendomme ikke kan indregnes forud for overtagelsesdatoen⁴⁷.

En investeringsejendom skal modsætningsvist udgå af balancen når den ene- eller begge forudsætninger overdrages til anden side. Det vil sige, at udlejes en investeringsejendom på en finansiell leasingkontrakt, skal denne ejendom anses som værende solgt⁴⁸.

5.2.1 MÅLING VED 1. INDREGNING I ÅRSREGNSKABET

Målingen ved første indregning af ejendomme er kostpris, og dette princip er gældende uafhængigt af ejendommens efterfølgende måling. Målingen af kostprisen er i øvrigt identisk for alle tre typer af ejendomme, handels-, domicil- og investeringsejendomme.

En virksomhed kan erhverve en ejendom på de to nedenfor skitserede måder, hvoraf den første måde kan opdeles i to:

1. Investeringsejendomme kan erhverves fra ekstern part,
 - a. enten som decideret køb,
 - b. eller ved indgåelse af en leasingkontrakt af finansiell karakter,
2. Investeringsejendomme kan opføres for egen regning af virksomheden

Når erhvervelsen sker fra ekstern part, skal første indregning omfatte kostprisen for selve grunden og bygningen. Kostprisen omfatter selve ejendommen samt de omkostninger der direkte kan knyttes til selve erhvervelsen. Som eksempler på erhvervelsesomkostninger kan nævnes mægler-, valuar-, og advokathonorar, samt honorar for tekniske analyser af

⁴⁷ Jan Fedder & Henrik Steffensen, Årsrapport efter IFRS, side 342

⁴⁸ Jan Fedders & Henrik Steffensen, Årsrapport efter IFRS, side 737

installationer og bygningen i øvrigt. Derudover indgår tingslysningsafgiften og omkostninger afholdt i forbindelse med tinglysningen.

Omkostninger der kan henføres til finansieringen af ejendommen kan ikke indregnes i anskaffelsessummen af ejendommen, men skal i stedet henføres til kostprisen på gælden.

Når ejendommen er egenopført, skal kostprisen svare til de samlede påløbne omkostninger, der kan henføres til den enkelte ejendom på det tidspunkt hvor ejendommen overgår fra "ejendom (materielle anlægsaktiver) under opførelse" til investeringsejendom⁴⁹.

Kostprisen af en egenopført investeringsejendom skal ifølge IAS 23⁵⁰ indeholde låneomkostninger herunder påløbne renter opstået i forbindelse med opførelsen af aktivet, herunder renter.

5.3 DEFINITION AF HOVEDAKTIVITET ELLER EJ

Nedenstående er kun relevant for årsrapporter aflagt efter ÅRL, da IFRS ikke har et "hovedaktivetskriterium" for måling af investeringsejendomme til dagsværdi.

Af ordlyden af ÅRL §38 fremgår det, at selskabets hovedaktivitet skal være investering. Der er således intet i vejen for, at et selskab har investeret i en blandet portefølje af investeringsaktiver, hvoraf investeringsejendomme udgør en mindre andel.

Fondsrådet⁵¹ har med deres afgørelse fra 2. halvår 2005, bidraget til fortolkningen af "hovedaktivitet". Afgørelsen omhandler indregning og måling af en koncerns ejendomme. Fondsrådet lægger i afgørelsen vægt på, at "hovedaktivitet" i både lovtekst og lovbemærkninger anføres i ental, dvs. selskaber, herunder koncerner kan kun have én hovedaktivitet.

Fondsrådet definerer, at investeringsaktivitet kan betragtes som hovedaktivitet, såfremt virksomheden primært beskæftiger sig med anbringelse af penge i forskellige former for værdipapirer og fast ejendom, og lader virksomhedens aktionærer eller deltagere drage fordel af resultaterne af forvaltningen af virksomhedens midler⁵².

Såfremt der i forbindelse med investeringsejendommen leveres en masse ekstra serviceydelser til lejerne, og disse ekstraydelser står i nær tilknytning til lejeforholdet, altså sådan noget som viceværttydelser, administration af parkeringskældre mv. så kan hovedaktiviteten for selskabet fortsat betegnes som investering. Såfremt de udbudte ydelser udgør en væsentlig del og kan

⁴⁹ Jan Fedders & Henrik Steffensen, Årsrapport efter IFRS, side 740

⁵⁰ IAS 23 Låneomkostninger

⁵¹ <http://www.fondsraadet.dk/da/FR-Afgoerelser/Vaesentlige-og-eller-principielle-afgoerelser/AaRL/Indregning-og-maalning-af-en-koncerns-ejendomme.aspx>

⁵² KPMG, indsigt i ÅRL 10/11, side 241

fungere som selvstændig aktivitet, kan hovedaktiviteten i modsat fald ikke siges at være investering. Eksempelvis kan nævnes hoteldrift, hvor ejeren af hotellet er interesseret i at få indlogeret gæsterne, så gæsterne kan bidrage med omsætning i restauranten, lejer biler, cykler mv.

Fondbørsrådets definition af "hovedaktivitet", er forskellen på størrelsen aktiviteterne⁵³. Fondbørsrådet udtaler således i afgørelsen, at den væsentligste del af koncernens samlede nettoomsætning stammede fra administration af eksterne ejendomme, og ikke fra koncernens investeringsejendomme⁵⁴, og koncernen som helhed administrerer langt flere eksterne ejendomme end hvad de selv ejer af ejendomme. Det vil sige, at det er omsætning der definerer hovedaktivitet, og ikke andel af balanceposter.

5.3.1 SÆRLIGT VEDR. HOVEDAKTIVITET I KONCERNREGNSKABER

Ved udarbejdelse af koncernregnskaber efter ÅRL, skal koncernens samlede hovedaktivitet vurderes, og regnskabspraksis for koncernregnskabet skal tilrettelægges efter denne hovedaktivitet.

Indgår der et datterselskab med investeringsejendomme og investering som hovedaktivitet i en koncern, eksempelvis fordi selskabet udlejer ejendomme til resten af koncernen, kan dette datterselskab anvende reglerne måling til dagsværdi, ÅRL § 38.

Det samme er gældende hvis ejendommene placeres i moderselskabet. Her er det ligeledes en vurderingssag om ejerskabet af ejendommene er moderselskabets hovedaktivitet eller ej. Ofte vil det være sådan, at moderselskabets hovedaktivitet er investering og administration af datterselskaber.

Kan investering imidlertid ikke anses som den overordnede hovedaktivitet samlet set for koncernen, kan koncernregnskabet ikke aflægges efter reglerne om regulering til dagsværdi jf. ÅRL §38. Som følge heraf vil målingen af henholdsvis datter- og moderselskabets investeringsejendomme skulle optages i koncernregnskabet efter de almindelige regler om materielle anlægsaktiver, altså kostpris med fradrag af afskrivninger⁵⁵.

Ifølge IAS 40 afsnit 15 kan et selskab der udlejer en domicilejendom til anden koncernforbundet virksomhed godt måle ejendommen efter reglerne om investeringsejendomme. Men ved aflæggelse af det samlede koncernregnskab efter IFRS skal ejendomme optages og klassificeres efter ejendommens anvendelse.

⁵³ KPMG, investeringsejendomme, side 9

⁵⁴ Fondbørsrådets afgørelser, indregning og måling af en koncerns ejendomme, 2. halvår 2005

⁵⁵ Artikel: PWC, 2/9-10, hvordan behandles investeringsejendomme efter ÅRL

5.4 AFSKRIVNING

Kravet om afskrivning af investeringsejendomme er kun gældende for investeringsejendomme der måles til kostpris. Det vil sige, at måles investeringsejendomme til dagsværdi kan der ikke afskrives systematisk over ejendommens forventede eksistensperiode.

For årsrapporter aflagt efter IFRS, er det jf. IAS 40, afsnit 79 et krav, at selskaber der måler investeringsejendomme til kostpris med fradrag af afskrivninger skal oplyse om dagsværdien af investeringsejendommene. Dette krav fremgår ikke af ÅRL.

Generelt kan det siges, at afskrivninger som hovedregel skal foretages systematisk over et aktivs brugstid. Da en ejendom er en enhed bestående af flere delelementer, såsom som grund, fundament, klimaskærm, tag, installationer mv., skal der for at ramme et pålideligt afskrivningsgrundlag ske en opdeling af disse delelementer. Dette kaldes dekomponering, og dekomponeringen skal foretages på en måde, så afskrivningen baseres på de enkelte enheders restende levetid. Det vil sige, at selve anskaffelsessummen skal dekomponeres og fordeles ud på den samlede ejendoms enkelte bestanddele.

5.5 OPSKRIVNING

Opskrivning af investeringsejendomme, der ikke løbende måles til dagsværdi, er et område der indeholder nogle konflikter mellem ÅRL og IFRS. Dette afsnit er derfor opdelt i følgende to afsnit.

1. Opskrivning ved regulering efter ÅRL
2. Forskelle i begrebsrammerne ÅRL og IFRS vedrørende opskrivning baseret på reglerne for omvurdering

5.5.1 OPSKRIVNING EFTER ÅRL

Frem til d. 3. juni 2008⁵⁶, hvor folketinget vedtog tilpasningen af de danske årsregnskabsregler til EU § 4. og 7. direktiv, skulle samtlige opskrivninger på materielle anlægsaktiver bindes på egenkapitalen.

For at tilpasse de danske regnskabsregler til IFRS, blev bindingskravet for dagsværdiregulering (ÅRL §38) af investeringsejendomme ophævet. Ophævelsen er gældende for danske årsrapporter aflagt efter både ÅRL og IFRS fra og med regnskabsåret 2009⁵⁷.

Såfremt en virksomhed ikke har mulighed for at måle investeringsejendomme til dagsværdi ifølge ÅRL §38, er der ifølge ÅRL §41 mulighed for at opskrive materielle anlægsaktiver til

⁵⁶ Kilde: Ernest & Young, nyhedsbrev udgivet juni 2008, "Ændring af årsregnskabsloven "

⁵⁷ Ændringen trådte i kraft 1. september 2008, med virkning for regnskaber med startdato fra 1. september 2008. Så alle de regnskaber der er offentliggjort i løbet 2010 burde derfor være aflagt i overensstemmelse med denne ændring

dagsværdi. Grundlaget for denne opskrivning, kaldes "omvurderingsmodellen", og opskrivningen, reduceret for udskudt skat, skal bindes på egenkapitalen under "opskrivningshenlæggelser" og er fortsat en bunden reserve der ikke kan anvendes til udbytte eller til dækning af underskud⁵⁸.

I det år, hvor en virksomhed for første gang måler et aktiv efter omvurderingsmodellen, skal dette fremgå i et indledende afsnit under anvendt regnskabspraksis. Måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter ÅRL, uden at selskabet har investering som hovedaktivet er altså muligt.

Såfremt en virksomhed vælger at måle sine materielle anlægsaktiver efter omvurderingsmodellen skal, opskrivningen revurderes med et interval svarende til de forventede udsving i dagsværdien. I praksis vil det medføre, at for investeringsejendomme der ikke umiddelbart er udsat for store udsving vil der skulle tages stilling den indregnede værdi hvert 3. til 5. år⁵⁹.

5.5.2 FORSKELLE I ANVENDELSE AF OMVURDERINGSMODELLEN I HHV, ÅRL OG IFRS

Som det fremgår af Figur 5, side 26, er det valgfrit for virksomheder, der aflægger årsrapporter efter IFRS, om de ønsker at måle deres investeringsejendomme til dagsværdi eller kostpris.

Såfremt et selskab der aflægger årsrapport efter IFRS vælger at måle deres investeringsejendomme til kostpris, fraskriver selskabet sig retten til at anvende hovedreglen i IAS 16, om løbende opskrivning af materielle anlægsaktiver til dagsværdi⁶⁰. Domicilejendomme kan fortsat opskrives direkte på en reserve på egenkapitalen, på samme vilkår som beskrevet ovenfor i afsnittet om ÅRL's regulering bundne reserver i forbindelse med omvurderingsmodellen⁶¹.

Til brug for fastlæggelse af dagværdien ved anvendelse af omvurdering af domicilejendomme anerkendes en beregnet dagsværdi efter de samme modeller som lægges til grund ved værdiansættelse af investeringsejendomme efter IAS 40⁶².

5.6 NEDSKRIVNING

ÅRL og IFRS kræver nedskrivning af aktiver der ikke løbende måles dagsværdi til genindvendingsværdien, såfremt denne overstiger den regnskabsmæssige værdi af kostprisen

⁵⁸ KPMG, Indsigt i ÅRL 10/11, side 237

⁵⁹ KPMG, Indsigt i ÅRL 10/11, side 236

⁶⁰ Jan Fedders & Henrik Steffensen, Årsrapport efter IFRS, side 740

⁶¹ Jan Fedders & Henrik Steffensen, Årsrapport efter IFRS, side 359

⁶² KPMG, Indsigt i ÅRL 10/11, side 236

med fradrag af afskrivninger. Genindvindingsværdien defineres i bilagene til ÅRL, som den højeste værdi af kapitalværdien og salgsværdien fratrukket forventede salgsomkostninger.

Kapitalværdien defineres som nutidsværdien af de forventede fremtidige nettopengestrømme som den fortsatte brug af aktivet vil medføre. Nettopengestrømmene skal opgøres i den forventede løbetid, og den forventede sum som aktivet til den tid kan afhændes til skal tillægges den kapitaliserede værdi af nettopengestrømmene.

Til diskontering af pengestrømmene skal anvendes en diskonteringsfaktor som afspejler det markedsmæssige krav til forretning inklusiv risikotillæg for tilsvarende aktiver. Med andre ord skal der anvendes et forrentningskrav svarende til branchens afkastkrav inklusiv tillæg af risiko.

Som nævnt tidligere er udgangspunktet at investeringsejendomme måles til dagsværdi, men at kostpris med fradrag af afskrivninger kan vælges såfremt denne overstiger dagsværdien.

5.7 FORBEDRINGER AF INVESTERINGSEJENDOMME

Indledningsvist skal det siges, at omkostninger forbundet med vedligeholdelse skal omkostningsføres i det år omkostningen afholdes. Vedligeholdelse kendetegnes endvidere ved, at det ikke medfører stigninger i huslejen.

Forbedringer på ejendommen kan modsætningsvist godt øge huslejeindtægten. I dette tilfælde vil investeringen i forbedringen medføre et øget cash-flow, og dermed påvirke forudsætningerne for beregningen af dagsværdien i en sådan grad, at dagsværdien af ejendommen stiger.

Den regnskabsmæssige behandling af forbedringer afhænger af den metode som investeringsejendommen måles efter. Ved måling efter kostpris skal aktiver indregnes i balancen når det er sandsynligt, at udgiften medfører yderligere fremtidige økonomiske fordele, og kostprisen kan måles pålideligt⁶³. Eftersom der ved 1. indregning af investeringsejendomme skal ske en dekomponering af ejendommen, vil en udskiftning af eksempelvis vinduerne eller taget medføre en afgang af henholdsvis vinduer og tag, for derefter en ny tilgang⁶⁴.

I forbindelse med ændringen af IAS 16 i 2003 blev der fremsat forslag til definition af vedligeholdelse og forbedringer. IASB besluttede dog, at ændringen ikke skulle medtages, da der var risiko for at almindelig service og vedligehold kunne tillægges kostprisen for aktivet, og dette skulle ikke være hensigten med definitionen⁶⁵. Indregningskriteriet er herefter, som anført, det traditionelle for indregning af aktiver, og det må lægges til grund, at IASB generelt ikke ønsker aktivering af vedligehold, og at forbedringer skal medføre stigning i økonomiske fordele.

⁶³ Jan Fedders & Henrik Steffensen, Årsrapport efter IFRS, side 350

⁶⁴ KPMG, Indsigt i ÅRL 10/11, side 231

⁶⁵ Jan Fedders & Henrik Steffensen, Årsrapport efter IFRS, side 351

Med hensyn til indregning af fremtidige forbedring i kostprisen ved måling efter dagsværdi, fremgår det af IAS 40, afsnit 51, at dagsværdien af en investeringsejendom ikke må reflektere fremtidig værdistigninger i form af fremtidige investeringer i forbedringer. Dette strider reelt mod den teoretiske fortolkning af det formueorienterede regnskabsprincip, hvor det er kapitalværdien som den fremtidige kapacitet forventes at generere.

E&S indskærper i notatet af 3. april 2009, at værdiansættelsen af investeringsejendom skal ske på baggrund af ejendommens stand og forudsætninger på statusdagen. Altså skal der ske beregning ud fra ejendommens forudsætninger her og nu ⁶⁶!

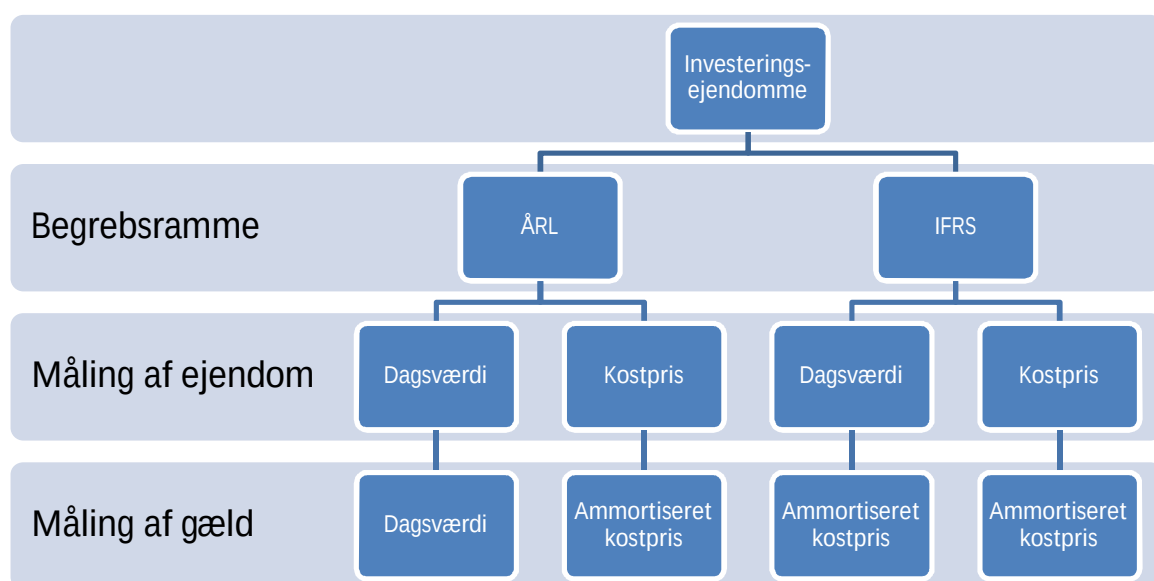
Dette medfører, at forbedringer af investeringsejendomme i første omgang må skulle omkostningsføres i det år de realiseres og efterfølgende opvejes af en værdistigning som følge af reguleringen i tilbagediskonterede nutidsværdi af det øgede cash-flow i forbindelse med en eventuel huslejestigning generet af forbedringerne i ejendommen.

5.8 REGNSKABSMÆSSIG BEHANDLING AF GÆLD VEDR. INVESTERINGSEJENDOMME

Dette afsnit beskriver den regnskabsmæssige behandling af de gældsposter der er tilknyttet investeringsejendomme. Afsnittet afsluttes med en beskrivelse af de specifikke forskelle der fra ÅRL til IFRS.

Nedenfor er illustreret forskellene på den regnskabsmæssige behandling af de ejendomsrelaterede gældsposter, alt afhængig af om ejendommen måles til kostpris eller dagsværdi.

FIGUR 7 MÅLING AF GÆLD VEDRØRENDE INVESTERINGSEJENDOMME



⁶⁶ E&S, notat om værdiansættelse af investeringsejendomme af 3. april 2009

Fortolkningsbidraget til de finansielle forpligtelser tilknyttet investeringsejendomme findes i IAS 39⁶⁷ om indregning og måling af finansielle aktiver og forpligtelser. Fortolkningsbidraget er ens for ÅRL og IFRS, og hovedreglen for finansielle forpligtelser er, at primære finansielle instrumenter (se definition nedenfor), efter første indregning måles til amortiseret kostpris, med mindre den finansielle forpligtelse indgår i en handelsbeholdning⁶⁸.

IAS 39 opererer med følgende to typer finansielle instrumenter⁶⁹:

- Primære finansielle instrumenter,
 - o Tilgodehavender, gæld, værdipapirer, likvider og lån
- Afledte finansielle instrumenter,
 - o Terminsforretninger, swaps, futures og optioner

Prioritetsgæld kan med udgangspunkt i ovenfor defineres som et primært finansielt instrument der er tilknyttet ét specifikt aktiv. Som følge heraf er hovedreglen, ifølge IAS 39, at forpligtelsen skal måles til amortiseret kostpris. Undtagelsen til hovedreglen er at gældsforpligtelsen er påtaget for at opnå en kortsigtet gevinst⁷⁰. I praksis vil dette kun være tilfældet i finansielle virksomheder.

Det kan nævnes at der til afdækning af risikoen forbundet med finansieringen af investeringsejendomme, altså til sikring af det primære finansielle instrument, ofte købes afledte finansielle instrumenter, såsom renteswaps.

Af afgrænsningsmæssige årsager kommer jeg ikke yderligere ind på den regnskabsmæssige behandling af eksempelvis indkøbet af en renteswaps og øvrige afledte finansielle instrumenter.

5.8.1 1. INDREGNING

Der er konvergens mellem ÅRL §36 og IFRS i, at finansielle forpligtelser indregnes til kostpris, på det tidspunkt hvor der foreligger en aftalemæssig forpligtelse. Dette er som oftest sammenfaldende tidspunktet hvor transaktionen faktisk finder sted.

Kostprisen vil i langt de fleste tilfælde svare til det kontante provenu, som igen reelt svarer til den nominelle gældsforpligtelse (dagsværdien), fratrasket omkostningerne til stiftelsen af den finansielle gældsforpligtelse.

Dagsværdien af en gældsforpligtelse danner i praksis grundlaget for beregningen af lånets effektive rente, som igen danner grundlaget for beregningen af amortiseringsstillægget. Se

⁶⁷ IAS 39, Financial instruments, recognition & measurement

⁶⁸ KPMG, indsigt i ÅRL 10/11, side 289

⁶⁹ KPMG, indsigt i ÅRL 10/11, side 279

⁷⁰ Deloitte, vejledning til IAS 39, finansielle instrumenter; indregning & måling, side 7

eksemplet i bilag 11.2, hvor stiftelsesomkostningen og kurstabet på samlet 550.000, fordeles ved en amortisering i annuitetslånets løbetid på fem år.

Hovedreglen i ÅRL §37 medfører, at finansielle forpligtelser løbende skal måles til amortiseret kostpris. Det samme er gældende for IFRS, og der er således også konvergens på denne regnskabspost. Konsekvensen af amortiseringen er, at kurstabet, stiftelsesomkostningerne mv. føres i resultatopgørelsen løbende, og fordeles således over lånets samlede løbetid.

Begrebet amortiseret kostpris defineres i definitionerne i bilag 1 til ÅRL som:

- Amortiseret kostpris er den værdi, til hvilken et finansielt aktiv eller en finansiell forpligtelse blev målt ved første indregning med
 - o Fradrag af afdrag
 - o Tillæg eller fradrag af den samlede afskrivning på forskellen mellem det oprindeligt indregnede beløb og det beløb, der forfalder ved udløb, og
 - o Fradrag af nedskrivninger

5.8.2 ÅRL VEDR. GÆLD TILKNYTTET INVESTERINGSEJENDOMME

Det er en forudsætning for selskaber der, måler deres investeringsejendomme til dagsværdi efter ÅRL §38, at de til investeringsaktiviteten tilknyttede gældsforpligtelser ligeledes måles til dagsværdi.

Med måling til dagsværdi menes, at værdien i balancen skal optages til den kurs, som en forpligtelse kan indfries med. I den forbindelse kan nævnes at realkreditlån baseres på obligationer, der kan handles på Københavns Fondsbørs. Som følge heraf kan dagsværdien af realkreditlån som oftest opgøres på basis af kurslister.

Herudover kan finansieringen af en ejendom ske på grundlag af pantebrevs-, bankgæld mv. For disse typer af gældsforpligtelser, og i øvrigt også gæld til kreditforeninger kan der være fastsat foruddefinerede indfrielsesvilkår – eksempelvis pari-lån⁷¹. Det er KPMG's opfattelse at kursen der skal lægges til grund ved beregningen af dagsværdien ikke kan overstige den aftalte indfrielseskurs⁷².

Reguleringen af gælden til dagsværdi skal føres via resultatopgørelsen og vil i praksis ske i samme regnskabspost som investeringsejendommen reguleres via.

⁷¹ Pari-lån er lån der kan indfries til kurs 100

⁷² KPMG, Investeringsejendomme, side 18

5.8.3 IFRS VEDRØRENDE GÆLD TILKNYTTET INVESTERINGSEJENDOMME

Såfremt en investeringsejendom måles til dagsværdi ifølge IFRS, stilles der modsat ÅRL ikke særlige krav til hvordan den tilknyttede gæld skal måles.

Dette medfører, at gældsforpligtelserne regnskabsmæssigt skal behandles efter de generelle vilkår om finansielle forpligtelser i IAS 39 som beskrevet ovenfor.

Ifølge IFRS 39 er der særlige forhold der medfører at finansielle forpligtelser kan måles til dagsværdi⁷³. Dette gælder blandt andet de tilfælde hvor der er afledte finansielle instrumenter tilknyttet gældsforpligtelsen. Af eksempler herpå kan nævnes en underliggende sikring af cash-flowet såsom eksempelvis en renteswap.

Kriteriet er, at såfremt de til investeringsejendommen knyttede gældsforpligtelser kan siges at indgå i et dokumenteret risikostyringssystem, hvor den løbende styring og ledelsesinformation til virksomhedens øverste ledelse er baseret på dagsværdier, kan gældsforpligtelser dog godt reguleres til dagværdi i overensstemmelse med IAS 39.

⁷³ Jan Fedders & Henrik Steffensen, Årsrapporter efter IFRS, side 753

6 VÆRDANSÆTTELSE AF INVESTERINGSEJENDOMME

Dette afsnit undersøger hvilken målemetode ejendomsbranchen anbefaler som den mest retvisende metode til løbende måling af investeringsejendomme, og hvilke underliggende informationer som målingen skal suppleres med.

Eftersom ejendomsbranchen har en naturlig interesse i at tiltrække investorer og dermed aktivitet og likviditet i ejendomsmarkedet og det tilhørende marked for handel med ejendomsaktier, finder jeg det interessant at undersøge hvad branchen selv anbefaler. Empirien til afsnittet baseres på afgørelser og notater fra Fondsrådet og E&S, publikationer fra ED og interview med ejendomsspecialister.

6.1 DEFINITION AF DAGSVÆRDI FOR INVESTERINGSEJENDOMME

Indledningsvist definerer begreberne "dagsværdi" og "markedsværdi" samme værdi.

Dagsværdien af en investeringsejendom er pr. definition den værdi som en ejendom kan sælges til i en normal handel, på normale vilkår, og på et normalt marked.

ED definerer markedsværdien af en investeringsejendom baseret på "Red Books"⁷⁴ definition af markedsværdi som⁷⁵:

Den skønnede værdi, som en ejendom vil blive handlet til på vurderingsdatoen mellem en villig køber og en villig sælger i en armslængdetransaktion efter passende markedsføring, hvori parterne begge har handlet kyndigt, fornuftigt og uden tvang.

Markedsværdien skal forstås som en skønnet værdi af en ejendom uden reduktion for købs- og salgsomkostninger og uden modregning af nogen form for tilknyttede skatter.

Da denne definition svarer til definitionen i IAS 40, afsnit 36 & afsnit 37, lægges definitionen derfor til grund for dagværdien af en investeringsejendom i det videre arbejde med afhandlingen.

Køber og sælger defineres uddybende som værende uafhængige og hver især velkvalificerede parter i en handel, der har en tilpas varighed til, at køber kan nå at sætte sig ind i ejendommens tilstand mv., dvs. en handel på "lige vilkår" og på sædvanlige markedsvilkår. Og ved uddybningen af "uden tvang" fastslås det, at parterne er interesseret i, at gennemføre handlen, men er hverken tvunget, eller urimeligt overtalt til at gennemføre handlen.

I de tilfælde, hvor værdiansættelsen ikke kan baseres på en sammenlignelig handel af en ejendom med lignende karakteristika, anbefales det af ED, at der foretages et skøn over den

⁷⁴ Red Book udgives af RICS

⁷⁵ Ejendomsforeningen Danmark, værdiansættelse af investeringsejendomme, side 18

forventede dagsværdi af en investeringsejendom med udgangspunkt i en af de afkastbaserede modeller, hvilket også er i fuld overensstemmelse med IAS 40.

Efter hidtidig praksis kunne danske ejendomme måles til den offentlige ejendomsvurdering. Denne praksis er med vedtagelsen af RV 16, afsnit 36 definitivt ophørt. Investeringsejendomme må naturligvis optages til offentlig ejendomsvurdering såfremt denne værdi svarer til den værdi der vil fremkomme ved værdiansættelse efter 2 ovenfor anviste metoder, men metode for måling af dagsværdi må den offentlige ejendomsvurdering ikke stå alene.

6.2 METODER TIL MÅLING AF DAGSVÆRDI FOR INVESTERINGSEJENDOMME

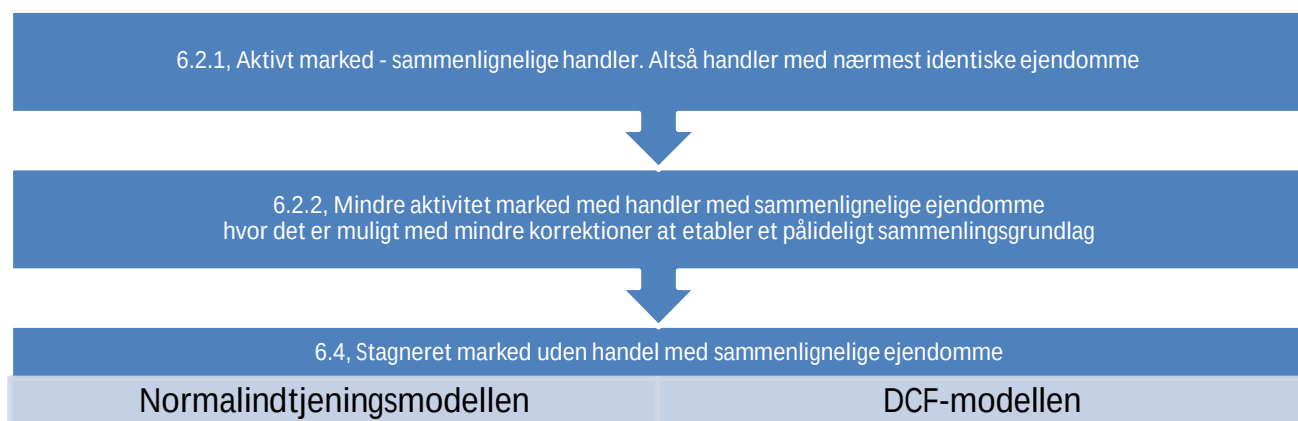
Med følgende argumentation lægger ED til grund at investeringsejendomme skal måles til dagsværdi:

Et børsnoteret ejendomsselskabs aktier handles mere kortsigtet og på et mere likvidt marked end de ejendomme som et ejendomsselskab ligger inde med, derfor bør ejendommene i et investorperspektiv rapporteres til dagsværdi, så aktien kan skifte hænder uden at investor skal foretage lange analyser.

Kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber er ifølge bekendtgørelsen for finansielle årsrapporter for finansielle virksomheder §60⁷⁶, underlagt et krav om måling af investeringsejendomme til dagsværdi.

Jeg har nedenfor opstillet en model der, i prioriteret rækkefølge viser det målegrundlag som lægges til grund for målingen af markedsværdien af investeringsejendom ifølge IAS 40⁷⁷, hvoraf det stagnerede marked er opdelt i to alternative mark-2-model metoder:

FIGUR 8 OVERSIGT OVER METODER TIL MÅLING AF MARKEDSVÆRDI



⁷⁶ Bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl.

⁷⁷ Jan Fedders & Henrik Steffensen, Årsrapport jf. IFRS, side 741

6.2.1 *AKTIVT MARKED MED SAMMENLIGNELIGE HANDLER*

Det bedste målegrundlag angives i IAS 40 som værende en sammenligning af handelspriser for nyligt gennemførte handler af ejendomme af tilsvarende karakter, og med samme vedligeholdelsesstand, beliggenhed, anvendelsesmuligheder mv. Dette målegrundlag bærer præg af et fuldkomment marked, og ensartede ejendomme.

For at kunne anvende sammenlignelige handler som sammenligningsgrundlag kræves det, at selve markedet er transparent og at der er adgang til disse markedsdata. På det internationale Jones Lang LaSalle⁷⁸ indeks, der viser transparensen på i alt 81 ejendomsmarkeder rundt om i verden har Danmark fra 2008 –2010 taget et stort skridt mod en højere grad af transparens. Danmark er samlet set i 2010 placeret på en 12. plads, og gradueres som "transparent ". Til sammenligning placeres Sverige på en 4. plads, med graduering som "highly transparent ".

I Danmark er oplysninger vedrørende ejendomshandler svært tilgængelige. Det er derfor ikke umiddelbart muligt for en investor at vurdere markedsprisen for investeringsejendomme i specifikke områder.

Ses der isoleret på de fem forskellige high-score lister, som samlet munder ud i Danmarks samlede 12. plads på Jones Lang LaSalle's transparensindeks, er Danmark ikke engang listet på top 20 over "market fundamentals ". Market fundamentals er indsigt i markedets transaktioner, herunder handelspriser, markedslejer, belægning mv. Førnævnte må siges at være den væsentligste information for investors vurdering af de markeder som et selskabs investeringsejendomme befinder sig på.

6.2.2 *MINDRE AKTIVT MARKED MED SAMMENLIGNELIGE HANDLER*

Handler på et mindre aktivt marked kan også lægges til grund, såfremt man pålideligt kan korrigere for de udsving som markedet generelt har oplevet gennem de senere år. Alternativt at der er handlet ejendomme, som med få korrektioner i forudsætningerne kan sidestilles med den ejendom der ønskes vurderet. Som et sidste grundlag kan nævnes sammenlignelige ejendomme handlet i et andet område, men som med pålidelige korrektioner kan omregnes til en værdi baseret på det område som den pågældende ejendom befinder sig i.

6.3 *GENERELT OM TRANSPARENS PÅ EJENDOMSMARKEDET*

Det fremgår af artiklen "mindre gearing og større transparens ", af Tonny Nielsen⁷⁹ fra Aberdeen Asset Management, at ejendomsmarkedet i London stabiliseredes hurtigt ovenpå finanskrisen, og at der derved hurtigere kom gang i omsætningen af ejendommene. England indtager til sammenligning en 3. plads i Jones Lang LaSalle indekset, og er dermed mere transparent end

⁷⁸ <http://www.joneslanglasalle.com>

⁷⁹ Artikel: Tonny Nielsen, mindre gearing & større transparens, 2010

det danske. Selve graden af transparens tillægges stor indflydelse på antallet af ejendomshandler af Tonny Nielsen i artiklen.

Hvad angår transaktionsvolumen på det svenske ejendomsmarked var der også kun en afmatning at spore i 2007⁸⁰. Det vil sige, at både det svenske- og engelske ejendomsmarked oplevede en hurtigere stabilisering end det danske ejendomsmarked. At minimum to af ejendomsmarkederne i top fem på transparensindekset ikke oplevede en langvarig afmatning på ejendomsmarkedet, må siges at være et væsentligt incitament til, at få indarbejdet noget mere transparens omkring det danske ejendomsmarked.

Tonny Nielsen ser den manglende transparens og generelle tilgængelighed af markedsdata som værende en primær faktor til reduktionen af reelle ejendomshandler, da investorerne frygter at handle en ejendom til en fejlvurderet værdi. Og som en afledt effekt af, at der ikke handles ejendomme, mister investor det optimale sammenligningsgrundlag af faktiske ejendomsværdier, medførende en usikkerhed om selve markedsværdien af et ejendomsselskab.

I Jones Lang LaSalle rapporten for 2010 fremgår det, at transparens omkring finansieringen af ejendomme bliver et af de helt store emner for fremtidig rapportering i ejendomsselskaber. Dette stemmer også overens med artiklen hvor Tonny Nielsen⁸¹ inddrager nogle konklusioner fra en analyse foretaget af Realkredit Danmark, hvor det anføres at 47% af de af de adspurgte mente, at en reduktion af gearingen i forbindelse med finansiering af ejendomme, vil være den vigtigste forudsætning for at skabe et bæredygtigt ejendomsmarked i Danmark der i fremtiden kan modstå kriser.

I samme artikel fandt 39,8% af de af de adspurgte, at en større transparens i markedet, vil være den vigtigste forudsætning for at skabe et bæredygtigt ejendomsmarked i Danmark der i fremtid kan modstå kriser.

I Sverige har man som investor mulighed for, at anvende www.datscha.com til indhentning af markedsdata om ejendomme i Sverige, herunder både salgspriser og lejeniveau. Eksempelvis kan man designe sin egen portefølje og få en samlet værdi af porteføljen. Dette giver den enkelte investor mulighed for selv at designe en sammenlignelig ejendomsportefølje til benchmarking af et ejendomsselskabs ejendomsportefølje.

Endvidere gør det svenske ejendomsindeks det også muligt for investor, at sammenligne forudsætningerne for dagsværdimålingen helt ned til nærområdet af enkelte ejendomme. Dette skaber tryk for investor, da ejendomsselskabets værdier kan efterprøves. Samtidig giver det

⁸⁰ Årsrapport, Castellum AB 2010

⁸¹ Artikel: Tonny Nielsen, mindre gearing & større transparens, 2010

ejendomsselskabet et mere pålideligt grundlag for at foretage og dokumentere dagsværdimålingen.

Et problem med dagsværdimåling er rettidig indregning af tab (timely recognition). En ledelse kan eksempelvis skjule driften af en halvårlig ejendom ved at reducere kapitalafkastkravet med eksempelvis en halv % om året i nogle år – for derefter at foretage et big bath og indregne det samlede tab på én gang, for derefter at starte forfra med et højere afkastkrav igen. Det samme problem med timely recognition, kan dog også tilskrives historisk kostpris med fradrag af afskrivninger, hvor værdiforringelsen nemt kan overhale afskrivningstakten.

Med fuld tilgængelighed af sammenlignelige markedsdata reduceres dette støjelement, og investor opnår derved indirekte en større grad af sikkerhed for afkastkravene. Det vil sige, eksterne data reducerer i første omgang risikotillægget som investor ville have tillagt for at reducere risikoen for ledelsens tilsidesættelse af timely recognition af tab.

6.4 MODELBASERET VÆRDANSÆTTELSE

Dette afsnit vil behandle overvejelserne der lægges til grund, når der ikke findes sammenlignelige handler, og metoden er prioriteret på en 3. plads i hierarkiet, der angiver de forskellige metoder for måling af dagsværdi.

Ifølge statsautoriseret ejendomsmægler, Johnny Hallas (Dan-Bolig, Hillerød), handles investeringsejendomme oftest i et langsigtet perspektiv, hvor investor har et afkastkrav der er sammensat af dels et løbende driftsafkast og eventuelt en forventning om en værdistigning, der kan tillægges mange forskellige forhold.

Derfor er udgangspunktet for Johnny Hallas, at det løbende afkastkrav lægges til grund for en værdiansættelse af en investeringsejendom – og dertil kommer de særlige ejendomsspecifikke forhold. Det vil sige, at erhvervsejendomme udbydes til salg, baseret på et kapitaliseret indkomstgrundlag korrigeret for ejendomsspecifikke forhold på vurderingsdagen. Med andre ord, er normalindtjeningsmetoden den metode Johnny Hallas som udgangspunkt lægger til grund ved vurderingen af den kontante salgspris på en investeringsejendom.

ED udtrykker i deres publikation, "Introduktion af DCF-modellen" (2006), en holdning om, at måling efter DCF-modellen giver regnskabsproducenten et mere nuanceret billede af ejendommens forventede driftsmæssige udsving i løbet af budgetperioden, fremfor det mere statiske billede som normalindtjeningsmodellen umiddelbart giver.

Morten Jensen, senior manager, statsautoriseret revisor fra KPMG med speciale indenfor ejendomme og medlem af bestyrelsen af RICS Danmark⁸² bakker mest op om DCF-modellen ud fra samme argumentation som ED.

Morten Jensen lægger til grund, at han ved vurdering af de ejendomsspecifikke forhold omkring eksempelvis udviklingen i tomgang, renovering, lejerabat mv. oplever, at regnskabsproducenterne mere troværdigt indarbejder udviklingen i eksempelvis tomgangen over budgetperiodens løbetid. Samtidig anvendes budgetperioden til, at vurdere om det er realistisk at selvfinansiere en påtænkt renoveringsopgave –eller om der skal indhentes ekstern finansiering, og alternativt udskyde den påtænkte renovering, med de der af afladte konsekvenser.

Endvidere kan man ved anvendelse af en budgetperiode simulere over de kortsigtede udsving i relation til følsomhedsanalyserne. Det kan således få katastrofale følger for et nødlidende ejendomsselskab, hvis der renoveres i år 1 og tomgangen stiger i år 2. Så også i relation til et regnskabsteknisk værktøj for virksomhederne anbefaler Morten at DCF-modellen indarbejdes i relation til den løbende måling og rapportering af dagsværdi.

6.4.1 VÆRDIANSÆTTELSE EFTER NORMALINDTJENINGSMODELLEN

I daglig tale kaldes modellen for "normalindtjeningsmodellen" eller den simple, afkastbaserede model. Modellen er erhvervsejendomsmægleres og realkreditinstitutternes foretrukne model i vurderings- og værdiansættelsesøjemed⁸³. Betegnelsen "normalindtjeningsmetoden", dækker over, at modellen tager udgangspunkt i forudsætningen om, at ejendommen giver et stabilt afkast år efter år, og at der ikke er de store inflatoriske påvirkninger af huslejeindtægter og driftsomkostninger. Der er derfor ikke noget grundlag, herunder fremtidige pengestrømme, udover normalåret der kan foretages tilbagediskontering af.

Modellens principielle opbygning kan sammenfattende beskrives således:

$$\text{Dagsværdi} = \text{Ejendommens driftsafkast} / \text{Afkastkrav (i \%)} \pm \text{Særegne reguleringer}$$

Normalindtjeningsmodellen anvendes i praksis i overensstemmelse med modelopbygningen fra Finanstilsynets bekendtgørelse nr. 1265, om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl., bilag 8⁸⁴.

Beregnings af dagsværdien efter normalindtjeningsmodellen for den enkelte ejendom foretages i tre etaper⁸⁵:

⁸² Royal Institute of Chartered Surveyors, www.rics.org

⁸³ Artikel: Lars Hørberg, Indregning & måling af investeringsejendomme, 2004

⁸⁴ Ejendomsforeningen Danmark, værdiansættelse af investeringsejendomme, side 12

1. Udregning af generel basisværdi på basis af markedsbestemt lejeniveau med fradrag af konkrete forventede drifts- og vedligeholdelsesudgifter,

+	Lejeindtægt
-	Vedligeholdelseomkostninger
-	Administrationsomkostninger
-	Driftsomkostninger
=	DRIFTSAFKAST

2. Driftsafkastet (normalindtjening) kapitaliseres med en generel markedsafstemt kapitaliseringsfaktor
3. Individuel vurdering af særegne forhold for ejendommen, herunder tillægs- og fradragsværdier ved specifikt at tage stilling til værdiforøgende eller værdiforringende forhold for den pågældende ejendom.

Summen af det ovenfor anførte munder ud i markedsværdien af den enkelte ejendom. Og af forhold, som skal medtages i fastlæggelsen af kapitaliseringsfaktoren, kan nævnes:

- Tillæg for kapitalværdien af afkastet af forudbetalinger og deposita
- Tillæg for merleje ved nedsat leje i forhold til forventet fremtidig markedsleje
- Fradrag for ej udlejede arealer (tomgang), såfremt lejeindtægten er medregnet i ejendommens driftsresultat
- Fradrag for den lejeindtægt der måtte være opkrævet i merleje i det resultat, der indgår i ejendommens driftsafkast
- Fradrag for udskudt vedligeholdelse, og nødvendige udgifter til indretning af tomme lejemål, for at sikre lejemålet kan udlejes i fremtiden

Ulemperne ved normalindtjeningsmodellen er det manglende tilbagediskonteringsmoment i pengestrømmene, såfremt forudsætningen om en repræsentativ normalindtjening ikke er til stede på tidspunktet for målingen. Da modellen kun inddrager ét års forventet lejeafkast, er modellen sårbar og kan medføre væsentlige fejlskøn i forbindelse med beregningen af dagsværdien.

Fordelene ligger i dens simple opbygning, og lette tilgængelighed. Det er let at skabe transparens i modelbeskrivelsen i anvendt regnskabspraksis og modellen er logisk og letforståelig. Men der stilles ved anvendelsen af modellen, store krav til vurderingsmandens

⁸⁵ Ejendomsforeningen Danmark, værdiansættelse af investeringsejendomme, side 13

kompetence og erfaring med hensyn vurderingen af det nugældende og fremtidige markedsniveauer, herunder påvirkning af de faktorer der reguleres for i fase 3.

ED påstår, at ved korrekt anvendelse af fagfolk med den nødvendige ekspertise, giver normalindtjeningsmodellen et lige så retvisende billede af dagsværdien, som DCF-modellen, der via længere budgetteringshorisont, kører med en tilbagediskontering af de enkelte års pengestrømme.

6.4.2 VÆRDANSÆTTELSE EFTER DCF METODEN

ED udarbejdede i 2006 publikationen "Værdiansættelse af fast ejendom –en introduktion til DCF-modellen ". I 2010 konstaterer ED, at der er basis for at lave den supplerende publikation "Værdiansættelse af investeringsejendomme –anbefalinger til DCF-modellen "; da ED konstaterer, at flere og flere professionelle aktører har taget DCF-modellen til sig, og at der eksisterer et behov for at definere nogle retningslinjer ved den metodiske anvendelse af DCF-modellen.

Retningslinjerne udstukket af ED om anvendelsen af DCF-modellen, er overensstemmende med publikationen "Discounted cash flow for commercial property investments - RICS Guidance ", udgivet af RICS⁸⁶ i 2010. ED publikationen er også baseret på anbefalinger fra de internationale regnskabsstander (IAS 40), samt inspireret af IVSC⁸⁷ og GIPS⁸⁸ der begge er organisationer indenfor værdiansættelse af investeringsejendomme.

Af bilag 8 til Finanstilsynets bekendtgørelse nr. 1265, om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl. fremgår ligeledes en omtale af anvendelsen DCF-modellen. Denne omtale er i overensstemmelse de retningslinjer, der udstykkes i publikationen "Værdiansættelse af investeringsejendomme –anbefalinger til DCF-modellen ".

Nedenstående vil derfor tage udgangspunkt ED's praktiske anbefalinger til DCF-modellen.

6.4.3 DEFINITION AF EN INVESTERINGSEJENDOMS FRIE PENGESTRØMME

En investeringsejendoms frie pengestrømme kan i henhold til den traditionelle pengestrømsopgørelse⁸⁹ opgøres som anført nedenfor:

- Driftens likviditetspåvirkning
 - o Nettoresultatet af alle ejendommens ordinære- og ekstraordinære driftsindtægter- og omkostninger.

⁸⁶ Royal Institute of Chartered Surveyors, www.rics.org

⁸⁷ International Valuation Standards Council, www.ivsc.org

⁸⁸ Global Investment Performance Standard, www.gipsstandards.org

⁸⁹ Ejendomsforeningen Danmark, værdiansættelse af investeringsejendomme, side 22 & 23

- Af ordinære poster kan nævnes husleje, vedligeholdelse og øvrige omkostninger, der ikke afholdes af lejerne.
- Af ekstraordinære poster kan nævnes tilbagekøb og frasalg af byggeretter
- Investeringsernes likviditetspåvirkning
 - o Nettoresultatet af indtægter fra tidligere foretagne investeringer, for eksempel fra særindretning af lokaler eller investering i forbedringer der øger ejendommens nettodriftsresultat ved gennemførelse.
- Finansieringens likviditetspåvirkning
 - o Summen af indtægter og omkostninger forbundet med finansieringen.

I vurderingsøjemed bør finansieringens likviditetspåvirkning holdes ude, da investorers behov for finansiering er individuel, og en indarbejdelse af forudsætninger om finansiering vil forstyrre billedet en ejendoms pengestrømme i et fremtidigt perspektiv. Som yderligere argument til at, holde finansieringens likviditetspåvirkning ude af værdiansættelsen er, at investeringsejendommens handelsværdi fastsættes af ejendomsmæglere til handel på kontantbasis.

6.4.4 BUDGETPERIODEN OG TERMINALÅRET

Formålet med budgetperioden er at indregne de særlige forhold, der måtte være i en given periode frem til selve driften normaliserer sig i terminalåret. ED nævner i deres publikationer om værdiansættelse af investeringsejendomme, at budgetperioden generelt bør løbe over en 10 årig periode. Såfremt en 10 årig periode lægges til grund, vil budgetperioden typisk stå for et sted mellem 40-60% af den samlede beregningen af dagsværdien af ejendommen. Des længere budgetperiode, des mindre andel af den samlede værdi stammer fra terminalperioden, og jo flere udsving og forudsætninger kan indarbejdes og specificeres i budgetperioden.

I min DCF værdiansættelsescase, har jeg af overskuelighedsmæssige årsager reduceret budgetperioden til 5 år. I bilag 11.3, Driftsbudget vedr. investeringsejendom, har jeg opstillet et budget indeholdende de mest typiske driftsomkostninger der medtages i diskonteringen, såsom administrationsbidrag, forsikring, ejendomsskatter mv..

Driftsomkostningerne modsvarer naturligvis af nogle huslejeindtægter. I bilag 11.4, Specifikation af lejeindtægter har jeg illustreret hvordan huslejeindtægten kan opdeles på lejerniveau. Under den ordinære huslejeindtægt, har jeg medtaget et særligt afsnit med korrigerende faktorer, såsom lejerabat, trappeleje, tomgang og regulering for særindretning. Disse korrigerende faktorer lægges særskilt da det giver et bedre overblik over den fremtidige lejeindtægt, og da ved sammenligning med normalindtjeningsmodellen er ejendomsspecifikke tillæg.

I bilag 11.5, se sammendrag nedenfor, er hovedtallene fra de ovenstående specifikationer af driftsomkostningerne og huslejeindtægterne samlet. Og nedenfor ses selve diskonteringen af pengestrømmene, samt beregningen af dagsværdien af ejendommen.

	År					
	1	2	3	4	5	Terminalår
Frie pengestrømme fra driften	705.000	1.150.975	1.920.066	2.305.427	2.468.446	2.260.733
Diskonteringsfaktor*	0,935	0,873	0,816	0,763	0,713	
Nutidsværdi af frie pengestrømme	659.175	1.004.801	1.566.774	1.759.041	1.760.002	
Nutidsværdi af budgetperioden	4.740.191					
Nutidsværdi af terminalåret	32.238.060	(2.260.733 x 0,713 / 5%)				2.260.733
Nutidsværdi af ejendommen i alt	<u>36.978.251</u>					
* Beregning af diskonteringsfaktor						
Forrentningskrav	5,0%					
Inflation	<u>2,0%</u>					
Diskonteringsrente	<u>7,0%</u>					

Terminalperioden er et billede af det år hvor driftens pengestrømme i den enkelte ejendom er normaliseret. Dette år kapitaliseres med det foregående års tilbagediskonterede afkastkrav, eksklusiv inflationstillægget.

6.4.5 OVERVEJELSER OMKRING DISKONTERINGEN

Der er flere forhold der spiller ind ved diskonteringen af pengestrømme i DCF-modellen.

Overordnet anvendes diskonteringsrenten som kapitaliseringsfaktor til tilbagediskonteringen af ejendommens fremtidige budgetterede frie pengestrømme.

I et teoretisk værdiansættelsesperspektiv anvendes DCF-modellen efter henholdsvis en direkte, og en indirekte metode. Den direkte metode tilbagediskonterer pengestrømmene der tilfalder ejerne (r_e = ejernes afkastkrav). Den indirekte metode tilbagediskonterer en virksomheds samlede pengestrømme med WACC (weighthed average cost of capital), hvorefter den samlede værdi af virksomhedens aktiver fremkommer. Denne værdi fratrækkes virksomhedens gældsforpligtelser for at finde værdien af virksomhedens egenkapital.

Da finansieringens pengestrømme ikke medtages i den ejendomstilpassede DCF-model, er den ejendomsspecifikke DCF-model således opbygget omkring den direkte cash-flow model

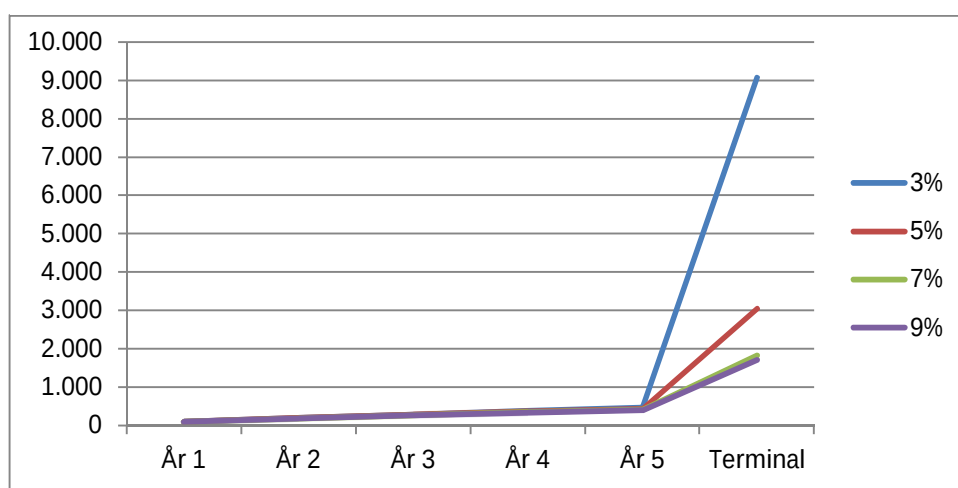
6.4.5.1 Fastsættelse af diskonteringsrenten (afkastkravet)

For at opnå kongruens mellem de afkastbaserede modeller, normalindtjenings- og DCF-modellen, er principperne for fastsættelsen af diskonteringsrenten ens for de to modeller.

Diskonteringsrenten afspejler principielt investors nominelle forrentningskrav til sin investering. Teoretisk set skal diskonteringsrenten være forenelig med den rente som investor kan opnå uden at løbe en risiko. Denne rente skal tillægges en risikofaktor, der er forbundet med investeringen i det givne aktiv.

Da diskonteringsrenten anvendes til beregning af kapitalværdien af de fremtidige pengestrømme⁹⁰, illustreres nedenfor effekten af et forkert estimat på diskonteringsfaktoren. Det akkumulerede udsving i værdi baseres på en årlig nettopengestrøm på kr. 100 ved en inflationsstigning på 2%. Se bilag 11.6 for beregningsgrundlaget for nedenstående figur.

FIGUR 9, DISKONTERINGSFAKTORENS INDFLYDELSE PÅ VÆRDIEN



Som figuren ovenfor ret tydeligt illustrerer, er den samlede værdi af cash-flowet på de kr. 100 særdeles følsom overfor variationen i diskonteringsfaktoren. I relation til afkastkravet, er det derfor meget vigtigt, at den potentielle investor opnår tilstrækkelig overbevisning om pålideligheden af afkastkravet eftersom selv 0,5% kan have væsentlig indflydelse på den beregnede dagsværdi.

Diskonteringsrenten, der indledningsvist foreslås anvendt af ED, er den risikofrie rente tillagt et ejendomsspecifikt risikotillæg. Den risikofrie rente svarer i praksis til renten på en 10-årig statsobligation⁹¹.

Til fastlæggelse af det ejendomsspecifikke tillæg bør følgende overvejelser lægges til grund:

- Er der efterspørgsel efter den pågældende ejendomstype i området
- Beliggenhed, en dårligere beliggenhed betyder et højere afkastkrav

⁹⁰ Regnskabsanalyse & værdiansættelse –en praktisk tilgang, Ole Sørensen (2009) side49

⁹¹ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 51

- Vedligeholdelsesstanden, en ejendom i god stand kan bære et lavere afkastkrav
- Lejernes bonitet og kontraktperioden i huslejekontrakterne
- Ejendommens faktiske anvendelse, en hurtig nedslidningstakt betyder højere afkastkrav

Overvejelserne omkring de anførte punkter har til formål at munde ud i et samlet individuelt risikotillæg til det risikofrie afkastkrav. Derudover kommer der forhold såsom lejens fastsættelse, løbende vedligeholdelse mv. Større udsving i disse forhold skulle gerne medtages og udjævnes budgetperioden, så terminalperioden svarer til det omtalte normaliserede år.

Fastlæggelse af afkastkrav anbefalet af ED, r_e ⁹²:

Benchmark rente	5,0%
Ejendomsspecifikt tillæg	2,0%
r_e	7,0%

Ovenstående ejendomsspecifikke afkastkrav tillægges inflationen for at ramme selve diskonteringsfaktoren i budgetperioden. Tillægget af inflationspræmien kan ske efter to principper:

- Approksimativt reelt forrentningskrav, det vil sige eksklusiv inflation
- Reelt forrentningskrav, det vil sige inklusive inflation

Eftersom den langsigtede vækst for investeringsejendommen sidestilles med den langsigtede vækst i samfundet (inflation), kan inflationspræmien holdes ude af diskonteringsfaktoren ved af anvendelse af normalindtjeningsmodellen, eftersom stigningen i driftsomkostninger svarer til den forventede stigning i huslejeindtægten.

Da DCF-modellen har en mellemliggende periode (budgetperioden) frem til det normaliserede år (terminalåret) spiller inflationen en rolle i den mellemliggende periode og skal medtages i beregningen af kapitalværdien af pengestrømmene. Grundet princippet om kongruens mellem DCF-modellen og normalindtjeningsmodellen, tillægges inflationstillægget diskonteringsfaktoren efter den approksimativt reale metode:

Approksimativt reelt afkast:

Afkastkrav	7,00%
Inflation	<u>2,00%</u>
Diskonteringsrente	<u><u>9,00%</u></u>

$$7\% + 2\% = 9\%$$

Reelt afkast:

Afkastkrav	7,00%
Inflation	<u>2,00%</u>
Diskonteringsrente	<u><u>9,14%</u></u>

$$(1+7\%) \times (1+2\%) - 1 = 9,14\%$$

⁹² Værdiansættelse af investeringsejendomme –anbefalinger til DCF-modellen, ejendomsforeningen Danmark (2010), side 32

Den europæiske centralbank ECB fastsatte i oktober måned 2010 det langfristede inflationsmål til 2%. ED anbefaler at dette mål lægges til grund for inflationen med mindre der er kontraktfastsat andre former for pristalsregulering af huslejepriser.

6.4.5.2 Fondsrådets indstilling til afkastkravet

Fondsrådet har truffet nogle principielle afgørelser om forudsætningerne for måling af investeringsejendomme. I afgørelsen fra 15. april 2011, måtte et ejendomsselskab korrigere deres årsrapport fra 2008/2009 som følge af, at selskabets udenlandske ejendomme var målt til dagsværdi ud fra en upålideligt opgjort tilbagediskonteringsats (afkastkrav).

Fondsrådet henviser i afgørelsen til IAS 36 om værdiforringelse af aktiver (impairmenttest), appendix A, afsnit A19, hvoraf det fremgår at diskonteringsatsen er uafhængig af virksomhedens kapitalstruktur og virksomhedens finansiering af købet af aktivet, idet de fremtidige pengestrømme som genereres af aktivet, ikke er afhængige af, hvor virksomheden har finansieret købet af aktivet.

Det vil sige, at den traditionelle WACC (weighted average cost of capital) beregning, ikke kan lægges til grund ved fastsættelsen af diskonteringsfaktoren. Denne betragtning suppleres med ED's definition af dagsværdi, der netop gik på hvad en uafhængig køber ville betale kontant for en tilsvarende ejendom. I definitionen indgår der altså ikke overvejelser om finansieringen af købet.

I WACC beregningen indgår en korrektion af andelen af egen-, og fremmedfinansiering, og eftersom prisen på fremmedfinansiering gennem de senere år har været lavere end egenkapitalomkostningen, medfører en højere fremmedfinansiering en lavere diskonteringsfaktor, og dermed overvurderes ejendommene eftersom forkerte forudsætninger for modellen lægges til grund. For detaljeret beregning af nedenstående WACC, se bilag 11.10.

I eksemplet ender afkast WACC på 5,3% med 80% i fremmedfinansiering. Og modsat ender afkastkravet på 9,0% ved 80% i egenkapital.

Med udgangspunkt i ovenstående, kan det indirekte konkluderes, at eftersom andelen af fremmedfinansieringen skal holdes ude af beregningen af diskonteringsfaktoren, skal pengestrømmene genereret af finansieringen ligeledes skulle holdes ude, hvilket i begge tilfælde er i overensstemmende med ED's anbefalinger.

6.4.5.3 Erhvervs- og selskabsstyrelsens indstilling til afkastkravet

E&S anfører i deres notat af 3. april 2009, om måling af investeringsejendomme, at forrentningskravet skal repræsentere den forrentning af investeringen, som det må forventes, at en villig og uafhængig part vil kræve ved køb af ejendommen. Som følge heraf, lægges der op til det ejendomsspecifikke tillæg skal være indregnet i afkast for den enkelte ejendom.

Notatet nævner i den forbindelse, at udgangspunktet for afkastkravet som investeringsejendomme handles til, kan findes i retail-markedsrapporten fra Colliers Hans Vestergaard. Eftersom kravet er et beregnet gennemsnit, skal dette naturligvis korrigeres for de samme forhold som blev anført under overvejelserne om det ejendomsspecifikke tillæg. Altså har ejendommen en god beliggenhed, er i god stand og udlejet på langvarige kontrakter til gode og stærke lejere kan det ejendomsspecifikke tillæg reduceres medførende et samlet set lavere afkastkrav, og dermed en højere beregnet dagsværdi.

Det har ikke været muligt at finde ud af hvilke markedsdata og indikationer som Colliers Hans Vestergaard lægger til grund ved fastsættelsen af afkastkravene i retail-markedsrapporten. Jeg har således ikke noget grundlag for, at vurdere forudsætningerne for dagsværdimåling på netop dette grundlag.

6.5 SIKRING AF TROVÆRDIGHED OVERFOR REGNSKABSBRUGEREN

Artiklen "the crisis of fair value", af Christian Laux og Christian Leuz (2009), argumenterer for, at det væsentligste problem med dagsværdimåling er relevans og pålidelighed, altså at transparensen skal være helt i top for, at regnskabsbrugerne kan lægge værdierne i regnskabet til grund for deres beslutningstagen.

Laux og Leuz identificerer også et problemet i relation til den nationale regulering af de internationale standarder, og det er at lande, der er udsatte på enkelte regnskabsområde, har lyst til at fokusere på dette, med risiko for, at fortolkningerne (afgørelserne), der efterfølgende lægges til grund bliver skæve i forhold til de øvrige lande. Til underbygning af dette, vil jeg med udgangspunkt i E&S notatet fra 3. april 2009, ÅRL og IAS 40 vurderer hvad der kræves af informationer vedrørende målingen af investeringsejendomme.

E&S fremhæver i deres notat om måling af investeringsejendomme⁹³, at ÅRL (lov nr. 516 af 17. juni 2008) stiller krav til præsentationen vedrørende aflæggelse af årsrapporter indeholdende investeringsejendomme. Det lægges således til grund, at E&S forlanger at kravene om offentliggørelse af lovkrævede oplysninger efterleves.

Formålet med notat er at lede regnskabsproducenternes opmærksomhed hen til ÅRL's kapitel 8 om noteoplysninger, herunder især anvendt regnskabspraksis vedr. forudsætningerne og beregningsmetoden lagt til grund for måling af investeringsejendomme til dagsværdi⁹⁴.

⁹³ Erhvervs- & selskabsstyrelsen, nota om måling af investeringsejendomme (2009)

⁹⁴ ÅRL §53, stk 2, nr. 1, litra b

6.5.1 PRÆSENTATION VEDR. INVESTERINGSEJENDOMME

6.5.1.1 Resultatopgørelsen jf. ÅRL

Oplysningskravet om selve resultatopgørelsen "er gældende for alle regnskabsklasser, og består af årets indregnede indtægter og omkostninger, hvor indtægter defineres som:

Stigninger i økonomiske fordele i regnskabsperioden i form af tilgang eller værdistigning af aktiver eller fald i forpligtelser, som medfører stigninger i egenkapitalen.⁹⁵

Og omkostninger defineres som:

Fald i økonomiske fordele i regnskabsperioden i form af afgang eller værdiforringelse af aktiver eller stigning i forpligtelser, som medfører fald i egenkapitalen.⁹⁶

ÅRL §23 og ÅRL §73 stiller krav om at virksomheder skal opstille deres resultatopgørelse i henhold til skemakravene 3-6, fra ÅRL bilag 2. For virksomheder der aflægger årsrapport for regnskabsklasserne C og D, er det dog kun muligt at anvende skema 5 og 6.

Virksomheder i regnskabsklasserne op til og med mellemstore C, kan sammendrage nettoomsætningen og de der til knyttede omkostninger og blot oplyse bruttofortjenesten. Fra og med regnskabsklasse stor C og D er det ikke muligt jf. skemakravene at sammendrage posterne forud for bruttofortjenesten.

6.5.1.2 Resultatopgørelsen jf. IFRS

Principperne for hvad der skal med i resultatopgørelsen fremgår af IAS 1, og er i princippet identisk med ÅRL⁹⁷. Dog kræves det, at virksomhedens "totalindkomst" vises i direkte tilknytning til resultatopgørelsen eller som en særskilt opgørelse umiddelbart efter resultatopgørelsen. Udover nogle minimumskrav, stiller IAS 1 ikke særlige krav til opbygningen af resultatopgørelsen.

Totalindkomsten er et udtryk for summen af de samlede indtægter og omkostninger, med andre ord skal totalindkomstopgørelsen også indeholde de regnskabsposter der er indregnet, og reguleret direkte på egenkapitalen. Totalindkomsten er eksklusiv transaktioner med ejerne⁹⁸.

ED anbefaler ejendomsselskaber at anvende resultatopgørelsen som "foreningen af danske finansanalytikere" (herefter refereret som DDF), har opstillet i deres publikation "Anbefalinger

⁹⁵ ÅRL, bilag 1

⁹⁶ ÅRL, bilag 1

⁹⁷ PWC, Regnskabshåndbogen 2010, side 244

⁹⁸ PWC, Regnskabshåndbogen 2010, side 244

og Nøgletal 2010 ". Skabelonen for den anbefalede resultatopgørelse er illustreret i bilag 0. Fordelen ved DDF's resultatopgørelse er, at nøgletallet EBVAT⁹⁹ fremkommer som en subtotal.

I princippet bør EBVAT indeholde samtlige af de kontante driftsposter der relaterer til ejendomsdriften. Udover de ejendomsrelaterede poster følger øvrige administrationsomkostninger og øvrige omkostninger der generelt der ikke kan henføres til ejendomsdriften.

Set i et investorperspektiv kan EBVAT danne grundlag for det samlede totale cash-flow før investerings- og finansierings påvirkning og er et væsentligt nøgletal der kan danne grundlag for investors analyse af et ejendomsselskabs permanente driftsoverskud.

6.5.2 INVESTERINGSEJENDOMME UNDER AKTIVER I BALANCEN, IFØLGE ÅRL

Ifølge ÅRL §23, skal balancen opstilles efter skemakravene angivet i ÅRL. Rent strukturmæssigt er balancen bygget op efter princippet om, de mest likvide aktiver placeres nederst i balancen. Det samme princip gør sig gældende for passiverne, hvor de kortfristede forpligtelser placeres nederst, og den bundne del af egenkapitalen er placeret øverst.

En investeringsejendom præsenteres i balancen, under materielle anlægsaktiver. Ifølge ÅRL, bilag 2, skema 1 og skema 2 inddeles materielle anlægsaktiver i følgende hovedgrupper:

1. Grunde og bygninger
2. Produktionsanlæg og maskiner
3. Andre anlæg, driftsmateriel og inventar
4. Materielle anlægsaktiver under udførelse og forudbetalinger for materielle anlægsaktiver

Som det fremgår, indgår regnskabsposten "Investeringsejendomme" ikke i skemaerne fra bilag 2 i ÅRL. Eftersom investeringsejendomme, der måles til dagsværdi behandles på andre vilkår end de øvrige typer af ejendomme (handels-, og domicilejendomme), vil det efter min mening skabe mere transparens og åbenhed i årsrapporten, hvis investeringsejendomme præsenteres som særskilt post under materielle anlægsaktiver.

⁹⁹ Earnings Before Value adjustments And Tax

6.5.3 *INVESTERINGSEJENDOMME UNDER AKTIVER I BALANCEN, IFØLGE IFRS*

IAS 40 kræver, at der for investeringsejendomme udarbejdes en anlægsnote efter de samme retningslinjer som er gældende for øvrige materielle anlægsaktiver som omtalt i IAS 16¹⁰⁰.

IAS 16 indeholder ingen deciderede præsentrationsbestemmelser, men fokuserer på krav til supplerende informationer vedrørende værdiansættelsen. I IAS 1 kræves det dog at materielle anlægsaktiver præsenteres særskilt, hvilket gør det tilstrækkeligt at sammendrage samtlige materielle anlægsaktiver til én post i balancen under aktiver.

I selve anlægsnoten skal de materielle anlægsaktiver imidlertid opdeles i hovedposter. Disse hovedposter defineres som Grunde og bygninger, Tekniske anlæg og maskiner mv.¹⁰¹. Derudover skal anlægsnoten indeholde sammenligningstal, samt til- og afgang, afskrivninger mv.¹⁰² for hver af hovedgrupper. Se bilag 11.8 for en illustration af hvilke poster der som minimum skal indgå i anlægsnoten jf. IAS 16.

Der er ikke krav om oplysning af den oprindelige anskaffelsessum for de materielle anlægsaktiver i modsætning til ÅRL.

6.5.4 *ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS*

Ifølge ÅRL §18 er anvendt regnskabspraksis obligatorisk for samtlige regnskabsklasser. I ÅRL §53 gældende fra og med regnskabsklasse B, udvides kravet til hvad der skal fremgå af anvendt regnskabspraksis. Det fremgår, at der skal redegøres for indregningsmetoder og målegrundlag. E&S henviser specifikt til oplysningskravet i ÅRL §53 i deres notat af 3. april 2009. Af ÅRL §53, stk. 2, nr. 1 fremgår det, at selve grundlaget og metoderne for op-, ned-, og afskrivninger skal fremgå.

Såfremt investeringsejendommene måles til dagsværdi, fremgår det af ÅRL §53, stk. 2, nr. 1, litra b, at der skal gives oplysning om forudsætningerne for målingen af dagsværdien, og den valgte beregningsmetode skal ligeledes fremgå. Ifølge KPMG skal der ske nedenstående som minimum oplyses ved dagsværdimåling:¹⁰³

1. Den eller de anvendte målemetoder til opgørelsen af dagsværdi
 - a. Sammenlignelige handler eller valuarvurdering
 - b. DCF-modellen eller Normalindtjeningsmodellen
2. Væsentlige forudsætninger til opgørelsen af dagsværdien
 - a. Afkastkrav eller diskonteringsfaktor

¹⁰⁰ Jan Fedders & Henrik Steffensen, Årsrapport efter IFRS, side 751

¹⁰¹ Jan Fedders & Henrik Steffensen, Årsrapport efter IFRS, side 363

¹⁰² Jan Fedders & Henrik Steffensen, Årsrapport efter IFRS, side 363

¹⁰³ KPMG, Indsigt i ÅRL 10/11, side 250

- b. Forventede vækststrategier
- c. Principper for opgørelse af afkast- eller diskonteringsgrundlag (f.eks. tomgang, lejerreserve, vedligeholdelsesudgifter, deposita mv.)
- d. Diskonteringsperiode (kun aktuel ved anvendelse af DCF-modellen)
- e. Terminalværdi (kun aktuel ved anvendelse af DCF-modellen)

6.6 YDERLIGERE ANBEFALINGER FRA EJENDOMSFORENINGEN DANMARK

ED anbefaler i deres publikation om best-practice for ejendomsselskaber, at ejendomsselskaberne bør supplere de lovkrævede regnskabsoplysninger (noteoplysninger), med nedenfor anførte oplysninger til hver af deres ejendomme:

- Ejendommenes beliggenhed og areal
- Ejendomstype (kontor, bolig, detailhandel, industri eller lager)
- Balancedagens vurdering af ejendomsværdien, suppleret med anvendt afkastkrav
- Tidspunkt for seneste vurdering af ekstern vurderingsmand
 - o Værdiansættelsen ved den seneste eksterne vurdering
 - o Såfremt der ikke foreligger en ekstern vurdering, bør købspris- og år oplyses
 - ED anbefaler i øvrigt at hver enkelt ejendom vurderes af ekstern vurderingsmand hvert 3. år

Årsrapporten skal indeholde oplysning om det samlede afkast både i kroner og i procent i den pågældende periode og mindst fem år tilbage i tiden (hvis selskabet har eksisteret så længe). Afkastet anbefales opgjort forholdsmæssigt mellem henholdsvis ejendomsinvesteringer og for den samlede aktivitet. Den del af afkastet, der kan henføres til ejendomsinvesteringerne bør opdeles i direkte afkast og værditilvækst.

Det direkte afkast, og værditilvæksten i procent, bør sammenlignes med et benchmark for henholdsvis direkte afkast og værditilvækst. Dette kan eksempelvis baseres på en sammenlignelig gruppe virksomheders (peer-group sammenligning) direkte afkast og værditilvækst, eller det kan være på baggrund af IPD's Danske Ejendomsindeks.

Det direkte afkast kan ligeledes sammenholdes med de beregnede markedsafkast fra Colliers markedsrapporten, som E&S i øvrigt henviser til i deres notat om måling af investeringsejendomme af 3. april 2009.

Et ejendomsselskabs årsrapport bør ligeledes indeholde følgende risikoafdækkende informationer:

- Den samlede ejendomsporteføljes procentvise fordeling på ejendomstyper
- Den samlede ejendomsporteføljes procentvise fordeling på geografiske områder

- De samlede lejeindtægters procentvise fordeling på lejernes erhvervssektorer
- Den gennemsnitlige kvadratmeterleje og den gennemsnitlige tomgang fordelt på ejendomstyper og geografiske områder
- De ti største lejes andel af den samlede lejeindtægt
- Gældens procentvise fordeling på renteniveau og varighed, samt om selskabets samlede gearing. Ejendomsselskaber, der har datterselskaber, bør oplyse den samlede gearing på både moderselskabs- og koncernniveau

Der bør endvidere suppleres med en følsomhedsanalyse, der illustrerer årets resultatpåvirkning ved følgende udsving:

- Et fald på fem procent i det gennemsnitlige lejeniveau, og en stigning på fem procent i den gennemsnitlige tomgang
- En devaluering på fem procent af den danske krone (hvis selskabet har udenlandske ejendomme eller låntagning)
- En stigning på en procent i den gennemsnitlige lånerente
- En stigning på en procent i det gennemsnitlige afkastkrav

7 ANALYSE AF P/BV PÅ UDVALGTE EJENDOMSSKABER

I dette afsnit vil jeg undersøge de udvalgte ejendomsselskabers seneste årsrapporter for at se om den regnskabsmæssige markedsværdi af selskabet godkendes af aktiemarkedet. Formålet med dette er en vurdering af sammenhængen mellem kvaliteten og graden af frivillig regnskabsinformation og aktiemarkedets prisfastsætning af selskabets markedsværdi.

Eftersom det er IASB's primære hensigt med IFRS, at investor skal modtage tilstrækkelig information om virksomhedens værdier til at træffe beslutning om køb og salg af aktien, finder jeg det interessant at undersøge om aktiemarkedet rent faktisk "accepterer" den værdi som årsregnskabet udviser, og godkender forudsætninger ved at handle aktien til en P/BV på 1.

7.1 BESKRIVELSE AF JEUDAN¹⁰⁴

Jeudan er et af Danmarks største ejendomsselskaber, og et af de få børsnoterede ejendomsselskaber med en ejendomsportefølje placeret herhjemme. Koncernen investerer i større kontor- og detailejendomme primært i København. Af Jeudans samlede aktiver udgør 99% investeringsejendomme. Koncernen yder desuden et bredt udvalg af ejendomsrelaterede rådgivnings-, service- og øvrige bygningsrelaterede ydelser.

Jeudans strategi er at fokusere på driften af investeringsejendommene, og ikke så meget på gevinster opnået ved handel med ejendomme. Som følge heraf, lægger ledelsen derfor stor vægt på resultatet før værdireguleringer, EBVAT¹⁰⁵.

EBVAT er siden 2006 steget fra 151 mio. kr. til 255 mio. kr. i 2010. Allerede i 2011 forventer ledelsen en yderligere stigning på ca. 20% i EBVAT, så EBVAT ender på mindst 300 mio. kr. eller ca. 28 kr. per aktie¹⁰⁶.

Jeudan har en fokuseret vækststrategi, og har siden slutningen af 2009 købt ejendomme for over kr. 4 mia. For at holde selskabets strategiske kapitalstruktur, med en egenkapitalandel på 25-30%¹⁰⁷, gennemførtes i foråret 2010 en fortegningsemission på næsten kr. 1 mia. Denne blev tegnet fuldt ud, hvilket indikere at aktiemarkedet generelt har interesse i Jeudan.

Sammenholdes egenkapitalen med den ovennævnte finansielle gearing, er der efter det omtalte opkøb et yderligere investeringsgrundlag på kr. 2-3 mia¹⁰⁸. Det må således forventes, at fremtiden byder på yderligere opkøb, og det fremgår også af afsnittet om begivenheder efter

¹⁰⁴ Uddrag af Jeudans årsrapport fra 2010

¹⁰⁵ Indtjeningstal for resultat før kurs- og værdireguleringer

¹⁰⁶ (kr. 300.000.000 / antal aktier 10.586.000)

¹⁰⁷ Jeudan, årsrapport 2010, side 28

¹⁰⁸ Jeudan, årsrapport 2010, side 78

status, at Jeudan allerede har investeret i ejendomme for kr. 459 mio. fra statusdagen og frem til regnskabsafslutningen.

Den 31. december 2010 var Jeudans samlede ejendomsportefølje på ca. 745.000 m², svarende til en bogført værdi på ca. kr. 14 mia. Porteføljen har med 83% et koncentreret fokus på kontorejendomme. Og det primære geografisk område er København, hvoraf 87% af det totale areal i ejendomsporteføljen er placeret.

Pr. 31. december 2010 er Jeudans ejendomsportefølje fordelt således:

- Kontorejendomme 83% (85% i fremtiden)
- Detailejendomme 10% (som ønsket)
- Boligejendomme 1% (5% i fremtiden)
- Øvrige 6% (0% i fremtiden)

Jeudan er en virksomhed med basis for yderligere selvfinansieret vækst. Det store fokus på positiv EBVAT, medfører også at Jeudan handler ejendomme med positivt cash-flow, hvilket er mest fordelagtigt ved anvendelse af kapitalværdimetoder til værdiansættelse. Risikoprofilen, herunder den finansielle gearing er konservativ, og der er stor spredning i lejerne, herunder er der mange stabile lejere af offentlig karakter.

7.1.1 ANALYSE AF JEUDANS TRANSPARENS

Af anvendt regnskabspraksis fremgår det, at investeringsejendommene måles til dagværdi efter normalindtjeningsmetoden. Jeudan redegør for, og illustrerer fuldt ud selve modellen, der lægges til grund ved målingen.

Omkring diskonteringsfaktoren omtaler Jeudan hvilke kilder, der lægges til grund for diskonteringsfaktoren (afkastkravet). Det fremgår, at Jeudan baserer afkastkravet på løbende henvendelser fra ejendomsmæglere, kreditforeninger og pengeinstitutter med henblik på handel med ejendomme. Jeudan vægter endvidere afkastkravene på de vurderinger som kreditforeninger og pengeinstitutter anvender i forbindelse med Jeudans løbende låneomlægninger.

Jeudan omtaler ligeledes det tætte samarbejde de har med flere større ejendomsmæglerkæder, med hvem der løbende afholdes møder, hvor markedsforholdene drøftes. Uden at kunne bekræfte dette, kunne det tænkes at Colliers er en af disse aktører, og at den rapport, der offentliggøres af Colliers er til drøftelse.

Den samlede ejendomsportefølje er pr. 31. december 2010 målt med et afkastkrav på 5,2% (til sammenligning var det 5,4% i 2009), og i tråd med anbefalingerne af ED fremgår der en følsomhedsberegning, der illustrerer påvirkningen af et ændret kapitalafkastkrav.

Konsekvenserne af ændringer i tomgangslejen, samt ændringer i markedslejen er ligeledes omtalt og illustreret.

Der indgår ingen benchmark-tal vedrørende investeringsejendommene, derfor har jeg foretaget en bench-mark beregning af Jeudans eget afkastkrav for at finde ud af hvilket positivt cash-flow, der lægges til grund for dagsværdimålingen.

Cash-flowet reduceres med den realiserede renteudgift for at få de samme forudsætninger som det realiserede EB VAT for 2010. Det realiserede EB VAT for 2010 er påvirket af andre "øksterne omkostninger "der ikke indgår i modellen for værdiansættelsen af ejendommene –derfor er disse tilbageført.

<i>Jeudan, værdi af ejendomme ultimo (tkr)</i>		<i>14.084.000</i>
Cash-flow ved tilbageført afkastkrav 5,2%		732.368
- Renter		<u>-290.126</u>
TILNÆRMET CORE EB VAT		442.242
Realiseret EB VAT	254.605	
+ Administrationsomkostninger	<u>66.141</u>	<u>320.746</u>
Afvigelse i %		38%

Som det fremgår er der 38% i forskel på det EB VAT, der lægges til grund for værdien af ejendomsporteføljen og det realiserede EB VAT. Dette kan naturligvis henføres til Jeudans øvrige aktiviteter, tomgang, huslejeindtægter og vedligeholdelse.

I årsrapporten gives der en generel beskrivelse af ejendomsmarkedet i København, og de offentlige investeringer i infrastruktur tillægges værdi. Jeudan omtaler, at belægningen på boligejendomme forventes at ramme 100% indenfor en overskuelig fremtid. Denne oplysning er mindre væsentlig da Jeudans andel af boligejendom er på blot 1%, som ønskes øget til 5%.

Jeudan har valgt at oplyse selskabets anskaffelsessummer på investeringsejendomme i henhold til anlægsnoten fra ÅRL, hvilket jeg personligt syntes er en relevant oplysning. Denne anskaffelsessum skal dog ses i lyset af hvor lang tid selskabet har ejet ejendommen, og kan således ikke isoleret lægges til grund for en benchmarkmåling – men det er interessant at se hvor meget værdi som besiddelsen af ejendommene har historisk har medført.

Det gennemsnitlige opsigelsesvarsel på de indgåede lejekontrakter er oplyst til 57 måneder. Af oplysninger omkring lejerboniteten gives der oplysning om sammensætningen af lejere, herunder fordeling på brancher og oplysning om hvad der udlejes til offentlige institutioner.

Yderligere oplyses det, at de store lejere med over 5 mio. i årlig leje, har et vægtet opsigelsesvarsel på 93 måneder. Et sidste tegn på porteføljens robusthed er den lave tomgang,

idet udlejningsprocenter er ca. 95%, og Jeudan kan i 2011 kan tåle en tomgang på 45-50% før EBVAT bliver negativ¹⁰⁹.

Omkring relevante oplysninger vedrørende gældssiden informeres om risikoafdækningen, herunder at selskabet primært finansierer sine ejendomme med 30-årige obligationslån. Renten tegnes oftest til CIBOR 3 og 6 mdr. Efterfølgende afdækkes renterisikoen 10-15 år ud i fremtiden på renteswaps handlet med anerkendte pengeinstitutter. Følsomheden overfor kursudviklingens påvirkning på renten illustreres ved et eksempel.

7.1.2 ANALYSE AF JEUDANS P/BV

Jeudans EBVAT er positiv kr. 254 mio. svarende til 1,81% af værdien af selskabets investeringsejendomme ultimo, hvilket umiddelbart ikke virker særlig højt. Jeg har ved gennemgang af årsrapporten ikke fundet en decideret forklaring på denne lave EBVAT faktor.

Nedenfor er anført den højeste og laveste P/BV faktor 5 dage efter årsrapportens offentliggørelse.

Højeste kurs 5 dage efter offentliggørelsen

	(2005)	(2006)	(2007)	(2008)	(2009)	(2010)
P/BV	2,37	1,44	1,26	1,06	1,04	1,06

Laveste kurs 5 dage efter offentliggørelsen

P/BV	2,32	1,40	1,24	1,03	1,06	1,05
------	------	------	------	------	------	------

Som det fremgår bilag 0, vedrørende supplerende data til ovenstående P/BV, er den regnskabsmæssige værdi steget i forhold til kursen på aktien fra 2005 til 2010, medførende en P/BV. Dette kan forklares ved, at investorerne fulgte den trend, der historisk udviklede sig i ejendomsbranchen før finanskrisen. Altså at selskabets ejendomme stod foran en potentiel værdistigning i murstenene der ikke på statusdagen var regnskabsmæssigt belæg for at indregne.

Det interessante er imidlertid, at trods den finansielle krise handles Jeudans ejendomme lige efter offentliggørelsen til en P/BV ratio på over 1, hvilket indikerer markedets accept af transparens og tillid til den aflagte årsrapport.

¹⁰⁹ Resultatopgørelse til anvendelse af ejendomsselskaber, anbefalet af foreningen af danske finansanalytikere

P/B er dog faldet en anelse hvilket måske kan tillægges det reducerede afkast, der blev lagt til grund ved dagsværdimåling fra 2009 og til 2010. Altså at markedet mener, at afkastkravet er sat for lavt, og som følge heraf er værdierne i årsrapporten sat for højt.

Jeudans afkastkrav blev optaget til 5,2% og til sammenligning siger Colliers Markedspuls at afkastkravet på kontorejendomme i København ligger på 5%¹¹⁰ for primært beliggende ejendomme. Det må således konkluderes, at aktiemarkedet med den beregnede P/BV har tillid til Jeudans måling af dagsværdi herunder, at de 5,2% er et rimeligt grundlag for målingen. Ved gennemgang af selskabets hidtidige performance og soliditetsgrad, må det da også lægges til grund at Jeudan drives ansvarligt og til dels forudsigeligt.

Jeg kan ikke vurdere hvor stor en del af selskabets aktier, der ejes af udenlandske investorer, men det fremgår, at selskabet grundet sammensætningen i aktionærkredsen ikke finder det nødvendigt at aflægge årsrapport på engelsk. Eftersom hovedparten af aktionærerne således må antages at være fra Danmark, har investorerne derfor en naturlig føling med det ejendomsmarked som selskabets ejendomme primært befinder sig i.

Med udgangspunkt i ovenstående sidder jeg efter gennemgangen af Jeudans årsrapport for 2010 med en generelt god forståelse for selve årsrapporten, herunder metoden for dagsværdimålingen af selskabets investeringsejendomme. Jeg er blevet godt orienteret om selskabets risici og muligheder, og har mulighed for at forholde mig til udsving i både driften og finansieringen. Der mangler dog noget fundamentalt omkring forudsætningerne for afkastkravet og den faktiske udvikling på ejendomsmarkedet frem til 31. december 2010.

7.2 TOWER GROUP A/S

Tower Group er et dansk ejendomsselskab, der blev introduceret på Københavns Fondsbørs i oktober 2006 med en klar målsætning om at opbygge en stor og attraktiv ejendomsportefølje i tyske ejendomme med en langsigtet investeringshorisont. Porteføljen består af velbeliggende boligudlejningsejendomme, der henvender sig til middelklassen. Det vurderes af selskabet, at denne ejendomstype har det bedste udviklingspotentiale, og samtidig er driftsrisikoen på dette marked begrænset. Selskabet har samlet set ejendomme for kr. 4,3 mia.

Tower Groups investeringsstrategi er, at investere i ejendomme, der fra starten har en overskudsgivende drift, og et positivt cash-flow. Selskabets værdiskabelse baseres på løbende drift og ikke kun forventninger til stigende ejendomspriser. Selskabet supplerer strategien med, at ejendommene købes til priser hvor der er mulighed for en betydelig værdistigning på længere sigt.

¹¹⁰ Colliers Hans Vestergaard, Status Investering, november 2010

Tower Group forvalter selv størstedelen af ejendomsporteføljen gennem deres egen organisation. Dette reducerer den driftsmæssige risiko forbundet med driften, da der er kontrol med samtlige processer forbundet med driften, og dermed sikre rentabiliteten i porteføljerne.

Tower Group har levet en stormomsust tilværelse gennem de seneste år med store kapitaltab, gældskonvertering, ændring i ledelsen mv. Nedenfor er vist en oversigt over selskabets udvikling i aktiekapitalen.

FIGUR 10 UDVIKLING I TOWER GROUPS AKTIEKAPITAL

Dato	Transaktion	Ændring i antal aktier	Antal aktier	Ændring i aktiekapital	Aktiekapital
30-06-2009			8.037.825		80.378.250,0
28-01-2010	Kapitalnedsættelse fra DKK 10 til DKK 1,5		8.037.825	-68.321.512,5	12.056.737,5
28-01-2010	Kapitalnedsættelse, annullering af egne aktier	-364.173	7.673.652	-546.259,5	11.510.478,0
28-01-2010	Kapitalnedsættelse, konvertering af gæld	69.035.242	76.708.894	103.552.863,0	115.063.341,0
03-02-2010	Kapitalforhøjelse	86.294.052	163.002.946	129.441.078,0	244.504.419,0
05-03-2010	Kapitalforhøjelse	9.592.065	172.595.011	14.388.097,5	258.892.516,5

Kilde: Tower Group, årsrapport 2009/2010

Grundet Tower Groups finansielle stilling udtrykker ledelsen, at selskabets fortsatte drift er betinget af en succesfuld genforhandling af virksomhedens nuværende henstandsftaler med bankerne.

Som tidligere omtalt, førte Fondsrådet en sag mod Tower Group netop vedrørende selskabets forudsætninger for måling af investeringsejendomme. Så for en potentiel investor er der flere væsentlige usikkerheder forbundet med selskabets evne til at fortsætte driften, og selskabets evne til pålideligt at måle værdien af selskabets ejendomme - hvilket naturligvis bør afspejles i markedsværdien.

7.2.1 ANALYSE AF TOWER GROUPS TRANSPARENS

Indledningsvist aflægges Tower Groups årsrapport for 2009/2010 efter IFRS.

Regnskabsperioden løber fra 1. juli 2009 til 31. december 2010 grundet et ønske om at omlægge regnskabsåret til at følge kalenderåret fremadrettet.

Af anvendt regnskabspraksis fremgår det, at investeringsejendommene måles til dagværdi efter DCF-modellen med en 10-årig budgetperiode. Der anvendes et inflationstillæg på 2%. Det

gennemsnitlige afkastkrav der lægges til grund for dagsværdimålingen er 7,08% til sammenligning var dette 6,74% i 2008/2009. Der er ikke oplyst noget markedsindeks eller grundlag for sammenligning med ekstern dokumentation.

Tower Group anvender en betaværdi ved fastlæggelse af diskonteringsfaktoren (WACC), der stammer fra peer-group af tilsvarende ejendomsselskaber på den tyske fondsbørs. Som udgangspunkt forstår jeg ikke hvor de vil hen med det grundlag for fastsættelsen af diskonteringsfaktoren, og jeg finder således denne oplysning som værende forstyrrende i min vurdering af transparensen i diskonteringsfaktoren.

Tower Group omtaler ligeledes gældssammensætning i deres fastsættelse af diskonteringsrenten, og det må derfor lægges til grund, at Tower Group ikke har taget Fondsrådets afgørelse og omtale af fundamentale retningslinjer for fastlæggelse af afkastkravet til sig.

Selskabet omtaler at en af de største risici for selskabet er, om den nødvendige kapital til løbende renovering af tomme lejemål kan fremskaffes. Selskabet er derfor ramt af unødigt tomgang som følge af dårlig stand i ejendommene. Den samlede tomgang overstiger markedsgennemsnittet for tilsvarende ejendomme i de områder hvor ejendommene er placeret.

Den samlede tomgang opgøres til 14,4%, og på området, hvor Tower Group har hovedparten af sin ejendomsportefølje er tomgangen helt oppe på 17,3%. Tomgangen kan tages som et tegn på at selskabet har plads til at vokse organisk – det kan modsat også være tegn på at ejendommene gennem tiden er blevet så forsømt at de skal gennem en omfattende renovering før de kan udlejes igen.

Det fremgår af anvendt regnskabspraksis hvordan den forventede tomgang udvikler sig over budgetperioden. Men det fremgår ikke hvordan renoveringen som den reducerede tomgang afhænger af vil blive gennemført, og forudsætninger herfor. Jeg er derfor usikker på det opnåede cash-flow i terminalperioden.

Modellen tager udgangspunkt i en tomgang på 12% hvilket ligger under det realiserede for 2010, og der arbejdes hen i mod 7% som ultimativ tomgang i terminalperioden, og dermed som den forventede gennemsnitlige tomgang for selskabet.

Boligandelen af den samlede ejendomsportefølje udgør 87%. Den resterende del på 13% udgør erhvervslejemål. Omsætningen og tomgangen er specificeret pr. ejendom hvilket giver et godt overblik over selskabets muligheder for optimering. Den generelle udvikling på ejendomsmarkedet omtales, og det omtales at boligmarkedet kom nogenlunde stabilt gennem finanskrisen.

Revisor gør i en supplerende oplysning opmærksom på ledelsens redegørelse for den betydelige usikkerhed, der er forbundet med selskabets værdiansættelse af investeringsejendomme, som følge af manglen på sammenlignelige handler i markedet. Denne bemærkning undrer mig lidt henset til omtalen af transparensen på det tyske ejendomsmarked jf. Jones Lang LaSalle. Endvidere undrer det mig at revisor blot omtaler usikkerheden som en supplerende oplysning.

Resultatopgørelsen er ikke opbygget efter anbefalingerne fra DDF. Jeg har dog været i stand til, at beregne en tilnærmet EBVAT ved at tage årets resultat før skat kr. +110,7 mio. og tillægge den negative dagsværdiregulering af investeringsejendomme kr. +312 mio. Der er ikke nogle umiddelbare reguleringer forbundet med gælden.

Samlet EBVAT før tilbageførsel af gevinsten forbundet med rekonstruktionen bliver således kr. 422,7 mio. Men da gevinsten af rekonstruktionen ikke forventes at være afledt af den primære drift tilbageføres denne for at ramme et retvisende EBVAT af selskabets primære aktivitet. Core EBVAT bliver herefter kr. -230 mio. hvilket umiddelbart gør aktien meget risikabel af investere i.

Selskabet har medtaget alle anbefalede følsomhedsanalyser. Af disse fremgår det, at selskabets egenkapital tabes ved et udsving i afkastkravet på 0,25%. Når tomgangen ikke 7% men ender på 9% er egenkapitalen ligeledes tabt. Forudsætningerne der er lagt til grund for diskonteringen rammer altså en positiv egenkapital i en snæver vending, hvilket i sig selv udtrykker faresignaler omkring afkastkravet.

7.2.2 ANALYSE AF TOWER GROUPS P/BV

Som det fremgår af nedenstående, så lader Tower Groups indre værdi sig ikke afspejle i aktiemarkedets kurs hverken før eller efter offentliggørelsen af årsrapporterne.

	08/09		09/10		
	30/6-09	5 dage efter offentligg.	31/12-10	16/5-11	27/5-11
Gennemsnitlig børskurs	18,13	8,786	0,88	0,4225	0,44
Egenkapital (1.000 kr)	263.553	263.553	581.296	581.296	581.296
Antal aktier (1.000)	8.037	8.037	175.595	175.595	172.595
BVPS	32,79	32,79	3,31	3,31	3,37
P/BV	0,55	0,27	0,26	0,13	0,13

Som P/BV faktoren tydeligvis indikerer, finder aktiemarkedet at de regnskabsmæssige værdier i årsrapporten er væsentligt overvurderet.

Tower Group A/S oplyser i årsrapporten, at de trods anbefalingerne fra OMX ikke offentliggør kvartalsregnskaber hvilket medfører, at investorerne skal vente 1 år på at se hvordan selskabet har klaret sig gennem krisen. Det er klart at dette medfører et betydeligt risikotillæg fra investor.

Omtalen af afkastkravet er fyldestgørende men eftersom ledelsen oplyser at tomgangen er reduceret betydeligt i indregningen og at huslejen øges, er der en vis usikkerhed forbundet i forudsætningerne baseret på hvad selskabet har præsteret hidtil. Det vil sige, at det cash-flow der lægges til grund for kapitaliseringen kan være for højt.

Selskabet omtaler heller ikke umiddelbart den generelle tomgang i områderne hvor selskabets ejendomme er placeret. Der er således en betydelig sløring af transparensen omkring forudsætningerne for værdiansættelsen af selskabets ejendomme.

Årets hensættelse til tab udgør kr. 90,3 mio. Og den samlede hensættelse til tab udgør pr. 31. december 2010 kr. 135,3 mio. Dette signalerer, at der er en vis usikkerhed tilknyttet de nuværende lejere og, at selskabet af den grund må stå foran en udskiftning af visse lejere.

Selskabets forudsætninger for fortsat drift afhænger endvidere af løbende tilførsel af kapital, samtidig er selskabets gældsforpligtelser pr. 31. december 2010 konverteret til kortfristede gældsforpligtelser. Det vil sige at der er en betydelig usikkerhed forbundet med refinansieringen der jf. gældsnoten skal findes sted inden 31. december 2011.

Årsagen til, at Tower Group handles til en så lav P/BV må i al væsentlighed skyldes, at selskabets fortsatte drift er forbundet med væsentlige usikkerheder. Denne usikkerhed medfører en vis frygt fra investors side om ren tab på aktiebesiddelsen ved en konkurs.

Umiddelbart havde jeg som investor gerne ville have set hvilken værdi, selskabets ejendomme havde haft ved en måling til nettorealisation sværdier. I relation til beskrivelsen af modellen der lægges til grund for værdiansættelsen finder jeg, at beskrivelsen er mangelfuld. Dog kompenseres der lidt for den manglende modelomtale i kraft af følsomhedsanalyserne, der viser sårbarheden i selskabet. Omtalen af risikoen omkring gælden finder jeg endvidere at være for generel og tydeligt præget af at der kæmpes for at skaffe likviditet.

7.3 VICTORIA PROPERTIES

Det er visionen for Victoria Properties, at være det førende danske børsnoterede ejendomsselskab med hovedfokus på investeringer i ejendomme i de 10 største byer i det vestlige Tyskland. Victoria Properties strategi er, at øge sine investeringer på det tyske ejendomsmarked markant i løbet af de næste år.

Med disse udtalelser kan det tænkes, at investor indregner og kapitaliserer noget fremtidigt afkast der ikke er regnskabsmæssigt belæg for at indregne på statusdagen. Alternativt kan

investor frygte, at yderligere investeringer medfører en højere risiko, som følge af selskabet reducerer kapitalberedskabet ved yderligere investeringer.

Ledelsen udtrykker tilfredshed omkring selskabets svagt positive cash-flow, genereret af de driftsmæssige aktiviteter. Det har været ledelsens fokusområde gennem hele året at optimere driften og skabe den positive driftsmæssige påvirkning. Ledelsen giver samtidig udtryk for, at de er tilfredse med det nuværende omkostningsniveau som de i forbindelse med førnævnte har opnået. Det må således lægges til grund, at selskabets faste omkostninger har stabiliseret sig.

En væsentlig faktor for investors vurdering af årsrapporten er endvidere, at selskabets bestyrelse ikke lever op til anbefalingerne om uafhængighed, da visse af medlemmerne har økonomiske interesser i selskabet, og selskabets datterselskaber. Dette forhold behandles dog ikke yderligere, og det forventes ikke at give væsentligt udslag i markedsværdien.

7.3.1 ANALYSE AF VICTORIA PROPERTIES TRANSPARENS

Selskabets resultatopgørelse er ikke opbygget efter anbefalingerne fra DDF. Jeg har med udgangspunkt i årsrapporten været i stand til selv at beregne en tilnærmet EB VAT, ved i årsregnskabets note 10, at tilbageføre dagsværdiregulering af de afledte finansielle forpligtelser med tEUR -8.024, samt dagsværdireguleringen på tEUR -609. Det samlede EB VAT bliver herefter tEUR +521, hvilket jeg som potentiel investor finder noget lavt sammenlignet med den samlede værdi af selskabets ejendomme der pr. 31. december 2010 andragede tEUR 240.314. Det svarer til en faktor 0,22%.

Selskabet anvender den 1. årlige normalindtjeningsmodel. Der følger ikke en redegørelse for forudsætningerne for anvendelsen af denne, udover at selskabets "assetmanager" og en ekstern tekniker gennemgår alle væsentlige forhold, herunder vedligeholdelse og forbedringer.

Diskonteringsfaktoren er segmenteret, så investor kan vurdere afkastkravet vægtet i forhold til størrelsen af den samlede portefølje, og det fremgår at der indhentes markedsdata fra internationalt anerkendte ejendomsmæglere og rådgivningsfirmaer. Herunder anvendes det anerkendte analyseinstitut Jones Lang LaSalle og BulwienGesa.

Følsomhedsanalysen af påvirkningen af et ændret afkastkrav er medtaget, og ændres afkastkravet med +1%, falder dagværdien med fra EUR 240,3 mio. til EUR 199,5 mio. Men afkastkravet fordelt på ejendomme eller områder oplyses ikke, og der er ikke et decideret grundlag til, at benchmark de enkelte ejendomme efter, på trods ejendomsmarkedet i Tyskland betegnes som mere transparent end det danske.

Tomgangen oplyses samlet for et marked, og markedet med den højeste huslejestigning oplyses der også om - men der simuleres ikke på følsomheden over førnævnte, og følsomheden i renteudvikling illustreres heller ikke.

7.3.2 ANALYSE AF VICTORIA PROPERTIES P/BV

Selskabets aktie handles efter offentliggørelsen af selskabets årsrapport ret tæt på indre værdi.

	2009	2010
Gennemsnitlig børskurs	145,0	135,3
Egenkapital (1.000 kr)	374.854	337.008
Antal aktier	2.276,6	2.459,6
BVPS	164,7	137,0
P/BV	0,88	0,99

Baseret på ovenstående må det lægges til grund, at investorerne til dels har tillid til de rapporterede tal, og at aktiemarkedet ikke indregner et off-balance afkast baseret på ledelsens udtalelser om det fremtidige vækstpotentiale.

Der er identificeret en vis usikkerhed tilknyttet værdien af ejendomsporteføljen, og berettigelsen til, at netop dette selskab kan anvende den laveste diskonteringsfaktor (5,1%) er ikke tilstrækkeligt oplyst. Følsomhedsanalysen vedrørende afkastkravet illustrerede, at et ændret afkastkravet på +1%, reducerede selskabets egenkapital der pr. 31. december 2010 til 0.

Som følge af den manglende illustration af tomgangens indflydelse i værdiansættelsen og redegørelsen for den fremtidige leje vil jeg som investor tillægge minimum den éne % som risikoafdækkende faktor, hvilket fjerner egenkapitalen –og gør aktien uinteressant som investeringsobjekt.

Men udgangspunkt i P/BV på under 1, kan det konkluderes at markedet er enig i min betragtning omkring usikkerheden forbundet med den manglende transparens, og dermed troværdighed overfor ejendomsporteføljens beskaffenhed og forudsætningerne for det af ledelsen valgte afkastkrav.

7.4 SCANDINAVIAN PROPERTIES A/S

Scandinavian Properties A/S investerer i ejendomme med god beliggenhed og udviklingspotentiale i større skandinaviske byer. Ved regnskabsårets afslutning ejes der ejendomme i 3 store svenske byer.

Selskabet har kautioneret for gælden i et kriseramt datterselskab, og nævner i den forbindelse, at selskabet har risiko for at blive ramt hårdt såfremt denne kautionsforpligtelse udløses. Selskabet omtaler også, at selskabets fortsatte drift afhænger af, at bankerne ikke kræver visse ejendomme tvangsrealiseret.

Revisor har taget forbehold for de regnskabsmæssige værdier af selskabets ejendomme, eftersom de i væsentligste omfang er optaget til en værdi baseret for fortsat drift (going concern).

Der er derfor en del forhold udover den regnskabsmæssige behandling af selskabets regnskabsmæssige behandling, der spiller ind ved investors overvejelser omkring handelsværdien af selskabets aktie. Blandt andet har selskabet misligholdte betalinger på gæld, og som følge heraf har fået opsagt nogle lån. Endvidere anmoder selskabet om reducerede renteudgifter for at kunne sikre et positivt cash-flow af driften, hvilket ikke er det bedste argument at søge finansiering på. Virksomheden oplyser ikke om indgåede engagementer med andre penge- og kreditinstitutter.

Det må derfor indledningsvist lægges til grund, at investorerne har handlet aktien efter offentliggørelsen af årsrapporten med et væsentligt risikotillæg, eftersom finansieringen ikke er afklaret på sigt.

Ovenstående bekræftes også ved gennemgang af selskabets historiske kursudvikling. Ledelsen påpeger selv, at d. 30. december 2009 var kursen på B-aktien 171, mens kursen d. 30. december 2010 blot udgjorde 24. Ledelsen vurderer at kursfaldet i al væsentlighed kan relateres til selskabets økonomiske udvikling i løbet af 2010. Selskabet stiller i den forbindelse også forslag til generalforsamlingen om, at lade B-aktierne afnotere, hvilket jf. selskabsmeddelelsen d. 10. juni 2011 er imødekommet NASDAQ OMX med endelig afnotering d. 21. juli 2011.

Ved offentliggørelsen af selskabets årsrapport for 2009, blev aktien handlet til en P/BV på 1,08, hvilket indikerer en vis tillid til selskabets regnskabsmæssige værdier. Efterfølgende kommer selskabet i økonomiske problemer som ikke umiddelbart er omtalt i årsrapporten for 2009.

De likvide reserver reduceres betydeligt fra 2009. Dette sker i forbindelse med nedbringelse af visse gældsforpligtelser. Endvidere står selskabet overfor, og har gennem de sidste år afholdt, store drifts- og vedligeholdelsesomkostninger. Dette kombineret med en høj tomgang, har afmattet selskabet ret kraftigt gennem de seneste år. Selskabets likvide reserver er derfor pressede, og der er risiko for løbende tvangsrealisation af visse ejendomme. Selskabet oplyser også at der forhandles med selskabets kreditorer om henstand med betalingen.

Så ved offentliggørelsen af selskabets årsrapport for 2010, d. 8. april 2011 blev selskabets aktie handlet til kurs 11,1, svarende til en P/BV 2,11, og 2 uger efter var P/BV nede på 1,70. Årsagen til P/BV er så forholdsvis høj er, at markedsværdien sættes i forhold til egenkapitalen – og egenkapital er meget lav grundet store nedskrivninger. Og da aktionærerne har svært ved at sælge deres aktier, er der reelt ikke noget pålideligt grundlag at sætte kursen efter. Det er dermed umuligt at konkludere, om markedsværdien afspejler transparensen i årsrapporten.

7.4.1 ANALYSE AF SCANDINAVIAN PROPERTIES TRANSPARENS

Som det fremgår af skemaet opstilles resultatopgørelsen ikke efter anbefalingerne fra DDF. Det fremgår heller ikke positivt hvilken model, der lægges til grund for værdiansættelsen af selskabets ejendomme. Overvejelserne om afkastkravet er heller ikke underbygget.

Det fremgår, at en af selskabets store ejendomme er nedskrevet som følge af den er sat til salg. Dette indikerer at markedsprisen er lavere i dagens marked, og at de nye investorer går efter "de gode handler" hvor sælger er presset. Med andre ord, har ledelsen valgt at nedskrive ejendommen til salgsværdien ud fra en kortsigtet handel. Ses dette i lyset af selskabets øvrige finansielle situation, samt revisors forbehold, må det konkluderes at ledelsen har valgt at måle ejendommene under forkerte forudsætninger.

Bortset fra selskabets finansielle stilling, vil jeg mene, at de regnskabsmæssige oplysninger der gives omkring selskabets ejendomsportefølje er mangelfuld henset til at afkastkravet ikke er underbygget i overensstemmelse best-practise retningslinjerne udstukket af ED. Afkastkravene på de enkelte ejendomme er segmenteret, men tomgangen og lejeindtægten på den enkelte ejendom fremgår ikke, og der er heller ikke angivet nogen bench-mark indikationer.

7.4.2 ANALYSE AF SCANDINAVIAN PROPERTYS P/BV

Selskabets ejendomme befinder sig på det svenske marked hvor der generelt er en høj grad af transparens vedrørende investeringsejendomme ifølge Jones Lang LaSalle indekset. Det ville også have været muligt at indarbejde benchmark-data baseret på den svenske Datscha-database. Selskabets årsrapport er derfor ikke særlig transparent, og jeg har som investor vanskeligt ved at vurdere indflydelsen af nogle af de væsentligste forudsætninger, der lægges til grund ved målingen af selskabets investeringsejendomme.

Årsagen til selskabet at handles til en P/BV over 1 kan med ovevejende sandsynlighed henføres til de ovenfor identificerede forhold som ikke kan tilskrives transparensen i årsrapporten, men nærmere at selskabets egenkapital er betydeligt reduceret og selskabets aktie handles ikke på normale vilkår –og derfor er P/BV over 1.

7.5 CASTELLUM AB

Castellum AB er et af de største børsnoterede ejendomsselskaber i Sverige. Selskabets ejendomme er jævnt fordelt over et område af Sverige med en øvre grænse der kan trækkes i fugleflugtslinje mellem Gøteborg og over til Stockholm. Selskabet har et primært fokus på de 5 største byer i dette område. I en meddelelse for 1 kvartal 2011 oplyser Castellum, at de har investeret i en ejendom i København.

Castellum har samlet set en ejendomsportefølje på SEK 32 mia. d. 31. december 2010, hvilket er ca. det dobbelte af Jeudan. Selskabet har som strategi, at kapitalstrukturen skal bestå af 45%

egenkapital og mindst 60% af årets resultat skal udloddes til selskabets aktionærer. Dette tyder umiddelbart på, at selskabet har en konservativ og stabil vækststrategi, nogenlunde på linje med Jeudans.

Selskabet investerer og finansierer kun langsigtet, og investerer kun i ejendomme med et potentiale for en værdistigning drevet af Castelluns kerneydelse. Det vil sige ejendomsadministration og service, samt decideret udvikling af ejendomme.

Castellum AB har valgt at placere deres ejendomsportefølje i 6 helejede datterselskaber, med base i nærområderne for ejendommene. Det anføres, at selve organiseringen i de enkelte selskaber er ret ens, hvilket vil sige at de enkelte datterselskaber får mulighed for benchmark i forhold til hinanden, og samtidig erfaringsudveksle og udnytte gode ideer fra hinanden. Denne form for strukturering af datterselskaber finder jeg som værende ret ideel.

55% af selskabets aktiekapital er ejet lokalt i Sverige mens de øvrige 45% er solgt til udenlandske investorer. For 27% af de samlede aktier gælder det, at de solgt til USA. Denne udenlandske interesse for selskabet underbygges i omtalen af øget transparens tiltrækker udenlandske investorer og øger likviditeten i aktien.

7.5.1 ANALYSE AF CASTELLUMS TRANSPARENS

Castellum aflægger årsrapport efter IFRS og resultatopgørelsen er opbygget efter samme skabelon som DDF anbefaler. Det vil sige selskabet præsenterer EBVAT i deres årsrapport, inspireret af det europæiske ejendomsfællesskab EPRA¹¹¹.

EBVAT er således positiv med SEK 1,1 mia. svarende til 3,59% af den samlede værdi af investeringsejendomme, hvilket er klart den højeste faktor i min population.

Indledningsvist anvender Castellum 35 sider af den samlede årsrapport på at beskrive ejendommene og markedsforholdene på de markeder som ejendommene er placeret i. Selskabet uddyber indgående hvilke brancher som erhvervsejendommene er udlejet til, og hvilke markeder, der bidrager med den største del af aktiviteten.

Der gives en god og dokumenteret beskrivelse af udviklingen i selve den svenske økonomi, med en afledte beskrivelse af dennes påvirkning på det svenske ejendomsmarked. Castellum giver en beskrivelse af deres position og størrelse på det svenske ejendomsmarked set i forhold til de øvrige aktører på markedet.

Ejendomsmarkedet beskrives både i relation til antallet af transaktioner og selve værdipåvirkning som transaktionsmarkedet har oplevet. Det fremgår, at Sverige rent faktisk

¹¹¹ European Public Real Estate Association

kom på en 4. plads i 2010 i Europa hvad angår værdien af handlede ejendomme, og at denne omsatte volumen svarer til gennemsnittet af de seneste 10 år. Det svenske ejendomsmarked må således siges at være kommet ovenpå finanskrisen, i hvert fald i relation til antallet af handlede ejendomme. Jones Lang LaSalle omtaler at dette til dels kan tilskrives transparensen på det svenske ejendomsmarked, da investorer ikke frygter for at handle ejendomme baseret på en forkert markedspris.

Kontraktsammensætningen redegøres der for i så detaljeret en grad, at risikoen for tomgang kan vurderes ejendom for ejendom og område for område. Det fremgår at knap halvdelen af omsætningen baseres på 151 kontrakter på SEK 3 mio. + kontrakter. Disse store kontrakter andrager i alt ca. SEK 900 mio. ud af den samlede omsætning på SEK 2.750 mio.

Castellum måler ejendommene til dagsværdi efter DCF modellen med en 10-årig budgetperiode, og med et gennemsnitligt afkastkrav på 7,2%, hvilket er i toppen af afkastkravene i min population. Der er redegjort tilbundsgående for modellens opbygning, herunder indregningen af tomgang, renovering og øvrige ejendomsrelaterede forhold foregår. Det vil sige tomgangens indflydelse er medtaget og beskrevet betryggende. De løbende omkostninger til forbedringer er præsenteret, og segmenteret ud på ejendomstyper. Endvidere omtales de forventede renoveringsopgaver.

Castellum har medtaget en god omtale af det svenske ejendomsmarked generelt, herunder en god omtale af de historiske konjunktursvingningers effekt på det svenske ejendomsmarked. Selskabet placerer også værdien af deres ejendomsportefølje i et diagram, hvor de øvrige svenske ejendomsselskaber også er medtaget for at få et billede af selskabets størrelse i en national kontekst.

Castellum udviser åbenhed omkring selve udviklingen og tomgangen i deres ejendomme, og samtlige af disse udviklingstal henføres til de relaterede poster i regnskabet –det er således muligt at forholde sig segmenteret til henholdsvis den samlede omsætning og omkostning. Endvidere er der givet betryggende oplysning om forudsætningerne for selve diskonteringen og udviklingen på de enkelte ejendomsmarkeder.

Afkastkravet beregnes indledningsvist efter WACC metoden med udgangspunkt i den for branchen normale kapitalstruktur hvor gælden udgør henholdsvis 65% for kontor/butik og 55% for lager/industri. Det fremgår ikke hvor denne fordeling kommer fra, men denne kapitalstruktur er nogenlunde svarende til den danske kapitalstruktur ved finansiering med realkredit.

Renten for fremmedkapital estimeres til 5,5%. Det fremgår ikke hvad der lægges til grund for denne rente og den er højere end Castellums realiserede rente – men det antages at det er den rente som indledningsvist kan opnås ved henvendelse i et svensk kreditinstitut.

Prisen for egenkapitalen fastsættes til 3% i realrente + 1,5% i inflation + det individuelle ejendomsafhængige risikotillæg. Nedenfor er et udklip af beregningen der er medtaget i Castellums årsrapport for 2010:

FIGUR 11 CASTELLUMS WACC BEREGNING

Antagande per fastighetskategori 2010-12-31	Kontor/butik	Lager/industri
Realränta	3,0%	3,0%
Inflation	1,5%	1,5%
Risk	5,0% – 12,5%	6,5% – 13,9%
Avkastning eget kapital	9,5% – 17,0%	11,0% – 18,4%
 Ränta	 5,5%	 5,5%
Belåningsgrad	65%	55%
Avkastning totalt kapital	6,9% – 9,5%	8,0% – 11,3%
Vägt d:o, diskonteringsfaktor år 1 - 9	8,0%	9,2%
Vägd diskonteringsfaktor restvärde*	6,5%	7,7%
<i>*(avkastningskrav totalt kapital efter avdrag för tillväxt motsvarande inflation)</i>		

Det fremkomne afkastkrav vurderes efterfølgende i forhold til markedets hidtil handlede afkast for sammenlignelige handler, og korrigeres hertil. Det oplyses at Castellum løbende følger udvikling i markedspriser i forbindelse med ejendomstransaktioner. Såfremt der ikke er deciderede sammenlignelige handler anvendes tilnærmelige handler og i sidste instans makroøkonomiske faktorer.

Ovenstående vurdering af kapitalværdi understøttes også af eksterne vurderinger. Eksempelvis blev 130 ejendomme, svarende til 50% af den samlede ejendomsportefølje vurderet af et firma ved navn NAI Svefa i 2010.

Det historiske afkastkrav for de enkelte ejendomstyper er ligeledes præsenteret, og disse stilles i forhold den historiske renteudvikling på 5-årige svenske statsobligationer. Der oplyses også meget tydeligt og detaljeret omkring følsomheden overfor m² leje, tomgangen, drifts- og vedligeholdelsesomkostninger og afkastkrav.

Ejendomsporteføljen segmenteres i markeder, herunder antal ejendomme på markedet og den samlede værdi på det enkelte marked. Denne specifikation tilføjes så en pris pr. m², samt udlejningsværdi. Disse tal suppleres med omkostningen pr. marked, hvorefter resultat af det enkelte marked fremkommer. Og ikke nok med markederne segmenteres, der segmenteres

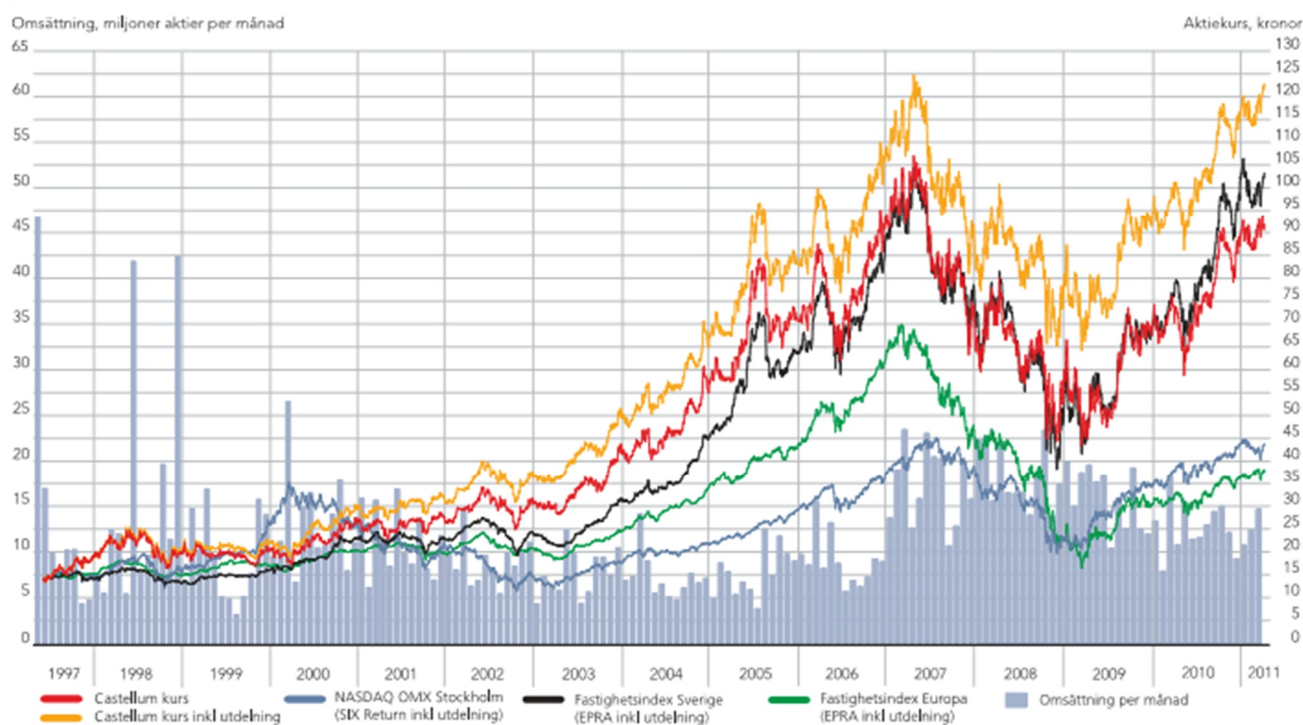
ligeledes på det enkelte datterselskab, hvilket giver investor mulighed for at vurdere de enkelte afdelingers evner til at forvalte deres rolle i koncernen.

Med hensyn til gælden præsenteres selskabets strategi sammenholdt med den realiserede udvikling. Dette underbygger selskabets evne til at budgettere og tilpasse sig den fremtidige udvikling. Der simuleres over renteudviklingen i forhold til afdækningsrisikoen, og det fremgår at selskabet ikke eksponeres for valutaspekulation og at renten sikres med swapaftaler. Der er ligeledes opstillet et diagram, der viser Castellums risikoposition på markedet for børsnoterede ejendomsselskaber i Sverige. I dette indeks placeres Castellum omkring midten hældende til "lav-risiko" delen.

7.5.2 ANALYSE AF CASTELLUMS P/BV

Castellum har i deres årsrapport medtaget nedenstående diagram, der udviser selskabets kursudvikling sammenholdt med det svenske ejendomsindeks, "fastighetsindexet". Som det fremgår følger Castellums kursudvikling det svenske ejendomsindeks. Diagrammet danner derfor et sammenlignelighedsgrundlag jeg som investor kan forholde mig til. Samtidig er det tydeligt, at den objektive værdi af ejendommene afspejles i kursværdien på ejendomsselskabernes aktiekurs. For det danske ejendomsmarked har det ikke været muligt at finde lignende udvikling i et ejendomsindeks.

Castellumaktiens udvikling sedan börsintroduktionen 23 maj 1997 till och med 31 mars 2011



Kilde: Pressemeddelelse om Castellum AB's udvikling i 3. kvartal 2011¹¹²

¹¹² http://www.castellum.se/fileadmin/fileadmin2/Ovriga_pdf/2011/Pressmeddelande_110419_Q1/Aktien_110331.pdf

Ved offentliggørelsen af Castellums årsrapport for 2010, d. 4. februar 2011 blev selskabets aktie handlet til kurs 88,8 svarende til samlet markedspris på SEK 15 mia. Selskabets egenkapital udgjorde til sammenligning SEK 11,1 mia og P/BV ender således på 1,37.

Jeg har valgt at lave en bench-mark beregning af Castellums eget afkastkrav for, at finde ud af hvilket positivt cash-flow, der lægges til grund for dagsværdimålingen. Og samtidig for at få et benchmark billed som kunne anvendes overfor Jeudan. Cash-flowet reduceres med den realiserede renteudgift for, at få de samme forudsætninger som det realiserede EBVAT for 2010. Det realiserede EBVAT for 2010 er påvirket af andre "øksterne omkostninger "der ikke indgår i modellen for værdiansættelsen af ejendommene –derfor er disse tilbageført:

<i>Castellum, værdi af ejendomme ultimo (mio. sek)</i>		31.768
Cash-flow ved tilbageført afkastkrav 7,2%		2.287
- Renter		-574
TILNÆRMET CORE EBVAT		1.713
Realiseret EBVAT	1.141	
+ Administrationsomkostninger	84	1.225
Afvigelse i %		40%

Til sammenligning var Jeudans afvigelse 38%. Der afholdes således en masse omkostninger der ikke medgår i værdiansættelsesmodellen, hvilket også er korrekt nok taget i betragtning af de omkostninger der medgår i henholdsvis Normalindtjenings- og DCF-modellen. Samtidig er der naturligvis også en indtjening i form af reduceret tomgang og øget huslejeindtægt.

7.6 SAMMENHOLDELSE AF POPULATION

Nedenfor sammenfattes konklusionerne på analysedelen af de enkelte ejendomsselskaber, og de forklarende variabler mellem P/BV og transparens vil blive klarlagt.

FIGUR 12 SAMMENFATNING AF POPULATION

	Max	Jeudan	Tower Group	Victoria Properties	Scandinavian Properties	Castellum, Sverige
Segmentering	18	17	13	12	10	18
Gæld	9	8	6	7	5	9
Følsomhedsanalyse	15	13	12	11	3	15
Transparens i alt		38	31	30	18	42
Metode		NI	DCF	NI	?	DCF
Gennemsnitligt afkastkrav		5,2%	7,1%	5,1%	6,6%	7,2%
EBVAT/V_INV_EJD		1,81%	Neg	0,22%	Neg	3,59%
EGK/AKTIVER		30,9%	13,0%	17,5%	11,7%	34,7%
Andel af population	100,0%	29,9%	9,1%	3,8%	2,0%	55,3%
P/BV		1,06	0,13	0,99	2,11	1,37

7.6.1 SCANDINAVIAN PROPERTIES

Som det fremgår af

Figur 12 handles Scandinavian Properties til P/BV 2,11 i dagene lige efter offentliggørelsen af årsrapporten. Årsagen til det skyldes ikke at selskabet har en særdeles høj transparens i årsrapporten men, at selskabet er kriseramt.

Der er således ikke et pålideligt grundlag at sammenligne transparens og P/BV på, da langt væsentligere forudsætninger spiller ind på markedsværdien af Scandinavian Properties, end transparensen omkring ejendomsporteføljen.

7.6.2 TOWER GROUP

Tower Group handles til P/BV på 0,13 hvilket ikke skyldes at selskabet har ekstremt ringe transparens men, at selskabet er kriseramt og aktionærerne kan risikere at selskabet går konkurs.

Der er således ikke et pålideligt grundlag at sammenligne transparens og P/BV på, da langt væsentligere forudsætninger spiller ind på markedsværdien af Tower Group, end den regnskabsmæssige behandling og transparens omkring ejendomsporteføljen spiller ind.

7.6.3 VICTORIA PROPERTIES

Den samlede værdi af Victoria Properties dækker 3,8% af den samlede population, og er dermed det næstmindste selskab målt på værdien af investeringsejendomme. Selskabets markedsværdi svarer 5 dage fra offentliggørelsen af årsrapporten til en P/BV på 0,99, altså meget tæt på 1. Det

vil sige, at markedet i et teoretisk perspektiv indikerer en tillid til selskabets værdiansættelse af investeringsejendomme.

Med udgangspunkt i min analyse af transparensen udtrykker årsrapporten en mindre grad af transparens (30 point af 42 mulige) og dermed er grundlaget for dagsværdimåling sløret og udtrykker derfor ikke den store pålidelighed. Segmenteringen er meget overfladisk hvilket forringer min forståelse for det grundlag som virksomheden baseres på.

Selskabet er det selskab der har det laveste afkastkrav i populationen, hvilket indikerer at det er det selskab, der har opskrevet deres ejendomme mest af de 3 reelle ejendomsselskaber, der er tilbage i min population efter tilsidesættelsen af Tower Group og Scandinavian Properties ovenfor.

7.6.4 JEUDAN

Jeudan er det næststørste selskab i min population og havde en meget uddybende beskrivelse omkring ejendomsporteføljen. Selskabets afkastkrav var det næstlaveste i populationen.

Afkastkravet blev forsøgt forklaret med udgangspunkt i eksterne aktørers holdning. Jeg er dog ikke tilstrækkeligt overbevist om grundlaget for afkastkravet, der blot var 0,2% højere end Colliers afkastkrav for primært beliggende kontorejendomme. Eftersom jeg ikke har kunnet opnå sikkerhed for hvad der lægges til grund for Colliers afkastkrav har jeg ingen umiddelbar fornemmelse for selskabets fastsatte 5,2% i afkastkrav.

I mit samlede transparensindeks scorede Jeudan 38 point ud af 42 mulige. Dette underbygger at høj transparens og udførlig beskrivelse bidrager til højere P/BV. Således handles selskabet til en P/BV på 1,06 hvilket indikerer at markedet forholder sig positivt til selskabets værdier. Det vil sige afkastkravet på 5,2% accepteres af markedet.

7.6.5 CASTELLUM

Castellum var det største selskab i min population, svarende til 55,3%, selskabet blev handlet til P/BV på 1,37 med et afkastkrav på 7,2%, altså 2% højere end Jeudans. At Castellum handles så meget over $P/BV = 1$ indikerer at aktionærerne har fuld tillid til dagsværdimålingen og, at aktionærerne selv kapitaliserer vækstpotentialet og værdistigning i virksomheden som ligger off-balance.

Som aktionær får man også adgang til så meget information om markedet, at man kan indregne en værdistigning på ejendommene udover det løbende driftsafkast – dette påvirker naturligvis P/BV, da aktionærer diskonterer en fremtidig forventet gevinst.

Castellums andel af EBVAT i forhold den samlede værdi af investeringsejendomme overstiger da også Jeudans tilsvarende andel, hvilket indikerer at Castellum tjener mere på den løbende drift af ejendommene end Jeudan.

Castellum har endvidere formået at tiltrække sig udenlandske investorer, hvilket medfører en mulig øget efterspørgsel som følge af udvidelsen af markedet for aktionærer. Og desuden har Castellum en attraktiv udbyttepolitik, hvilket medfører at aktionærer løbende får realiseret noget gevinst. Dette kan være tiltalende for langsigtede investorer.

7.7 DELKONKLUSION PÅ ANALYSEDELEN

Det blev konstateret at kriseramte ejendomsselskabers P/BV ikke afhang transparensen i årsrapporten. Som følge heraf har jeg valgt at se bort fra Tower Group og Scandinavian Properties i analysen af transparens og P/BV.

For de øvrige 3 selskaber i populationen blev der påvist en positiv korrelation mellem øget transparens og øget P/BV. Det vil sige markedsværdien som aktionærerne handler aktien til øges ved en højere grad af transparens.

En anden væsentlig forklarende faktor på øget transparens er den samlede balanceværdi. Det vil sige, at de store selskaber giver bedre og flere oplysninger om ejendomsporteføljen end de mindre ejendomsselskaber. Dette er naturligvis en balancegang, eftersom lejerene og konkurrenterne til de mindre ejendomsselskaber nemmere vil kunne bruge denne åbenhed til at sætte pres på huslejen.

Ses der isoleret på de to største- og mest transparente selskaber, Jeudan og Castellum, blev Castellum handlet til en P/BV 1,37 ved et afkastkrav på 7,2%, og Jeudan blev handlet til en P/BV på 1,06 ved et afkastkrav på 5,2%. Det kan derfor konkluderes at afkastkravet også spiller en rolle ved aktiemarkedets fastsættelse af markedsværdien for ejendomsselskabet.

En anden forklarende variabel på forskellen i P/BV mellem de 2 selskaber er, at Castellums aktier også handles udenfor Sverige – hvilket gør markedet for investorer større, med en forventet øget likviditet i aktien til følge. Det er også et velkendt fænomen, at likvide aktier handles med et lavere spread hvilket gør aktierne mere interessante for investor da risikoen bid/ask tab minimeres.

En sidste forklarende variabel på forskellen i P/BV mellem de 2 selskaber er, at det svenske ejendomsmarked grundet den højere transparens hurtigere stabiliserede sig ovenpå finanskrisen, og dermed eksisterer der et sammenligningsgrundlag i relation til sammenlignelige handler, som anbefales af alle aktører omkring ejendomsmarkedet som værende det mest retvisende grundlag at værdiansætte investeringsejendomme efter. Det aktive marked giver ligeledes investor et grundlag, at vurdere værdien af ejendommene på.

8 HOVEDKONKLUSION

Hovedspørgsmålet i denne afhandling kan opdeles i to overordnede spørgsmål, hvoraf det første spørgsmål afdækkede best-practice vedrørende præsentation og måling af investeringsejendomme. Og det andet spørgsmål gik på, om transparensen i børsnoterede ejendomsselskaber havde en indvirkning på ejendomsselskabets markedsværdi, altså om aktiemarkedet accepterede dagsværdimålingen og handlede aktien til en P/BV på 1.

Med udgangspunkt i min analyse af udvalgte ejendomsselskaber, kan der svares JA til spørgsmålet om graden af transparens lader sig afspejle i markedsværdien af et ejendomsselskab i dagene efter offentliggørelsen af ejendomsselskabets årsrapport.

Dette blev konkluderet med udgangspunkt i fem udvalgte børsnoterede ejendomsselskaber. Indledningsvist havde jeg udvalgt fire danske ejendomsselskaber som grundlag for analysen, men efter de indledende analyser blev det konstateret at to af de udvalgte selskaber var så påvirket af gennemgribende økonomiske problemer, at graden af transparens i disse selskaber ikke havde en pålidelig påvirkning af P/BV.

Som følge heraf medtog jeg det svenske ejendomsselskab Castellum i analysefasen. Årsagen til valget faldt på et svensk ejendomsselskab var, at jeg i Jones Lang LaSalle indekset havde erfaret at det svenske ejendomsmarked havde en højere grad af transparens end det danske, og at det svenske ejendomsmarked hurtigere restituerede sig efter finanskrisens indtog.

Castellum endte som det selskab i den ikke-krisramte del af min population der blev handlet med den højeste P/BV (1,37). Den høje P/BV blev dels forklaret ved, at Castellum var det selskab der scorede flest point i mit transparensindeks, og at Castellums var det største selskab i min population, og sidst men ikke mindst kørte Castellum med det højeste afkastkrav (7,2%).

Baseret på studiet af Francis (2005) blev det lagt til grund at pålidelighed, relevans og høj transparens var nødvendigt for en udvidelse af markedet for aktionærer, medførende øget likviditeten i aktien. Dette blev påvist som i min analyse, eftersom Castellum med den højeste transparens, også var det selskab der havde tiltrukket sig flest (45%) udenlandske aktionærer.

Med udgangspunkt i ovenstående kan et ikke-kriseramt ejendomsselskab øge P/BV ved at højne graden af transparens i årsrapporten. Øget transparens tiltrækker også flere (udenlandske) investorer, og dermed skabes der grobund for yderligere kapitalfremskaffelse med vækst i ejendomsselskabet til følge.

På spørgsmålet om best-practice vedrørende den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme blev det konkluderet, at Danmark som følge af medlemskabet af EU er underlagt nogle fælles regnskabsdirektiver der blandt andet medfører, at danske børsnoterede

selskaber skal aflægge årsrapport efter IFRS, og øvrige selskaber frivilligt kan vælge, at aflægge årsrapport efter IFRS.

Det primære fortolkningsbidrag til begrebsrammerne IFRS og ÅRS, i relation til den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, blevet fastslået til at være IAS 40. Af supplerende fortolkningsbidrag kunne nævnes notater fra E&S, og afgørelser fra Fondsrådet.

Det blev konkluderet at hovedreglen for den regnskabsmæssige måling i henhold til begge begrebsrammer var dagsværdi, med mulighed opskrivning til kostpris. Kostprisen med fradrag af afskrivninger blev i henhold til IASB og ED ikke anbefalet som værende best-practice.

Dagsværdien af en investeringsejendom blev af ED, med blandt andet udgangspunkt i IAS 40, sidestillet med markedsprisen som en som en uafhængig køber ved handel på normale vilkår ville betale for ejendommen. Dagsværdien skulle fastsættes med udgangspunkt i en kontanthandel uden hensyn til finansieringens sammensætning.

Grundlaget for dagsværdimålingen blev i prioriteret rækkefølge angivet som; 1. sammenlignelige handler, 2. tilnærmelsesvist sammenlignelige handler, og 3. modelbaseret værdiansættelse. De to første metoder er afhængige af et aktivt marked med gennemførte ejendomshandler på reelle vilkår. For at sammenlignelige handler skal kunne fungere som et pålideligt og uafhængigt datagrundlag for investors opfattelse af dagsværdien, vil det være en fordel såfremt investor selv kan indsamle data om ejendomsmarkedet fra eksterne kilder.

På Jones Lang LaSalles transparensindeks fremgik det, at det danske ejendomsmarked ikke var transparent i relation til beskrivelse af marketfundamentals og, at der i øvrigt var en vis afmatning at spore på det danske ejendomsmarked hvilket vanskeliggør investors adgang til sammenlignelige markedsdata vedrørende et ejendomsselskabs ejendomsportefølje.

Grundet det manglende sammenligningsgrundlag blev det konstateret at ejendomsselskaberne kunne værdiansætte ejendomsporteføljen efter henholdsvis normalindtjenings- og DCF-modellen. Normalindtjeningsmodellen blev identificeret som den mest simple i selve opbygningen, men det var også den model der stillede størst krav til brugerens indsigt i ejendomsspecifikke forhold. DCF-modellen var mere nuanceret i sin opbygning og tog højde for ejendomsspecifikke forhold i en budgetperiode. Budgetperioden omfattede perioden frem til ejendommens drift have opnået et stabilt cash-flow der kunne lægges til grund for en kapitalisering, hvilket gjorde modellen mere anvendelig for mindre erfarne ejendomsspecialister.

Det blev illustreret hvilke modelbaserede faktorer der påvirkede værdien af en ejendomsportefølje. Det blev derfor konkluderet, at der skulle medtages en uddybende

forklaring af forudsætningerne for selve den modelbaserede beregning, for at den modelbaserede værdiansættelse overhovedet kan tillægges værdi af investor.

Det blev i den forbindelse konkluderet at Erhvervs- og selskabsstyrelsen i deres notat af 3. april 2009 krævede en omtale af det valgte afkastkrav, og at ejendomsselskaberne med fordel kunne basere afkastkravet på markedsrapporter udgivet af toneangivende ejendomsmægler. Som eksempel herpå kan nævnes Colliers markedsrapport. Det har ikke været muligt for mig at få en beskrivelse af hvilke data som Colliers imidlertid lægger til grund for deres afkastkrav.

9 PERSPEKTIVERING

Baseret på konklusionen i denne afhandling er der for børsnoterede ejendomsselskaber, et økonomisk incitament i at gøre årsrapporterne mere transparente. En af effekterne er, at selskaberne tiltrækker flere, herunder også udenlandske, investorer. Såfremt det lykkes at tiltrække flere investorer, vil det danske ejendomsmarked som helhed forhåbentlig også slippe den næste finansielle krise ligeså hurtigt som det lykkes England og Sverige at gøre det i 2007 og 2008.

For at hjælpe ejendomsselskaberne med at skabe transparens og troværdighed til værdierne af ejendomsporteføljerne, vil jeg opfordre branchen til at skabe større åbenhed omkring markedspriser på gennemførte handler og give adgang til markedsrelevant data, såsom tomgang, lejeniveau med videre.

Konklusionen i denne afhandling blev baseret på et kvalitativt studie af fem udvalgte ejendomsselskaber. Problemet med denne form for studie er at resultatet, herunder troværdigheden, er påvirket af min personlige mening (forskerbias)¹¹³. Et andet problem med selve analysen var at populationen blev reduceret til tre ejendomsselskaber, som følge af at to af selskaberne blev prissat ud fra deres økonomiske problemer og ikke ud fra den regnskabsmæssige behandling af ejendommene.

Grundet størrelsen af populationen var det ikke relevant at teste for statistisk uafhængighed. Det vil sige at de enkelte variables forklaring af P/BV ikke kan påvises statistisk. Så afkastkravet og den samlede balancesum kan have en større påvirkning af P/BV end transparens. Det kunne derfor være interessant i et fremtidigt studie at udvide populationen, og dermed opnå mulighed for en isoleret undersøgelse af transparensens forklaring af P/BV.

Som inspiration til et kommende studie, kunne det også være interessant at lave et studie af nogle flere svenske og britiske ejendomsselskaber for, at vurdere hvordan disse selskaber handles i relation til graden af transparens og P/BV. Dette studie kunne udvides til også at omfatte den generelle markedstransparensens indflydelse på ejendomsselskabernes markedsværdi. Dette kunne være undersøgt ved at udvælge eksempelvis 20 ejendomsmarkeder jævnt fordelt på Jones Lang LaSalle indekset, og sammenholde P/BV for disse udvalgte markeder i relation til deres placering i indekset.

¹¹³ Ib Andersen, Den skinbarlige virkelighed, side 210

10 LITTERATURLISTE

Henvisninger til bøger:

Forfatter	Titel	Årstal (udgivelse)	Udgave	ISBN
KPMG	Indsigt i årsregnskabsloven 10/11	2010	5. udgave	
Lotte Rienecker m.fl.	Den gode opgave	2010	3. udgave	978-87-593-1164-6
KPMG	Investerings ejendomme	2006		
Jens O. Elling	Finansiell rapportering	2009	1. udgave	978-87-13-04965-3
Jan Fedders og Henrik Steffensen	Årsrapport efter internationale standarder - fra dansk praksis til IFRS	2009	3. udgave	978-87-619-2137-6
Deloitte	IFRS introduktion til de internationale regnskabsstandarder	2009	3. udgave	978-87-89152-00-4
Ejendomsforeningen Danmark	Værdiansættelse af investerings ejendomme - anbefalinger til DCF-modellen	2010	1. udgave	978-87-990996-2-7
Ejendomsforeningen Danmark	Best-practice for selskabsledelse og investorinformation i ejendomsselskaber	2010		
IASB	A guide through IFRS	2009	1. udgave	978-1-907026-20-1
PWC	Regnskabshåndbogen 2010	2010	1. udgave	87-91837-18-9
Danske finansanalytikerforening	Anbefalinger og Nøgletal 2010	2010	1. udgave	978-87-89720-04-3
Ole Sørensen	Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang	2009	3. udgave	978-87-13-04998-1
PWC	Emerging Trends in Real Estate, Europe	2010	1. udgave	978-0-87420-144-4

Henvisninger til artikler i tidsskrifter:

Forfatter	Titel	Nr. og årgang
PWC, Stine Munk Jensen	Hvordan behandles investeringsejendomme efter årsregnskabsloven?	02-09-2010
Jesper Banghøj m. fl.	Historisk kostpris vs dagsværdi	Thomson Reuters Prof. 2010 RogR Online 2009.12.0012
Ernest & Young	Ændring af årsregnskabsloven	Nyhedsbrev udgivet juni 2008
Lars Hørberg	Indregning & måling af investeringsejendomme	Revifora, Regnskabsorientering, april 2004
Paul M. Healy & Krishna G. Palepu	Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A Review of the empirical disclosure literature	Journal of accounting & economics 31 (2001) 405-440
Carsten Sønderby Jeppesen & Kasper Madsen	Analyse og årsregnskabsmeddelelsers nyhedsværdi, del 2	Revifora, INSPI, nr. 1, 2011
Francis, Khurana og Pereira	Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital Around the World,	Accounting Review, 80, 4, 1125-1162
Fondsrådet, principielle afgørelser	Indregning og måling af en koncerns ejendomme	2. halvår 2005 http://www.fondsraadet.dk/da/FR-Afgoerelser/Vaesentlige-og-eller-principielle-afgoerelser/AaRL/Indregning-og-maaling-af-en-koncerns-ejendomme.aspx
Fondsrådet, principielle afgørelser	Indregning af omsætning vedr. projektudvikling	24. april 2006
Fondsrådet, principielle afgørelser	Afgørelse vedr. Tower Group	15. april 2011
Erhvervs- & selskabsstyrelsen	Notat om måling (værdiansættelse) af investeringsejendomme	3. april 2009
Erhvervs- & selskabsstyrelsen	Notat om betingelserne for at anvende produktionsmetoden efter årsregnskabsloven	28. januar 2008
IFRS	Project summary and feedback statement, IFRS 13 fair value measurement	Maj 2011 http://www.ifrs.org/NR/rdonlyres/04E9F096-B1F8-410A-B1E9-2E61003BADFA/0/FairValueMeasurementFeedbackstatement_May2011.pdf
Christian Laux & Christian Leuz	The Crisis og fair-value accounting: Making sense of recent debate	Accounting, Organizations and Society 34 (2009) 826-834
Transparency International	Corruption perceptions indeks 2010	http://www.transparency.org/policy_research/surveys_indices/cpi/2010/results
Ray Ball	International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons	Accounting and Business Research, International Accounting forum, 2006
Tonny Nielsen	Mindre gearing og større transparens	Magasinet ejendom, nr. 8 oktober 2010
Colliers Hans Vestergaard	Colliers Status Investering	November 2010

11 SUPPLERENDE OPLYSNINGER OG BILAG

OVERSIGT OVER FIGURER:

Figur 1 illustration af gap mellem indre værdi & markedsværdi	10
Figur 2: Afhandlingens struktur	17
Figur 3 illustration af forskellen på de 2 regnskabsparadigmer	20
Figur 4: Illustration af valgfriheden mellem begrebsramme	25
Figur 5: Dagsværdi eller kostpris jf. ÅRL og IFRS	26
Figur 6: Forhold ved de 3 ejendomstyper	27
Figur 7 måling af gæld vedrørende investeringsejendomme	36
Figur 8 oversigt over metoder til måling af markedsværdi	41
Figur 9, diskonteringsfaktorens indflydelse på værdien	50
Figur 10 udvikling i Tower Groups aktiekapital	64
Figur 11 Castellums WACC beregning	74
Figur 12 sammenfatning af population	77

OPTÆLLING AF ANSLAG:

12 figurer x 800 anslag	9.600 anslag
Optælling af anslag inklusiv fodnoter mv.	<u>169.454</u> anslag
Antal anslag i alt	179.054 anslag
Svarende til antal sider (179.054/2.275)	78,7 sider

11.1 NØGLETAL FRA POPULATION

Navn	BAL_DAG	Metode	RESULTAT		AKTIVER		V_INV_EJD		K_INV_EJD		EGK_TOTAL	
			Samlet	EBVAT	Primo	Ultimo	Primo	Ultimo	Primo	Ultimo	Primo	Ultimo
Jeudan A/S (1.000 kr)	31-12-2010	NI	228.794	254.605 1,81%	13.070.000	14.204.000	12.972.000	14.084.000	11.506.120	12.430.178	3.281.457	4.383.424
Tower Group A/S (1.000 kr)	31-12-2010	DCF	89.840	422.757	4.887.659	4.456.702	4.557.721	4.295.908	4.298.729	4.354.336	263.552	581.296
- Heraf resultat af rekonstruktion			652.767	652.767								
Resultat ekskl. gevinst af rekonstruktion			-562.927	-230.010								
Victoria Properties (1.000 EUR)	31-12-2010	NI	-6.741	521 0,22%	252.759	258.035	240.058	240.314	0	0	50.316	45.236
Scandinavian Properties (1.000)	31-12-2010	?	-125.325	-31.322	969.095	966.840	896.272	922.932	0	0	4.365	112.736
Castellum AB (mio SEB)	31-12-2010	DCF	1.964	1.141 3,59%	29.476	31.936	29.267	31.768	0	0	9.692	11.082

	drift	Skema FDFA cash-flow	Modelredeg.	redeg.atk	Atkast	Historisk	SEGMENTERING						GÆLDENS FORD.			FØLSOMHEDSANALYSE				
							Ejd. type	Geo. Plac.	Erhv. Sekt.	m2 leje	Tomgang	10 største	Rente	Varighed	Gearing	Løjndtægt	Tomgang	Valuta	Lånerente	Øget afkast
Jeudan	+	1	3	3	5,20%	3	3	3	3	3	3	2	3	3	2	3	3	1	3	3
Tower Group	-	0	3	3	7,08%	1	2	3	1	3	3	1	2	2	2	3	3	1	2	3
Victoria Prop	+	0	2	1	5,10%	2	3	3	2	2	2	0	2	3	2	1	2	3	2	3
Scand. Prop.	-	0	1	1	6,60%	2	2	2	2	2	2	0	2	2	1	0	0	0	0	3
Castellum	+	1	3	3	7,20%	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3

11.2 BEREGNING AF AMORTISERET KOSTPRIS PÅ GÆLD

Eksempel: Der er optaget obligationslån på 10 mio. Fast rente 6% p.a. Det er et annuitetslån med provenue på 9,5 mio. - Kurstab er altså 500.000

Nom 10.000.000 Årlig Nominel rente 600.000

Rente 6%

Kurs 95

Kursværdi 9.500.000

Købsomk -50.000

Provenue 9.450.000

Investerings effektive rente (Excel - Funktion - Rente) - ved først at beregne ydelsen i funktionen YDELSE

Nper 5 **Ydelse** -2.373.964

Nv -9.450.000 **Rente** 8,11456%

Fv 10.000.000

År	Nominel rente	Amortisering	Rente i alt (effektiv rente)	Balance kostpris	Afdrag	Amortisering	Regnskabsmæssig værdi
0				9.450.000			9.450.000
1	-600.000	-166.826	-766.826	9.450.000	-1.773.964	166.826	7.842.862
2	-493.562	-142.851	-636.414	9.450.000	-1.880.402	142.851	6.105.311
3	-380.738	-114.681	-495.419	9.450.000	-1.993.226	114.681	4.226.766
4	-261.144	-81.839	-342.983	9.450.000	-2.112.820	81.839	2.195.786
5	-134.375	-43.803	-178.178	9.450.000	-2.239.589	43.803	0
	-1.869.820	-550.000	-2.419.820			-550.000	
	-2.419.820						

11.3 DRIFTSBUDGET VEDR. INVESTERINGSEJENDOM

Fordeling af driftsomkostninger:

[illegible]

11.4 SPECIFIKATION AF LEJEINDTÆGTER, SIDE 1 AF 2

Ordinær husleje indtægt:

	Årlig reg.	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	Terminalår (årlig regulering 2%)
Lejer 1	2,0%	1.000.000	1.020.000	1.040.400	1.061.208	1.082.432	1.104.081
Lejer 2	3,0%	500.000	515.000	530.450	546.364	562.754	574.009
Lejer 3	3,5%	750.000	776.250	803.419	831.538	860.642	877.855
Lejer 4	2,5%	350.000	358.750	367.719	376.912	386.335	394.061
Lejer 5	2,0%	2.000.000	2.040.000	2.080.800	2.122.416	2.164.864	2.208.162

Samlet årlig ordinær indtægt		4.600.000	4.710.000	4.822.788	4.938.438	5.057.028	5.158.168
------------------------------	--	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Korrigeret for diverse reguleringer jf. nedenfor specifikationer:

- Lejerabat & trappeleje		-800.000	-612.000	-416.160	-212.242	0	0
+ Regulering for særindretning		400.000	408.000	416.160	424.483	0	0
+ Huslejeindtægt parkeringsareal		255.000	261.525	168.229	25.117	282.194	287.838
- Korrektion for tomgang		0	-3.196.000	0	0	0	0

Samlet korrigeret årlig indtægt		4.455.000	1.571.525	4.991.016	5.175.796	5.339.222	5.446.006
---------------------------------	--	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Lejerabat og trappeleje:

Ordinær lejeindtægt		4.600.000	4.710.000	4.822.788	4.938.438	5.057.028	5.158.168
Rabat							
Lejer 5	40%	-800.000					
Lejer 5	30%		-612.000				
Lejer 5	20%			-416.160			
Lejer 5	10%				-212.242		

Årlig korrigeret lejeindtægt herefter		3.800.000	4.098.000	4.406.628	4.726.196	5.057.028	5.158.168
---------------------------------------	--	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Regulering for særindretning:

Ordinær lejeindtægt		4.600.000	4.710.000	4.822.788	4.938.438	5.057.028	5.158.168
- Lejer 5, særindretning		400.000	408.000	416.160	424.483	0	0

Årlig korrigeret lejeindtægt herefter		5.000.000	5.118.000	5.238.948	5.362.921	5.057.028	5.158.168
---------------------------------------	--	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Korrektion af tomgang:

Lejer 5:							
- Lejeindtægt			-2.040.000				
- Genudlejningsomkostninger			-306.000				
- Lejemålsindretning			-500.000				
- Tomgang (andel af ejd. omk.)			-350.000				

Årlig lejeindtægt herefter		0	0	2.080.800	2.122.416	2.164.864	2.208.162
Årlig omkostning herefter		0	-1.156.000	0	0	0	0

Nettopengestrøm af tomgang		0	-1.156.000	2.080.800	2.122.416	2.164.864	2.208.162
----------------------------	--	---	------------	-----------	-----------	-----------	-----------

SPECIFIKATION AF LEJEINDTÆGTER, SIDE 2 AF 2

Fremleje af parkeringsarealer:

Årlig leje pr. p-plads

Lejeindtægt:	Årlig reg.	År 0		År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	Terminal (årlig regulering 2%)
		Antal p-pladser	Leje i alt						
Lejer 1	2,0%	10	150.000	150.000	153.000	156.060	159.181	162.365	165.612
Lejer 2	3,0%	2	30.000	30.000	30.900	31.827	32.782	33.765	34.441
Lejer 3	3,5%	5	75.000	75.000	77.625	80.342	83.154	86.064	87.786
Lejer 4	2,5%	0	0	0	0	0	0	0	0
Lejer 5	2,0%	10	150.000	150.000	153.000	156.060	159.181	162.365	165.612
Samlet årlig ordinær indtægt			405.000	405.000	414.525	424.289	434.298	444.559	453.450

Driftsomkostninger:

- Løbende vedligeholdelse	2%	-150.000	-150.000	-153.000	-156.060	-159.181	-162.365	-165.612
- Opsat vedligehold					-100.000			
- Montering af belysning						-250.000		
Nettopengestrømme af lejerbetalte parkeringsanlæg		-150.000	255.000	261.525	168.229	25.117	282.194	287.838

Lejerbetalte henlæggelser til fornyelser:

Indtægter:	Årlig regulering	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	Terminal år
- Henlæggelse til fornyelser	2%	510.000	520.200	530.604	541.216	552.040	563.081
Driftsomkostninger:							
-		-					
- Løbende vedligeholdelse	2%	150.000	-153.000	-156.060	-159.181	-162.365	-165.612
- Udskiftning af tekniske inst.		0	0	-100.000	-50.000	-300.000	-563.081
- Opsat vedligeholdelse		-75.000	-300.000	0	-300.000	0	0
Nettopengestrømme af lejerbetalte henlæggelser til fornyelser		285.000	67.200	274.544	32.035	89.676	-165.612

11.5 SAMLET DCF-BEREGNING

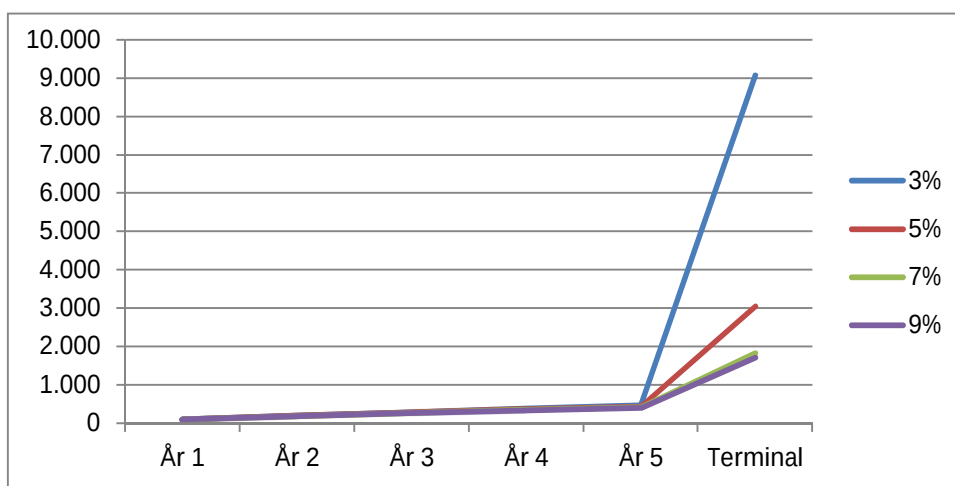
	År					
	1	2	3	4	5	Terminalår
Ordinære lejeindtægter	4.600.000	4.710.000	4.822.788	4.938.438	5.057.028	5.158.168
- Lejerabat & trappeleje	-800.000	-612.000	-416.160	-212.242	0	0
+ Merleje for særindretning	400.000	408.000	416.160	424.483	0	0
+ Lejeindtægter P-arealer	255.000	261.525	168.229	25.117	282.194	287.838
- Lejekorrektion, tomgang	0	3.196.000	0	0	0	0
- Driftsomkostninger	-4.035.000	2.789.700	3.345.494	2.902.404	2.960.452	-3.019.661
- Vedligehold						
+/- Henlæggelser til fornyelser	285.000	67.200	274.544	32.035	89.676	-165.612
Frie pengestrømme fra driften	705.000	1.150.975	1.920.066	2.305.427	2.468.446	2.260.733
Diskonteringsfaktor*	0,935	0,873	0,816	0,763	0,713	
Nutidsværdi af frie pengestrømme	659.175	1.004.801	1.566.774	1.759.041	1.760.002	
Nutidsværdi af budgetperioden	4.740.191					
Nutidsværdi af terminalåret	32.238.060					
Nutidsværdi af ejendommen i alt	36.978.251					
* Beregning af diskonteringsfaktor						
Forrentningskrav	5%					
Inflation	2%					
Diskonteringsrente	7%					

11.6 BEREGNINGSDATA TIL ILLUSTRATION AF DISKONTERINGSFAKTORENS INDFLYDELSE PÅ VÆRDIANSÆTTELSEN

Pengestrømme	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	Terminal
Nettopengestrøm	100	100	100	100	100	100

Akkumuleret og diskonteret jf. nedenfor

3%	97	191	283	372	458	9.088
5%	95	186	272	355	433	3.046
7%	94	181	262	339	410	1.836
9%	92	176	253	324	389	1.706



11.7 RESULTATOPGØRELSE ANBEFALET AF FORENINGEN AF DANSKE FINANSANALYTIKERE

	2010	2009
Omsætning		
+ Lejeindtægter		
+ Service og/eller administrationsindtægter		
+ Øvrige indtægter		
Driftsomkostninger		
- Ejendomsrelaterede omkostninger		
- Service-/administrationsrelaterede omkostninger		
- Øvrige omkostninger		
BRUTTORESULTAT		
- Administrationsomkostninger		
RESULTAT FØR FINANSIELLE POSTER (EBIT)		
+/- Indtægter af kapitalandele i tilknyttede selskaber		
+ Finansielle indtægter		
- Finansielle omkostninger		
RESULTAT FØR KURS & VÆRDIREGULERINGER (EBVAT)		
Urealiserede gevinster & tab		
+/- Værdireguleringer af ejendomme som følge af driftsforbedringer		
+/- Værdireguleringer af ejendomme som følge af andret afkastkrav		
+/- Værdireguleringer af finansielle forpligtelser		
Realiserede gevinster & tab		
+/- Avance ved salg af ejendomme		
+/- Kursgevinst på finansielle forpligtelser		
- Stempelomkostninger ved hjemtagelse af lån		
RESULTAT FØR SKAT		
+/- Årets skat		
ÅRETS RESULTAT		

11.8 SPECIFIKATIONER TIL ANLÆGSNOTEN JF. IFRS

Følgende skal fremgå vedr. materielle anlægsaktiver optaget i anlægsnoten¹¹⁴:

- Periodens tilgange
- Periodens afgang, herunder reklassifikation til aktiver, der besiddes med henblik på videresalg, jf. IFRS 5
- Erhvervelser gennem virksomhedssammenslutninger
- Periodens eventuelle op- eller nedskrivninger af aktiver, der måles til omvurderet værdi samt nedskrivninger eller tilbageførsler heraf, som indregnes direkte i egenkapitalen eller resultatopgørelsen
- Periodens nedskrivninger der er indregnet i resultatopgørelsen
- Periodens tilbageførsler af tidligere nedskrivninger, der er indregnet i resultatopgørelsen
- Periodens afskrivninger
- Valutakursforskelle (netto), der opstår ved omregning af regnskabet fra den funktionelle valuta til præsentationsvalutaen, inkl. omregning af udenlandske enheder med anden funktionel valuta end moderselskabets valuta
- Andre bevægelser

¹¹⁴ Jan Fedders & Henrik Steffensen, Årsrapport efter IFRS, side 363

11.9 BEREGNING AF P/B BASERET PÅ ÅRSRAPPORTER FRA JEUDAN

De historiske kurser er trukket fra www.euroinvestor.dk.

Nedenfor er anført beregningen.

Gennemsnitlig børskurs i perioden 1/2 - 31/3 efter regnskabsårets afslutning

Årsrapporter	(2005)	(2006)	(2007)	(2008)	(2009)	(2010)
Kurs	805	617	602	441	452	432
Egenkapital	2.175	2.480	3.429	2.955	3.281	4.383
Antal aktier	5.775	5.775	7.096	7.096	7.562	10.586
BVPS	376,62	429,44	483,23	416,43	433,88	414,04
P/B	2,14	1,44	1,25	1,06	1,04	1,04

Højeste kurs 5 dage efter offentliggørelsen af årsrapporten

	(2005)	(2006)	(2007)	(2008)	(2009)	(2010)
Kurs	892	617	608	440	452	437
Egenkapital	2.175	2.480	3.429	2.955	3.281	4.383
Antal aktier	5.775	5.775	7.096	7.096	7.562	10.586
BVPS	376,62	429,44	483,23	416,43	433,88	414,04
P/B	2,37	1,44	1,26	1,06	1,04	1,06

Laveste kurs 5 dage efter offentliggørelsen af årsrapporten

	(2005)	(2006)	(2007)	(2008)	(2009)	(2010)
Kurs	874	600	600	431	460	433
Egenkapital	2.175	2.480	3.429	2.955	3.281	4.383
Antal aktier	5.775	5.775	7.096	7.096	7.562	10.586
BVPS	376,62	429,44	483,23	416,43	433,88	414,04
P/B	2,32	1,40	1,24	1,03	1,06	1,05

11.10 ILLUSTRATION AF PROBLEMET MED TRADITIONEL WACC BEREGNING

WACC - Herunder Ke & Kg

* Rf = Risikofri rente	4,60		
* Rs = Risikopræmie	4,00		
* Beta	1,40		
** Lr = Lånerente - Ekstern!	5,40		
** t = Selskabsskatteprocent	0,25		
*** Egk andel	0,80	0,20	
* Ke (ejere)	10,20	***	$(Rf + (Beta \times Rs)) - 4,6 + (1,4 \times 4)$
** Kg (gældsforpligtelser)	4,05	***	$(Lr \times (1-t)) - 5,4 \times (1-0,25)$
*** WACC	8,97	0,0897	$((1-Egk_andel) \times Kg) + (Egk_andel \times Ke)$

WACC - Herunder Ke & Kg

* Rf = Risikofri rente	4,60		
* Rs = Risikopræmie	4,00		
* Beta	1,40		
** Lr = Lånerente - Ekstern!	5,40		
** t = Selskabsskatteprocent	0,25		
*** Egk andel	0,20		0,80
* Ke (ejere)	10,20	***	$(Rf + (Beta \times Rs)) - 4,6 + (1,4 \times 4)$
** Kg (gældsforpligtelser)	4,05	***	$(Lr \times (1-t)) - 5,4 \times (1-0,25)$
*** WACC	5,28	0,0528	$((1-Egk_andel) \times Kg) + (Egk_andel \times Ke)$

	Andel af fremmedfinansiering	
	80%	20%
WACC	5,3%	9,0%