

Cand.merc.aud Afhandling januar 2009

Copenhagen Business School

Institut for Regnskab og Revision

**Retvisende billede ved indregning og måling af investeringsejendomme
på et volatilt marked**



Afhandlingen er afleveret den 27. januar 2009 af:

Marianne Skannerup :

Vejleder Sumit Sudan:

Censor:

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Indholdsfortegnelse

Indholdsfortegnelse	2
Executive Summary	4
1. Indledning og problemformulering	6
1.1. Indledning	6
1.2. Problemformulering	7
1.4. Model- og metodevalg	9
1.5. Afgrænsning	10
1.6. Kildekritik	11
1.7. Målgruppe	12
1.8. Afhandlingens opbygning	13
2. Regnskabsteori	17
2.1. Introduktion	17
2.2. Præstationsorienterede og formueorienterede regnskabsparadigmer	17
2.3. Opsummering	18
3. Et retvisende billede	19
3.1. Introduktion	19
3.2. Et retvisende billede	19
3.3. Delkonklusion	24
4. Indregning og klassifikation af ejendomme	27
4.1. Introduktion	27
4.2. Indregning og klassifikation af ejendomme	27
4.3. Beslutningstræ ved klassifikation af ejendomme	30
4.4. Delkonklusion	31
5. Regnskabspraksis til indregning og måling samt præsentation af investeringsejendomme	33
5.1. Introduktion	33
5.2. Årsregnskabsloven, dansk regnskabspraksis	33
5.3. International Financial Reporting Standards, international regnskabspraksis 35	
5.4. Krav til ledelsesberetninger	37
5.5. Forskelle mellem dansk og international regnskabspraksis	38
5.6. IAS 1 - præsentation af årsrapporten	38
5.7. Delkonklusion	40
6. Måling af Investeringsejendomme	41
6.1. Introduktion	41
6.2. Måling af investeringsejendomme	41
6.3. Delkonklusion	52
7. Markedsvolatilitet på ejendomsmarkedet	54
7.1. Introduktion	54
7.2. Udviklingen på ejendomsmarkedet	54
7.3. Inaktivt marked	55

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

7.4. Delkonklusion	56
8. Vurdering af måling af investeringsejendomme på et volatilt marked	58
8.1. Introduktion	58
8.2. Værdiansættelse af investeringsejendomme på et inaktivt marked	58
8.3. Måling til kostpris eller dagsværdi	59
8.4. Vurdering af lovændring vedr. ændring af bindingsreglen i ÅRL § 38	60
8.5. Delkonklusion	62
9. Analyse af årsrapporter	65
9.1. Introduktion	65
9.2. Vurderingsskema	65
9.3. Victor International A/S	68
9.4. Nordicom	72
9.5. Tower Group A/S	80
9.6. Delkonklusion	87
10. Perspektivering	90
10.1. Introduktion	90
10.2. Indregning og måling samt præsentation af investeringsejendomme i 2008	90
11. Hovedkonklusion	92
12. Kildefortegnelse	96
13. Bilag 1	98

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Executive Summary

Up until recently the real estate market, specifically that relating to investment properties has seen significant increases in prices. However the financial crisis has now changed the marketplace, creating uncertainty and bringing into question the value of investment properties.

There is a need for specific accounting standards for businesses with investment properties as the material value is based upon unrealized valuation adjustments on the investment properties. The valuation process concerning these investment properties will, especially in the current market situation, be influenced by many unobservable data and evaluations from management.

The purpose of this examination is to conclude if Danish companies with investment properties currently include all of the relevant information in their annual report and offers a true and fair view of the investment properties, in order to provide the user an appropriate basis to evaluate the worth of the investment properties and perform their own forecasts

The starting point of this paper is the definition of a true and fair view, followed by the definition of investment properties from other regarding to IAS 40 "Investment properties". As there is no definition of investments properties in ÅRL (perhaps expand the acronym). A review of accounting policies concerning Danish (ÅRL) and International (IFRS) accounting policies has been performed. From this review, it is concluded that there are no major differences between Danish and International accounting policies. As such, the analysis of annual reports will only include annual reports with accounting policies following the International Standards.

Under IAS 40 entities may elect to use either the fair value or at cost less depreciation valuation method. This paper concludes that the fair value of the investment property will give the user of the annual report the truest and fair value of the investment property, and provides the most appropriate base for their own forecasts.

ÅRL § 38 required until 3 June 2008 that all unrealized valuation adjustments should be tied to the Company's equity, which is also applicable for Danish companies that have adopted IFRS. This paper evaluates that the annulment of this rule will reduce the transparency of the true and fair value of the annual report.

IAS 40 states that "the methods and significant assumptions applied in determining the fair value of investment property" are to be incorporated in the annual reports, together with other specific information concerning the valuation and used accounting policy. If this is applied strictly, the need of information to evaluate the true and fair view for the user of the annual report will be met.

Even though, however, the code of practice have been met in two out of three of the annual reports, the information concerning valuation of fair value was not fulfilled completely in any of the three an-

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

nual reports., especially concerning the information regarding management valuations and risks in the evaluation. The information provided in the annual reports has been evaluated very banal and not very detailed.

I evaluate furthermore, that information regarding valuation and presentation of investment properties and how management has taken the development in the real estate market into account will be a key issue in the 2008 annual reports.

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

1. Indledning og problemformulering

1.1. Indledning

Der har igennem en årrække været høje prisstigninger på investeringsejendomme. Dette var som følge af blandt andet højkonjunktur, faldende rente, den økonomiske politik, stor investeringslyst, hvor der har været projekter/ejendomshandler med et afkast, som er på niveau eller lavere end finansierings afkast. Der har dog i 2008 hersket væsentlig større usikkerhed på markedet for investeringsejendomme. Denne usikkerhed skyldes blandt andet en tillidskrise i den finansielle sektor, som har begrænset bankernes udlånsvillighed og bankerne har ligeledes et ønske om at mindske deres eksponering på ejendomsmarkedet.

Mange ejendomsvirksomheder er i slutningen af 2008 gået i betalingsstandsning eller helt konkurs som følge af manglende likviditet, som de ikke længere kan få afdækket ved salg. Markedet for køb og salg af ejendomme er næsten gået i stå, da eventuelle nye investorer ligeledes har problemer med at skaffe likviditet.

Der er et behov for særlige regnskabsregler for virksomheder, der drives med henblik på at opnå et afkast af ejendomsinvestering i form af nettolejeindtægter og fremtidige kapitalgevinster. Dette skyldes, at en væsentlig del af værdiskabelsen i ejendomsvirksomheder skabes i form af urealiserede værdistigninger på ejendomme. Det er derfor ofte virksomhedernes ønske at afspejle denne eventuelle værdiskabelse i resultatopgørelsen, da det er et resultat af deres primære drift.

Der kan i forbindelse med værdiansættelsen af investeringsejendomme være mange ledelsesmæssige beslutninger og usikkerheder. Dansk og international regnskabspraksis udstikker krav og giver retningslinier for, hvordan investeringsejendomme skal indregnes og præsenteres, således at regnskabsbruger får et retvisende billede af virksomheden og den eventuelle værdiskabelse gennem værdireguleringer på investeringsejendomme.

Fra 2005, hvor forordning nr. 1606/2002/EF fra EU-kommisionen og Parlamentet blev implementeret via IFRS bekendtgørelsen udstedt af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, er det lovpligtigt for Klasse D selskaber at aflægge årsrapport efter de "internationale standarder International Financial Reporting Standards (IFRS)", som er godkendt af EU.

Øvrige virksomheder kan vælge at aflægge årsrapport efter IFRS, men skal ellers aflægge årsrapport efter den danske Årsregnskabslov (ÅRL).

International Accounting Standards (IAS) 40 indeholder retningslinier for indregning, måling og præsentation af investeringsejendomme efter Internationale standarder. Ikke børsnoterede selskaber, der aflægges efter dansk regnskabspraksis og ÅRL § 38, kan dog vælge at aflægges efter IFRS.

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Der har, jf. ovenfor været svingninger på markedet med investeringsejendomme og den nuværende markedssituation med den udbredte internationale finanskriser vil ligeledes have en væsentlig indflydelse på præsentation samt indregning og måling af investeringsejendomme i 2008.

Der er to metoder til indregning og måling af investeringsejendomme - kostprismetoden eller dagsværdimetoden. Det mest brugte er indregning til dagsværdi, både inden for dansk regnskabspraksis og IFRS, hvilken metode vil give regnskabslæser det mest retvisende billede på et usikkert marked, hvor selve værdiansættelsen af investeringsejendomme vil indeholde mange usikkerheder og ledelsesvurderinger?

Der er pr. 3. juni 2008 vedtaget et nyt lovforslag, hvorved det ikke længere er et krav at binde værdireguleringer på egenkapitalen jf. ÅRL § 38. Set i lyset af ophævelsen af bindingskravet, finder jeg det interessant at undersøge det volatile markeds påvirkning på anvendelsen af reglerne om dagsværdiregulering, herunder påvirkningen på det retvisende billede.

1.2. Problemformulering

Med udgangspunkt i indledningen kan afhandlingens hovedspørgsmål formuleres således:

Opfylder danske virksomheders årsrapporter generalklausulen om "et retvisende billede" i forbindelse med indregning og måling samt præsentation af investeringsejendomme på et volatil marked?

Ovenstående hovedspørgsmål søges besvaret i de følgende underspørgsmål:

- A. Hvorledes defineres et retvisende billede i henhold til begrebsrammen?

For at vurdere regnskabsreglerne om indregning, måling og præsentation i henhold til generalklausulen om "et retvisende billede" vil jeg gennemgå niveauer i begrebsrammen, som definerer et retvisende billede.

- B. Hvorledes defineres en investeringsejendom i forhold til andre ejendomme, og hvorledes er klassifikationen af disse i årsrapporten?

For at opnå forståelse for definitionen af en investeringsejendom vil jeg gennemgå reglerne for de forskellige typer for ejendomme og klassifikationen heraf.

- C. Hvorledes er dansk regnskabspraksis samt international praksis for indregning og måling samt præsentation af investeringsejendomme i årsrapporter?

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Jeg vil ligeledes gennemgå gældende regnskabspraksis for investeringsejendomme i danske selskaber med investeringsejendomme for at opnå forståelse af gældende praksis for den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme.

- D. Hvorledes opgøres henholdsvis kostpris samt dagsværdi for investeringsejendomme og hvilke udfordringer samt fordele og ulemper er der ved og målemetoderne?

Formålet med ovenstående spørgsmål er at gennemgå de tilgængelige metoder til indregning og måling af investeringsejendomme, herunder vil fordele og ulemper bliver vurderet ved anvendelse de tilgængelige metoder til opgørelse af dagsværdi.

- E. Hvor stor grad af volatilitet eksisterer på ejendomsmarkedet?

Formålet med ovenstående spørgsmål er at vurdere volatiliteten på ejendomsmarkedet, for således at underbygge hovedspørgsmålet.

- F. Hvilken model til måling af investeringsejendomme vil bidrage mest til "et retvisende billede" i et volatilt marked?

Formålet med ovenstående spørgsmål er at diskutere valg af regnskabspraksis ved indregning af investeringsejendomme i forhold til graden af volatilitet, som er vurderet i ovenstående delspørgsmål.

Som nævnt ovenfor er der foretaget ændringer til ÅRL § 38, således at opskrivninger på eksempelvis investeringsejendomme bliver overført til frie reserver.

- G. Har ændringen til bindingsreglerne i ÅRL § 38 nogen indflydelse på det retvisende billede i årsrapporten?

Formålet med ovenstående spørgsmål er at vurdere ændringen i dansk regnskabspraksis, med hensyn til ophævelse af bindingen af nettoopskrivninger på egenkapitalen, har på det retvisende billede.

- H. Vurderes oplysningerne i udvalgte danske årsrapporter tilstrækkelige til opfyldelse af et retvisende billede i forbindelse med indregning og måling samt præsentation af investeringsejendomme?

Afslutningsvis foretages en analyse af udvalgte årsrapporter for 2007 og 2007/08 for at vurdere, om deres præsentation af indregning og måling af investeringsejendomme vil opfylde et retvisende billede ved ændringer på markedssituationen. Ovenstående spørgsmål vil afrunde afhandlingen.

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

1.4. Model- og metodevalg

1.4.1 Synsvinkel

Jeg har i afhandlingen valgt en deskriptiv synsvinkel, da problemformuleringen tager udgangspunkt i forholdene "som de er". Denne synsvinkel er valgt, da regnskabspraksis beskrives og analyseres for efterfølgende at vurdere det retvisende billede i praksis.¹

Der vil forekomme en normativ synsvinkel, hvor jeg vil tage udgangspunkt i forholdene "som de bør være" efter min vurdering. Denne synsvinkel vil hovedsaglig benyttes i den praktiske del af afhandlingen, hvor regnskabspraksis i udvalgte danske årsrapporter vurderes.²

1.4.2. Dataindsamling og undersøgelsesdesign

Litteraturstudiet repræsenterer første del af afhandlingen og tager udgangspunkt i diverse udgivelser omhandlende ÅRL § 38 og IAS 40. Dette er en kvalitativ metode, hvor jeg igennem forskellige former for dataindsamling søger at skabe en dybere forståelse for problemet. Metoden til dataindsamling er baseret på desk research, som hovedsagligt er foregået på Internettet. Der er anvendt sekundære data i form af artikler, publikationer, bøger mv. De anvendte kilder er nærmere specificeret i afhandlingens fodnoter samt litteraturlisten sidst i afhandlingen.

Litteraturstudiet har til formål at forklare og kortlægge, hvorledes reglerne omkring det valgte emne er fastlagt efter henholdsvis de danske regler og internationale standarder. Afslutningsvis vil jeg fremhæve de væsentligste forskelle, samt begrunde hvorfor disse er væsentlige og min vurdering heraf.

1.4.3. Kvalitativ dataindsamling og empirisk undersøgelse

Jeg vil ligeledes foretage et kvalitativt casestudie af oplysninger i udvalgte årsrapporter for danske børsnoterede selskaber med ejendomme, som en væsentlig del af deres aktivmasse. Dette vil give en dybere forståelse for min problemstilling, og hvorledes virksomhederne behandler den anvendte regnskabspraksis og derigennem skaber et retvisende billede.³ Omfanget og niveauet af de kvalitative data sammenholdes på tværs af de analyserede årsrapporter.

1.4.4. Udvælgelse af årsrapporter

Der vil i afhandlingen indtages analyse af udvalgte danske årsrapporter. Udvælgelsen af de analyserede årsrapporter er ikke foretaget ved en statisk udvælgelse, da dette kan resultere i at ikke alle årsrapporter vil indeholde ejendomme, som en væsentlig del af deres balancesum. Årsrapporterne er således udvalgt ud fra oplysninger om væsentlige ejendomme. Årsrapporterne er udvalgt selektivt ud fra deres indregnede ejendomme samt anvendt regnskabspraksis i forhold til det retvisende billede. Der vil forekomme såvel gode som dårlige eksempler på behandlingen af investeringsejendomme i årsrapporterne.

¹ Kilde: Eksamensteknik Målrettet - koncentreret - effektiv, side 32-33

² Kilde: Eksamensteknik Målrettet - koncentreret - effektiv, side 37-38

³ Kilde: Den skinbarlige virkelighed, Ib Andersen, s. 150

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

1.5. Afgrænsning

For at sikre dybde i behandlingen af hovedemnerne har jeg foretaget følgende afgrænsninger.

Ved gennemgang af ÅRL § 38 og IAS 40 afgrænses fra at foretage en dybdegående analyse af alle forhold i paragraffen og standarden. Formålet med afhandlingen er ikke at afdække alle områder inden for den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme. Jeg vil således i afhandlingen beskæftige mig med områder, som vurderes væsentlig for den eksterne regnskabsbruger i relation til hovedproblemstillingen.

Der afgrænses ligeledes fra en dybdegående gennemgang af Domicil ejendomme IAS 16 og Handels-
ejendomme IAS 2, disse vil kunne blive berørt i forbindelse med drøftelse/afgrænsning af klassifikation af investeringsejendomme.

Jeg afgrænser mig fra dybdegående gennemgang af indregning og måling af gældsforpligtelser, som har tilknytning til investeringsejendomme.

Jeg afgrænser mig fra alle skattemæssige problemstillinger i forbindelse med indregning og behandlinger af investeringsejendomme, og ser kun på den regnskabsmæssige behandling. Afhandlingen vil ligeledes ikke behandle værdireguleringernes påvirkning af den regnskabsmæssige behandling af udskudt skat.

Under afsnit 6 vil metoder til værdiansættelse af ejendomme blive gennemgået, udgangspunktet er sammenlignelige transaktioner, hvor dette ikke er muligt kan andre alternative metoder anvendes. Jeg har jeg valgt at tage udgangspunkt i de to mest gængse værdiansættelsesmetoder, den afkastbaserede metode og DCF metoden, disse vil blive gennemgået uden uddybelse den matematiske teori, da jeg ikke vurderer, dette vil bidrage til hovedproblemet. Afhandlingen vil således ikke indeholde en gennemgang af andre værdiansættelsesmetoder. Fokus vil ligeledes alene være på værdiansættelse af investerings-
ejendomme, ikke en værdiansættelse af selskaber.

Ved casestudierne vil forhold som aktieforhold, ledelsesforhold, udbyttepolitik m.m. ikke blive gennemgået, da analysen har til formål at vurdere det retvisende billede i forbindelse med præsentation samt indregning og måling af investeringsejendomme.

Analysen af årsrapporter vil være af årsrapporter fra 2007 eller 2007/08, da årsrapporter med regnskabsafslutning pr. 31.12.2008 endnu ikke er offentliggjort.

Ved vurdering af markedsforholdene på ejendomsmarkedet er der kun taget udgangspunkt i det danske ejendomsmarked. Der forekommer i årsrapporterne ligeledes ejendomme på det svenske, tyske og franske marked. Ejendomsforholdene er ikke undersøgt på disse markeder, da materialeindsamling til dette vil være besværligt. Det vurderes ikke at være væsentlige forskelle i forhold til det danske marked. Den internationale finanskrise som ligeledes beskrives i afhandlingen, vurderes således også at

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

have en påvirkning på de nævnte udenlandske markeder, ligesom der er tale om danske ejendomsselskaber, som benytter sig af finansiering på det danske marked. Andre udenlandske virksomheder skal ligeledes overholde IFRS, hvis der aflægges årsrapporter herefter.

Årsrapporterne er forsynet med blanke påtegninger fra en eller flere af de største revisionselskaber i Danmark, hvorfor jeg ikke vil betvivle det samlede retvisende billede af årsrapporten. Jeg vil derfor kun vurdere, om de har alle relevante oplysninger med til regnskabslæsers vurdering af måling af investeringsejendomme. Pålideligheden af årsrapporten vil derfor ikke vurderes.

1.6. Kildekritik

Afhandlingen bygger primært på materiale, som er tilgængelig på Internettet foruden materiale fra undervisningen i ekstern rapportering på Copenhagen Business School. Der vil igennem afhandlingen være henvisninger til anvendte kilder.

Ligeledes er hjemmesider fra de største revisionsfirmaer i Danmark benyttet, hvilket kan betyde, at kildematerialet kan blive ensidigt. De anvendte artikler er ligeledes overvejende baseret på enkeltpersoners opfattelse og holdninger omkring emnet.

Jeg har i hvert enkelt tilfælde vurderet den anvendte kilde og kun brugt den, hvis jeg har fundet den troværdig, objektiv og relevant. Ligeledes har jeg vurderet, at den store mængde af anvendt litteratur samlet udgør et bredt grundlag for afhandlingens diskussioner og analyser. I forbindelse med udarbejdelse af afhandlingen har jeg forsøgt at være objektiv omkring beskrivelse og analyse af problemstillingen. Der vil dog i afhandlingen forekomme afsnit, hvor meningstilkendegivelse samt tolkninger indhentet fra litteratur vil blive gengivet.

Kildematerialet brugt i afhandlingen er vurderet i forhold til væsentlighed for problemformuleringen. Målgruppen for afhandlingen kan have behov for yderligere information, hvorfor det kan være nødvendigt at gennemgå anden litteratur.

I afhandlingens litteraturfortegnelse er der oplyst en række kilder, der ikke direkte anvendes i afhandlingen. Disse kilder er anvendt som inspirationsgrundlag for afhandlingens udformning og teoribehandling.

Ved udarbejdelse af afhandlingen er der ligeledes hentet inspiration og yderligere viden fra øvrige publikationer samt personer, end hvad der fremgår af litteraturfortegnelsen. Det har hovedsagligt været inspiration fra kollegaer med kompetencer inden for afhandlingens emne samt tidligere afhandlinger omhandlende tilsvarende emner.

Dataindsamling er stoppet den 31. december 2008.

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

1.7. Målgruppe

Denne afhandling skrives som sidste led i den erhvervsøkonomiske kandidateksamen på cand.merc.aud. linien ved Copenhagen Business School. Som følge heraf er afhandlingens primære målgruppe vejleder og censor samt regnskabslæser og udarbejder samt revisorer i Danmark.

Idet regnskabspraksis for investeringsejendomme kan virke uoverskuelig og omfangsrigt kan regnskabsudstedere og læser med en vis regnskabsmæssig forståelse ved hjælp af afhandlingen få et overblik over regnskabspraksis for indregning og måling af investeringsejendomme.

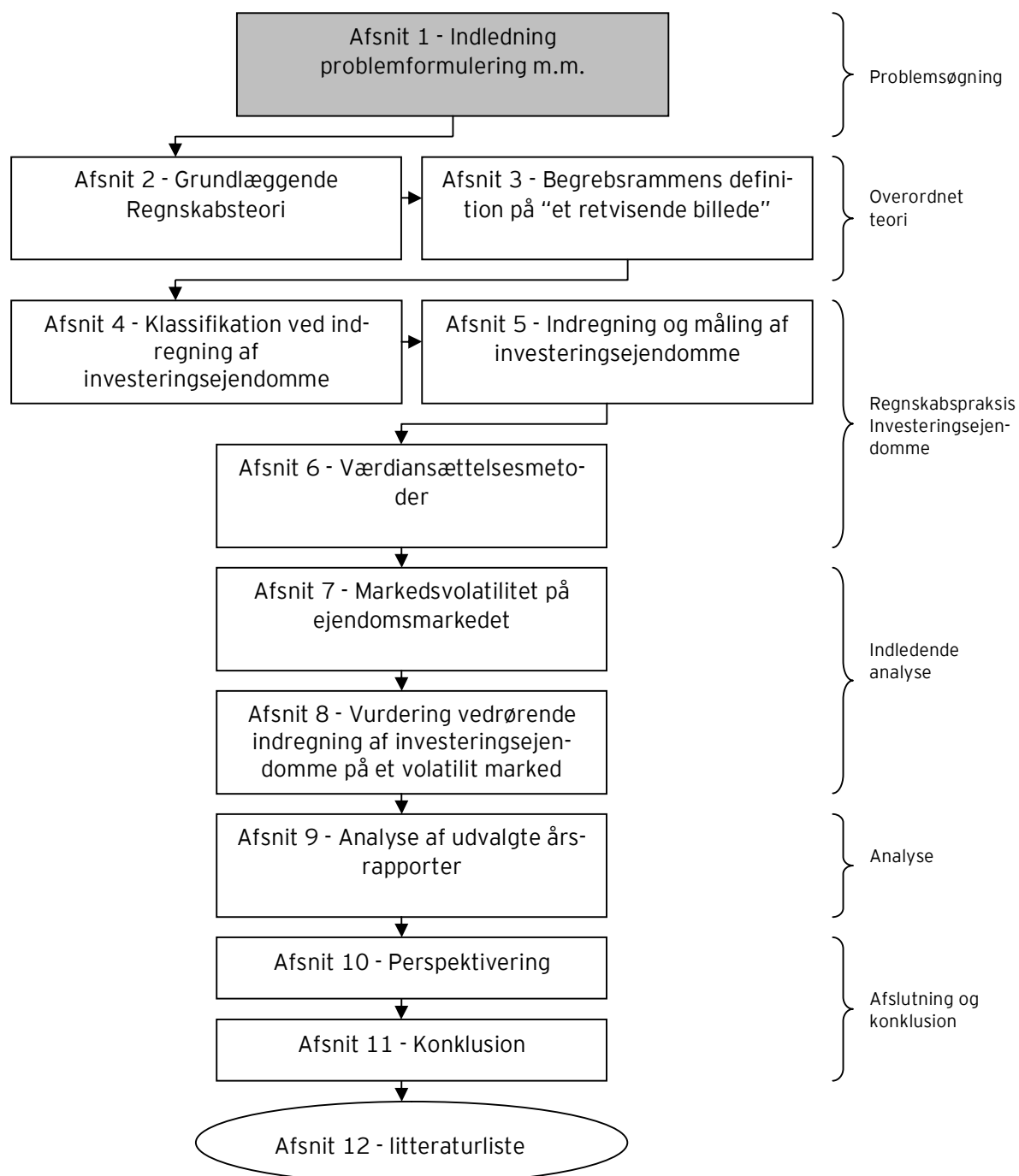
En sekundær målgruppe udgør medstuderende på CBS, ligesom afhandlingen vil kunne indgå i virksomheders overvejelser i forbindelse med indregning investeringsejendomme. Grundet svagheder ved dataindsamling vil afhandlingen dog udelukkende kunne anvendes som inspiration.

På baggrund af ovenstående målgruppe vil de almindelige og anerkendte begreber inden for ekstern regnskabsvæsen ikke blive uddybet eller forklaret nærmere, da målgruppen forventes at være bekendt hermed.

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

1.8. Afhandlingens opbygning

Med udgangspunkt i afhandlingens problemformulering har jeg valgt en struktur i afhandlingen, som angivet i nedenstående figur 1.



Figur 1 Afhandlingens opbygning⁴

⁴ Kilde: Egen tilvirkning

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Ovenstående figur inddrages løbende i afhandlingen for at skabe overblik over afhandlingens forløb.

I afsnit 1 præsenteres afhandlingens problemstilling, som vil fungere som indledning til afhandlingen.

Efter det indledende afsnit vil jeg beskrive den grundlæggende regnskabsteori, som vil danne grundlag for den videre afhandling. Afsnittet vil indeholde en beskrivelse samt forskelle mellem det præstationsorienterede- og det formueorienterede regnskabsparadigme.

I afsnit 3 analyseres den grundlæggende teori ved generalklausulen "et retvisende billede" ved aflægelse af årsrapporter i henhold til begrebsrammens definition. De to første niveauer er brugernes informationsbehov samt de kvalitative egenskaber, som skaber rammerne for målsætningen med aflægelse af årsrapporter.

Efter ovenstående afsnit med den mere grundlæggende teori vil jeg i afsnit 4 gennemgå de forskellige typer af ejendomme for på denne måde at komme frem til definitionen af en investeringsejendom. Der er ikke forskel på klassifikationen af ejendomme mellem ÅRL og IFRS. Kommentarerne i ÅRL § 38 henvises til IAS 40, da ÅRL ikke indeholder en definition af investeringsejendomme, hvorfor definitionen vil blive gennemgået i henhold til IAS 40. Afsnittet vil blive sluttet af med et beslutningstræ, hvor det er angivet i efter, hvilken standard de enkelte ejendomme skal behandles.

I afsnit 5 gennemgås regnskabspraksis både dansk og international for indregning og måling af investeringsejendomme. I dette afsnit vil jeg gennemgå, hvorledes investeringsejendomme skal indregnes og måles samt præsenteres i årsrapporten. Afsnittet vil indeholde en sammenligning mellem regnskabspraksis efter ÅRL og IFRS, og væsentlige forskelle vil blive oplistet.

Efterfulgt at gennemgangen af regnskabspraksis for investeringsejendomme vil jeg gennemgå opgørelsesmetoderne for henholdsvis kostpris- samt dagsværdimodellen. Til værdiansættelse af dagsværdien vil den afkastbaserede metode og Discounted Cash Flow (DCF)-metoden blive gennemgået, samt en vurdering af fordele og ulemper ved disse to metoder.

Da afhandlingen har det formål at vurdere indregning og måling samt præsentation af investerings-
ejendomme på et volatilt marked, vil afsnit 7 indeholde en analyse af udviklingen på ejendomsmarkedet, herunder om ejendomsmarkedet i slutningen af 2008 kan vurderes som volatilt.

Med udgangspunkt i ovenstående afsnit vil afsnit 8 indeholde en diskussion af, hvilken model til indregning og måling af investeringsejendomme vil bidrage mest til det retvisende billede, når et marked kan betegnes som volatilt. Afsnittet vil ligeledes indeholde en vurdering af det volatile markeds påvirkning på det retvisende billede i forbindelse med ophævelsen af bindingskravet af værdireguleringer på egenkapitalen.

Afsnit 9 vil indeholde en analyse af udvalgte ejendomsselskaber, hvorledes indvirkning på det retvisende billede i årsrapporten som valget af regnskabspraksis. Afsnittet vil indeholde en analyse af ejen-

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

domsselskaber med investeringsejendomme som hovedaktivitet. Afsnittet vil blive rundet af med en sammenligning af selskabernes årsrapporter imellem.

I afsnit 10 foretages en perspektivering, hvor den fremtidige udvikling efter min vurdering beskrives.

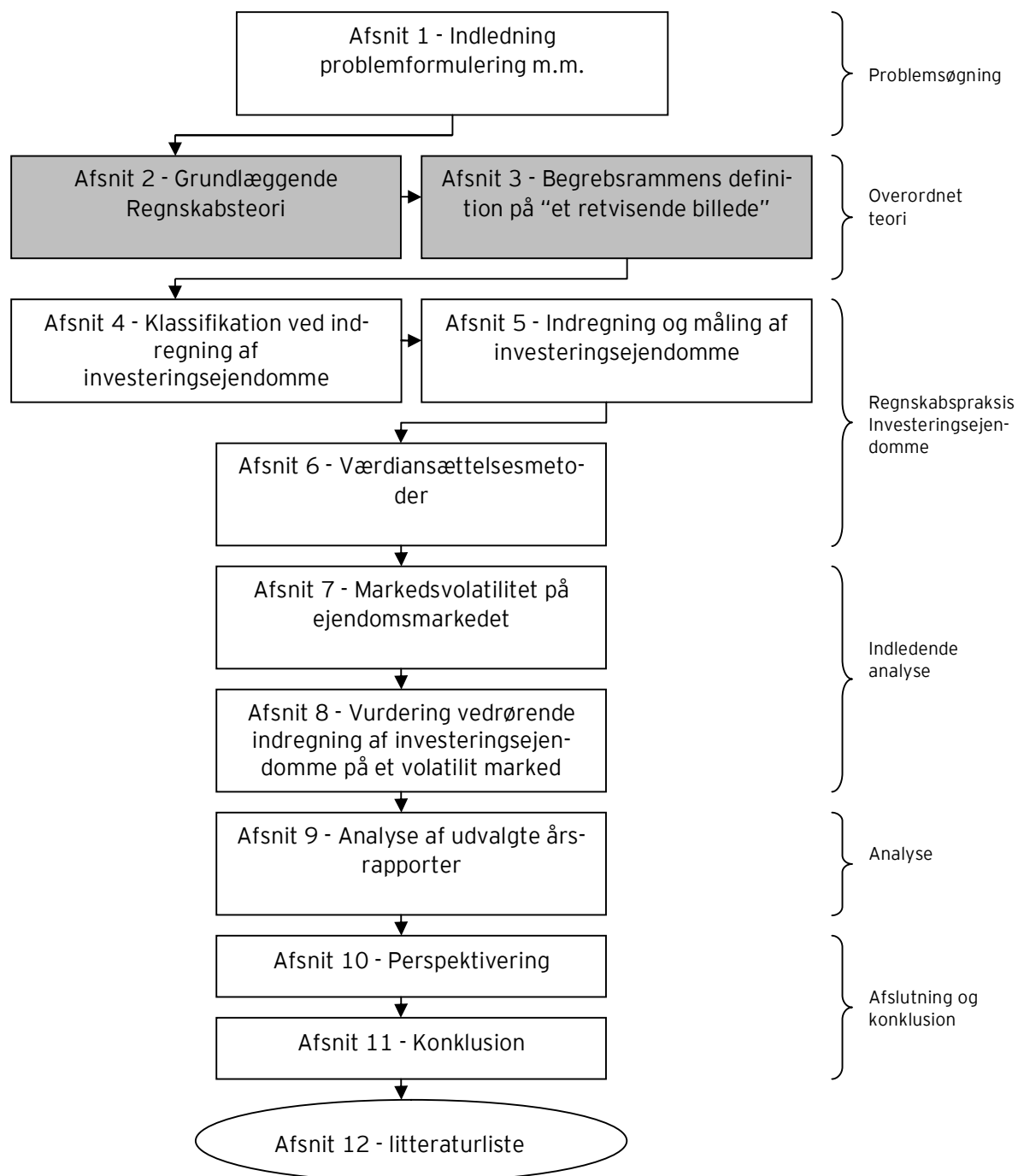
Afhandlingen vil blive afrundet med en konklusion på afhandlingens hovedproblem.

I afsnit 12 findes litteraturlisten, hvor der vil ske løbende henvisninger til.

For afsnit, hvor der sker besvarelse af et spørgsmål i problemformuleringen afsluttes disse med en delkonklusion med henvisning til det besvarede spørgsmål. Hvis der ikke sker direkte besvarelse af et spørgsmål i problemformuleringen afsluttes afsnittet med en opsummering.

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Afhandlingens forløb:



2. Regnskabsteori

2.1. Introduktion

Formålet med dette afsnit er at gennemgå den grundlæggende regnskabsteori, og således redegøre for grundprincipperne i denne teori.

Afsnittet vil indeholde en beskrivelse samt forskelle mellem den præstationsorienterede- og den formueorienterede regnskabsparadigme.

2.2 Præstationsorienterede og formueorienterede regnskabsparadigmer

Det præstationsorienterede regnskabsparadigme har domineret indtil 1980'erne. Dette paradigme tager udgangspunkt i historiske kostpriser med resultatopgørelsen som det primære, således at balancen bliver sekundær.⁵ Balancen ansås som afledt af de transaktioner, som er registreret i resultatopgørelsen. Afskrivning af det pågældende aktiv indregnet til kostpris, ansås ligesom alle andre omkostninger, som et udtryk for det løbende ressourceforbrug målt på grundlag af historisk kostpris, som medgik til at opnå periodens indtægter.⁶

Et centralt princip i det præstationsorienterede regnskabsprincip er forsigtighedsprincippet. Dette krævede forsigtighed ved udarbejdelse af årsrapporten, herunder at omkostninger skulle medtages, "når de var truede" og indtægter, "når de var realiserede".⁷

Der blev som følge af ændringen af ÅRL i 2001 og IFRS introduceret det formueorienterede regnskabsparadigme i Danmark. Denne tilgang har fokus på balancen og resultatopgørelsen bliver således sekundær. Dette paradigme er modsætningen til det præstationsorienterede regnskabsparadigme.⁸

Det formueorienterede paradigmes teoretiske grundlag er centreret om definition af, indregning og måling af aktiver og forpligtelser i balancen, resultatet bliver således målt som ændringen i egenkapitalen primo til ultimo.⁹ Dette paradigme har ligeledes fokus på målingen af værdierne i virksomheden, således flest mulige aktiver og forpligtelser måles til dagsværdi i balancen. Indtægterne er stigninger nettoaktiverne og derved egenkapital, mens omkostninger er modsat.¹⁰

Det formueorienterede paradigme kræver i modsætning til den præstationsorienterede neutralitet ved udarbejdelse af årsrapporten, det er således vigtigt, at regnskabsposterne hverken er over eller undervurderede.

⁵ Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering s 44

⁶ Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering, kapitel 3

⁷ Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering, kapitel 3

⁸ Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering s 132

⁹ Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering s 131

¹⁰ Kilde: Finansiell rapportering – teori og regulering, side 44

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Der har de senere år været en teoretisk debat om, hvilket regnskabsparadigme der er den mest hensigtsmæssige og giver mest nytteværdi for regnskabsbrugere. Det formueorienterede regnskabsparadigme foretrækkes i de senere år, hvilket skyldes en forankring i den mikroøkonomiske teori. Målingen af aktiver og forpligtelser tillægges en bevisførelse på det semantiske niveau, hvor aktiver og forpligtelser skal eksistere i virkeligheden uafhængig af balancen.

Det anføres i bogen "Financial Accounting Theory", at historisk kostpris giver mere mening en begrebet ofte får kredit for. Dette begrundes med, at pålideligheden ved historisk kostpris er højere end ved anvendelse af dagsværdier. Det anerkendes dog også at anvendelsen af dagsværdi er større en historisk kostpris til brug for værdiansættelse.¹¹ Jeg vil diskutere dette i afsnit 8.

2.3. Opsummering

Som følge af implementeringen af årsregnskabsloven af 2001 samt IFRS blev det formueorienterede regnskabsparadigme introduceret i Danmark. Balancen er det primære ved det formueorienterede regnskabsparadigme og anvendes som prognose ved værdiansættelse, hvor det modsatte er tilfældet ved det præsenteringsorienterede regnskabsparadigme, hvor balancen har en sekundær betydning. Det formueorienterede regnskabsparadigme foretrækkes i de senere år, hvor aktiver måles til dagsværdi, hvor anvendelse går frem for pålidelighed.

¹¹ Kilde: Financial Accounting Theory, kapitel 3 & 4

3. Et retvisende billede

3.1. Introduktion

I dette afsnit beskrives generalklausulen "et retvisende billede" ved aflæggelse af årsrapporter i henhold til begrebsrammen. De to første niveauer er brugernes informationsbehov samt de kvalitative egenskaber, som skaber rammerne for målsætningen med aflæggelse af årsrapporter.

3.2. Et retvisende billede

Et retvisende billede kan vurderes ud fra begrebsrammen. Begrebsrammen har til formål at optimere nytteværdien for brugerne, og dermed skabe tillid og forståelse for årsrapporten. Den generelle struktur i IASB's begrebsramme danner grundlag for ÅRL's begrebsramme, hvorfor det antages at være underordnet, hvilken begrebsramme det retvisende billede ses ud fra.

Dog skal det nævnes, at de kvalitative egenskaber ved begrebsrammen er ændret som en del af konvergensprojektet, hvor det er konkluderet, at begrebsrammen bør omhandle den finansielle rapportering som helhed og dermed inddrage både de finansielle oplysninger og beretningsinformation¹². IASB's begrebsrammes fundamentale kvalitative egenskab er pålidelighed og udgår, således den grundlæggende såvel som supplerende egenskab og troværdig repræsentation er indarbejdet. Den primære regnskabsbruger er ifølge IFRS investor, jeg vurderer dog umiddelbart der kan stilles spørgsmålstegn ved investor som den primære regnskabsbruger i Danmark. Efter min vurdering har Danmark en anden erhvervsstruktur end USA, hvor størstedelen af virksomhederne er børsnoterede og således i offentlig handel, hvilket ikke er tilfældet i Danmark.

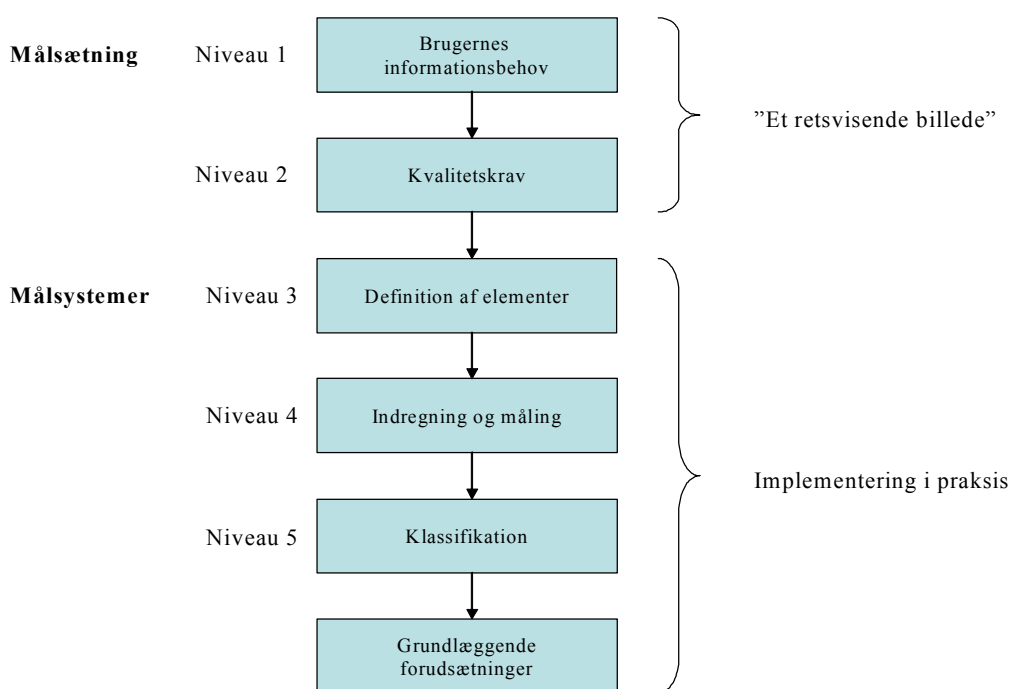
Jeg har derfor valgt "Finansiel rapportering - teori og regulering" som primær kilde, da ændringen som følge af konvergensprojektet er indført.

Begrebsrammen har det formål at give generelle retningslinier for aflæggelse af årsrapporter for at opnå størst mulig nytteværdi for brugerne til at træffe økonomiske beslutninger.

ÅRL's begrebsramme er sammensat af 5 niveauer og skitseres således:

¹² Kilde: Finansiel Rapportering - teori og regulering s 179

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme



Figur 2- Begrebsrammens 5 niveauer¹³

Som det ses af ovenstående figur, er niveau 1 og 2 niveauer det grundlæggende for et retvisende billede som er målsætningen for regnskabsaflæggelsen og vigtig for regnskabsbrugerne.

Niveauerne er en uddybning af generalklausulen "et retvisende billede", som alle finansielle rapporter skal opfylde. Generalklausulen indeholder følgende krav¹⁴:

1. Et generelt krav om at årsrapporten skal give et retvisende billede.
2. En pligt til at supplere årsrapporten med de oplysninger, uden hvilke de ikke ville give et retvisende billede.
3. En pligt til, hvis det ikke er tilstrækkeligt, at fravige enkeltbestemmelser i loven.

Generalklausulen "et retvisende billede" gælder således for hele årsrapporten, således at foruden resultatopgørelsen, balancen, pengestrømsopgørelsen og noteoplysninger skal ledelsesberetningen, som ifølge IFRS-bekendtgørelsen også er gældende for danske virksomheders årsrapporter aflagt efter IFRS, også bidrage til det samlede retvisende billede.¹⁵ Krav til indhold af ledelsesberetningen gennemgås i afsnit 5.

3.2.1. Niveau 1

Der er forskellige grupper af interessenter til en virksomheds eksterne årsrapporter. De primære og de sekundære, hvor de primære tillægges større vægt grundet deres mere direkte kontakt med årsrapporter.

¹³ Kilde: Finansiell rapportering – teori og regulering, s. 162

¹⁴ Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering, s. 194

¹⁵ Kilde: Årsrapport efter internationale årsregnskabsstandarder - fra dansk praksis til IFRS s 105

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

ten.¹⁶ Inden for gruppen af interessenter er informationsbehovene meget forskellige og så længe en årsrapport er en standardvare, som skal dække alle behovene, er risikoen, at fællesmængden af informationer vil være meget lille.

Jeg vurderer, at investorer i forbindelse med ejendomsinvesteringer har et stort behov for detaljerede oplysninger, således at de kan danne deres egne vurderinger.

De primære regnskabsbrugere, som investorer, bruger den eksterne årsrapport til at træffe deres beslutninger omkring investering, kontrol og ressourceallokering, beslutningerne baseres på forventninger til fremtidige pengestrømme. Investorernes finansielle informationsbehov vurderes at være det væsentligste, grundet deres behov for detailviden, som danner grundlag for deres egne vurderinger i forhold til ressourceallokering.¹⁷

Brugernes informationsbehov kan tilknyttes 3 beslutningsafhandlinger, som kategoriseres som følgende:

- Prognoseopgaven
- Kontrolopgaven
- Fordelingsopgaven

*Prognoseopgaven*¹⁸

Prognoseopgaven vurderes at være den primære opgave i forhold til investorerne. Investorerne som nævnt ovenfor, foretager deres egne beregninger og vurderinger på baggrund af informationerne i årsrapporten og anden information. Nyttens af informationerne til prognoseformål afhænger af det perspektiv, investorerne har på informationerne, som kan være et informationsperspektiv eller et målingsperspektiv. Ved et informationsperspektiv foretager investorerne selv værdiansættelsen af en virksomhed, hvorfor det alle oplysninger i årsrapporten som helhed er rådata for investorerne. Som nævnt ovenfor har investorer i forbindelse med ejendomsinvesteringer et stort detaljeringsbehov, som vil gennemgås senere under niveau 4 i begrebsrammen vedrørende indregning og måling. Hvis investor har et målingsperspektiv, tages der udgangspunkt i den måling af værdien af nettoaktivernes pengestrømme, som foretages i balancen.¹⁹

*Kontrolopgaven*²⁰

Kontrolopgaven er modsat prognoseopgaven bagudrettet, denne opgave går således ikke ud på at forudsige fremtiden, men at kontrollere, hvorvidt ledelsen har udnyttet mulighederne for at skabe værdi for aktionærene. Prognoseopgaven overlapper kontrolopgaven, da investorerne gennem forvaltningskontrol af ledelsen ligeledes er interesseret i at træffe beslutning om evt. køb eller salg. Hvis investo-

¹⁶ Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering, s. 181

¹⁷ Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering, s. 182

¹⁸ Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering, s. 183

¹⁹ Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering, s. 182

²⁰ Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering, s. 184

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

erne gennem kontrolopgaven konkluderer, at ledelsen ikke udnytter muligheder for at skabe værdi tilstrækkeligt, vil de formentlig ikke investere i virksomheden.

*Fordelingsopgaven*²¹

Fordelingsopgaven anses ligeledes at være dækkende under prognoseopgaven, da det vedrører ressourceallokering mellem virksomhed og investorer, og således virksomhedens evne til at skabe værdi for investorerne. Det vurderes således, om det vil skabe mere værdi for investorerne, at lade pengene stå i virksomheden, om de opnår større afkast end at investere deres penge andetsteds. Fordelingsopgaven indeholder ud over udbytte til investorer også fordeling vedrørende tantieme til bestyrelsen og overskudsdelingsordninger for ledelse og ansatte.

Jf. ÅRL § 41 par. 41 stk. 3 må urealiserede opskrivninger på anlægsaktiver ikke udloddes som udbytte. Dette er dog anderledes for investeringsejendomme, jf. afsnit 5, hvor opskrivninger på investerings-
ejendomme ikke længere skal bindes på egenkapitalen, men overføres til de frie reserver.

3.2.2. Niveau 2

Niveau 2 er de kvalitative egenskaber, som gør, at de informationer, der er givet i årsrapporten, er nyttig for regnskabsbruger. Jf. ovenfor er det for investor de finansielle informationer, der bruges til den primære beslutningsopgave prognose. Disse informationer bør have de fundamentale egenskaber relevans og troværdig repræsentation for at have en nytteværdi.

Relevans

Relevans går ud på at forbedre sandsynligheden for en korrekt forudsigelse ved, at information er i stand til at gøre en forskel ved regnskabsbrugers beslutning. Relevans er informationer, som vil være nyttige for regnskabsbruger i deres beslutningsproces. Det er således vigtigt for regnskabsbruger at få informationer, som er i stand til at påvirke beslutningsprocessen, som har en prognose eller/og bekræftelsesværdi. Investor beslutter herefter selv, om han benytter sig af denne information.

Informationer, som kan benyttes til investors egne prognoser om virksomhedens fremtid har, en prognoseværdi. Informationerne skal ikke i sig selv være en prognose, men blot være relevant grundlag herfor.

Bekræftelsesværdi giver investorer mulighed for at bekræfte tidligere forventninger eller ændre dem pga. den nye information.²²

Troværdig repræsentation

Informationerne i årsrapporten skal være pålidelige i den forstand, at de giver en troværdig præsentation. Informationerne skal gengive substansen af de underliggende økonomiske fænomener fuldstændigt, neutralt og fejlfrit.

²¹ Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering, s. 185

²² Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering, s. 188

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Fuldstændigheden kan være et relativt begreb, da det vil være svært at have alle oplysninger med i en årsrapport, der skal dog stræbes imod at have alle oplysninger, som er nødvendige for at kunne træffe rationale beslutninger.

Neutralitet sigter på, at regnskabsinformation ikke må tilstræbe at føre til et farvet resultat eller at fremme særlig adfærd hos brugerne.²³ Der må ikke være tendenspåvirkninger i informationerne.

At informationerne skal være fejlfri er ligeledes relativt, da al økonomisk rapportering indeholder en vis mængde af usikkerhed. Der skal derfor stræbes efter, at informationerne er fri for væsentlige fejl.

Der er yderligere nogle supplerende egenskaber, som de finansielle informationer bør indeholde for at bidrage med størst nytteværdi for regnskabsbrugere. Disse egenskaber består af sammenlignelighed, verificerbarhed, rettidighed og forståelighed.

Sammenlignelighed og konsistens

For at drage størst nytteværdi af finansiel information bør de kunne sammenlignes med andre virksomheder. Informationerne skal inden sammenlignelighed tilføre værdi opfyldte de fundamentale egenskaber, således informationerne har en sådan kvalitet at regnskabsbrugere bliver i stand til at træffe bedre beslutninger.²⁴

Der skal ligeledes være en vis konsistens i informationerne, dvs. at der ikke må foretages skift mellem indregningskriterier og måleattributter fra periode til periode. Dette ville gøre det svært at vurdere informationerne over tid. Det kan dog være relevant i en årsrapport at skifte metode. Der stilles i disse tilfælde krav om, at virkningerne af denne metodeændring beskrives i den finansielle rapportering.²⁵

Verificerbarhed

Troværdig repræsentation og relevans går forud for denne egenskab, da der kan være informationer som er troværdige og sande for regnskabsbruger, men grundet indholdet af målinger, kan de være usikre og således ikke verificerbare. Der er direkte verifikation, hvor selve beløbet, som indregnes i årsrapporten verificeres, og indirekte verifikation når selve beløbet ikke verificeres, men input faktorer eller rekalkulation af outputfaktorer.²⁶

Rettidighed

Rettighed er egenskaben af aktuel information, information som ikke længere er aktuel giver ingen nytteværdi for regnskabsbruger. Der kan dog være situationer eksempelvis et ønske om trendanalyser, hvor ikke længere aktuel information bliver nyttig for regnskabsbruger. Rettidighed er derfor et relativt begreb.²⁷

²³ Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering, s. 189

²⁴ Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering, s. 190

²⁵ Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering, s. 191

²⁶ Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering, s. 191

²⁷ Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering, s. 192

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Forståelighed

Informationerne i årsrapporten skal være forståelig således, en at bruger som har kendskab til virksomhedsøkonomi og finansiell rapportering, er i stand til at forstå indholdet. Dog må informationer ikke udelades i en årsrapport, selvom det kan være svært forståeligt, hvis informationen vurderes nødvendigt.²⁸

Tærskelværdier

Alle finansielle informationer skal dog vurderes i forhold til væsentlighed og nytten i forhold til omkostninger, inden de kan komme i betragtning til årsrapporten. Væsentlighed skal vurderes i forhold til alle 6 kvalitative egenskaber, der skal foretages særskilte vurderinger, som afhænger af virksomhedens situation. Al information, som medtages i årsrapporten, skal således vurderes i forhold til nytteværdien for regnskabsbrugerne, således at årsrapporten ikke bliver overbebyrdet med for meget unødvendig information. Et andet forhold som skal vurderes er nytteværdien af informationerne i forhold til de omkostninger, det vil kræve for at fremkomme disse informationer.²⁹

3.3. Delkonklusion

Jævnfør problemformuleringen afsnit 1.2. er underspørgsmål opstillet således:

A. Hvorledes defineres et retvisende billede i henhold til begrebsrammen?

Baseret på underspørgsmål A og behandlingen i afsnit 3 Konkluderes:

Begrebsrammen har det formål at give generelle retningslinier for aflæggelse af årsrapporter for at opnå størst mulig nytteværdi for brugerne. De to første niveauer er det grundlæggende for det retvisende billede som er målsætningen for regnskabsaflæggelsen og vigtig for regnskabsbrugerne.

Niveau 1 er brugernes informationsbehov, som kan være meget forskellige mellem de enkelte regnskabsbrugere. Den primære regnskabsbruger vurderes at være investor. Brugernes informationsbehov kan tilknyttes 3 beslutningsopgaver, prognoseopgaven, kontrolopgaven og fordelingsopgaven. Af disse 3 opgaver er prognoseopgaven den primære opgave, hvor investorerne foretager deres egne beregninger og vurderinger på baggrund af informationerne i årsrapporten til brug for deres ressourceallokeringsbeslutninger.

Niveau 2 er de kvalitative egenskaber, som den finansielle rapportering skal opfylde for at kunne være til nytte for den primære beslutningsopgave prognoseopgaven. De fundamentale egenskaber består af relevans og troværdig repræsentation. Relevant information, der ikke er kendetegnet ved troværdig repræsentation har ingen nytteværdi, det samme gælder information, som er troværdig, men har ingen

²⁸ Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering, s. 192

²⁹ Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering, s. 193

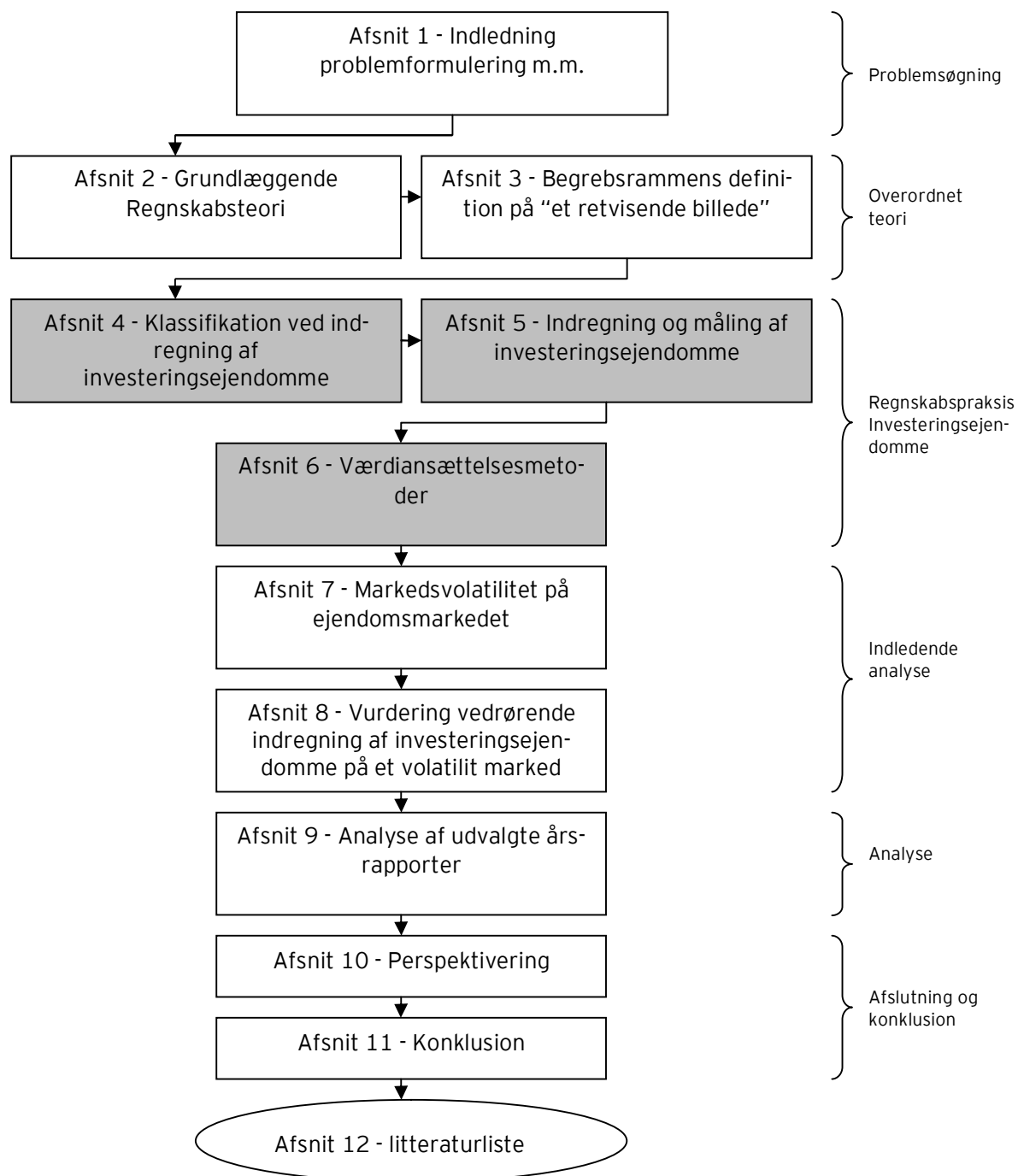
Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

relevans. Ud over de fundamentale egenskaber er der en række supplerende kvalitative egenskaber, som bidrager til det retvisende billede. Disse egenskaber består af sammenlignelighed, verificerbarhed, rettidighed samt forståelighed og er med til at adskille mere nyttig information fra mindre nyttig information.

Definitionen ved et retvisende billede er således, i henhold begrebsrammen, er at årsrapporten giver regnskabsbruger relevant information og en troværdig repræsentation. Egenskaber som sammenlignelighed, verificerbarhed samt forståelighed bidrager endvidere til et retvisende billede og er med til at skabe nytte for regnskabsbruger.

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Afhandlingens forløb:



4. Indregning og klassifikation af ejendomme

4.1. Introduktion

I dette afsnit vil jeg overordnet gennemgå retningslinierne for klassifikationen af ejendomme, som anses for væsentlig for forståelse af definitionen af en investeringsejendom, ligeledes hvilke standarder de enkelte ejendomme skal behandles efter.

Gennemgangen vil tage udgangspunkt i IAS 40, da ÅRL ikke indeholder en definition af investerings-
ejendomme, men i kommentarerne til ÅRL § 38 henvises til IAS 40. Der tages udgangspunkt i den nyeste opdatering af IAS 40, til trods for at ÅRL § 38 henviser til en ældre udgivelse. Bestemmelsen af klassifikation af ejendomme vil således være den samme i dansk regnskabspraksis som international. Nedenstående gennemgang anses at være dækkende for begge.

4.2. Indregning og klassifikation af ejendomme

Inden korrekt klassifikation skal ejendommen overholde definitionen på et aktiv for indregning i årsrapporten:

”Et aktiv er en af virksomheden kontrolleret ressource som følge af tidligere begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilgå virksomheden”³⁰

Ligeledes skal følgende indregningskriterier være opfyldt:

1. Det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde eller fragå virksomheden.
2. Posten skal kunne måles troværdigt repræsentativt til kostpris eller værdi.

Til brug for korrekt klassifikation af ejendomme er der, jf. IAS 40 fire forskellige ejendomstyper. Disse kan opsummeres således:

1. Domicilejendomme
2. Handelsejendomme
3. Ejendomme under opførelse
4. Investeringsejendomme

³⁰ Kilde: Finansiell Rapportering s. 195

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Ad 1. Domicilejendomme

Domicilejendomme kan beskrives som ejendomme, der i væsentligt omfang anvendes i virksomheden til administration, produktion eller i forbindelse med handel med varer eller tjenesteydelser mv.³¹ Selve ejendommen skaber således ingen kapitalgevinst i sig selv.³²

Under denne kategori er ligeledes medtaget ejendomme ejet, som efter evt. ombygning eller renovering skal indregnes som domicilejendom.³³

Der kan forekomme situationer, hvor en ejendom i en koncern skal klassificeres som både investerings-
ejendom og domicilejendom, hvis et datterselskab udlejer en ejendom til moderselskabet. Ejendommen vil således være domicilejendom for koncernen, dog vil ejendommen blive klassificeret som investeringsejendom, da dattervirksomheden anses for at drive investeringsvirksomhed, uanset om der er tale om domicil for koncernen i helhed.³⁴ Dermed kan der opstå forskelle mellem regnskabsmæssig behandling i datterselskabsregnskab og koncernregnskabet. Det er dog vigtigt at påpege, at IFRS hovedsigte er koncernregnskabet.

Domicilejendommen skal indregnes efter IAS 16 materielle anlægsaktiver, opskrivning af domicilejendomme kan dog være tilfældet jf. IAS 16.29. Jeg ikke vil gennemgå IAS 16 nærmere, jf. min afgrænsning.

Ad 2. Handelsejendomme

Ejendomme, der er opført eller anskaffet med henblik på videresalg inden for en kortere årrække, klassificeres som handelsejendomme³⁵. Det kan diskuteres, hvad en kortere årrække er, min umiddelbare vurdering vil være maks. 5 år.

Handelsejendomme skal indregnes, jf. IAS 2 varebeholdninger, da den indgår som led i det normale forretningsforløb.³⁶

Ad 3. Ejendomme under opførelse

I maj 2008, som en del af den løbende tilpasning af de internationale standarder, har IASB godkendt ændringer, der bringer investeringsejendomme under opførelse ind under IAS 40 for regnskabsperioder begyndende efter 1. januar 2009.

³¹ Kilde: KPMG "Investeringssejendomme" s. 8

³² Kilde: IAS 40.5 sidste afsnit

³³ Kilde: IAS 40.9 (c)

³⁴ Kilde: IAS 40.15

³⁵ Kilde: KPMG "Investeringssejendomme" s. 8

³⁶ Kilde: IAS 40.9 (a)

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Der vil dog være situationer, hvor dagsværdien ikke kan opgøres pålideligt, og selskaber som har valgt dagsværdimodellen for færdiggjorte investeringsejendomme, kan således indregne ejendomme under opførelse til kostprismodellen.

Hidtidig praksis har været:

Ejendomme under opførelse eller om- eller tilbygning på vegne af tredjepart skal behandles efter IAS 11 Entreprisekontrakter.³⁷ Der er dog i forbindelse en fonsrådsafgørelse den 30. oktober 2006 kommet et nyt fortolkningsbidrag i forbindelse hermed. Hvis der er tale om boligbyggeri, vurderedes der at der ikke indgås kontrakt af en enkelt bolig, da køberen præsenteres for et ejendomsprojekt og har reelt kun begrænset mulighed for at ændre udformningen. Fonsrådet vurderer ikke at køber i denne forbindelse har så meget indflydelse på byggeriet, så det kan karakteriseres som en entreprisekontrakt, som er individuelt forhandlet.³⁸ Sådanne boligprojekter skal således, som hovedregel, behandles efter IAS 2 handelsejendomme.

Ejendomme, som er under opførelse eller om- eller tilbygning med henblik på fremtidig anvendelse som investeringsejendom, skal indtil 1. januar 2009 ikke indregnes efter IAS 40 før, det igangværende arbejde er færdig på ejendommen. Indtil opførelsen eller om- eller tilbygningen er tilendebragt finder IAS 16 vedrørende materielle anlægsaktiver anvendelse.

IAS 40 anvendes på allerede eksisterende investeringsejendomme, som om- eller tilbygges med henblik på fortsat anvendelse som investeringsejendomme.³⁹ Der skal derfor ikke ske en ændring i klassifikationen af en ejendom, som før ombygningen var klassificeret som investeringsejendom.

Ad 4. Investeringsejendomme

IAS 40.5 indeholder en definition af investeringsejendomme, som lyder som følgende:

Investeringsejendomme er ejendomme (grunder eller bygninger - eller en del af en bygning - eller både grunde og bygninger), som besiddes (af indehaveren eller en leasingtager gennem en finansiel leasingkontrakt) for at opnå lejeindtægter, kapitalgevinst eller begge dele, frem for ejendomme som:

- a) anvendes i produktion, til levering af varer eller tjenesteydelser eller til administrative formål eller
- b) videresælges som led i det normale forretningsforløb.

Investeringsejendomme generer således pengestrømme, som stort set er uafhængige af virksomhedens andre aktiver, i modsætning til domicilejendomme som indgår som en del af den daglige drift, jf. ovenstående.⁴⁰

³⁷ Kilde: IAS 40.9 (b)

³⁸ Kilde: Fonsrådsafgørelse den. 30. oktober 2006

³⁹ Kilde: IAS 40.9 (d)

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Der kan dog være tilfælde, hvor en sådan ejendom ikke kan kvalificeres til at være en investeringsejendom. Dette kan være ejendomme, hvor ejeren yder ekstra service til brugeren af investeringsejendomme, medmindre servicen er uvæsentlig i forhold til det samlede arrangement. IAS 40 bruger eksemplet et hotel. Et ejerledet hotel vil ikke være en investeringsejendom, da den service, som ydes til gæsterne, er en væsentlig komponent i det kommercielle arrangement.⁴¹

Ejendomme, som står tomme og derfor ikke genererer lejeindtægter, kan dog ligeledes defineres som investeringsejendomme, hvis de er erhvervet med henblik på udlejning, dog er der den undtagelse, som beskrevet ovenfor, hvor ejendommen skal ombygges inden den benyttes som investeringsejendom. Der kan ligeledes opstå den situation, hvor en ejendom opkøbes og den fremtidige anvendelse endnu ikke er fastlagt. I dette tilfælde anses ejendommen ligeledes for investeringsejendom.

Ejendomme med en intention på købstidspunktet om kapitalgevinst opnået ved en langtidsinvestering defineres som investeringsejendomme. Ejendomme med en intention om en mere kortsigtet afhændelse, som en del af den ordinære drift, selvom der eksempelvis opnås lejeindtægter i ejerperioden, kan ikke defineres som investeringsejendomme.

Virksomheden kan dog eje ejendomme, som omfatter arealer med forskellige formål. En del af det samlede areal kan besiddes for at opnå lejeindtægter eller kapitalgevinst og den anden del af det samlede areal besiddes med henblik på anvendelse i produktionen eller til administrative formål. I dette tilfælde skal ejendommen klassificeres separat i årsrapporten henholdsvis investeringsejendom og domicilejendom, dog kun hvis arealerne kan frasælges separat. Hvis dette ikke er tilfældet, skal ejendommen først klassificeres, som en investeringsejendom, hvis det areal som benyttes til eks. administrative formål, er en uvæsentlig del af det samlede areal.⁴²

Selve vurderingen om en ejendom opfylder kriterierne for en investeringsejendom beror på et skøn. Virksomheden udarbejder kriterier som sikre ensartede klassifikationer.⁴³

4.3. Beslutningstræ ved klassifikation af ejendomme

På baggrund af ovenstående afsnits beskrivelse kan følgende beslutningstræ opstilles til klassificering af en ejendom efter Internationale standarder:

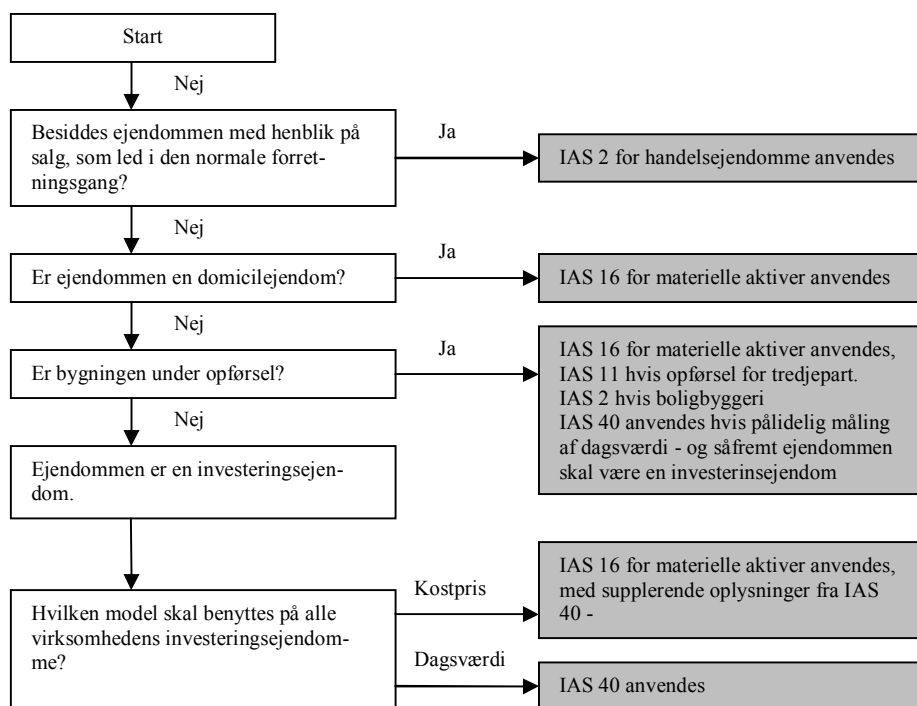
⁴⁰ Kilde: KPMG "Investeringsejendomme" s. 8

⁴¹ Kilde: IAS 40.11

⁴² Kilde: IAS 40.10

⁴³ Kilde: IAS 40.14

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme



Figur 3 Beslutningstræ for investeringsejendomme⁴⁴

Ved anvendelse af ovenstående beslutningstræ, skal der tages højde for en række forhold, som kan have indflydelse på den faktiske klassifikation af ejendommen. Dette omfatter eksempelvis andre services, som er knyttet til ejendommen, blandet benyttelse mv.

For så vidt angår investeringsejendomme vil der ikke være væsentlige forskelle i forhold til dansk regnskabspraksis, idet der på dette område ikke er store forskelle i forhold til ÅRL § 38, ligesom kommentarerne til ÅRL § 38 henviser til IAS 40. Dog skal det bemærkes af ÅRL § 38 henviser til en ældre version af IAS 40, end den gennemgået ovenfor.

4.4. Delkonklusion

Jævnfør problemformuleringen afsnit 1.2. er underspørgsmål opstillet således:

B. Hvorledes defineres en investeringsejendom i forhold til andre ejendomme, og hvorledes er klassifikationen af disse i årsrapporten?

Baseret på underspørgsmål B og behandlingen i afsnit 4 Konkluderes:

⁴⁴ Kilde: IAS 40 Appindex A og egen tilvirkning

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Der er 4 forskellige ejendomstyper ifølge IAS 40, disse er domicilejendomme, handelsejendomme, ejendomme under opførelse og investeringsejendomme.

Domicilejendomme anvendes til virksomhedens drift, og skaber således ingen kapitalgevinst i sig selv. Domicilejendomme skal indregnes efter IAS 16 materielle anlægsaktiver.

Handelsejendomme er ejendomme anskaffet med henblik på videresalg inden for en kortere årrække. Handelsejendomme skal indregnes efter IAS 2 varebeholdninger.

Ejendomme under opførelse på vegne af tredjepart skal behandles efter IAS 11 entreprisekontrakter, med mindre der er tale om boligprojekter, som skal behandles efter IAS 2. Ejendomme under opførelse med henblik på fremtidig anvendelse kan indregnes som investeringsejendom fra 1. januar 2009, ejendomme før den periode skal behandles efter IAS 16 til opførelsen er tilendebragt.

Investeringsejendomme defineres som ejendomme som besiddes med henblik på at opnå lejeindtægter, kapitalgevinst eller begge dele. I modsætning til domicilejendomme generer investeringsejendomme selvstændige pengestrømme. Ejendomme, hvor serviceydelser er en væsentlig del af det samlede arrangement, vil ikke være en investeringsejendom. Tomme ejendomme med henblik på udlejning vil kunne defineres som investeringsejendom, hvis erhvervelsen er sket med henblik på udlejning.

Selve vurderingen om en ejendom opfylder kriterierne for en investeringsejendom beror på skøn, virksomheden udarbejder kriterier som sikrer ensartede klassifikationer.

5. Regnskabspraksis til indregning og måling samt præsentation af investeringsejendomme

5.1. Introduktion

I afsnit 4 er klassifikationen for investeringsejendomme gennemgået. Jeg vil i det følgende se på lovgivning og standarder, som regnskabsaflægger er underlagt, når investeringsejendomme skal behandles og præsenteres i årsrapporten.

Afsnittet vil indeholde en gennemgang af behandlingen af investeringsejendomme efter både ÅRL og IFRS. Afsnittet vil ligeledes indeholde af gennemgang af de væsentligste forskelle mellem ÅRL og IFRS, samt krav til indhold i ledelsesberetningen i danske årsrapporter.

Afsnittet vil afsluttes med en gennemgang af IFRS' standard til præsentation af årsrapporten.

5.2. Årsregnskabsloven, dansk regnskabspraksis

Indregning

Indregning af en investeringsejendom som et aktiv skal ske, såfremt fordele og risici ved besiddelse af investeringsejendommen overgår til virksomheden.

Førstegangsindregning

Jf. ÅRL 40 skal investeringsejendomme ved første indregning måles til kostpris, inkluderet i denne kostpris er kostprisen for grund og bygning samt omkostninger direkte forbundet med anskaffelsen. Kostprisen forøges efterfølgende med omkostninger afholdt til forbedring af ejendommen.

Måling efter første indregning

Efterfølgende måles investeringsejendomme efter enten dagsværdimetoden ÅRL § 38, kostprismetoden ÅRL § 40 eller opskrivning til dagsværdi ÅRL § 41.

ÅRL tillader alene anvendelsen af ÅRL § 38, hvis virksomheden udøver investeringsvirksomhed som hovedaktivitet.

Hvis ÅRL § 38 anvendes, skulle værdireguleringerne til dagsværdi indregnes i resultatopgørelsen og den samlede nettoværdiregulering skulle bindes på egenkapitalen og indgå i "reserve for dagsværdi på investeringsaktiver". Denne regel var et dansk fænomen, således at danske selskaber, som aflægger efter IFRS, ligeledes skulle binde deres værdireguleringer på egenkapitalen. Denne regel er dog ændret pr. 1. september 2008, således at nettoreguleringer skal indregnes i de frie reserver. Lovændringerne træder i kraft 1. september 2008 og har som udgangspunkt virkning for regnskabsår, der begynder den 1. september 2008 eller senere. Det kan dog indføres førtidigt, hvis årsrapporten godkendes af di-

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

rektion og bestyrelse efter den 1. september 2008. Nærmere vurdering af denne lovændring foretages i afsnit 8.

I henhold til ÅRL § 38 skal de gældsforpligtelser, som knytter sig til ejendommen, ligeledes måles til dagsværdi. Jeg vil, jf. min afgrænsning ikke komme yderligere ind på indregning af gældsforpligtelser.

Hvis investeringsaktiviteten ikke er virksomhedens hovedaktivitet, skal ejendommen måles som andre materielle anlægsaktiver til kostpris (ÅRL 40) med fradrag af regnskabsmæssige afskrivninger. Ejendomme, som behandles som materielle anlægsaktiver, kan, jf. ÅRL § 41 også opskrives til dagsværdi efter omvurderingsmodellen. Opskrivningen skal bindes på egenkapitalen, som reserve for opskrivninger og fremtidige afskrivninger foretages på den opskrevne værdi.⁴⁵ Dette skal således gælde for alle virksomhedens ejendomme.

I en fondsrådsafgørelse fra 2. halvår 2005 om indregning og måling af en koncerns ejendomme er anført følgende vedrørende hovedaktivitet.⁴⁶

"Forslagets § 38, stk. 1, indfører som noget nyt særregler for virksomheder, der driver investeringsaktiviteter som hovedaktivitet. Forslagets særregler hér kan altså ikke anvendes på virksomheders eventuelle særlige porteføljer af investeringsobjekter, f.eks. investeringsejendomme."

Begrebet hovedaktivitet er både i lovtæksten og lovbemærkningerne i bestemt ental, dvs. at der kun kan være tale om én hovedaktivitet. Heraf (og det til grund liggende direktiv) kan konkluderes, at der ikke kan være tale om flere enkeltstående eller sideordnede hovedaktiviteter."

Et datterselskab i en koncern kan således godt have investeringsejendomme som hovedaktivitet, uden at koncernen som helhed kan anvende reglerne i ÅRL § 38, hvis koncernen ikke har investeringsejendomme som hovedaktivitet.

Krav til oplysninger i årsrapporten

Årsregnskabsloven stiller kun få notekrav til investeringsejendomme. For virksomheder i regnskabsklasse C skal der oplyses om ejendomsværdien, jf. den sidste offentlige ejendomsvurdering. Denne kan dog erfaringsmæssigt afvige meget fra den reelle dagsværdi. Moderselskabet kan aflægge deres regnskab efter ÅRL, såfremt der udarbejdes koncernregnskab efter IFRS. Dog skal virksomheder i klasse D, som ikke aflægges efter de internationale standarder, give segmenterede oplysninger om omsætning, ordinært resultat for finansielle poster, anlægsaktiver og forpligtelser, som kan have mere værdi for investorer. Som følge af lovændringen i ÅRL § 38 er der indføjet i § 53, stk. 2, nr. 1, at for investeringsaktiver og biologiske aktiver, der måles til dagsværdi efter § 38, skal forudsætningerne for den valgte beregningsmetode oplyses.

RVL 16 har yderligere krav til notespecifikationer:

⁴⁵ Kilde: KPMG "Investeringsejendomme" pkt. 4.2.3

⁴⁶ Kilde: Fondsrådsafgørelse 2. halvår 2005

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

- Anlægsnote med angivelse af kostpris, værdireguleringer (primo, tilgang, afgang, ultimo) samt regnskabsmæssig værdi ved regnskabsårets afslutning
- Oplysninger om tilgang ved fusion/virksomhedsovertagelser, kursreguleringer, overførsel til/fra andre poster, afgang ved spaltning/virksomhedssalg og den andel af året tilgang til kostpris, der udgør forbedringer

Hvor investeringsejendomme er virksomhedens hovedaktivitet eller en væsentlig aktivitet oplister RVL yderligere oplysningskrav.

- Oplysninger om dagsværdi hvor ekstern vurderingsmand har deltaget, samt oplysninger om denne vurderingsmand
- Oplysninger om benyttet værdiansættelsesmodel og forudsætninger herfor, som dog også er indført i ÅRL § 53, som nævnt ovenfor
- Samlet værdi af ejendomme, hvor afkastbaseret model ikke er anvendt samt samlede lejeindtægter og driftsomkostninger

Der er ligeledes krav om en række uddybende oplysninger om ejendommene så som beliggenhed, karakteristika, lejeindtægter, driftsomkostninger samt diskonteringsfaktor, udlejningsgrad, detaljer om lejere, sikkerheder.

Vejledningen anbefaler, at virksomheden oplyser om følsomheden i vurderingen af dagsværdien.⁴⁷

Det skal dog bemærkes, at anvendelsen af RVL er frivillig. Vejledningerne bliver ikke længere opdateret, hvorfor vejledningerne vurderes at udfase over en periode.

5.3. International Financial Reporting Standards, international regnskabspraksis

Indregning

I lighed med dansk årsregnskabspraksis sker indregning på det tidspunkt, hvor det er sandsynligt, at de fremtidige økonomiske fordele i tilknytning til investeringsejendomme vil tilfalde virksomheden, og investeringsejendommens kostpris kan måles pålideligt.

Førstegangsindregning

I lighed med ÅRL skal en investeringsejendom ved første indregning måles til kostpris. Inkluderet i denne kostpris er kostprisen for grund og bygning samt omkostninger direkte forbundet med anskaffelsen.

⁴⁷ Kilde: KPMG ”Investeringsejendomme” s. 23

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Måling efter første indregning

Det fremgår af IAS 40 at det er valgfrit om måling foretages til dagsværdi eller til kostpris med fradrag af afskrivninger. Det er således ligegyldigt, om Investeringsejendomme er virksomhedens hovedaktivitet eller en del af en række aktiviteter.

Hvis virksomheden vælger at indregne investeringsejendomme til dagsværdi i årsrapporten, skal nettoværdireguleringerne indregnes i resultatopgørelsen i takt med de opstår. Reguleringer bliver indregnet i frie reserver under egenkapitalen, i danske årsrapporter er dette kun gældende efter ophævelsen af bindingsreglen i ÅRL § 38 som tidligere nævnt. Dagsværdi defineres, jf. IAS 40.5. som det beløb et aktiv kan omsættes til mellem kvalificerede, villige og indbyrdes uafhængige parter, metoder til opgørelse af dagsværdi vil blive behandlet senere i afhandlingen. Hvis en virksomhed en gang har målt en ejendom til dagsværdi, skal de fortsætte med det.

Kostprismodellen er en model som baserer sig på historisk kostpris. Såfremt denne vælges skal indregning ske i henhold til IAS 16, jf. IAS 40.56. Det er ikke tilladt at anvende IAS 16's alternative model, hvor aktivet måles til omvurderet værdi med fradrag af afskrivninger ved indregning af investerings-
ejendomme.

Hvis virksomheden vælger at indregne en investeringsejendom efter kostprismodel, skal alle investeringsejendomme måles til kostpris, omvendt gælder det samme for måling til dagsværdi, jf. IAS 40.30. IAS 40 tager dog aktiv stilling til den sjældne situation, hvor en ejendom ikke kan opgøres pålideligt til dagsværdi, eksempelvis såfremt der ikke eksisterer sammenlignelige markedssituationer, eller at den givne transaktion ikke er særlig hyppig, samt muligheden for alternative pålidelige skøn af en dagsværdi ikke eksisterer. I dette særligt tilfælde er det tilladt at indregne denne ene ejendom til kostpris, de øvrige skal stadig indregnes til dagsværdi, hvis denne praksis er valgt.⁴⁸

Krav til oplysninger i årsrapporten

Jf. IAS 40.75 er der specifikke krav til oplysninger, som skal fremgå af årsrapporten, uafhængigt af valg af indregningsmetode:

- Oplysninger om, hvilken indregningsmetode som er valgt (kostpris- eller dagsværdimodellen)
- Hvis klassifikation, jf. afsnit 4 er vanskelig, skal kriterierne for klassifikationen oplyses (eksempel med hotel)
- Oplysning om opgørelsen af dagsværdi er baseret på markedsindikatorer eller øvrige faktorer, som følge af ejendommens art og mangel på sammenlignelige data
- Om værdiansættelsen bygger på en vurdering fra uvildig og faglig kvalificeret vurderingsmand, og såfremt dette ikke er tilfældet, skal dette oplyses positivt
- De i resultatet indregnede beløb for lejeindtægter, samt de direkte driftsomkostninger på både udlejet del og ikke udlejet del for den gældende investeringsejendom

⁴⁸ Kilde: KPMG "Investeringsejendomme" side 10

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Der er udover ovenfor nævnte oplysningskrav en række oplysningskrav i afsnit 76-78 så som oplysning af værdi for investeringsejendomme hhv. primo og ultimo, nettogevinster og nettotab hidrørende fra regulering til dagsværdi, overførsler mellem de forskellige kategorier af ejendomme.

Hvis der er en investeringsejendom, hvor der ikke kan opgøres en pålidelig dagsværdi, skal der gives særskilte oplysninger om denne ejendom, blandt andet en beskrivelse af ejendommen, årsagen til at dagsværdien ikke kan opgøres pålideligt, en indikation af værdien mv.

Hvis kostpris anvendes, jf. IAS 16 er der krav til separate oplysninger om dagsværdien af investerings-
ejendomme i virksomheden, som ligeledes skal overholde ovenstående oplysningskrav.⁴⁹

5.4. Krav til ledelsesberetninger

Danske virksomheder skal, ligegyldigt om de aflægger årsrapport efter ÅRL eller International praksis jf. IFRS-bekendtgørelsen, opfylde ÅRL § 99 krav til oplysninger i ledelsesberetningen. På tidspunktet indeholder IFRS ikke krav om en ledelsesberetning. Dette medfører at samtlige oplysninger, som der er krav om ifølge IFRS skal medtages i de afsnit, som er omfattet af IFRS's definition på regnskabs bestanddele (resultatopgørelse, balance, noter mv.)

Jeg har, jf. ÅRL § 99, stk. 1 oplistet følgende krav til indhold, som jeg vurderer væsentlige i forhold til investeringsejendomme, oplysningskravene angiver et minimumskrav:

1. Beskrivelse af virksomhedens hovedaktivitet
2. Beskrivelse af eventuel usikkerhed ved indregning eller måling, så vidt muligt med angivelse af beløb
3. Beskrivelser af usædvanlige forhold, der kan have påvirket indregningen eller målingen, så vidt muligt med angivelse af beløb
4. Redegøre for udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold
5. Omtale af betydningsfulde hændelser, indtruffet efter regnskabsårets afslutning
6. Beskrivelse af virksomhedens forventede udvikling, herunder særlige forudsætninger og usikre faktorer, som ledelsen har lagt til grund for beskrivelsen
7. Beskrivelse af særlige risici ud over almindeligt forekommende risici inden for virksomhedens branche, herunder forretningsmæssige og finansielle risici.

ÅRL § 99 stk. 2 angiver endvidere, i det omfang det er nødvendigt for at forstå virksomhedens udvikling, resultat og finansielle stilling, så skal store virksomheder endvidere supplere redegørelsen i henhold til stk. 1, nr. 4, med oplysninger om ikke-finansielle forhold, som er relevante for de specifikke aktiviteter, herunder oplysninger vedrørende miljø- og personaleforhold.

⁴⁹ Kilde: Årsrapporten efter internationale årsregnskabstandarder - fra dansk praksis til IFRS- s 743

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Der er ligeledes i henhold til ÅRL § 107b nr. 6 kommet yderligere krav til børsnoterede virksomheder. De skal for regnskabsår, der begynder den 1. september eller senere, beskrive hovedelementerne i virksomhedens interne risikostyrings- og kontrolsystemer i forbindelse med regnskabsaflæggelse. Formålet med beskrivelsen er at give regnskabs-brugeren centrale oplysninger om disse systemer. Beskrivelsen skal afspejle de aktuelle forhold og være dokumenteret⁵⁰

Ved til værdiansættelse på et volatilt marked anses ÅRL § 99 stk. 2 som væsentlig, da det stiller krav til ledelsen om beskrivelse af usikkerheder ved måling af investeringsejendomme, som kan være forårsaget af usikkerhed om fremtidige forhold. Dette punkt kan sidestilles med kravene i IAS 1.

5.5. Forskelle mellem dansk og international regnskabspraksis

Der vurderes ikke at være konflikter eller markante forskelle mellem dansk og international praksis, ÅRL er baseret på en ældre version af IAS 40 og fortolkninger. Jeg vil derfor kun behandle indregning af investeringsjendomme i henhold til IFRS fremadrettet i afhandlingen. Jeg vil dog fremlægge de væsentligste forskelle i det følgende.

I henhold til ÅRL § 38 må en virksomhed kun indregne investeringsejendomme til dagsværdi, hvis deres hovedaktivitet er investering i investeringsejendomme, hvorimod det ikke er et krav i IAS 40. Det er kun muligt ifølge ÅRL at have en hovedaktivitet, hvilket begrænser antallet af virksomheder, som kan anvende dagsværdimodellen.

En tidligere væsentlig forskel ved aflæggelse af årsrapporter er bindingskravet på egenkapitalen af nettoopskrivninger ført over resultatopgørelsen jf. ÅRL. Dog har alle danske selskaber skulle opfylde bindingsreglen trods det, at de aflagde efter IFRS, hvorfor det udelukkende vil være en forskel i forhold til sammenligning med udenlandske ejendomsselskaber, som ikke vil blive behandlet i denne afhandling. Der kan dog være lande, hvor de har en tilsvarende bestemmelse. Forskellen er nu helt elimineret ved lovændring vedtaget 3. juni 2008, og nettoopskrivninger indgår som en del af de frie reserver.

Alle danske selskaber skal udarbejde en ledelsesberetning, selvom de aflægger efter IFRS, som følge af IFRS-bekendtgørelsen.

Det kan på baggrund af ovenstående konkluderes, at der ikke er væsentlige forskelle mellem dansk og international praksis, hvorfor jeg fremad i afhandlingen vil behandle investeringsejendomme i forhold til IFRS.

5.6. IAS 1 - præsentation af årsrapporten

Samlet set har IAS 1 og samtlige standarder i IFRS det formål at give regnskabsudstedere retningslinier og yderligere vejledning til at give regnskabslæser en relevant, troværdig, sammenlignelig og forståelig

⁵⁰ Kilde: Grant Thornton; Beskrivelse af risikostyring og kontrolsystemer relateret til regnskabsaflæggelsen

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

information, hvilket stemmer generelt overens med ÅRL's krav om "et retvisende billede."⁵¹ IAS 1 forudsætter, at benyttelsen af IFRS automatisk fører til, at selskabet opfylder generalklausulen.⁵² Jeg vil ikke komme ind på forskelle i forhold til ÅRL, da dette vurderes ikke at have en indflydelse på afhandlingens hovedproblem.

IAS 1 fastlægger således en række forudsætninger og mere specifikke retningslinier for udarbejdelse af årsrapporter. Jeg har valgt at fremhæve de aspekter i IAS 1, som har væsentlig indvirkning i forbindelse med et retvisende billede ved indregning og måling af investeringsejendomme. Jeg vil tage udgangspunkt i den nuværende gældende IAS 1, med henvisninger til IAS 1 gældende for regnskabsår, der begynder efter 1. januar 2009. En tidligere indførelse er tilladt. Jeg vurderer ikke der er væsentlige forskelle i forhold til de medtagne punkter.

I IAS 1.13 (IAS 1.15 gældende fra 1. januar 2009) vedrørende fair presentation er det anført, at årsrapporten skal give et retvisende billede af virksomhedens finansielle stilling, indtjening og pengestrømme, ligeledes at anvendelsen af IFRS standarderne samt nødvendige supplerende oplysninger forventes der opnåelse af årsrapporter, der giver et retvisende billede.

Hvis der afviges fra IFRS standarderne, skal der oplyses positivt om dette og angives en begrundelse for, at standarden ikke bidrager til det retvisende billede, således der opnås virksomhedssammenlignelighed. Beløbsmæssig effekt bør ligeledes oplyses efter IAS 1.18.

Standarden indeholder ligeledes krav til primære kilder til skønsmæssig usikkerhed, hvilket er meget relevant i forhold til det retvisende billede ved måling til dagsværdi på et volatilt marked. IAS 1.116 (IAS 1.125 fra 1. januar 2009) "*virksomheder skal i noterne oplyse om primære forudsætninger for fremtiden samt andre primære kilder til skønsmæssig usikkerhed på balancedagen, som indebærer en betydelig risiko for at forårsage en væsentlig regulering af den regnskabsmæssige værdi af aktiver og forpligtelser inden for det næste regnskabsår.*"

IAS 1.118 (IAS 1.122 fra 1. januar 2009) anfører endvidere "*De primære forudsætninger og andre primære kilder til skønsmæssig usikkerhed, som skal oplyses i overensstemmelse med afsnit 116, knytter sig til de skøn, som kræver ledelsens sværeste og mest subjektive eller komplicerede vurderinger. I takt med at antallet af variabler og forudsætninger, som kan påvirke den mulige fremtidige afklaring af usikkerhedsfaktorerne, stiger, bliver ledelsens vurderinger stadig mere subjektive og komplicerede, og risikoen for, at dette medfører en væsentlig regulering af den regnskabsmæssige værdi af aktiver og forpligtelser vil normalt stige tilsvarende.*"

I IAS 1.120 (IAS 1.129 fra 1. januar 2009) nævnes som eksempel, oplysninger om følsomhed i et aktivs regnskabsmæssige værdi over for forudsætningen eller skønnet.

⁵¹ Kilde: Årsrapport efter internationale årsregnskabstandarder - fra dansk praksis til IFRS s. 236

⁵² Kilde: Årsrapport efter internationale årsregnskabsstandarder - fra dansk praksis til IFRS s. 239

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Det er således vigtigt, at de usikkerheder, der er ved målinger af dagsværdier på investeringsejendomme bliver oplyst i årsrapporten for at bidrage til "et retvisende billede", da værdiansættelsen af dagsværdier indeholder mange variabler og forudsætninger, som vil blive behandlet i afsnit 6.

5.7. Delkonklusion

Jævnfør problemformuleringen afsnit 1.2. er underspørgsmål opstillet således:

C. Hvorledes er dansk regnskabspraksis samt international praksis for indregning og måling samt præsentation af investeringsejendomme i årsrapporter?

Baseret på underspørgsmål C og behandlingen i afsnit 5 Konkluderes:

Der er ikke væsentlige forskelle på indregning og måling efter dansk og international praksis ved indregning og måling af investeringsejendomme.

Indregning af investeringsejendomme sker ved både international og dansk regnskabspraksis, hvor de økonomiske fordele og risici overgår til virksomheden. Førstegangsendregning skal ligeledes efter begge regnskabsrammer ske til kostpris.

Ved efterfølgende måling i henhold til IAS 40 er der mulighed for at indregne investeringsejendomme til dagsværdi, selvom investeringsejendomme ikke er virksomhedens hovedaktivitet, der er således valgfrihed om indregning efter kostprismodellen eller dagsværdimodellen. Ifølge ÅRL kan dagsværdimodellen kun anvendes, hvis investeringsejendomme er virksomhedens hovedaktivitet.

Fra og med 1. september 2008 skal nettoreguleringer ikke længere bindes på egenkapital, som var et dansk fænomen og således gældende også for selskaber, som aflægger efter IFRS. Nettoreguleringer skal således indregnes i de frie reserver.

Der er efter begge regnskabsrammer en række oplysningskrav, som skal overholdes. Hvis virksomheden, jf. definitionen i ÅRL har investeringsaktiviteten som hovedaktivitet, er der ikke væsentlige forskelle i forhold til oplysningskravene i IAS 40. Oplysningskravene omhandler hovedsagligt informationer vedrørende værdiansættelsen af investeringsejendomme.

Et andet dansk fænomen er ledelsesberetningen. Ledelsesberetningen skal indeholde informationer hovedsagligt vedrørende forhold og usikkerheder, som kan have påvirket virksomheden i regnskabsåret, herunder den forventede udvikling.

IAS 1 har sammen med alle standarder i IFRS det formål at give regnskabsbruger en relevant, troværdig, sammenlignelig og forståelig information gennem en række forudsætninger for udarbejdelse af årsrapporter. Det væsentlige krav i forhold til indregning af investeringsejendomme er oplysninger vedrørende de primære forudsætninger og andre primære kilder til skønsmæssig usikkerhed.

6. Måling af Investeringsejendomme

6.1. Introduktion

De tidligere beskrevne 6 kvalitative egenskaber i afsnit 3 danner beslutningskriterier for indregning og måling sammen med andre kriterier på niveau 4. Det er gennemgået i afsnit 5, hvorledes regnskabspraksis er for måling af investeringsejendomme, som er kostpris og dagsværdi, dog afhængigt af, hvilken regnskabspraksis der benyttes.

Jeg vil således i afsnit 6 gennemgå opgørelsen af henholdsvis kostpris samt dagsværdi for investeringsejendomme.

Til værdiansættelse af dagsværdien efter en "marked til Model" metode vil den afkastbaserede metode og DCF-metoden blive gennemgået, samt en vurdering af udfordringer samt fordele og ulemper ved disse to metoder.

6.2. Måling af investeringsejendomme

6.2.1. Kostprismetoden

Kostprisen opgøres som kostprisen for grund og bygning samt omkostninger, som er direkte tilknyttet til anskaffelsen samt andre omkostninger, der kan henføres til erhvervelsen så som mæglerhonorar, valuar, advokat med flere samt tinglysningsomkostninger. Omkostninger i forbindelse med stiftelse af gæld kan ikke indgå i kostprisen.

Kostprisen forøges efterfølgende med forbedringer foretaget på ejendommen, sådanne omkostninger er:

- Omkostninger afholdt, hvor der forventes en forøgelse i det fremtidige afkast eller en forøgelse i dagsværdi
- Omkostninger skal kunne opgøres pålideligt

Kostprisen, fratrukket en evt. scrapværdi, skal herefter fratrækkes systematiske afskrivninger og eventuelt nedskrivninger, hvis der er indikationer herfor. En ejendom består af mange forskellige bestanddele med forskellig levetid og afskrivning af enkeltdele skal ske over forskellige perioder, der afspejler de enkelte bestanddels økonomiske levetid. Eksempelvis hvis der er lavet en forbedring afskrives denne over en anden periode end kostprisen for bygningen, der kan ikke afskrives på selve grunden med mindre værdiforringelse kan dokumenteres. Aktiverne kan deles op i primære og sekundære aktiver, de sekundære aktiver kan aldrig afskrives over en længere periode end det primære aktiv, efter som det sekundære aktiv ikke vil have noget værdi, hvis det primære aktiv er fuldt nedskrevet.

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Der er således ikke mange variabler og usikkerheder ved målingen af kospris, hvilket er en fordel ved målingen til kostpris.

6.2.2. Dagsværdi

Hvis dagsværdi benyttes som målingsmetode, jf. afsnit 5 baseres målingen på markedsforsholdene på balancedagen. Målingen tager udgangspunkt i, at handel vil kunne finde sted mellem en kvalificeret og villig køber og sælger således ikke et forceret salg. Dagsværdien skal afspejle den aktuelle markedssituation og forholdene på balancedagen. Det vil sige at ved væsentlige prisfald efter status vil værdien være lavere på tidspunktet for godkendelse af årsrapporten, hvis der eventuelt er beregnet en lavere dagsværdi pr. påtegningdagen bør dette oplyses i ledelsesberetningen.

Den bedste måde at fastsætte en dagsværdi ifølge IAS 40.45 er handelsværdien på en handel, som er gennemført nyligt på en tilsvarende ejendom, en ren markedspris til markeds måling.

Dette kan umiddelbart give store udfordringer, da det formentlig vil være meget svært at finde en helt sammenlignelig ejendom, især inden for kategorien investeringsejendomme. Der er ofte større afstande mellem investeringsejendomme til salg, hvorfor der sjældent vil være to ejendomme, som er af samme størrelse, stand og er indretningsmæssig sammenlignelige i det samme område. Benyttelse af sammenlignelige handelsværdier er derfor ofte ikke mulig, hvorfor virksomheder kan benytte oplysninger fra en række andre kilder i sit skøn jf. IAS 40.46:

- a) aktuelle priser på et aktivt marked for ejendomme, som er af en anden art, i en anden vedligeholdelsesstand eller har en anden beliggenhed (eller som indgår i andre typer leje- eller andre kontraktforhold), der reguleres for at afspejle disse forskelle
- b) nylige priser for lignende ejendomme på mindre aktive markeder, der reguleres for at afspejle eventuelle ændringer i økonomiske forhold efter det tidspunkt, hvor transaktionerne til disse priser fandt sted

og

- c) diskonterede pengestrømsprognoser baseret på pålidelige skøn over fremtidige på grundlag af vilkår for eksisterende leje- og andre kontraktforhold og, om muligt, ekstern dokumentation, såsom den aktuelle markedsleje for tilsvarende ejendomme med samme beliggenhed og i samme vedligeholdelsesstand. Diskonteringssatsen afspejler aktuelle markedsvurderinger af usikkerhed forbundet med beløb og tidspunkt for pengestrømmene.

Punkt c er en teknisk værdiansættelsesmetode som refereres som "Marked til model".

Nedenstående metoder er de mest benyttede til opgørelse af dagsværdien. Begge metoder lever op til de krav, som stilles i international praksis som dansk praksis. Metoderne er følgende:

- Den afkastbaserede metode (normalindtjeningsmetoden)
- Discounted cash flow metoden (DCF-metoden)

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

6.2.2.1. Den afkastbaserede metode

Den mest benyttede metode er "den afkastbaserede model"⁵³. Dagsværdien af ejendommen opgøres på basis af ejendommens normaliserede driftsafkast. Metoden bygger derfor på et konstant afkastkrav under hensyntagen til risikoen på den enkelte ejendom.

Formel for markedsværdien kan opstilles således:

$$\text{Dagsværdi} = (\text{normaliseret årlige driftsafkast/forrentningskravet}) \pm \text{særlige forhold}^{54}$$

Figur 4

Der er således ikke særlige mange faktorer, som påvirker opgørelsen af dagsværdien. Selve tilgangen til metoden kan opdeles i 3 faser, som gennemgås nedenfor:

Fase 1: Denne fase vedrører således opgørelse af et normaliseret årligt driftsafkast for de kommende driftsår. Opgørelsen af driftsafkast indeholder følgende poster⁵⁵:

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

Figur 5⁵⁶

Hvis den årlige forventede lejeindtægt ikke er på markedsvilkår, og dette forventes reguleret på sigt, skal dette korrigeres i den forventede lejeindtægt, kun hvis det er langt ud i fremtiden bør det ikke reguleres. Den skønnede årlige lejer på udlejede arealer tages med i beregningen, da ejendommens værdi ellers vil blive skønnet for lavt. Det kan være situationen på det gældende tidspunkt, at lokalerne står tomme, men hvis de, som det formentlig forventes, bliver lejet ud, vil disse lejeindtægter medføre større driftsafkast. Da det forventes, at lokalerne bliver lejet ud, skal en skønnet lejeindtægt med i det budgetteret driftsafkast. Vedligeholdelsesomkostninger, administration og ejendomsskatter mv. fratrækkes, da disse omkostninger anses for at være driftsomkostninger i forbindelse med ejendomsaktiviteten. Omkostningerne fastsættes til de budgetterede omkostninger.

⁵³ Kilde: KPMG "Investerings ejendomme"

⁵⁴ Kilde: KPMG "Investerings ejendomme" s. 46

⁵⁵ Kilde: KPMG "Investerings ejendomme" s. 46

⁵⁶ Kilde: KPMG "Investerings ejendomme" s. 46

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Ved opgørelsen af vedligeholdelsesomkostninger skal ejendommens fremtidige stand dog tages i betragtning, og således beregnes en gennemsnitlig vedligeholdelsesomkostning af flere års budgetteret omkostningsniveau. Dette gøres, da omfanget af vedligeholdelse kan svinge fra år til år.

Fase 2: I fase 2 fastsættes forrentningskravet, som er lig med afkastkravet.

Afkastkravet kan med fordel fastlægges ved brug af Capital Asset Pricing Model (CAPM). Modellen tager udgangspunkt i sammenhængen mellem afkastet på den enkelte virksomhed og afkastet på hele markedet ud fra antagelse om, at investorerne kræver et merafkast som kompensation for at påtage sig en risiko.

Ifølge CAPM kan sammenhængen mellem det forventede afkastkrav og markedsrisikoen skrives som⁵⁷:

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

Hvor:

r_f : Risikofri rente

β (beta): Systematisk risiko

r_m : Risikopræmie

$[E(r_m) - r_f]$: Markedets risikopræmie

Figur 6 - CAPM

Som et estimat for den risikofrie rente (r_f), anvendes den effektive rente for den toneangivende 10-årige statsobligation oftest i praksis⁵⁸, efter 10 år vil udviklingen i renten efter min vurdering hovedsagligt være inflation. Ved investering i dette værdipapir er risikoen tæt på nul, og den nærmeste investor kan komme på en risikofri investering.⁵⁹ Den effektive rente ligger i oktober 2008 markant højere end for bare et år siden.⁶⁰

Risikopræmien (r_m) er det generelle markedsrisikotillæg, som investorerne forventer for at investere i aktiver i forhold til en risikofri investering, som eksempelvis statsobligationer.

PricewaterhouseCoopers (PwC) har siden 1998 foretaget undersøgelser omkring fastsættelse af risikopræmie i praksis, undersøgelserne er foretaget som en spørgeskemaundersøgelse blandt aktieanalytikere og finansielle rådgivere. På baggrund heraf kan det konkluderes, at den gennemsnitlige markedsrisikopræmie blandt danske analytikere i perioden 1998-2001 har ligget på omkring 4 %. I perioden 2002-2007 har den anvendte markedsrisikopræmie ligget mellem 4,4% og 4,6%. Ved PwC's sene-

⁵⁷ Kilde: <http://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>

⁵⁸ Revision og regnskabsvæsen december 2008 - side 27

⁵⁹ Kilde: Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, FSR

⁶⁰ Kilde: Sadolin & Albæk newsletter oktober 2008

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

ste undersøgelse ville ca. 30% af de adspurgte opjustere deres skøn til 4,7% for 2008, hvilket er ret tæt på det niveau, som er observeret siden 2002.⁶¹

Beta (β) er den systematiske risiko, der ikke kan bortdiversificeres i investeringen. Beta angiver, hvor følsom investeringen er overfor ændringer i markedet og har en direkte indflydelse på afkastkravet og således markedsværdien af en ejendom. Beta er baseret på historiske analyser af samvariationen mellem aktiemarkedets afkast og den konkrete investeringsejendom. Det kan illustreres som nedenstående:

$\beta = 0$	Riskofri investering
$0 < \beta < 1$	Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
$\beta = 1$	Investering med samme risiko end markedsporteføljen
$\beta > 1$	Investering med større risiko end markedsporteføljen

Figur 7- Tolkning af beta⁶²

Herunder skal investor ligeledes vurdere den nuværende trend på markedet. Er det et bull marked, som man må sige lige har været gældende på det danske ejendomsmarked i en årrække, hvilket er et optimistisk marked, hvor der bliver investeret meget og priserne bliver presset op. Det kan også være et bear marked, som er det modsatte, hvilket betyder pessimistiske investorer. Bear og bull trenderne har en indflydelse på beta, da de kan være vidt forskellige.⁶³

Afkastkravet er ligeledes påvirket af en række samfundsmæssige eller konjunkturbetingede forhold. Af de væsentligste forhold kan nævnes:⁶⁴

- Renteniveauet
- Inflation
- Høj - eller lavkonjunktur

Afkastkravet kan ligeledes være påvirkninger af en række individuelle eller kvalitetsforhold, af de væsentligste forhold kan nævnes:⁶⁵

- Beliggenhed og type
- Lejernes bonitet
- Vilkår i lejekontrakter
- Alternative anvendelsesmuligheder
- Sandsynlighed for genudlejning/udlejning af uudlejede lokaler
- Udbud og efterspørgsel

⁶¹ Kilde: Revision og regnskabsvæsen december 2008 - side 27

⁶² Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, s. 210

⁶³ Kilde: www.danskebank.dk

⁶⁴ Kilde: KPMG ”Investeringsejendomme” s. 47

⁶⁵ Kilde: KPMG ”Investeringsejendomme” s. 47

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Hvert forhold kan have en indflydelse på afkastkravet, forventet indflydelse gennemgås i det følgende, dog kan de enkelte forhold indbyrdes påvirke hinanden, således at den umiddelbare forventede effekt ikke indtræffer grundet andre forhold. Afkastkravet baseres på en samlet vurdering af nedenstående samt evt. andre relevante forhold. Dog skal der ydes påpasselighed med at risikoen ikke er indregnet i både afkastkrav og pengestrømme.

Renteniveauet

En høj rente vil trække afkastkravet i en opadgående retning, hvor det modsat vil falde ved en lavere rente. Det vil typisk være den lange obligationsrente, der har betydning for afkastkravet. Grunden til at afkastkravet stiger i takt med en stigende rente er, at det skal kunne betale sig, eller som minimum få det samme afkast, at placere sine penge i investeringsaktiviteten frem for obligationer.

Inflation

Inflation af en vedvarende stigning i det almindelige prisniveau. Danmark er påvirket af verdensinflationen. Inflationen har direkte indflydelse på omkostningerne til driften af ejendommen, hvis lejeindtægterne ikke årligt reguleres i samme takt ved indgåelse af en lejekontrakt, vil det have en negativ effekt på driftsafkastet. Stigende inflation vil også have en effekt på renteniveauet i en opadgående retning og således på afkastkravet, jf. ovenstående. For en ejendomsvirksomhed udgør renter og afdrag et væsentligt element i den totale pengestrøm. Inflationens effekt på renten er væsentlig ved vurdering af inflationens effekt på ejendomsværdien.

Høj- eller lavkonjunktur

Det forholder sig omvendt ved høj- eller lavkonjunktur. Ved højkonjunktur vil der være et lavere afkastkrav, da der forventes at ske stigninger i husleje og som følge af stigende aktivitet en lavere tomgangsleje, som således påvirker pengestrømmen i opadgående retning.

Generelt må de ovenstående faktorer siges at have stor indflydelse på markedet lige pt. Danmark har i en lang periode været i højkonjunktur med overskudslikviditet i markedet, dette må siges at være vendt med finanskrisen, hvor en lang række banker og investorer ønsker at nedbringe deres eksponering overfor ejendomsbranchen. Jeg vil behandle dette nærmere i afsnit 7.

Beliggenhed og type

En god beliggenhed har betydning for muligheden for udlejning og genudlejning og dermed pengestrømmen. Dog kan god beliggenhed svinge meget alt afhængig af, hvilken type investeringsejendom det er, da god beliggenhed ikke er den samme for en kontorejendom som industriejendom. Der kan også være forskellige behov for de enkelte lejere. Type og beliggenhed skal derfor oftest ses i sammenhæng.

Dog vil der altid være faktorer, såsom god infrastruktur i området, som generelt kan give en indikation af en god beliggenhed, hvilket kan have en betydning for større sikkerhed for udlejning. Godt beliggen-

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

de ejendomme vil være mindre følsomme over for konjunkturændringer, grundet sikkerheden for udlejning, hvilket betyder mindre udsving markedslejen, end ejendomme med dårlig beliggenhed.

Lejernes bonitet

De nuværende lejere i ejendomme kan ligeledes have en indflydelse på markedsværdien. Lejernes forventede betalingsevne samt sandsynligheden, for at de bliver boende i fremtiden. Det er nemmere at vurdere lejere, hvis der udlejes til erhverv end til privatpersoner.

Vilkår i lejekontrakter

Der kan være indgået forskellige former for aftaler i en lejekontrakt, så som langtløbende lejekontrakter uden opsigelsesmuligheder eller garanti for fast leje i en længere periode.

En langtløbende lejekontrakt kan have en nedadgående effekt på afkastkravet, da en længerevarende lejeperiode skaber sikkerhed omkring lejeindtægten, hvis lejeren betaler deres leje. Disse vilkår skal derfor også ses i sammenhæng med lejernes bonitet, dvs. deres betalingsevne. Garanti for fast leje i en kontrakt kan, have en effekt på afkastet, hvis inflationen samtidig er meget høj eller lav.

Alternative anvendelsesmuligheder

Hvis en ejendom er specielt indrettet til et bestemt formål, kan det have indflydelse på muligheden for at genudleje ejendommen. Der vil derfor ofte være større afkastkrav ved særindrettede ejendomme, da genudlejningsmulighederne er begrænsede, dette kan normalt afspejle sig i længden af lejekontrakten.

Det modsatte vil for så vidt gælde en ejendom, som er fleksibel indrettet, som således giver større muligheder for at finde nye lejere til ejendommen.

Sandsynlighed for genudlejning/udlejning af uudlejede lokaler

Dette kan ses i sammenhæng med de alternative anvendelsesmuligheder, men den kan også ses i sammenhæng med beliggenheden. Hvis der er tomgangslejemål, er muligheden for udlejning af disse tomme lejemål ligeledes en effekt på afkastkravet i samme stil, som genudlejningsmuligheden ved de alternative anvendelsesmuligheder.

Udbud og efterspørgsel

Antallet af ejendomme til salg og mange lokaler til leje har en indflydelse på markedslejen og markedsværdien af en ejendom. Er der mange ejendomme, vil afkastkravet forøges, da usikkerheden ligeledes er blevet større.

Beregning af afkastkrav

Ved aflæggelse af årsrapporten er det ledelsen, som har ansvaret for værdiansættelsen og dermed fastsættelse af afkastkravet. Dette kræver erfaring og ekspertise i virksomheden, hvis virksomheden vil fastsætte afkastkravet internt i virksomheden. Hvis dette ikke er tilfældet, må der indhentes ekstern valuarbistand i form af en konkret ejendomsvurdering.

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Fase 3: Tillæg eller fradrag af særlige forhold

Når en markedsværdi er opgjort ud fra fase 1 og 2, kan der være behov for korrektioner af følgende forhold:⁶⁶

1. Fradrag for tab af lejeindtægt på ikke udlejede arealer, lejeindtægten er taget med i første fase, og trækkes således fra indtil genudlejning forventes at finde sted
2. Tillæg/fradrag for periode indtil regulering af markedisleje, bør beregnes som en kapitaliseret værdi af forskellen mellem aktuel leje og markedisleje for den aktuelle periode
3. Fradrag for omkostninger til udskudte vedligeholdelsesarbejder, dvs. nærtstående større vedligeholdelsesomkostninger skal der foretages dækning af
4. Fradrag for omkostninger til klargøring af udlejede lokaler, hvis lokalerne kræver istandsættelse før genudlejning
5. Tillæg for kapitaliseret værdi af renteindtægt af modtagne lejerdeposita og faste forudbetalinger

Fordele og ulemper ved afkastmetoden

Den største fordel ved afkastmetoden er, at den er meget let at bruge, hvorfor metoden også er den i praksis mest anvendte metode til opgørelse af en dagsværdi. Reelt er det kun driftsafkastet og afkastkravet, der skal fastlægges for opgørelse af en dagsværdi, hvilket gør modellen meget overskuelig.

Ulempen ved metoden er, især ved værdiansættelse af større erhvervsjendomme, at metoden er meget statisk, det vil sige, der er mange forhold, som den ikke vil tage hensyn til som eksempelvis et stort lejepotentiale efter en modernisering.

Der tages således ikke så meget hensyn til markedsvolatiliteten og fremtiden, da den som nævnt er meget statisk. Jeg vurderer dog der er en del usikkerheder i modellen, trods det at den er statisk, da vurderingerne omkring forhold som påvirker afkastkravet kan indeholder ledelsesvurderinger, hvilket kan give udfordringer i forbindelse med værdiansættelsen.

6.2.2.2. Discounted cash flow metoden

Et alternativ til afkastmetoden, som de senere år har været mere benyttet, er Discounted cash flow modellen (fremover kaldet DCF-modellen), som opgøres på basis af de forventede fremtidige frie pengestrømme fra ejendommens drift, tilbagediskonteret med investors nominelle diskonteringsrente. Denne metode er mere dynamisk i forhold til afkastmetoden, da der kan tages flere forhold ind til overvejelse i forbindelse med værdiansættelsen.

⁶⁶ Kilde: KPMG ”Investeringsejendomme” s. 49

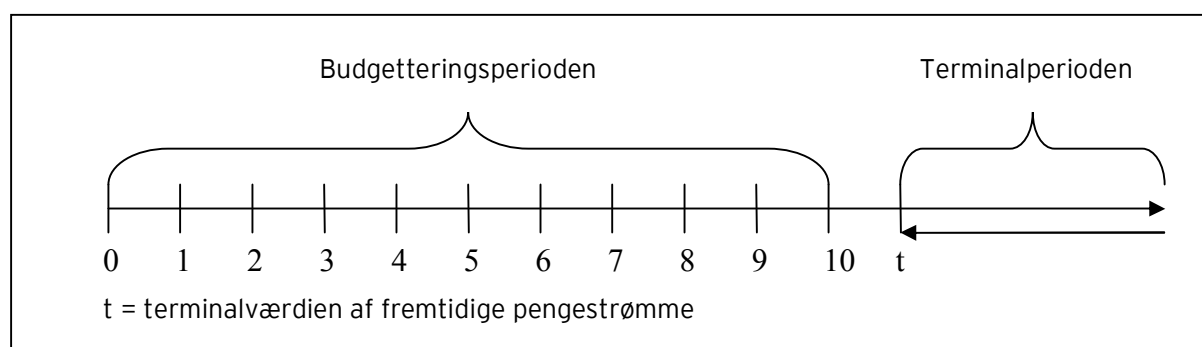
Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Matematisk kan DCF opstilles som følgende:

$$EV_0 = \sum_{(t=1)}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

Figur 8 - DCF modellen

I modellen er der to perioder, som kaldes budgetperioden og terminalperioden. Budgetperioden er typisk en periode på 5-10 år, hvor de forventede fremtidige cash flows i de enkelte år vurderes. Terminalperioden er perioden efter budgetperioden, hvor de frie pengestrømme vil være konstante eller underlagt vækst.⁶⁷ Det er min vurdering af at en budgetperiode over 5 år er at anbefale ved et volatilt marked, da indtjeningen således kan nå at normalisere sig over perioden.



Figur 9 - DCF opbygning med en budgetperiode på 10 år⁶⁸

Bestemmelse af pengestrøm i budgetperioden

Der skal foretages en detaljeret budgettering over det frie cash flow i hvert enkelt regnskabsår. De frie cash flows kan opgøres i de enkelte år i budgetperioden som følgende:

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

Figur 10 - pengestrøm i budgetperioden⁶⁹

I lejeindtægter skal forventede lejereguleringer medtages, dette kan være lejestigninger eller nedsættelser som følge af aftaler i lejekontrakter eller den forventede prisudvikling generelt. Driftsomkostninger er omkostninger som i afkastmodellen er omkostninger til vicevært, ejendomsskatter, forsikringer,

⁶⁷ Kilde: KPMG "Investerings ejendomme" s. 54

⁶⁸ Kilde: Egen tilvirkning

⁶⁹ Kilde: KPMG "Investerings ejendomme" s. 54

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

vedligeholdelsesomkostninger og evt. omkostninger til tomme lejemål, disse omkostninger estimeres på baggrund af historiske regnskabsgrundlag samt kendskab til konkrete forhold.⁷⁰ Nettoinvesteringer er investeringer i materielle anlægsaktiver, dette kan være renoverings- eller moderniseringsomkostninger på ejendommen. Hvis der foretages investeringer, således at lejen kan stige, medtages disse under investeringer i de år, hvor de foretages.

Selve længden af budgetperioden kan svinge meget, men vil oftest som ovenfor nævnt være på 5-10 år. Det er vigtigt ved fastsættelse af budgetperioden, at der tages hensyn til de særlige forhold omkring ejendommen. Budgetperioden bør fastsættes ud fra en tidsramme, hvor de frie pengestrømme er stabiliseret eller stiger med en konstant vækst.

Tilbagediskontering af pengestrøm fra budgetperioden

For beregning af dagsværdien skal pengestrømmene i perioden tilbagediskonteres til år 0, altså udgangspunktet, nutidsværdien af pengestrømme bestemmes. Tilbagediskonteringen foregår ved hjælp af en diskonteringsfaktor (rente), som ikke er lig med afkastkravet fra afkastmetoden, da diskonteringsfaktoren ligeledes tager hensyn til inflation og risici. Diskonteringsfaktoren afhænger både af ejendomsrelaterede og makroøkonomiske forhold.

Diskonteringsfaktoren kan tage udgangspunkt i Weighted Average Cost Of Capital (WACC), som inkluderet i ovenstående formel for DCF, som er de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger på aktivet.

Kapitalomkostningerne er det krævede afkast, der kompenserer for den driftsmæssige risiko, det vil sige det afkast, som den gennemsnitlige investor vil kræve af den foretagne investering.⁷¹ Det giver derfor god mening at benytte denne som diskonteringsfaktor.

Den matematiske beregning af WACC:

$$WACC = \frac{V_0^E}{V_0^{NOA}} k_e + \frac{V_0^{NGR}}{V_0^{NOA}} k_g$$

$$V_0^E = \text{Markedsværdi af egenkapital}$$

$$V_0^{NGR} = \text{Markedsværdi af nettorentebærende gæld}$$

$$V_0^{NOA} = V_0^E + V_0^{NGR}$$

$$k_e = \text{ejernes afkastkrav}$$

$$k_g = \text{gældsomkostninger efter skat}$$

Figur 11 - Beregning af WACC

Finansieringen af virksomhedens aktiver kan være finansieret enten gennem egenkapital eller ved fremmedkapital. Det er aktivet og risikoen forbundet hermed som sætter egenkapital og låns afkast-

⁷⁰ Kilde: KPMG "Investeringsejendomme" s. 55

⁷¹ Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, s. 204

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

krav. Fordeling mellem egenkapital og lån forskyder afkastkrav mellem egenkapital og lån, se bilag 1 for eksempel. Afkastet skal helst være større end afkastkravet for finansiering, idet afkast af aktiverne skal dække kapitalomkostningerne og lidt mere til for at skabe værdi. Det vil sige jo større risiko jo større afkastkrav vil investorerne have.

Terminalperioden

Det antages i DCF-modellen at de frie pengestrømme fra driften vil være konstant efter udløbet af budgetperioden eller underlagt en beskeden vækst. Når vækstfaktoren for terminalperioden skal fastlægges, må det vurderes, om der vil være vækst i ejendommens driftsresultat i perioden. Der sker således en normalisering af de opgjorte frie pengestrømme, således terminalværdien bliver et udtryk for de langsigtede beløb. Dette er den vigtigste del af værdiansættelsen, men samtidig den mest usikre.

Fordele og ulemper ved DCF-modellen

Som det er nævnt tidligere er den afkastbaserede metode (gennemgået ovenfor) den mest benyttede metode til værdiansættelse af investeringsejendomme grundet dens overskuelighed.

Datea har tilkendegivet på deres hjemmeside, at de vurderer DCF-modellen skaber det mest retvisende billede, som Datea ligeledes skriver, er det en mere virkelighedstro model, da det er en mere dynamisk model, og giver mulighed for at opstille flere forskellige fremtidsscenarier og parametre. Modellen giver således regnskabsbrugerne et mere realistisk billede af afkastet af investeringsejendommene.⁷²

Datea har opstillet følgende fordele ved DCF-modellen sammenlignet med den afkastbaserede model:

1. Mulighed for at indarbejde kendte vedligeholdelsesopgaver, lejerreserver og igangværende moderniseringer i værdiansættelsen i budgetteringsperioden
2. Flexibilitet i værdiansættelsen, for eksempel til brug for værdiansættelse af porteføljer af fx restejerlejligheder
3. Der kan tages højde for skat i forbindelse med værdiansættelsen (der er forskel på værdiansættelse af ejendomme og værdiansættelse af virksomheder)
4. Modellen er et godt budgetteringsværktøj, som samtidig kan anvendes i virksomhedens mere langsigtede planlægning og likviditetsstyring for den enkelte ejendom

Ved benyttelse af DCF-modellen er der dog også ulemper i form af usikkerhedsfaktorer, som dog også er til stede ved afkastmetoden. Der kan være usikkerhedsfaktorer i fastlæggelse af den frie pengestrøm i budgetperioden, især hvis der er fastlagt en lang budgetperiode grundet særlige forhold ved ejendommen. Derudover vil der i forbindelse med anvendelsen af DCF-modellen være store usikkerheder i eks. ledelsens vurderinger og dette kan have en stor indflydelse på værdiansættelsen af dagsværdien.

Ydermere kan WACC, som gennemgået overfor, være meget svær at opgøre og dette stiller store krav til ledelsen, det er derfor vigtigt, at det er folk med ekspertise som værdiansætter ejendommen.

⁷² Kilde: http://www.datea.dk/Ejendomsadministration/Investeringsejendomme/Discounted_Cash_Flow-modellen.aspx

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

6.3. Delkonklusion

Jævnfør problemformuleringen afsnit 1.2. er underspørgsmål opstillet således:

D. Hvorledes opgøres henholdsvis kostpris samt dagsværdi for investeringsejendomme og hvilke udfordringer samt fordele og ulemper er der ved målemetoderne?

Baseret på underspørgsmål D og behandlingen i afsnit 6 Konkluderes:

Kostprisen opgøres som kostprisen for grund og bygning samt omkostninger, som er direkte tilknyttet til anskaffelsen samt andre omkostninger, der kan henføres til erhvervelsen. Kostprisen forøges efterfølgende med forbedringer foretaget på ejendomme. Ved indregning til kostprismetoden skal herefter fratrækkes systematiske afskrivninger og eventuelt nedskrivninger. Der er ikke mange usikre variable ved måling til kostpris, hvilket vurderes at være en fordel.

Hvis dagsværdimetoden benyttes, baseres målingen på markedsforholdene på balancedag, den bedste måde at fastsætte sådan en dagsværdi er handelsværdien på en handel, som er gennemført for nyligt. Det kan dog ikke altid lade sig gøre at finde en sammenlignelig handel, dagsværdien kan således blandt andet opgøres ved en "marked til model" metode. De mest benyttede metoder til opgørelsen af dagsværdien er, den afkastbaserede metode samt DCF-metoden.

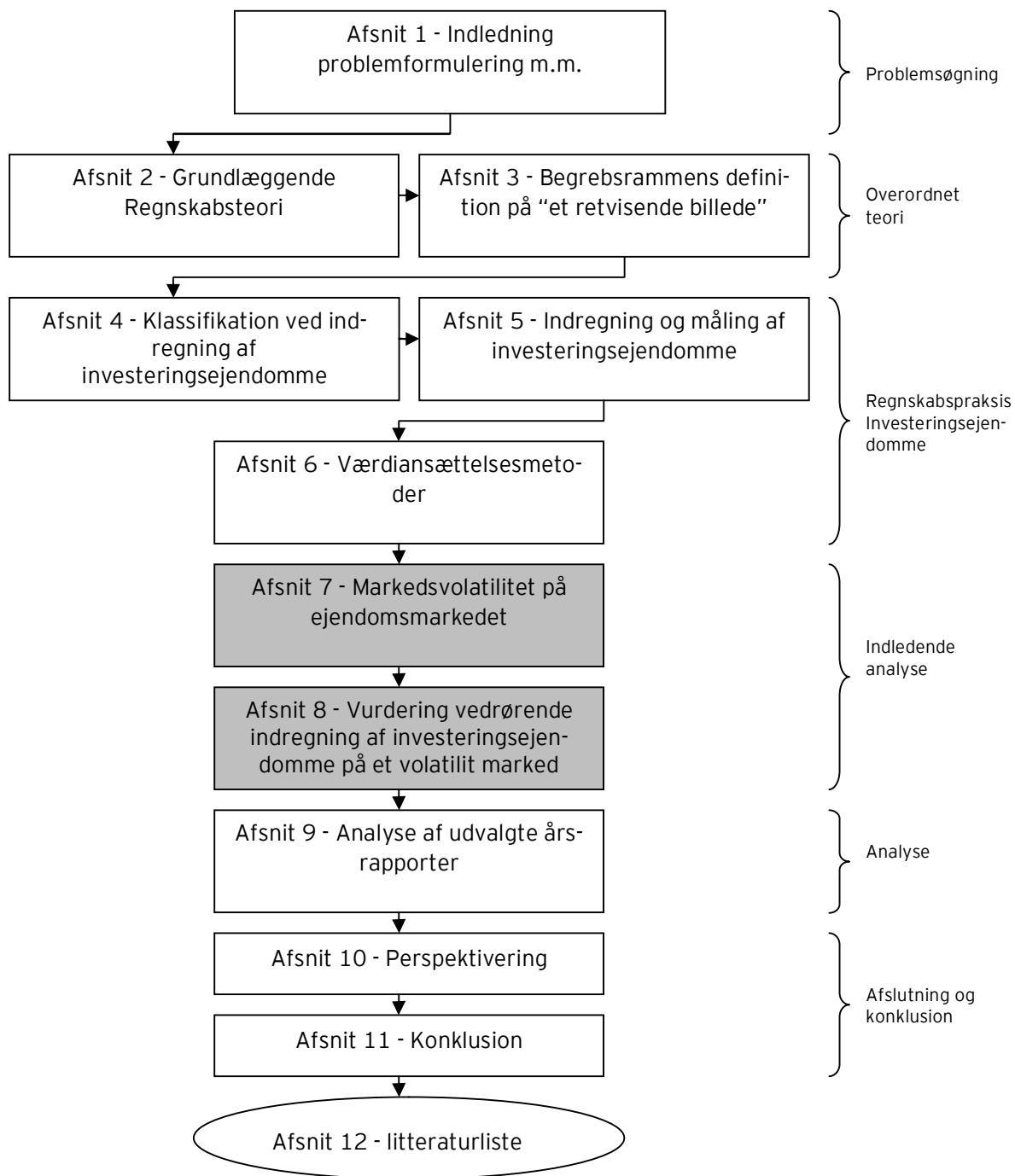
Dagsværdien, der opgøres efter den afkastbaserede metode, opgøres på basis af ejendommens drifts-afkast og et kontant afkastkrav. Dette afkastkrav kan med fordel opgøres ved hjælp af CAPM. Afkastkravet er ligeledes påvirket af en række samfundsmæssige eller konjunkturbetingede forhold. Den største fordel ved afkastmetoden er, at den er let at bruge, da det kun er driftsafkastet og afkastkravet, der behøves. Ulempen ved metoden er, at den er meget statisk og ikke tager hensyn til fremtiden ved værdiansættelse af ejendomme. Der vurderes dog også at være usikkerheder og udfordringer ved fastsættelse af afkastkravet.

Alternativet til afkastmetoden er DCF-metoden, som opgøres på basis af de forventede fremtidige frie pengestrømme fra ejendommens drift tilbagediskonteret med investors nominelle diskonteringsrente. I modellen er således to perioder budgetperioden, hvor der foretages en detaljeret budgettering for hvert regnskabsår, samt en terminalperiode, hvor de frie pengestrømme vil være konstante eller underlagt en vækstrate. Tilbagediskonteringsfaktoren tager hensyn til inflation og risici, og kan tage udgangspunkt i WACC, som er de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger på aktivet. Det vurderes at DCF vil skabe det mest retvisende billede af værdien på ejendommen, da det er en mere dynamisk model og giver mulighed for at opstille flere fremtidsscenerier og parametre. Der er dog også ulemper i form af usikkerhedsfaktorer, eksempelvis i form af ledelsesvurderinger, ligeledes kan WACC være vanskelig at opgøre.

Det vurderes ved begge metoder, at oplysninger om informationer brugt til værdiansættelse er vigtig for regnskabslæser til vurdering af det retvisende billede.

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Afhandlingens forløb:



7. Markedsvolatilitet på ejendomsmarkedet

7.1. Introduktion

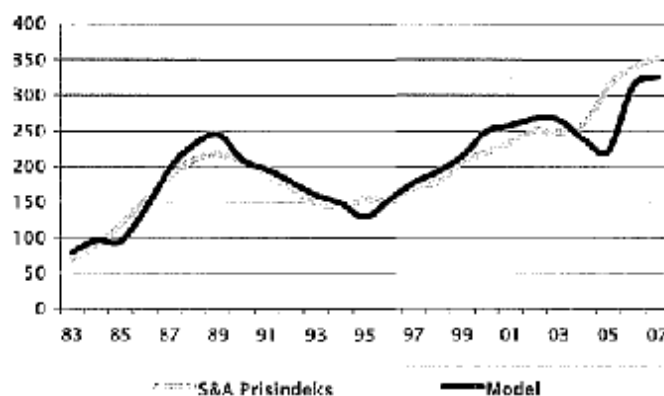
Markedsudviklingen kan have en væsentlig indvirkning på et retvisende billede af investeringsejendomme i en årsrapport, hvorfor jeg vil analysere og diskutere volatiliteten på ejendomsmarkedet, som har været påvirket af krise i den finansielle sektor. Afsnittet vil ligeledes indeholde en vurdering om der er et aktivt marked ingen for ejendomme.

7.2. Udviklingen på ejendomsmarkedet

Ejendomsmarkedet har, hvis man ser på en længere årrække, været ude for store svingninger. Den seneste større ejendoms Krise var i 1993 efter en højkonjunkturperiode i 80'erne. Priserne faldt således frem til ca. 1995, hvorefter erhvervs ejendomme har steget frem til 2007. Dette har tiltrukket mange nye aktører på markedet, hvilket har betydet høje dagsværdier på erhvervs ejendomme grundet et meget aktivt marked, hvor nye aktører var villige til at betale meget høje priser for ejendomme baseret på forventninger.⁷³

Hvis man dog ser på udviklingen siden 2005, er der ligeledes sket ændringer. Efter flere års nærmest euforisk fremgang på ejendomsmarkedet, hvor den største stigning var at finde i 2005, som bragte priserne ude af takt med de underliggende makroøkonomiske faktorer, blev der i løbet af 2006 og 2007 skabt mere balance som følge af en gunstig udvikling i de makroøkonomiske nøgletal.⁷⁴ Priserne var dog stadig i slutningen i 2007 for høje i forhold til de makroøkonomiske faktorer.

Sadolin & Albæks prisindeks og prismodel for erhvervs ejendomme
(index 100 = 3. kv. 1984)



Kilde: Sadolin & Albæk

Figur 12 - prisudvikling på ejendomsmarkedet i forhold til makroøkonomiske forhold.⁷⁵

⁷³ Kilde: Sadolin og Albæk newsletter oktober 2008

⁷⁴ Kilde: Sadolin og Albæk newsletter juni 2008

⁷⁵ Kilde: Sadolin og Albæk newsletter juni 2008

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Der er i 2008 sket en række ganske spektakulære økonomiske sammenbrud inden for ejendomssektoren.⁷⁶ Det økonomiske sammenbrud skyldes ikke en nedgang i lejepriser en lang række ejendomsinvestorer rapporterer om fortsat tilfredsstillende udvikling i den ordinære drift.

Finanskrisen

Hvor er det så, det er gået galt på markedet, dette kan henledes på finanskrisen, som er blusset op i Danmark her i 2008.

Finanskrisen er startet ved at kreditinstitutter i USA begynder at låne penge ud til normalt ikke kreditværdige personer, den såkaldte "Sub-prime" krise. Banker tjekkede ikke låntagerne, fordi de har en sikker tro på, at huspriserne bliver ved med at stige.⁷⁷ Det resulterer derfor i, at der er ydet alt for mange uerholdige lån til ejendomsinvesteringer, som viser sig slet ikke at være rentabel med mindre at fremgang i priserne ville fortsætte.

Det er således i dag meget svært at låne penge i banker mv. grundet manglende likviditet og risikovillighed.

Jf. Sadolin og Albæk er førsteklasses investeringsejendomme i løbet af 2008 gennemsnitlig faldet med 5-10 % i værdi, hvor sekundære og mere risikofyldte ejendomme har oplevet noget større prisfald.⁷⁸

Der er således nu stor forsigtighed på markedet. Der er ikke i samme omfang nye aktører på markedet, som er villige til at investere. Ligeledes er det nu svære at låne penge i banken som nævnt ovenfor, da mange banker vil nedbringe deres udlån og således reducere deres eksponering med fast ejendom. Dette kan belyses med selskabet Olicoms problemer med bankfinansiering. Selskabet har ikke misligholdt nogle af deres engagementer, men et af selskabets banker ønsker at nedbringe deres eksponering overfor ejendomsbranchen og har således opsagt visse lån.⁷⁹

Omsætningen inden for investeringsejendomme vil således formentlig være faldet væsentlig i 2008 og fortsætte i 2009, da det er blevet sværere at sælge og priserne falder som følge heraf.

7.3. Inaktivt marked

Karakteristikken på et inaktivt marked inkluderer en væsentlig nedgang i niveauet af salgsaktiviteter, og salgspriserne på ejendomme til salg varierer væsentligt over tid. At disse faktorer er til stede er dog ikke ensbetydende med, at et marked ikke længere er aktiv, dette kræver en særskilt vurdering. Et aktivt marked er, hvor der foretages regelmæssige handler på armslængdebasis.⁸⁰

⁷⁶ Kilde: Sadolin og Albæk newsletter oktober 2008

⁷⁷ Kilde: <http://www.erhvervsbladet.dk/article/20081008/news01/710070019/>

⁷⁸ Kilde: Sadolin og Albæk newsletter oktober 2008

⁷⁹ Kilde: <http://www.erhvervsejendom.dk/viewdetails.asp?id=9980> "Olicom bakser med bankfinansiering" 15.12.08.

⁸⁰ Kilde: IASB

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Det kan derfor diskuteres, om der pt. er et aktivt marked, og hvorledes opgøres så dagsværdien, jf. regnskabspraksis i afsnit 6. Mange ejendomsselskaber er på grund af udviklingen i markedet tvunget i knæ, da de ikke kan få solgt deres ejendomme for at skaffe likviditet, da deres resultat består af urealiserede ejendomsopskrivninger. Dette kan være ejendomsselskaber med projekter som sjæl sælges, ejendomme med negative pengestrømme. Et eksempel på dette er Nordic gruppen, som allerede i maj måned, var gået i betalingsstandsning, da de ikke kunne få solgt nogle af deres ejendomme fra deres kr. 750 mio. ejendomsportefølje.⁸¹ De har især været eksponeret, da det har været boligprojektejendomme, hvor de ikke har kunnet sælge, da bankerne ikke har været villige til at låne penge ud til de vilige købere.

Ejendomsmarkedet i 2008 vurderes, jf. ovenstående, at være så tæt på inaktiv, som et marked kan være i modsætning til blot for 2 år siden. Der eksisterer således stor volatilitet på ejendomsmarkedet, hvilket stiller krav til ovenstående regnskabspraksis for investeringsejendomme.

Sadolin og Albæk vurderer endda, at selskaber sender nødlidende investeringsejendomme for 15-20 mia. kr. på markedet⁸². Dette vil medføre en del tvangssalg, som ikke kan vurderes som et markeds-mæssigt salg. I børsens artikel fra 30. oktober 2008 er der ligeledes skrevet, hvilket underbygger min vurdering af ejendomsmarkedet som et meget volatilt marked over en årrække:

"Også Kurt Albæk finder det bedst at undgå forhastede tvangssalg og henviser i den forbindelse til den sidste store ejendomskrise i 1993, hvor bankerne holdt brandudsalg af nødlidende ejendomme. Det fortrød mange af dem efterfølgende, påpeger han".

Det skal dog bemærkes, at Kurt Albæk er ejendomsmægler og helst ikke ser ejendomsmarkedet fuldstændig krakeleret.

7.4. Delkonklusion

Jævnfør problemformuleringen afsnit 1.2. er underspørgsmål opstillet således:

E. Hvor stor grad af volatilitet eksisterer på ejendomsmarkedet?

Baseret på underspørgsmål D og behandlingen i afsnit 7 Konkluderes:

Ejendomsmarkedet har gennem de sidste 15 år været igennem perioder med prisfald og stigninger, den sidste store ejendomskrise var i 1993, hvorefter ejendomsmarkedet frem til 2007 steg med den største stigning i 2005.

⁸¹ Kilde: Børsen d. 5. maj 2008 "Kreditkrise tvinger ejendomsfirma i knæ"

⁸² Kilde: Børsen d. 30. okt. 2008 "Bølge af tvangssalg på vej næste år."

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Ejendomsmarkedet har i 2008 været meget påvirket af den internationale finanskriser, som gør at markedet er meget præget af et meget lavt antal potentielle købere. Det lave antal af potentielle købere skyldes de meget restriktive finansieringsmuligheder. Ejendomsmarkedet kan derfor vurderes, at kunne klassificeres som inaktiv i 2008 med forventeligt yderligere prisfald i 2009.

Ejendomsmarkedet vurderes derfor at være meget volatilt over en årrække.

8. Vurdering af måling af investeringsejendomme på et volatilt marked

8.1. Introduktion

Dette afsnit vil indeholde en diskussion af, hvilken model til måling af investeringsejendomme vil bidrage mest til et retvisende billede, når et marked kan betegnes som volatilt eller eventuelt inaktivt, da måling af investeringsejendomme til dagsværdi på et volatilt marked vil indeholde mange usikkerheder, som følge af ikke observerbare informationer til værdiansættelsen i henhold til afsnit 6.

Afsnittet vil ligeledes indeholde en vurdering af det volatile markedes påvirkning på det retvisende billede i forbindelse med ophævelsen af bindingskravet af værdireguleringer på egenkapitalen.

8.2. Værdiansættelse af investeringsejendomme på et inaktivt marked

Det kan, jf. afsnit 7 være svært at skelne helt præcist mellem et aktivt og et inaktivt marked, det er dog konkluderet i afsnit 7, at der i 2008 forefindes et inaktivt ejendomsmarked, hvorimod der får år tilbage var et meget aktivt marked. Markedsvolatiliteten vurderes høj i afsnit 7 også set over en længere år-række.

Arbejdet med værdiansættelsen af dagsværdi på et inaktivt marked vurderes at være mere omfattende end på et aktivt marked, da der vil indgå langt flere ikke observerbare oplysninger i værdiansættelsen. Dog kan der ved en markedspris fastsat ved nylige handler være behov for ændringer grundet en række ikke sammenlignelige faktorer. Dette kan ligeledes foretages ved de ovenstående modeller.

Der er ved et inaktivt marked større usikkerhed om den fastsatte dagsværdi repræsenterer den faktiske dagsværdi, hvilket giver selskaberne store udfordringer i forhold til det retvisende billede ved regnskabsaflæggelse. Der arbejdes ud fra, at der ikke er tale om et forceret salg. Dette medfører, at salg ikke skal foretages i dag og markedet må forventes at normalisere sig.

Som nævnt tidligere nævnt er den bedste måde at fastsætte en dagsværdi er handelsværdien på en handel, som er gennemført nyligt på en tilsvarende ejendom, en ren marked til marked måling. Et sammenligneligt salg er således ikke altid et udtryk for handelsværdien, da virksomhederne kan være tvunget til salg som tidligere nævnt i afsnit 7. Det er dog omvendt heller ikke entydigt, at det ikke er en dagsværdi som reflekterer markedssituationen, da der som til så mange andre handler kan være mere end en køber til ejendommen.

Ved benyttelse af Marked til model målingen bør en virksomhed løbende kalibrere værdiansættelsesmetoden til markedssituationen, således at modellen og dens variabler reflekterer den nuværende markedssituation. Grundet markedets volatilitet kan det være nødvendigt at ændre de forudsætninger, som er foretaget i modellen. Som det ses i ovenstående er der mange forudsætninger, som skal fastlægges ved benyttelse af især DCF-modellen, hvilket også gør modellen mere nuanceret.

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Målingen efter Marked til model er ofte meget afhængig af ledelsesvurderinger, hvis der ikke benyttes en fuld mæglervurdering, især når der ikke er tilgængelige (observerbare data) markedsdata vedr. nogle af de forudsætninger, som foretages i værdiansættelsesmodellerne.

8.3. Måling til kostpris eller dagsværdi

I et inaktivt marked, som det fald må konkluderes at være tilfældet ultimo 2008, kan det diskuteres om det gavner det retvisende billede i en årsrapport at indregne investeringsejendomme til dagsværdi og føre usikre urealiserede værdireguleringer til frie reserver, vil en dagsværdi, som er opgjort med så store grader af usikkerheder, være mere retvisende en kostprismodel?

Det vil således være en diskussion mellem det præsentationsorienterede og det formueorienterede regnskabsparadigme, jf. ovenfor. Det har ligeledes været et af kritikpunkterne ved det formueorienterede regnskabsparadigme, at overskud efter dette paradigme ofte er mere volatilt som følge af op- og nedskrivning på aktiver, som, jf. afsnit 7 vil forekomme ved indregning af investeringsejendomme over en årrække. Kritikken går endvidere på, at det ikke er normalt, at investorerne tager udgangspunkt i en prognose af fremtidige balancer med henblik på at estimere fremtidige overskud som ændring i nettoaktiverne. Investors informationsbehov, som er beskrevet i afsnit 3 i henhold til prognoseopgaven, vurderes det derfor efter det præsentationsorienterede paradigme at være det historiske overskud, der er den bedste indikator.⁸³

Denne diskussion foregår også internationalt blandt regnskabsteoretikere, om regnskabspolitikken bør føres tilbage til det præsentationsorienterede regnskabsparadigme eller en kombination af de to.

Der er større grad af pålidelighed, som er en del af generalklausulen "et retvisende billede" i form af troværdig repræsentation, jf. ovenfor ved indregning til kostpris end ved måling til dagsværdi.

Diskussionen kan derfor ligeledes gå på, om pålidelighed i kostprisen skal gå forud for relevans, som det er nævnt ovenfor i kapitel, vil det bedste være en kombination af de to. Øget relevans må ikke være på bekostning af pålideligheden.

Ved anvendelse af det præsentationsorienterede regnskabsparadigme kunne yderligere oplysninger omkring investeringsejendommene evt. dække informationsbehovet, således at regnskabsbrugere selv kunne omregne ejendommene til dagsværdier, hvilket er tilfældet efter IFRS ved anvendelse af kostpris jf. afsnit 5.

Jeg vurderer dog, at der også kan være store usikkerheder ved indregning til kostpris. Der vil ikke være usikkerhed om selve kostprisen, men en kostpris for en ejendom har, jf. afsnit 7 også varieret meget over de sidste 20 år. En virksomhed som eks. har købt en investeringsejendom i 2006, hvor ejen-

⁸³ Kilde: Finansiell Rapportering - teori og regulering s 173

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

domsmarkedet toppede, har således, hvis ejendommen er optaget til kostpris, en for stor værdi indregnet i deres balance i forhold til deres genindvindingsværdi, og skal derfor alligevel foretage en impairment test, jf. IAS 36.

Det er min vurdering, at virksomheder i langt de fleste tilfælde vil tilføre deres årsrapporter et mere retvisende billede ved at indregne til en estimeret dagsværdi, blot de oplyser deres usikkerheder og vurderinger. Det vurderes derfor, at øgede oplysninger ligeledes er relevante ved det formueorienterede regnskabsparadigme, regnskabsbrugere har således bedre mulighed for at vurdere om oplysninger, og danne deres egne konklusioner - pålideligheden bliver derfor ikke den vigtigste egenskab, da regnskabsbrugere foretager deres egne værdiansættelser. Information som er pålidelig men som ikke er relevant kan ikke bruges.

Formanden for Danske Ejendomsprojektudbyderes Brancheforening skriver ligeledes på foreningens hjemmeside, som kan bekræfte ovenstående vurdering:

*"Men man skal selvfølgelig stadig se sig godt for. Sikre sig, at man har alle oplysninger om risikoen i projekterne. Det er netop derfor, vi i sin tid startede brancheforeningen, så vi kunne sikre et højt informationsniveau til investorerne. Nu, hvor markederne er mere usikre, er det vigtigere end nogensinde, at investorerne får alle oplysninger."*⁸⁴

Det vil ligeledes spare årsrapportens regnskabsbrugere en del arbejde, da de alligevel vil foretage deres egen omregning til dagsværdi ved beregninger af nøgletal. Dette er ligeledes anført i "Finansiell rapportering - teori og regulering", at jo mere årsrapporten opfanger nettoaktivernes kapitalværdi, desto mindre overlades til brugernes egne analyser og værdiansættelser, de skal fortsat vurdere, hvorvidt der er enige heri.

8.4. Vurdering af lovændring vedr. ændring af bindingsreglen i ÅRL § 38

Som beskrevet i afsnit 5 er bindingskravet i ÅRL § 38 ophævet, sammen med en række ændringer til årsregnskabsloven, som er vedtaget den 3. juni 2008.

Lovændringen har til formål at lette virksomhedernes byrder ved regnskabsafleggelsen, samt at tillade udlodning af værdier som den type virksomhed lever af. Dog vurderer jeg, at det øger risikoen for udlodninger af ikke realiserede værdireguleringer, som ændringer i markedsudviklingen kan eliminere igen.

Foreningen af Statsautoriserede Revisorer (FSR) har ligeledes ved en anmodning (bemærkning til lovforslag) pr. 28. april 2008 udtrykt deres skepsis overfor ophævelsen af bindingspligten, som bekræfter min ovenstående vurdering. FSR skriver i deres anmodning;

⁸⁴ Kilde: <http://www.d-e-b.dk/formandsk030908-ny.asp>

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

*"Når bindingspligten ophæves opstår dog en øget risiko for, at nogle virksomhedsledelser kunne blive fristet til at udlodde udbytter, som ikke har tilstrækkelig dækning i virksomhedens finansielle forhold, fordi disse løbende dagsværdireguleringer ikke er udtryk for realiserede fortjenester"*⁸⁵

Det er dog også pointeret, at aktieselskabsloven § 110, stk. 3 og anpartsselskabsloven § 20 sikrer mod udbetaling af uforsvarligt udbytte samt generelle regler om ledelsesansvar, som alle danske aktieselskaber og anpartsselskaber skal overholde.

Dog vurderer jeg, at det ligeledes har negative konsekvenser for det retvisende billede i henhold til ovenstående afsnit 3. Som det i afsnit 3 er beskrevet er en af regnskabsbrugerens beslutningsopgave ressourceallokering, ligesom det påvirker en forringet gennemsigtighed om grundlaget for opgørelse af op- og nedskrivninger af dagsværdien. Dette er især gældende, hvor der ikke er et aktivt marked og værdiansættelsen således skal opgøres ved hjælp af eksempelvis de to ovenfor beskrevne værdiansættelsesmodeller, som jf. ovenstående indeholder en høj grad af usikkerhed.

FSR sendte to forslag for at øge regnskabsbrugerens mulighed for selv at vurdere, om værdireguleringerne anses for rimelige, disse forslag er som følgende⁸⁶:

- 1. at kravet i årsregnskabslovens § 53, stk. 2, nr. 1 a, vedrørende angivelse af forudsætninger for den valgte beregningsmetode udvises til udtrykkeligt også at omfatte investeringsaktiver og biologiske aktiver, der løbende reguleres til dagsværdi i henhold til ÅRL § 38*
- 2. at der også for "klasse B-virksomheder" indføres krav om en anlægsnote for investeringsaktiver og biologiske aktiver, der løbende reguleres til dagsværdi, således at regnskabslæser får information om aktivernes oprindelige kostpris og beløbene for og dermed omfanget af - de efterfølgende opreguleringer henholdsvis nedreguleringer*

Det kan i forbindelse med punkt nr. 2 nævnes at, kravet om anlægsnote blev afskaffet for B-virksomheder ved lov nr. 245 af 27 marts 2006, hvor § 57 blev ophævet.

Ad. 1

Jf. afsnit 5, hvor regnskabspraksis er beskrevet, er det anført, at 1. punkt er inddraget i den endelige lovændring i form af en specificering af oplysninger om forudsætningerne for den valgte beregningsmetode, jf. ÅRL § 53 stk. 2, nr. 1 litra b.

IAS 40 jf. afsnit 5 oplister oplysningskrav, hvor blandt andet oplysninger om benyttet værdiansættelsesmodel og forudsætningerne herfor er oplistet. Selve disse oplysninger vurderer jeg som generelt meget vigtige i forhold til et retvisende billede, jf. afsnit 3. Jeg vurderer det derfor, som et fornuftigt tiltag, at få det helt klarlagt i loven.

⁸⁵ Kilde: Anmodning fra FSR vedrørende lovforslag nr. L 100 - www.ft.dk

⁸⁶ Kilde: Anmodning fra FSR vedrørende lovforslag nr. L 100 - www.ft.dk

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Ad. 2.

Det andet punkt er ikke blevet inddraget i den endelige lovændring. Daværende økonomi- og erhvervsminister Bendt Bendtsen har begrundet afvisningen i et kommentarbrev pr. 14. maj til FSR's anmodning.

"En udvidelse af kravet vil medføre nye byrder for virksomhederne. Dette vil medføre administrative byrder, da f.eks. landbrugsvirksomheder vil blive tvunget til at beregne kostprisen for deres biologiske aktiver på balancedagen"

Han er ligeledes inde og berøre oplysningerne vedr. ejendomme, hvor det vil være betydelig nemmere at opgøre kostprisen, men han påpeger, at oplysning om kostprisen vil have en begrænset værdi i forhold til vurderingen af, om en opregulering er korrekt.

Dette er jeg umiddelbart enig i, dog vurderer jeg, jf. afsnit 6.3. at det ofte vil være svært at vurdere oprigtigheden af en opskrivning, med mindre virksomheden har et detaljeret oplysningsniveau i deres noter og ledelsesberetning. Det, som oplysning af kostprisen efter min vurdering vil bidrage med, er en gennemsigtighed af, hvor en stor del af de frie reserver er en urealiseret opskrivning, især på et så volatilt marked som ejendomsmarkedet i dag. Regnskabsbrugerne kan så gennem oplysninger i ledelsesberetning og noter selv vurdere oprigtigheden af opskrivningerne. Det er således ikke gennem oplysning af kostprisen at regnskabsbruger skal vurdere oprigtigheden af opskrivningen.

Jeg vurderer, som nævnt, at ophævelsen af bindingsreglen vil forværre gennemsigtigheden af en årsrapport. Grundet markedsvolatiliteten kan det, jf. afsnit 7 være svært at beregne en dagsværdi fra marked til model, hvorfor der ligeledes vil være en del usikkerhed i den indregnede opskrivning i resultatopgørelsen, som nu efter ophævelsen skal indføres i de frie reserver.

Risikoen ved ovenstående beslutningsafhandling bør dog være minimal i de store ejendomsselskaber som har investeringsejendomme som deres hovedaktivitet, idet det må formodes, at virksomhedsledelse har det fornødne kendskab til virksomhedens drift og pengestrømme, at de ikke vil udlodde udbytter til ejere som selskabet ikke har de fornødne ressourcer til. Udlodninger skal opfylde krav om økonomisk forsvarlighed. Hvis virksomheden ikke har tilstrækkelige pengestrømme, må virksomheden låne penge for at foretage udbytteudlodninger af opskrivninger.

8.5. Delkonklusion

Jævnfør problemformuleringen afsnit 1.2. er underspørgsmål opstillet således:

F. Hvilken model til måling af investeringejendomme vil bidrage mest til "et retvisende billede" i et volatilt marked?

samt

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

G. Har ændringen til bindingsreglerne i ÅRL § 38 nogen indflydelse på det retvisende billede i årsrapporten?

Baseret på underspørgsmål F og G og behandlingen i afsnit 8 Konkluderes:

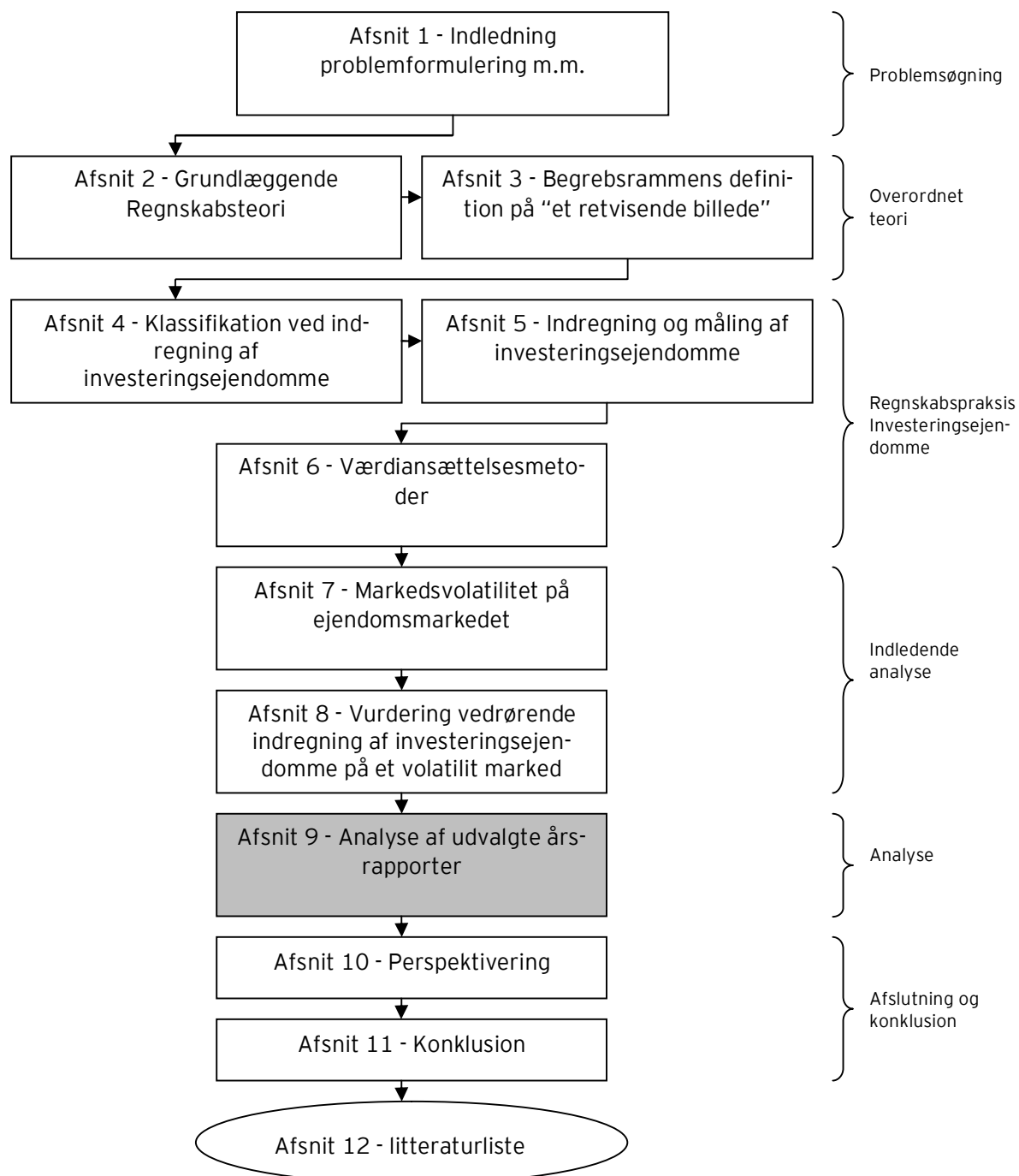
Benyttelsen af "marked til model" til opgørelsen af dagsværdier indgår en masse ledelsesvurderinger, især i de situationer, hvor markedet kan karakteriseres som inaktiv. Arbejdet med værdiansættelsen vil i de situationer være mere usikkert, da der vil være flere ikke observerbare oplysninger i værdiansættelsen især ved et volatil marked. Det vurderes at anvendelse af dagsværdimodellen for investerings-
ejendomme er mest relevant for regnskabslæsere end kostprismodellen. Dog vurderes det, da dagsværdi ikke er et entydigt begreb, er der behov for yderligere oplysninger i årsrapporten for at tilføre regnskabslæsere mest muligt information om værdiansættelsen på et volatil marked.

Vil en indregnet dagsværdi således bidrage mere til det retvisende billede end den historiske kostpris ved et volatil marked. Denne diskussion foregår også internationalt mellem regnskabsteoretikere, da dette er en skildring mellem det formueorienterede og præsentationsorienterede regnskabsparadigme. Ved indregning til en estimeret dagsværdi vil regnskabslæser have bedre mulighed for at danne deres egne konklusioner ved prognoseopgaven. Relevans vil derfor gå forud for pålidelighed.

Bindingskravet af nettoopskrivninger er ophævet i ÅRL § 38 med det formål at lette virksomhedernes byrder ved regnskabsaflæggelse. FSR har gennem en anmodning udtrykt deres skepsis overfor ophævelsen. I denne forbindelse blev to forslag forelagt, hvor kun det ene blev indarbejdet omhandlende en specificering af oplysninger om forudsætningen for den valgte metode. Ophævelsen vil friste virksomheder til at udlodde urealiserede nettoopskrivninger på investeringsjendomme, selvom de ikke har pengestrømme til udlodningen. Ophævelsen vurderer jeg har forringet gennemsigtigheden og således et retvisende billede for regnskabslæser, da de ikke ud af de frie reserver kan se, hvor meget vedrører urealiserede dagsværdireguleringer som er ilikvid.

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Afhandlingens forløb:



Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

9. Analyse af årsrapporter

9.1. Introduktion

Jeg har jf. foregående afsnit defineret henholdsvis regnskabspraksis samt hvilke oplysningskrav som bidrager til det retvisende billede i forhold til værdiansættelse af investeringsejendomme på et volatilt marked.

Jeg vil i afsnit 9 vurdere oplysningerne i udvalgte årsrapporter i forhold til opfyldelse af et retvisende billede i forbindelse med indregning og måling samt præsentation af investeringsejendomme.

Jeg har jf. mit metodeafsnit udvalgt årsrapporterne selektivt, således jeg får belyst flest mulige aspekter vedr. indregning af investeringsejendomme. Virksomhedernes ejendomme er den væsentligste del af deres aktivmasse, hvorfor virksomheder vurderes som repræsentative for markedet. Følgende virksomheders årsrapporter er udvalgt:

- Victor International A/S
- Nordicom A/S
- Tower Group A/S

Inden analysen af årsrapporter, aflagt efter IFRS, med henblik på en konkret vurdering af udvalgte IFRS årsrapporters retvisende billede i forhold til investeringsejendomme, vil jeg med udgangspunkt i ovenstående afsnit udarbejde en samlet oversigt over oplysninger, som vurderes relevante til brug for prognoseopgaven.

9.2. Vurderingsskema

Jeg vil i min analyse af årsrapporterne vurdere hvert punkt i nedenstående vurderingsskema, hvorefter jeg til slut vil foretage en helhedsvurdering af årsrapporten.

Jeg vil først opsummere de oplysninger, jf. IAS 1 og IAS 40 som vil bidrage til et retvisende billede. Dette er uafhængigt af hvorvidt at om kostpris- eller dagsværdimodellen er benyttet.

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

IAS 1 og IAS 40	
1	Oplysninger om kostpris- eller dagsværdimodellen er valgt
2	Hvis klassifikation er vanskelig skal kriterierne for klassifikationen oplyses
3	Metode og væsentlige forudsætninger ved opgørelse af dagsværdien
4	Oplysning om opgørelsen af dagsværdi er baseret på markedsindikatorer eller øvrige faktorer, som følge af ejendommens art og mangel på sammenlignelige data
5	Om værdiansættelsen bygger på en vurdering fra uvildig og faglig kvalificeret vurderingsmand, og såfremt dette ikke er tilfældet, skal dette oplyses positivt.
6	De i resultatet indregnede beløb for lejeindtægter, samt de direkte driftsomkostninger på både udlejet del og ikke udlejet del for den gældende investeringsejendom
7	Usikkerheder ved målinger af dagsværdier på investeringsejendomme oplyses i årsrapporten herunder følsomhedsanalyser, da værdiansættelsen af dagsværdier indeholder mange variabler og forudsætninger

Tabel 1⁸⁷

Følsomhedsanalyser vurderes at skabe grundlag for at regnskabslæser kan foretage deres egen værdiansættelse.

Ledelsesberetning skal også overholde generalklausulen "et retvisende billede" og skal som tidligere nævnt også medtages i årsrapporter aflagt efter IFRS som følge af IFRS-bekendtgørelsen, hvorfor jeg vil opsummere de oplysninger heri, som vil bidrage til det retvisende billede. I forhold til opfyldelse af et retvisende billede vedrørende indregning og måling af investeringsejendomme på et volatilt marked vurderes nedenstående oplysninger som meget vigtige. Jeg har ikke medtaget det nye tiltag i ÅRL § 107b jf. afsnit 5, da denne ikke vil være indarbejdet i årsrapporterne.

Ledelsesberetningen	
1	Beskrivelse af eventuel usikkerhed ved indregning eller måling, så vidt muligt med angivelse af beløb
2	Beskrivelser af usædvanlige forhold, der kan have påvirket indregningen eller målingen, så vidt muligt med angivelse af beløb
3	Redegøre for udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold
4	Omtale af betydningsfulde hændelser, indtruffet efter regnskabsårets afslutning
5	Beskrivelse af virksomhedens forventede udvikling, herunder særlige forudsætninger og usikre faktorer, som ledelsen har lagt til grund for beskrivelsen
6	Beskrivelse af særlige risici ud over almindeligt forekommende risici inden for virksomhedens branche, herunder forretningsmæssige og finansielle risici.

Tabel 2⁸⁸

Det første punkt kan som tidligere nævnt sammenlignes med punkt 7 i ovenstående tabel, hvorfor disse vil blive behandlet som et punkt.

⁸⁷ Kilde: Egen tilvirkning

⁸⁸ Kilde: Egen tilvirkning

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Et yderligere dansk fænomen er binding af værdireguleringer på egenkapitalen som, jf. afsnit er ophævet. De analyserede årsrapporter er dog stadig underlagt denne bindingsregel, hvorfor jeg i årsrapporterne med indregning til dagsværdi vil vurdere betydningen af ophævelsen.

Hvor virksomhederne har valgt at indregne deres investeringsejendomme til dagsværdi ved brug af marked til model metoden og således en af de tidligere nævnte modeller til opgørelse, er der ligeledes oplysninger som bidrager til det retvisende billede. Det er således ikke et lovkrav, at nedenstående er medtaget, dog kan dette til en grad indgå i punkt 3 vedrørende IAS 40 og IAS 1. Punkterne vil blive gennemgået samlet.

Følgende oplysninger i forbindelse med opgørelse af årligt driftsafkast/pengestrøm bør medtages ved både opgørelse efter den afkastbaserede model og DCF.

Oplysninger i forbindelse med opgørelse af eiendommens årlige driftsafkast/pengestrøm	
1	Forventet lejeindtægt i henhold til indgåede kontrakter
2	Eventuelle reguleringer til forventet markedsleje
3	Gennemsnitlige årlige vedligeholdelsesomkostninger, administrationsomkostninger, ejendomsskatter, afgifter og andre omkostninger
4	Nettoinvesteringer og andre særlige forhold.

Tabel 3⁸⁹

Der benyttes ved begge metoder en diskonteringsfaktor, som vurderes at have en vigtig betydning for værdiansættelsen. Som tidligere nævnt kan diskonteringsfaktoren i DCF ikke sidestilles med den i den afkastbaserede model, da diskonteringsfaktoren i DCF tager hensyn til inflation og risici. Følgende oplysning bør dog ligeledes oplyses ved begge modeller.

Oplysninger til opgørelse af diskonteringsfaktor	
1	Anvendt diskonteringsfaktor
2	Rentenivea
3	Forventninger til inflation
4	Ejendommens beliggenhed og type
5	Lejernes bonitet
6	Vilkår i lejekontrakter
7	Alternative anvendelsesmuligheder
8	Sandsynlighed for genudlejning/udlejning af udlejede lokaler

Tabel 4⁹⁰

⁸⁹ Kilde: Egen tilvirkning

⁹⁰ Kilde: Egen tilvirkning

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

9.3. Victor International A/S

9.3.1. Virksomhedsbeskrivelse⁹¹

Victor International A/S er et dansk ejendomsselskab med speciale i franske ferieboliger, selskabet er noteret på Københavns Fondsbørs. 85 % af selskabet ejes af HMJ Group.

Victor International A/S hovedformål er at investere i fast ejendom i ferie- og fritidssektoren samt her-til knyttede aktiviteter. Det er kun Victor International A/S' strategi at investere i fast ejendom, der, jf. Victor International, kan karaktereres som indiskutabelt velbeliggende og sunde ejendomme.

Victor International A/S' langsigtede målsætning er at øge markedsværdien af koncernen gennem opkøb af nye ejendomme samt tilpasning af ejendommenes struktur til markedets udvikling, herunder eventuelt ved at skabe givtige nicheprodukter.

Koncernen havde i 2007 en nettoomsætning på t.kr. 850 med et årets resultat på t.kr. 165. Den samlede balancesum var t.kr. 14.478.

9.3.2. Oplysningskrav for opfyldelse af retvisende billede i henhold til IAS 1 og IAS 40

Victor International A/S aflægger deres koncernårsrapport efter IFRS, hvor moderselskabet aflægger efter årsregnskabsloven. Det er ligeledes anført, at selskabet af Københavns Fondsbørs har givet selskabet fritagelse for anvendelse af danske regnskabsvejledninger for moderselskabet.⁹² Følgende analyse vil kun omhandle koncernårsrapporten.

Koncernen har følgende grunde og bygninger indregnet i deres årsrapport 2007, jf. note 9, som således udgør 70 % af aktivmasse.

Anlægsnote t.kr.	2007	2006
Kostpris 1. januar	11.214	11.214
Kostpris 31. december	11.214	11.214
Afskrivninger 1. januar	912	686
Afskrivninger	226	226
Afskrivninger 31. december	1.138	912
Regnskabsmæssigværdi 31. december	10.076	10.302

Tabel 5⁹³

⁹¹ Kilde: Victor International A/S Årsrapport 2007

⁹² Kilde: Victor International A/S Årsrapport 2007 side 7

⁹³ Kilde: Victor International A/S Årsrapport 2007 side 27

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Punkt 1 - Oplysninger om kostpris- eller dagsværdimodellen er valgt

Anvendt regnskabspraksis ved indregning af ejendomme er måling til kostpris med fradrag af akkumulerede af- og nedskrivninger, hvorfor selskabet ikke har indregnet dens ejendomme som investerings-
ejendomme ifølge IAS 40, men som grunde og bygninger efter IAS 16. Der foretages lineære afskrivninger over den forventede brugstid, som er fastsat til 33 år på bygninger, medens at grunde ikke afskrives.⁹⁴

Kostprismodellen er benyttet på alle selskabets ejendomme.

Det vurderes derfor at være oplyst tilstrækkeligt om regnskabspraksis vedrørende indregning af ejendomme.

Punkt 2 - Kriterier for klassifikation, hvis klassifikation er vanskelig

Jf. afsnit 4 er der tilfælde, hvor en investeringsejendom ikke skal indregnes som investeringsejendom, hvis de leverer betydelige services eksempelvis inden for hotelbranchen. Det er anført i årsrapporten, jf. ovenfor, at de har til hovedformål at investere i ferie- og fritidssektoren, som eventuelt kan sidestilles med hotelbranchen.⁹⁵ Det er dog anført i årsrapportens note vedrørende personaleomkostninger, at de kun har en ansat, hvilket således indikerer, at Victor International ikke selv driver ejendommen.

Der er dog ingen steder i årsrapporten anført kriterierne for deres klassifikation af ejendomstypen, ligeledes om de vurderer alle ejendomme for den samme type.

Punkt 3 til 6 - Oplysninger omkring værdiansættelsen af dagsværdi

De oplyser deres dagsværdi af ejendomme gennem deres hoved- og nøgletal for koncernen i overensstemmelse med IAS 40.79.

De har oplyst følgende dagsværdi:

t.kr.	2007	2006
Dagsværdi af ejendomme	14.913	11.936
Bogført værdi af ejendomme	-10.076	10.302
Regulering af ejendomme til dagsværdi	4.837	1.634

Tabel 6⁹⁶

De har ikke i forbindelse med oplysningen af dagsværdien givet oplysninger om, hvilken metode og væsentlige forudsætninger de har lagt til grund for opgørelsen af dagsværdien.

⁹⁴ Kilde: Victor International A/S Årsrapport 2007 side 13

⁹⁵ Kilde: Victor International A/S Årsrapport 2007 side 5

⁹⁶ Kilde: Victor International A/S Årsrapport 2007 side 10

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Der er ligeledes ikke oplysninger om opgørelsen af dagsværdien er baseret på markedsindikatorer eller øvrige faktorer som følge af ejendommens art og mangel på sammenlignelige data, ligesom det ikke er anført, om værdiansættelsen bygger på vurdering fra uvildig og faglig kvalificeret vurderingsmand, hvilket skulle oplyses positivt.

Der er i hoved- og nøgletallene på side 10 i årsrapporten angivet lejeindtægter til analyseformål samt driftsomkostninger inkl. normale vedligeholdelsesomkostninger. Der er dog ikke detaljer om fordeling på ikke udlejet og udlejet.

9.3.3. Oplysningskrav for opfyldelse af oplysningskrav til ledelsesberetningen

Punkt 1 og 2 - Beskrivelser af usikkerheder og usædvanlige forhold ved indregning og måling

Der er ingen beskrivelser om eventuelle usikkerheder ved indregning og måling eller beskrivelse af usædvanlige forhold, som kunne påvirke denne. Ejendommene bliver indregnet til kostpris, hvorfor disse to punkter vurderes som mindre relevant. Dog kunne selskabet i forbindelse med oplysningen om deres beregnede dagsværdi oplyse om eventuelle usikkerheder ved denne dagsværdiberegning.

Punkt 3 - Redegørelse for udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold

På side 5 i årsrapporten er et afsnit "Året i hovedtræk", her bliver årets resultat og driften kommenteret. Min vurdering er dog at kommentarerne er meget sparsomme og der er ingen bemærkninger til udviklingen på markedet.

Punkt 4 - Omtale af betydningsfulde hændelser, indtruffet efter regnskabsårets afslutning

Der er anført i årsrapporten:⁹⁷

"Der er efter regnskabsårets afslutning ikke indtruffet begivenheder af væsentlig betydning for regnskabsåret 2007".

Oplysning om betydningsfulde hændelser vurderes opfyldt.

Punkt 5 - Beskrivelse af virksomhedens forventede udvikling

I årsrapporten er der beskrevet et kort afsnit om fremtiden, hvor der blandt andet er oplyst.⁹⁸

"Markedet holdes under fortsat observation med henblik på en gunstig købesituation, men for nærværende foreligger der ingen aktuelle investeringsmuligheder".

Ligeledes oplyses der, at der forventes et lidt bedre resultat efter skat end i 2007. Jeg vurderer oplysningerne som meget sparsomme og giver ikke et nuanceret billede af ledelsens forventninger til fremtiden.

⁹⁷ Kilde: Victor International A/S Årsrapport 2007 side 6

⁹⁸ Kilde: Victor International A/S Årsrapport 2007 side 7

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Punkt 6 samt punkt 7 jf. IAS 1 og IAS 40 - Beskrivelser af særlige risici

Der er to afsnit i ledelsesberetninger som omhandler risici, finansielle risici og generelle risici. Igen vil jeg vurdere, at oplysningerne er meget sparsomme og giver ikke et reelt billede af koncernens risici. Dog er afsnittet vedrørende finansielle risici noget mere dybdegående end de generelle risici, som ud fra beskrivelsen må betegnes som de forretningsmæssige risici ved ejendomsinvesteringer. Ud over beskrivelsen af to uopsigelige lejekontrakter er følgende om ejendomsmarkedet beskrevet:⁹⁹

”Værdien af koncernens ejendomme kan selvsagt påvirkes af fluktuationerne på ejendomsmarkedet”

Jeg vurderer derfor beskrivelsen af eksisterende risici som meget sparsom, ligesom der ikke forekommer følsomhedsanalyser.

Eftersom virksomheden indregner ejendomme til kostpris, vil jeg ikke gennemgå oplysningerne vedrørende opgørelse af pengestrøm og fastlæggelse af diskonteringsfaktor, ligeledes da det allerede i ovenstående punkter kunne konkluderes, at der ikke er givet nogle oplysninger om opgørelsen af dagsværdien.

Ændringen af bindingskravet af værdireguleringer har ligeledes ikke en effekt på årsrapporten grundet indregningen til kostpris.

9.3.4. Vurdering af retvisende billede i Victor International A/S

For det første kan det konkluderes, at kostprismodellen ikke, efter min vurdering er den mest retvisende i forhold til regnskabsbrugere, hvis ejendommen ikke klassificeres som en domicilejendom. Det kan dog, som ligeledes anført i afsnit 8, kompenseres ved udførende oplysninger i årsrapporten. Dette vurderes ikke, at være tilfældet i årsrapporten for Victor International A/S.

Alle oplysninger i årsrapporten er meget sparsomme og jeg vurderer ikke, at alle relevante oplysninger er medtaget i årsrapporten.

Det er ikke i årsrapporten oplyst om begrundelser for indregning efter kostprismodellen, og således heller ikke oplysninger om kriterierne for klassificering af ejendommen, som er et af oplysningskravene, hvor klassifikationen er vanskelig. Det kan derfor ikke ud fra årsrapporten konkluderes, om virksomheden har indregnet ejendommen efter kostprismodellen ud fra den betragtning, at de leverer signifikante serviceydelser i form af hotelbranchen. Dette burde være anført i en kritisk regnskabspraksis, jf. IAS. 1.

De har dog, som oplysningskravene i IAS foreskriver, oplyst om deres estimerede dagsværdi, der er dog som ovenfor nævnt ikke oplyst, hvorledes denne dagsværdi er opgjort.

⁹⁹ Kilde: Victor International A/S Årsrapport 2007 side 6

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Der er ikke oplyst nogen steder i årsrapporten forudsætninger og metode til beregning af dagsværdien, som er krav, jf. afsnit 5, selvom ejendommen indregnes til kostpris, således er heller ikke niveauet af ledelsens egne forudsætninger oplyst. Årsrapporten er således ikke særlig anvendelig eller gennemsigtig for regnskabsbrugere og eventuelle potentielle investorer.

Det er godt nok en årsrapport fra sidste år, men på det tidspunkt var usikkerhederne allerede startet, jf. afsnit 7, hvorfor der burde være anført noget om usikkerheden og udviklingen på ejendomsmarkedet.

Det er min generelle vurdering, at oplysningsniveauet i årsrapporten er meget "tynd" og ikke lever op til alle oplysningskrav i IAS 1 og IAS 40. De nødvendige oplysninger i forhold til ledelsesberetningen vurderes at være opfyldt til et minimum, oplysningerne er meget sparsomme.

9.4. Nordicom

9.4.1. Virksomhedsbeskrivelse¹⁰⁰

Nordicom A/S er et børsnoteret selskab inden for ejendomsbranchen stiftet i 1989. Selskabet har været børsnoteret på Københavns fondsbørs siden 1990. Selskabet har hovedkontor i Danmark og aktiviteter i Danmark, Tyskland og Sverige.

Selskabets ejendomsportefølje repræsenterer både produktion, bolig, virksomhed og kontor. Selskabet har på fem år fordoblet porteføljen og diversificeret dets satsningsområder. Selskabet har aktiviteter inden for investeringer i ejendomme, projektudvikling og ejendomsrelateret finansiering.

Selskabet havde i 2007 en nettoomsætning på t.kr. 755.051 med et resultat på t.kr. 257.177. Den samlede balancesum var t.kr. 5.797.726.

9.4.2. Oplysningskrav for opfyldelse af retvisende billede i henhold til IAS 1 og IAS 40

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med IFRS og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber.

Selskabet har under anvendt regnskabspraksis oplyst, at de har investeringsejendomme, som færdige investeringsejendomme og investeringsejendomme under udvikling.¹⁰¹

t.kr.	2007	2006
Aktiver i alt	5.797.726	4.920.711
Færdige og investeringsejendomme under udvikling	4.705.268	3.740.430
Investeringsejendomme af aktiver i alt	81%	76%

¹⁰⁰ Kilde: www.nordicom.dk

¹⁰¹ Kilde: Nordicom A/S årsrapport 2007 side 104

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Tabel 7¹⁰²

Som det ses af ovenstående tabel udgør Investeringsejendomme den væsentligste del af koncernens samlede aktiver.

Punkt 1 - Oplysninger om kostpris- eller dagsværdimodellen er valgt¹⁰³

Anvendt regnskabspraksis for færdige investeringsejendomme er som følger:

"Færdige investeringsejendomme måles ved første indregning til kostpris, der omfatter ejendommens anskaffelsessum og direkte tilknyttede omkostninger. Investeringsejendomme måles herefter til dagsværdi, og samtlige værdireguleringer indregnes i resultatopgørelsen i posten "Regulering til dagsværdi, netto."

Anvendt regnskabspraksis for investeringsejendomme under udvikling er som følger:

"Mens investeringsejendomme under udvikling måles de oprindelige investeringsejendomme fortsat til dagsværdi. Afholdte omkostninger til udvikling, der forventes at forøge investeringsejendommens fremtidige afkast eller dagsværdi, måles i udviklingsperioden til kostpris og tillægges dagsværdien på den oprindelige investeringsejendom."

"Når udviklingen af investeringsejendommen er tilendebragt overføres ejendommen til færdige investeringsejendomme og værdireguleres til den samlede dagsværdi af den færdigudviklede investeringsejendom."

Samlet vurderes oplysninger omkring anvendelse af kostprismodel eller dagsværdimodel at være i overensstemmelse med IAS 40. Beskrivelse af anvendt regnskabspraksis, vurderes som værende passende, taget selskabet aktivitet i betragtning.

Punkt 2 - Kriterier for klassifikation, hvis klassifikation er vanskelig

I anvendt regnskabspraksis er defineret, hvorledes selskabet skelner ejendomstyperne fra hinanden. Der kan endvidere henvises til side 107 i årsrapporten under note 2 regnskabsmæssige vurderinger og skøn, hvor der er et særskilt afsnit vedr. klassifikation af de forskellige ejendomstyper. Det er ligeledes oplyst, hvorledes ledelsen foretager deres vurderinger.

"Klassifikation sker på baggrund af ledelsens hensigt med hver enkelt grund eller ejendom på erhvervelsestidspunktet"¹⁰⁴

¹⁰² Kilde: Egen tilvirkning

¹⁰³ Kilde: Nordicom A/S årsrapport 2007 side 104

¹⁰⁴ Kilde: Nordicom A/S årsrapport 2007 side 107

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

I modsætning til Victor har Nordicom ligeledes oplyst, at ejendomme, hvor tjenesteydelser udgør væsentlige poster, klassificeres som domicilejendomme frem for investeringsejendomme.¹⁰⁵

Det vurderes derfor, at oplysninger vedrørende kriterierne for at skelne mellem investeringsjendomme fra de øvrige ejendomstyper at være i overensstemmelse med IAS 40 og ydermere meget informative.

Punkt 3 - Metode og væsentlige forudsætninger ved opgørelse af dagsværdien

I anvendt regnskabspraksis under færdige investeringsejendomme er det oplyst, at dagsværdien opgøres på grundlag af en normalindtjeningsmodel med udgangspunkt i en systematisk vurdering af de enkelte ejendommers forventede afkast.¹⁰⁶

Følgende oplysninger om forudsætningerne ved fastsættelsen af afkastkrav fremgår, som ofte er den absolut væsentligste forudsætning ved værdiansættelsen¹⁰⁷.

"Ejendommens dagsværdi opgøres herefter ved kapitalisering af driftsafkastet med et afkastkrav, som ledelsen fastsætter for hver enkelt ejendom. Afkastkravene, der er baseres på såvel samfundsmæssige som individuelle forhold for den enkelte ejendom, ligger pr. 31. december 2007 i intervallet 6-7,5 % og pr. 31. december 2006 i intervallet 5-8 %."

Der er således oplyst det vægtede gennemsnit af afkastkravene pr. 31. december fordelt på ejendomstyper.

Ejendomstyper	2007	2006
Butiksejendomme	6,75 %	6,95 %
Boligejendomme	6,20 %	5,14 %
Byejendomme	6,68 %	6,52 %
Logistik- og produktionsejendomme	6,50 %	6,54 %
Domicilejendomme	6,54 %	6,49 %
Øvrige ejendomme	6,44 %	6,42 %

Figur 13 - Afkastkrav på ejendomstyper¹⁰⁸

Jeg vurderer, at metode og væsentlige forudsætninger ved opgørelsen af dagsværdien er oplyst i overensstemmelse med IAS 40, og oplysningerne giver grundlag for sammenligning med andre selskaber og tidligere år. Der kunne dog argumenteres for, at Nordicom burde have benyttet en ekstern valuar for at verificere afkastet.

Punkt 4 - Opgørelse af dagsværdi baseret på markedsindikatorer eller øvrige faktorer

Der er ligeledes i note 2 oplyst om særlige forhold ved opgørelse af dagsværdi af ubebyggede grunde, som baseres på skøn over, hvad grundene kan sælges for på sædvanlige handelsvilkår, samt særlige

¹⁰⁵ Kilde: Nordicom A/S årsrapport 2007 side 107

¹⁰⁶ Kilde: Nordicom A/S årsrapport 2007 side 104

¹⁰⁷ Kilde: Nordicom A/S årsrapport 2007 side 106

¹⁰⁸ Kilde: Nordicom A/S årsrapport 2007 side 107

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

forhold vedrørende grunde, her er faktorerne til vurderingen oplyst.¹⁰⁹ Disse oplysninger vurderes at være i overensstemmelse med IAS 40.

Punkt 5 - Om værdiansættelsen bygger på en vurdering fra uvildig og faglig kvalificeret vurderingsmand

Det er positivt oplyst under note 2, at opgørelsen af dagsværdi på investeringsejendomme i stort omfang er baseret på ledelsens skøn, og der ikke er foretaget eksterne vurderinger, hvilket vurderes at være i overensstemmelse med IAS 40.¹¹⁰

Punkt 6 - Oplysninger om lejeindtægter, samt direkte driftsomkostninger på både udlejet og ikke udlejet del

Der er i note 3 i årsrapporten medtaget segmentoplysninger for koncernen. Her er der oplyst om nettoomsætningen på Nordicom A/S' ejendomme. Der er ligeledes i en undernote oplyst omsætningen fordelt på landende¹¹¹. I note 4 "bruttoresultat" er omsætningen specificeret fordelt på huslejeindtægter, salgssummer og renteindtægter (i forbindelse med deres finansieringsaktivitet).¹¹² Der er ligeledes under note 16 oplyst nettoindtægter fra investeringsejendomme, som indeholder direkte omkostninger på både udlejet og ikke udlejet del for den samlede ejendomsportefølje.

t.kr.	2007	2006
Lejeindtægter fra investeringsejendomme	196.390	147.895
Værdiskabelse og dagsværdiregulering af investeringsejendomme	152.815	376.403
Direkte omkostninger, udlejede arealer	(32.082)	(24.969)
Direkte omkostninger, ikke-udlejede arealer	(8.893)	(5.913)

Tabel 8¹¹³

Oplysningerne vurderes at være i overensstemmelse med IAS 40, dog er oplysningerne ikke at finde på hver enkelt ejendom, dog kan der henvises til ledelsesberetningen, hvor der ligeledes kommenteres på ledighedsprocenten på den samlede portefølje. Oplysningerne burde efter min vurdering være grupperet op på ejendomme med samme karakteristika, for at regnskabslæser vil få mest udbytte af oplysningerne.

Punkt 7 - Usikkerheder ved målinger

Oplysninger om risikofaktorer og usikkerheder vurderes samlet under gennemgangen af ledelsesberetningen.

¹⁰⁹ Kilde: Nordicom A/S årsrapport 2007 side 106

¹¹⁰ Kilde: Nordicom A/S årsrapport 2007 side 106

¹¹¹ Kilde: Nordicom A/S årsrapport 2007 side 109-110

¹¹² Kilde: Nordicom A/S årsrapport 2007 side 110

¹¹³ Kilde: Nordicom A/S årsrapport 2007 side 118

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

9.4.3. Oplysningskrav for opfyldelse af oplysningskrav til ledelsesberetningen

Punkt 1 - Beskrivelse af eventuel usikkerhed ved indregning eller måling

Der er ikke i ledelsesberetningen et særskilt afsnit vedrørende usikkerhed ved indregning og måling, hvorfor disse oplysninger må findes ud fra de øvrige oplysninger samt note 2 i regnskabet vedrørende regnskabsmæssige vurderinger og skøn. Dette afsnit indledes med:¹¹⁴

"Flere regnskabsposter kan ikke måles med sikkerhed - men alene skønnes"

Den største variabel er her fastsættelsen af afkastkravet, som er beskrevet som tidligere nævnt. Usikkerheder omkring dette afkastkrav er dog ikke beskrevet.

Det er oplyst, at der er foretaget ledelsesvurderinger ved værdiansættelsen, der er dog ikke oplyst, hvilke der har været mest usikre.

På baggrund af ovenstående vurderer jeg, at det ville være hensigtsmæssigt for Nordicom at inddrage et afsnit under ledelsesberetningen, hvor disse usikkerheder bliver beskrevet samlet inklusiv usikre ledelsesvurderinger, eller der foretages en henvisning til noterne med en kort repetering, således oplysningerne ikke forekommer dobbelt. Dog er der under afsnittet "aktiviteter i Danmark og forventninger til 2008", hvor der oplyses omkring faldende afkast ved handler.

Punkt 2 - Beskrivelser af usædvanlige forhold, der kan have påvirket indregningen eller målingen

Der er ligeledes ikke et særskilt afsnit vedrørende usædvanlige forhold, som kan have påvirket indregningen eller målingen. Det må derfor antages, at der ikke har været usædvanlige forhold. Det er ikke nævnt i kravene til ledelsesberetningen, at der skulle oplyses om dette positivt, hvorfor jeg vurderer dette manglende afsnit som acceptabelt.

Punkt 3 - Redegørelse for udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold

Ledelsesberetningen starter med et afsnit "Udvikling i koncernens aktiviteter". Der oplyses blandt andet:¹¹⁵

"Efter år med højkonjunktur har kreditkrise, stigende renter og boligafmatning sat sine spor på ejendomsmarkedene i 2007".

Koncernen gør derfor opmærksom på at aktiviteterne har været påvirket negativt af markedssituationen. Der kommenteres endvidere udvalgte regnskabsposter med forklaringer til afvigelser, hvilket giver regnskabslæser en god forståelse for udviklingen i aktiviteterne.

Der er under dette afsnit ligeledes særskilt information om Nordicom A/S' ejendomme, hvor de kommenterer specifikt på udviklingen i investeringsejendomme både inden for salg og værdireguleringer til dagsværdi.

¹¹⁴ Kilde: Nordicom A/S årsrapport 2007 side 106

¹¹⁵ Kilde: Nordicom A/S årsrapport 2007 side 4

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Oplysningerne vurderes at overholde kravet om redegørelse for virksomhedens aktivitet og økonomiske forhold, de gør meget ud af at kommentere på både tomgang, bruttoavance ved salg af ejendomme samt udvikling i ejendomsporteføljen, ligeledes indeholdende oplysninger om købte og solgte ejendomme.

Punkt 4 - Omtale af betydningsfulde hændelser, indtruffet efter regnskabsårets afslutning

På side 32 i ledelsesberetningen er oplyst:

"Der er efter balancedagen ikke indtruffet væsentlige begivenheder med betydning for årsrapporten, der ikke er nævnt i ledelsesberetningen."

Det vurderes at være i overensstemmelse med kravet om efterfølgende begivenheder, da udviklingen på ejendomsmarkedet i 2008 er nævnt i ledelsesberetningen. De burde dog, efter min vurdering, have medtaget oplysninger omkring værdien af ejendomsporteføljen efter 31. december 2007, eftersom værdien er faldet væsentligt som følge af markedsudviklingen.

Punkt 5 - Beskrivelse af virksomhedens forventede udvikling

Koncernen oplyser under afsnittet "aktiviteter i Danmark og forventninger til 2008":¹¹⁶

Priserne på udlejningsejendomme forventes fortsat at være under pres i 2008 - dog med knap så stort prisfald som i 2007. Nordicom planlægger i 2008 fortsat at øge investeringerne i danske ejendomme med mellem 300-500 mio. kr. via opkøb eller færdiggørelse af egne udviklingsprojekter."

Endvidere oplyses det, at der ikke forventes at være værdireguleringer som følge af prisstigninger på udlejningsejendomme i Danmark og at efterspørgslen på projektudvikling forventes at falde i 2008. Der er tilsvarende afsnit for aktiviteter og forventninger til det svenske og tyske marked, som indeholder lige så detaljerede oplysninger som ovenstående vedrørende Danmark.

Det vurderes, at ledelsen har oplyst deres forudsætninger og usikkerhedsfaktorer, som er til grund for den forventede udvikling i 2008.

Punkt 6 samt punkt 7 jf. IAS 1 og IAS 40 - Beskrivelser af særlige risici

Nordicom har i ledelsesberetningen ligeledes et særskilt afsnit vedrørende risikofaktorer. Her foretages en analyse af de risici, som påvirker Nordicom A/S' aktiviteter fordelt på følgende risikogrupper:¹¹⁷

1. Finansielle forhold
2. Investering i udlejningsejendomme
3. Projektudvikling
4. Øvrige forhold

¹¹⁶ Kilde: Nordicom A/S årsrapport 2007 side 12

¹¹⁷ Kilde: Nordicom A/S årsrapport 2007 side 38

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Der er anført i afsnittet vedrørende investering i udlejningsejendomme:¹¹⁸

”Porteføljens relativt store andel af koncernens balance bevirker, at følsomheden overfor prisfald på ejendomsmarkedet er relativt stor.”

Der oplyses endvidere, at de har haft en buffereffekt ved, at vurdere højafkastejendomme til et forsigtigt markedsafkast. Dog er buffereffekten blevet mindre som følge af prisfald og giver dermed en øget risiko. Dette vurderer jeg ikke at være i overensstemmelse med IFRS, da der ikke længere er et forsigtighedsprincip. Denne buffereffekt, som de har opereret med, vurderer jeg ikke giver et retvisende billede af selskabets ejendomme.

Ud over risiko for prisfald på udlejningsejendomme er risiko for fald i markedeslejeniveauet og risiko for øget tomgangsleje omtalt. Disse risici er vurderet med lønsomhedsberegninger, dog er beregningerne ikke særlig detaljerede.

Oplysningerne i ledelsesberetningen vedrørende investeringsejendomme vurderes at være i god overensstemmelse med kravene til ledelsesberetningen. Der er velbegrundede ledelsesvurderinger.

9.4.4. Opgørelse af driftsafkast.

Lejeindtægten er oplyst som tidligere nævnt i note 4 vedrørende bruttoresultatet, tomgangsleje procenten og beløb er angivet på side 8 i ledelsesberetningen, hvor det anføres, at de vil budgettere med den samme tomgangsleje for 2008. Der er ikke anført direkte forventninger til reguleringer til forventet markedesleje ud over, at lejepriserne forventes at stige i 2008, der er dog anført på side 43 en følsomhedsberegning for fald i lejen på 5 %.

Driftsomkostningerne på investeringsejendomme er oplyst i note 4, ligeledes er der i ledelsesberetningen oplyst, hvilke omkostninger som indeholdes i driftsomkostningerne.

Nettoinvesteringer eller særlige forhold er ikke fundet oplyst.

Oplysningerne omkring driftsafkastet vurderes som fyldestgørende.

9.4.5. Fastlæggelse af afkastkrav

Afkastkravet er som tidligere nævnt oplyst under anvendt regnskabspraksis. Afkastkravene er oplyst for hver virksomhedstype.¹¹⁹ Det vurderes, at der er tilstrækkelige oplysninger omkring beliggenhed af deres investeringsejendomme i årsrapporten. Der er meget detaljerede oplysninger i ledelsesberetningen om alle ejendomme i deres portefølje.

¹¹⁸ Kilde: Nordicom A/S årsrapport 2007 side 42-43

¹¹⁹ Kilde: Nordicom A/S årsrapport 2007 side 107

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Der er ikke fundet oplysninger omkring renteniveau eller forventninger til inflation, dog oplyses der, at der forventes nedgang på boligmarkedet i 2008.

Det oplyses i ledelsesberetningen:

"Udlejningsmarkedet er fortsat godt med god efterspørgsel på alle typer af lejemål og stigende prisindeks"¹²⁰

Denne oplysning med hensyn til sandsynlighed for genudlejning vurderes som ret banalt og ikke særlig detaljeret.

Det oplyses om vilkår i lejekontrakter, at de fleste lejekontrakter indeholder en vis grad af uopsigelig-
hed. Der findes ikke oplysninger om lejernes bonitet.

Det vurderes at oplysningerne om fastlæggelse af afkastkravet kunne være specificeret, da oplysninger i årsrapporten vurderes forholdsvis banale.

9.4.6. Indvirkning på årsrapporten ved ophævelse af bindingskravet af værdireguleringer

Egenkapitalen har følgende fordeling i årsrapporten 2007:

Egenkapital t.kr.	2007	2006
Aktiekapital	312.786	312.786
Reserve for valutakursregulering	(1.402)	(14)
Reserve for investeringsejendommens nettoopskrivning	753.314	625.891
Reserve for opskrivning efter indre værdis metode	526	11.355
Overført resultat	276.763	191.791
Forslået udbytte	43.790	40.662
Egenkapital tilhørende moderselskabets aktionærer	1.385.777	1.182.471

Figure 14 - Egenkapital Nordicom A/S¹²¹

Som det ses af ovenstående figur, udgør reserve for investeringsejendommens nettoopskrivning i alt 54 % af den samlede egenkapital. Efter 1. september 2008 vil der, inklusiv overført resultat og før indregning af den nye periodes resultat, være t.kr. 1.030 fri til udlodning. Der foretages udlodninger i Nordicom A/S som det ses af ovenstående figur, udlodningerne er dog foretaget, således at der er en væsentlig fri reserve til rest eksklusiv nettoopskrivning.

¹²⁰ Kilde: Nordicom A/S årsrapport 2007 side 43

¹²¹ Kilde: Nordicom A/S årsrapport 2007 side 91

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Dog vil jeg vurdere, at gennemsigtheden for regnskabslæser vil blive forringet, som også konkluderet i afsnit 8, da egenkapitalen efter 1. september 2008 hovedsaglig vil bestå af frie reserver til udlodning, hvor den væsentligste del vil være urealiserede opskrivninger.

9.4.7. Vurdering af retvisende billede i Nordicom A/S

Min vurdering efter gennemgangen af årsrapporten for Nordicom A/S er, at ledelsen har bestræbt sig på at give alle relevante oplysninger. Det er min samlede vurdering, at Nordicom i stor omfang lever op til de lovkrav og formalia, som angivet i vurderingsskemaet.

Årsrapporten vurderes at have en middel prognoseværdi, det vurderes, at oplysningerne omkring kriterierne for anvendt afkastkrav er forholdsvis banale. Det vil derfor være svært for regnskabslæser at vurdere fastsættelsen af afkastkravet. Det vil dog være muligt at foretage en sammenligning af afkastkravet i ejendomsselskaber med lignende aktiviteter, da selskabet har oplyst anvendt afkastkrav fordelt på aktiviteter. Der er begrænset følsomhedsberegninger, som skaber grundlag for at regnskabslæser kan foretages deres egen værdiansættelse.

Uden at tage stilling til pålideligheden af data i værdiansættelsen af ejendomme, vil jeg dog vurdere at deres "buffereffekt" ved at vurdere højafkastejendomme til et forsigtigt markedsafkast, ikke er i overensstemmelse med IFRS. Jeg vurderer ikke dette bidrager til et retvisende billede af selskabets ejendomme.

9.5. Tower Group A/S

9.5.1. Virksomhedsbeskrivelse¹²²

Tower Group A/S er et børsnoteret selskab inden for ejendomsbranchen. Selskabet fokuserer på investering i attraktive og velbeliggende ejendomme i Tyskland og andre europæiske vækstmetropoler.

Selskabets mål er at opbygge en betydelig ejendomsportefølje med en langsigtet investeringshorisont, samt udelukkende investering i ejendomme, som fra starten er overskudsgivende.

Selskabets ejendomsportefølje repræsenterer udlejningsboliger.

Koncernen havde i regnskabsåret 2007/08 en nettoomsætning på t.kr. 181.587 med et resultat på t.kr. 106.269. Den samlede balancesum var t.kr. 4.669.420.

9.5.2. Oplysningskrav for opfyldelse af retvisende billede i henhold til IAS 1 og IAS 40

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med IFRS og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber.

¹²² Kilde: Tower Group Årsrapport 2007/08

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

t.kr.	2007/08	2006/07
Aktiver i alt	4.669.420	2.064.383
Investerings ejendomme	4.228.833	1.576.121
Investerings ejendomme af aktiver i alt	91%	76%

Tabel 9¹²³

Som det ses af ovenstående tabel udgør Investeringsejendomme den væsentligste del af koncernens samlede aktiver.

Punkt 1 - Oplysninger om kostpris- eller dagsværdimodellen er valgt

Det er anført i årsrapporten, at investeringsejendomme ved første indregning måles til kostpris, derudover en beskrivelse af omkostninger, som aktiveres på ejendommen. Det er herefter oplyst, at investeringsejendomme efterfølgende måles til dagsværdi.¹²⁴

Samlet vurderes oplysninger om, anvendelse af kostprismodel eller dagsværdimodel at være i overensstemmelse med IAS 40. Oplysninger vurderes som værende fyldestgørende.

Punkt 2 - Kriterier for klassifikation, hvis klassifikation er vanskelig

Koncernen har kun en type ejendomme, investeringsejendomme. Det er endvidere oplyst at:¹²⁵

"Investerings ejendomme er investeringer i ejendomme med det formål at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende driftsafkast ved udlejning og kapitalgevinst ved videresalg."

Oplysninger vedrørende klassifikation af ejendomstype vurderes opfyldt.

Punkt 3 - Metode og væsentlige forudsætninger ved opgørelse af dagsværdien

I anvendt regnskabspraksis under færdige investeringsejendomme er det oplyst, at dagsværdien opgøres på grundlag af DCF-modellen, hvor der tages udgangspunkt i den realiserede leje pr. ejendom, som et pengestrømsbudget for en 10 årig periode samt en efterfølgende terminalperiode. Det oplyses endvidere, at pengestrømmene tilbagediskonteres med en tilbagediskonteringsfaktor (WACC).¹²⁶

Under note 2 "regnskabsmæssige skøn og vurderinger" oplyses der at en fremtidig vækstrate på 2% benyttes til beregning af terminalværdien efter det 10. år. Der er dog ingen begrundelse for vækstraten.

Der er ligeledes et afsnit med en beskrivelse af diskonteringsfaktoren (WACC):¹²⁷

¹²³ Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af årsrapport 2007/08 for Tower Group A/S

¹²⁴ Kilde: Årsrapport Tower Group A/S 2007/08 side 48

¹²⁵ Kilde: Årsrapport Tower Group A/S 2007/08 side 48

¹²⁶ Kilde: Årsrapport Tower Group A/S 2007/08 side 48

¹²⁷ Kilde: Årsrapport Tower Group A/S 2007/08 side 51

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

"I gennemsnit er der benyttet en tilbagediskonteringsfaktor (WACC) på 7,9 % (afkastkravet for de enkelte ejendomme ligger i spændet mellem 7,73 % til 8,02 %). I forbindelse med estimeringen af egenkapitalens afkastkrav, herunder beta, er der taget udgangspunkt i en pear-group med en gennemsnitlig beta værdi på 1,19. Pear gruppen er sammensat af ejendomsselskaber, der alle investerer i ejendomme i Tyskland og samtidig er noteret på den tyske fondsbørs."

Dette giver regnskabslæser et sammenligningsgrundlag, både i forhold til andre selskaber og til tidligere år. Dog mangler der oplysninger om andel af samlede ejendomme, som er i tyskland.

Der er dog ikke fundet oplysninger vedrørende den benyttede markedsrisikopræmie.

Jeg vurderer derfor ikke, at metode og væsentlige forudsætninger er oplyst helt fyldestgørende i årsrapporten, eftersom markedsrisikopræmien ikke er oplyst.

Punkt 4 - Opgørelse af dagsværdi baseret på markedsindikatorer eller øvrige faktorer

Det er oplyst i note 2 - regnskabsmæssige skøn og vurderinger:

"Ved opgørelsen af den regnskabsmæssige værdi af visse regnskabsposter er der poster, der ikke kan måles med sikkerhed, men alene skønnes. Sådanne skøn omfatter vurderinger på baggrund af de seneste oplysninger, der er til rådighed på tidspunktet for regnskabsaflæggelsen".

Ovenstående må antages også at gælde investeringsejendomme, og det oplyses, at informationen er indsamlet i form af eksempelvis markedsundersøgelser.

Oplysningerne vurderes at være i overensstemmelse med IAS 40.

Punkt 5 - Om værdiansættelsen bygger på en vurdering fra uvildig og faglig kvalificeret vurderingsmand

Det oplyses positivt i årsrapporten, at værdiansættelsen af deres investeringsejendomme er verificeret med en værdiansættelse efter faktormodellen fra en uafhængig ejendomsvaluar.

Der er dog ikke oplyst, hvilken ejendomsvaluar, som er benyttet samt dennes kvalifikationer, hvorfor det ikke er muligt at vurdere dennes vurderingsmands kvalifikationer.

Punkt 6 - Oplysninger om lejeindtægter, samt direkte driftsomkostninger på både udlejet og ikke udlejet del

I note 3 segmentoplysninger er på geografisk niveau anført fordeling af nettoomsætning, som anføres hovedsagligt kun at vedrøre lejeindtægter. I note 4 er angivet de direkte driftsomkostninger fordelt på vedligeholdelse, ejendomsskatter samt andel af driftsomkostninger henført til tomgang.

Oplysningerne vurderes tilstrækkelige i henhold til IAS 40.

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Punkt 7

Oplysninger om risikofaktorer vurderes samlet under gennemgangen af ledelsesberetningen.

9.5.3. Oplysningskrav for opfyldelse af oplysningskrav til ledelsesberetningen

Punkt 1 - Beskrivelse af eventuel usikkerhed ved indregning eller måling

Tower Group oplyser følgende i deres ledelsesberetning:

“Tower Group er bevidst om, at finanskrisen har skabt større usikkerhed omkring den kortsigtede prisudvikling på koncernens ejendomme”.

Der er endvidere et særskilt afsnit omkring principperne for værdiansættelse af porteføljen, hvor det er anført, at værdiansættelsen af ejendommene er verificeret ved hjælp af en anden anerkendt vurderingsmetode. Den metode er Faktor-modellen, som er oplyst at tage udgangspunkt i den aktuelle årsleje.

Jeg vurderer derfor, at de gør opmærksom på, at der har været usikkerheder, dog savner jeg lidt oplysninger om usikkerheder ved specifikke ledelsesvurderinger, for oplysninger omkring ledelsens væsentligste regnskabsmæssige skøn må regnskabslæser læse note 2.

Punkt 2 - Beskrivelser af usædvanlige forhold, der kan have påvirket indregningen eller målingen

Der er ikke i ledelsesberetningen beskrevet usædvanlige forhold, der kan have påvirket indregningen eller målingen. Det må derfor antages, at ledelsen har vurderet, der ikke har været usædvanlige forhold, som kan have påvirket indregningen eller målingen.

Punkt 3 - Redegørelse for udviklingen i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold

Ledelsesberetningen starter med afsnit, hvor blandt andet udviklingen i ejendomsporteføljen, ændret administration og udviklingen på markedet har påvirket regnskabsåret. De oplyser blandt andet, at Tower Group har været påvirket af uroen på de finansielle markeder:

“De ændrede markedsvilkår har bevirket, at køberne har været afventende, og som følge heraf har transaktionsvolumen i første halvår 2008 været markant lavere end i samme periode året før”

Der er ligeledes et særskilt afsnit omkring låneoptagelser og finansiering, hvor udviklingen i deres finansiering af ejendomsinvesteringer er beskrevet.¹²⁸

Der er ligeledes et afsnit i ledelsesberetningen med en beskrivelse af årets økonomiske resultat.

Oplysningerne omkring aktiviteten og økonomiske forhold vurderes at være opfyldte, dog savnes lidt mere detaljerede oplysninger.

¹²⁸ Kilde: Årsrapport Tower Group A/S side 11

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Punkt 4 - Omtale af betydningsfulde hændelser, indtruffet efter regnskabsårets afslutning

Der er i ledelsesberetning et særskilt afsnit til begivenheder efter regnskabsårets afslutning. Der er her beskrevet forhold omkring ændringer i ledelsen, udvidelse af aktiekapitalen samt yderligere opkøb af ejendomme.

Punkt 4 vurderes derfor at være opfyldt.

Punkt 5 - Beskrivelse af virksomhedens forventede udvikling

Ledelsen har et særskilt afsnit i ledelsesberetning til beskrivelse af forventninger til 2008/09. I dette afsnit oplyses forventninger til resultatet samt værdireguleringer.

Af særlige forudsætninger og usikre faktorer har ledelsen oplyst, at de forventer, at de aktuelle markedsforhold på det tyske ejendomsmarked fortsat er gunstige, og at de forventer fortsat at købe boligudlejningsejendomme, som opfylder koncernens krav om overskud på positive pengestrømme. Der er endvidere anført at den finansielle krise givetvis vil få indflydelse på det efterfølgende regnskabsår, og de derfor vil have endnu større fokus på den samlede likviditet og finansiering.¹²⁹

Oplysning vurderes som tilstrækkelig.

Punkt 6 samt punkt 7 jf. IAS 1 og IAS 40 - Beskrivelser af særlige ricisi

Tower Group har ligeledes et særskilt afsnit i ledelsesberetningen vedrørende risikofaktorer de i al væsentlighed er eksponeret over:

- Genudlejning og tomgang
- Inflation
- Ændringer i markedsafkast
- Bygninger
- Ændringer i skatteforhold

Der er således kun beskrevet de forretningsmæssige ricisi og ikke de finansielle. Oplysningerne omkring ricisi vurderes som meget banale, ligesom der ikke er foretaget følsomhedsberegninger. Der er dog under note 2 foretaget en følsomhedsanalyse for ændringen i markedsværdien i forhold til afkastkravet. Der er ligeledes foretaget en følsomhedsberegning af ændringen i lejeindtægters indvirkning på markedsværdien. Begge følsomhedsanalyser vurderes som en god information til regnskabslæser.

Jeg savner derfor en stillingtagen fra selskabets ledelses side på de reelle risikofaktorer, der foreligger ud over ændring i afkastkravet samt lejeindtægter. Dog vurderes risikofaktorerne omkring afkastkrav og lejeindtægter som fyldestgørende, oplysningerne kunne dog forbedres med en angivelse af nuværende tomgangsleje i % og kr.

¹²⁹ Kilde: Årsrapport Tower Group A/S side 12

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

9.5.4. Opgørelse af driftsafkast

Der er beskrevet i ledelsesberetningen, hvorledes ejendommenes pengestrømme sammensættes. Der er ligeledes oplyst pengestrømme fra investeringsaktiviteten i samlet mio. kr.

Lejeindtægten for gældende regnskabsår samt forrige regnskabsår er oplyst i note 3 - segmentoplysninger.

Det vurderes ikke at være muligt ud fra oplysningerne i årsrapporten at udlede pengestrømmen, idet der ikke foreligger fremtidige driftsbudgetter. Det oplyses, at Tower Group som en del af deres strategi opkøber ejendomme, hvor der allerede fra start er overskud på den løbende drift.

Det er muligt at udlede samlede lejeindtægter samt driftsomkostninger fordelt på vedligeholdelse og ejendomsskatter, der er dog ikke specifikke oplysninger om forventede lejeindtægter. Der er ikke oplyst om evt. reguleringer til markedsløjen, dog kan der henvises til ovennævnte følsomhedsberegning og beskrivelse af lejeindtægter i note 2, uden jeg dog vurderer, det angiver specifikt forventninger til reguleringer. Der er ikke oplyst om eventuelle nettoinvesteringer eller særlige forhold.

Oplysninger vurderes således at være til stede for at vurdere driftsafkastet og således en efterprøvning af værdien efter den afkastbaserede metode. Regnskabslæser vil ikke være i stand til at efterprøve deres værdiansættelse efter DCF uden de fremtidige pengestrømme.

9.5.5. Fastlæggelse af afkastkrav

Der er i ledelsesberetningen opført et skema, hvor en fordeling over selskabets ejendomme er foretaget på by, antal lejemål, kvadratmeter og anskaffelsessum.

Der er et særskilt afsnit i ledelsesberetningen, hvori markedsforhold på det tyske marked, herunder udviklingen i den samlede BNP. Det er ligeledes anført, at udviklingen i lejen ofte vil følge inflationsraten, der er dog ikke oplyst specifikke tal for inflationen. Der oplyses, at der er forventninger om inflation, selvom muligheden for deflation er til stede. Vedrørende oplysninger omkring renteniveauet kan der henvises til note 20 vedrørende gæld til bank- og kreditinstitutter, hvor renteintervallet er oplyst.

Der er løbende i årsrapporten angivet, hvor de har deres ejendomsinvesteringer og det oplyses, at der vil være fokus på ejendomsinvesteringer i Berlin og Nordrhein Westfalen. Der er kun én type investeringsejendomme i selskabet, boligejendomme, hvorfor der ikke er oplyst om alternative anvendelsesmuligheder. Det oplyses, at ved opsigelser af lejemål igangsættes en proces, som skal sikre hurtig genudlejning.

Under deres risikoafsnit er lejernes bonitet nævnt, dog kun at dette er en risiko og at denne er reduceret ved opkrævning af depositum og forudbetalt leje. Der oplyses dog ikke, hvor lang tid lejeindtægten er sikret ved dette. Der oplyses, at der i overvejende grad udlejes til private personer.

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Herunder er særlige vilkår i lejekontrakter på det tyske marked beskrevet, blandt andet hvornår der kan ske lejereguleringer og med hvor meget over en periode.

Det vurderes at der er de nødvendige oplysninger for regnskabslæser til at vurdere forhold, som påvirker forrentningskravet. Dog vurderes nogle af oplysningerne som værende banale, for et bedre udbytte for regnskabslæser bør oplysningerne være suppleret med mere specifikke informationer.

9.5.6. Indvirkning på årsrapporten ved ophævelse af bindingskravet af værdireguleringer

Værdireguleringer

Egenkapitalen har følgende fordeling i årsrapporten 2007/08:

Egenkapital t.kr.	2007	2006
Aktiekapital	74.871	57.510
Reserve for valutakursregulering	239	(5)
Reserve for værdiregulering til dagsværdi	218.222	91.591
Overkurs ved emission	465.033	240.414
Reserve for rentesikring	37.597	20.966
Overført resultat	(54.404)	(4.596)
Egenkapital tilhørende moderselskabets aktionærer	741.558	405.880

Figure 15 - Egenkapital Tower Group A/S¹³⁰

Det er anført på side 49 i årsrapporten for Tower Group A/S, at reserve for værdiregulering til dagsværdi består af værdireguleringer på investeringsejendomme. Reserven er en fri reserve, og kan derfor anvendes til udlodning eller dækning af underskud. Det er anført i afsnit, at ophævelsen af bindingsreglen træder i kræft for regnskabsåret, der begynder efter den 1. september 2008, men kan anvendes førtidigt, hvis årsrapporten godkendes af direktionen og bestyrelsen efter den 1. september 2008. Årsrapporten er godkendt af direktion og bestyrelse den 30. september 2008, hvorfor førtidsanvendelsen er i overensstemmelse med praksis.

Overført resultat udgør, jf. ovenstående en negativ andel af egenkapitalen. Reserve for værdireguleringer udgør 30 % af egenkapitalen. Tower Group A/S har fortsat med at specificere andelen, som vedrører reserve for værdiregulering til dagsværdi, hvilket jeg vurderer, bibringer til gennemsigtigheden af værdiskabelsen i selskabet. Specifikationen vurderes især vigtig nu, hvor overført resultat er negativ, således urealiserede opskrivninger skilles ud fra årets resultat.

¹³⁰ Kilde: Tower Group Årsrapport 2007/08

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

9.5.7. Vurdering af retvisende billede i Tower Group A/S

Min vurdering efter gennemgangen af årsrapporten for Tower Group A/S er, at ledelsen har bestræbt sig på at give alle oplysninger i forhold til lovkrav i IAS. Det er min samlede vurdering at årsrapporten lever op til oplysningskravene i IAS 40, IAS og ledelsesberetningen.

Årsrapporten vurderes at have en middel prognoseværdi, det vurderes at en række oplysninger omkring selve værdiansættelsen kunne være mere detaljeret for at øge anvendelsen af oplysninger til en eventuel efterprøvning af værdiansættelsen. Det vil dog være muligt at udlede et driftsafkast til efterprøvning af værdiansættelsen. Jeg kunne savne mere detaljerede oplysninger omkring usikkerheder samt omfanget af ledelsesvurderinger ved ikke observerbare oplysninger.

9.6. Delkonklusion

Jævnfør problemformuleringen afsnit 1.2. er underspørgsmål opstillet således:

H. Vurderes oplysningerne i udvalgte danske årsrapporter tilstrækkelige til opfyldelse af et retvisende billede i forbindelse med indregning og måling samt præsentation af investeringsejendomme?

Baseret på underspørgsmål H og behandlingen i afsnit 9 Konkluderes:

Victor International A/S

Oplysningerne i Victor International A/S' årsrapport for regnskabsåret 2007 vurderes som meget sparsomme og ikke alle relevante oplysninger er medtaget i årsrapporten til opfyldelse af et retvisende billede. Det vurderes at årsrapporten ikke overholder de lovkrav og specifikationer som er angivet i IFRS og ÅRL i forbindelse med ledelsesberetningen.

Victor International A/S måler sine ejendomme til kostpris, som efter min vurdering ikke er det mest retvisende i forhold til regnskabsbrugere, dette kompenseres ikke ved udførende oplysninger i årsrapporten, som IFRS ligger op til. De har dog, som oplysningskravene i IAS foreskriver, oplyst om deres estimerede dagsværdi, der er dog ikke oplyst, hvorledes denne dagsværdi er opgjort, heller ikke metode og væsentlige forudsætninger oplyses.

Det vurderes på baggrund heraf at årsrapporten ikke har nogen prognoseværdi for regnskabsbrugere, da der ikke er tilstrækkelige oplysninger til regnskabsbrugernes egne værdiansættelse af ejendomme. Der er ligeledes ikke medtaget beskrivelser om eventuelle usikkerheder eller markedets udvikling, det er derfor svært for regnskabsbruger at vurdere, hvilke forhold ledelsen har taget i betragtning ved angivelse af deres estimerede dagsværdi.

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Nordicom A/S

Det er min vurdering at oplysningsniveauet Nordicom A/S 2007 er tilstrækkeligt til at afdække oplysningskravene i IAS 1 og IAS 40 samt ledelsesberetningen i ÅRL. Det vurderes dog at der er behov for forbedringer for at øge informationsværdien for regnskabslæser.

Jeg vurderer, at deres "buffereffekt" ved at vurdere højafkastejendomme til et forsigtigt markedsafkast, ikke er i overensstemmelse med IFRS. Jeg vurderer ikke dette bidrager til et retvisende billede af selskabets ejendomme.

Årsrapporten vurderes at have en middel prognoseværdi. Der er i årsrapporten indarbejdet rigtig mange brugbare oplysninger, dog vurderer jeg at der er behov for yderligere oplysninger for at regnskabslæser kan udarbejde sine egne prognoser og efterprøve værdien i årsrapporten, og således vurdere et retvisende billede. Oplysninger omkring afkastkrav er oplyst, dog vurderer jeg at omfanget af følsomhedsberegninger er begrænset og ikke særlig detaljeret. Jeg kunne endvidere savne mere detaljerede oplysninger omkring usikkerheder samt omfanget af ledelsesvurderinger ved ikke observerbare oplysninger

Tower Group A/S

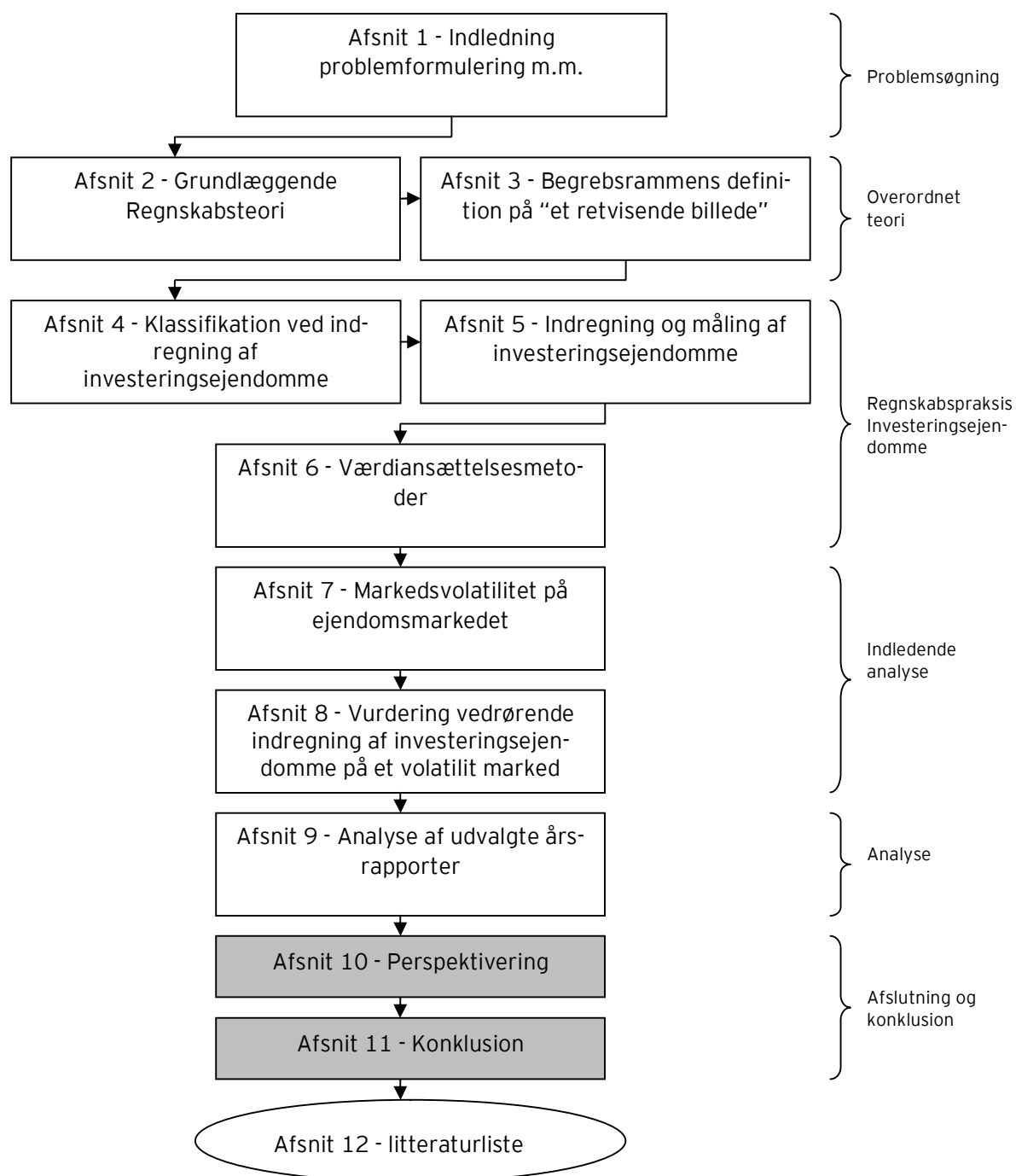
Det er min vurdering at oplysningsniveauet Tower Group A/S 2007/08 er tilstrækkeligt til at afdække oplysningskravene i IAS 1 og IAS 40 samt ledelsesberetningen i ÅRL. Det vurderes dog, at der er behov for forbedringer for at øge informationsværdien for regnskabslæser.

Årsrapporten vurderes at have en middel prognoseværdi. Ligesom årsrapporten for Nordicom A/S, er der i årsrapporten indarbejdet rigtig mange brugbare oplysninger, dog vurderer jeg at der er behov for yderligere oplysninger for at regnskabslæser kan udarbejde sine egne prognoser og efterprøve værdien i årsrapporten, og således vurdere et retvisende billede. Det vurderes at en række oplysninger omkring selve værdiansættelsen kunne være mere detaljeret for at øge anvendelsen af oplysningerne for regnskabslæser. Jeg kunne endvidere, som i Nordicom A/S, savne mere detaljerede oplysninger omkring usikkerheder samt omfanget af ledelsesvurderinger ved ikke observerbare oplysninger.

Det er yderligere min vurdering at Tower Group A/S har en fornuftig præsentation af deres dagsværdireguleringer på ejendomme, da denne stadig er specificeret i egenkapitalnoten, trods ophævelsen af bindeingskravet er indført. De har anført i årsrapporten at denne kun benyttes til udlodning. Jeg vurderer dette ligeledes vil være bibringende til et retvisende billede i Nordicom A/S.

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Afhandlingens forløb:



Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

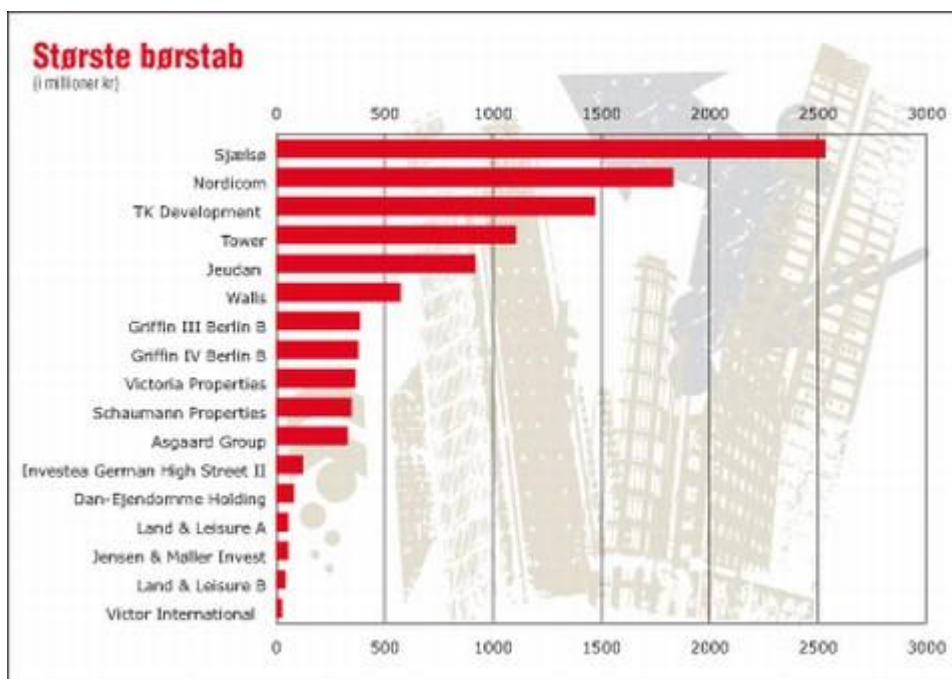
10. Perspektivering

10.1. Introduktion

Formålet med perspektiveringen er kort at behandle den seneste udvikling vedrørende indregning og måling af investeringsejendomme samt forventninger til den fremtidige udvikling inden for emnet.

10.2. Indregning og måling samt præsentation af investeringsejendomme i 2008

Finanskrisen vurderes at have haft en stor indvirkning på ejendomsmarkedet gennem 2008, og det vurderes derfor, at oplysninger om indregning og måling samt præsentations af investeringsejendomme vil komme endnu mere i fokus i årsrapporterne for 2008, eftersom krisen stadig er aktuell pr. 31. december 2008.



Figur 16¹³¹

Som det ses af ovenstående figur er kursværdien på alle de tre analyserede ejendomsselskaber i afsnit 9 faldet hen over 2008, hvor Tower Group A/S og Nordicom A/S som blandt de 4 selskaber som har tabt mest børsværdi i hele 2008. Tower Group er sammen med Walls det selskaber som har det største procenttab med 93 %, Nordicom ligger lige efter med et procenttab på 90 %. Jeg har ikke kunne vurdere market gap på de udvalgte årsrapporter i forhold til ovenstående, da årsrapporterne for 2008 endnu ikke er offentliggjort, men jeg vurderer at ovenstående figur giver et meget relevant billede af udviklin-

¹³¹ Kilde: Erhvervsbladet, "Børsens ejendomsaktører tabte 10,6 milliarder" 31. december 2008

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

gen inden for ejendomsmarkedet for 2008. Ovennævnte selskaber bør således efter at have gennemført kapitalværdiberegningerne fortage et check til den totale markedsværdi.

Såfremt dagsværdierne i årsrapporterne, som det må formodes at være gældende i mange virksomheder da markedet i 2008 ikke er særlig aktivt, opgør deres dagsværdier på investeringsejendomme på baggrund af værdiansættelsesmetoder frem for observerbare data, bør virksomhederne følge oplysningskravene i IAS 40 mere til detaljerne, eftersom der vil være flere usikkerhedsfaktorer i værdiansættelsen.

IASB har ligeledes vurderet, at der er behov for vejledning i, hvorledes måling til dagsværdi skal foretages, når der ikke længere er et aktivt marked. IASB har udsendt rapporten - IASB Expert Advisory Panel's "Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active" Rapporten er udsendt i oktober 2008 og vedrører således kun værdiansættelse af finansielle instrumenter. Min vurdering er dog, at mange af de samme principper er gældende ved værdiansættelse af investeringsejendomme, hvorfor rapporten kan have nytte for virksomhedernes værdiansættelse. Ernst & Young har ligeledes udarbejdet en vejledning til værdiansættelsen, som er udformet som en form for checkliste og kan således ligeledes hjælpe virksomhederne.

Som følge af ovennævnte finanskriser og den heraf følgende opmærksomhed på oplysningerne omkring værdiansættelsen af investeringsejendomme efter IAS 40, kunne dette også være et område, som fondsrådet vil have fokus på i deres kontrol af årsrapporterne for 2008. Fondsrådets udvælgelse af årsrapporter til gennemgang skal være såvel tilfældig som risikobaseret. Fondsrådet har den 17. december 2008 udarbejdet et notat som et supplement til praksis. Fondsrådet har heri lagt for, hvornår fejl i årsrapporter anses som væsentlige, og de angiver ligeledes at fondsrådets afgørelser indtil nu har drejet sig om indregnings og målingsfejl, hvilket bekræfter af ovenstående vil være et relevant fokusområde for Fondsrådets regnskabskontrol for 2008.¹³²

Ovenstående forhold kan give virksomhederne yderligere udfordringer med hensyn til udarbejdelse af årsrapporter for 2008.

¹³² www.fondsraadet.dk

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

11. Hovedkonklusion

Der har igennem en årrække været høje prisstigninger på investeringsejendomme. Der har dog i 2008 hersket væsentlig større usikkerhed på markedet for, som skyldes blandt andet en tillidskrise i den finansielle sektor, hvilket har begrænset bankernes udlånsvillighed og bankerne har ligeledes et ønske om at mindske deres eksponering på ejendomsmarkedet.

Der er et behov for særlige regnskabsregler for virksomheder, der drives med henblik på at opnå et afkast af ejendomsinvestering i form af nettolejeindtægter og fremtidige kapitalgevinster. Dette skyldes, at en væsentlig del af værdiskabelsen i ejendomsvirksomheder skabes i form af urealiserede værdistigninger på ejendomme. Det er derfor ofte virksomhedernes ønske at afspejle denne eventuelle værdiskabelse i resultatopgørelsen, da det er et resultat af deres primære drift.

Der kan i forbindelse med værdiansættelsen af investeringsejendomme være mange ledelsesmæssige beslutninger og usikkerheder. Dansk og international regnskabspraksis udstikker krav og giver retningslinier for, hvordan investeringsejendomme skal indregnes og præsenteres, således at regnskabsbruger får et retvisende billede af virksomheden og den eventuelle værdiskabelse gennem værdireguleringer på investeringsejendomme.

Der har, jf. ovenfor været svingninger på markedet med investeringsejendomme og den nuværende markedssituation med den udbredte internationale finanskriser vil ligeledes have en væsentlig indflydelse på præsentation samt indregning og måling af investeringsejendomme i 2008.

På baggrund af afhandlingens indledning har jeg opstillet følgende hovedspørgsmål:

Opfylder danske virksomheders årsrapporter generalklausulen om "et retvisende billede" i forbindelse med indregning og måling samt præsentation af investeringsejendomme på et volatil marked?

Jeg har valgt at behandle hovedspørgsmålet ud fra underspørgsmål.

A. Hvorledes defineres et retvisende billede i henhold til begrebsrammen?

Definitionen ved et retvisende billede i henhold begrebsrammen ved regnskabsaflæggelser er, hvor årsrapporten giver regnskabsbruger relevant information og en troværdig repræsentation. Egenskaber som sammenlignelighed, verificerbarhed samt forståelighed bidrager endvidere til et retvisende billede og er med til at skabe nytte for regnskabsbruger.

B. Hvorledes defineres en investeringsejendom i forhold til andre ejendomme, og hvorledes er klassifikationen af disse i årsrapporten?

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Investeringsejendomme defineres som ejendomme som besiddes for at opnå lejeindtægter, kapitalgevinst eller begge dele.

Det er således ejendomme med henblik på udlejning og ikke ejendomme som anvendes som en del af virksomhedens produktion eller som en del af virksomhedens sædvanlige forretning. Investeringsejendomme genererer således pengestrømme stort set uafhængigt af virksomhedens andre aktiver.

Selve vurderingen om en ejendom opfylder kriterierne for indregning som en investeringsejendom beror på skøn. Virksomheden udarbejder kriterier, som sikrer ensartede klassifikationer.

- C. Hvorledes er dansk regnskabspraksis samt international praksis for indregning og måling samt præsentation af investeringsejendomme i årsrapporter?

Der er ikke væsentlige forskelle på indregning og måling efter dansk og international praksis ved indregning og måling af investeringsejendomme.

Førstegangsindregning skal ske til kostpris i begge regnskabspraksis, ved måling efter første indregning er der valgfrihed mellem kostpris- og dagsværdimodellen ved IAS 40, hvor der efter ÅRL er det et krav, at investeringaktiviteten er virksomhedens hovedaktivitet. Nettojusteringer til dagsværdi skal indregnes i de frie reserver fra 1. september 2008, hvor de herop til bindes på egenkapitalen.

Der er ved begge praksis en række oplysningskrav, som skal overholdes. Oplysningskravene omhandler hovedsagligt informationer vedrørende værdiansættelsen af investeringsejendomme. Alle danske virksomheder skal indarbejde en ledelsesberetning i deres årsrapport, som blandt andet skal indeholde oplysninger om væsentlige forhold og usikkerheder i årsrapporten. IAS 1 giver retningslinier til præsentation af årsrapporten og indeholder ligeledes krav til oplysninger vedrørende de primære forudsætninger og andre primære kilder til skønsmæssig usikkerhed.

- D. Hvorledes opgøres henholdsvis kostpris samt dagsværdi for investeringsejendomme og hvilke udfordringer samt fordele og ulemper er der ved målemetoderne?

Kostprisen opgøres som kostprisen for grund og bygning samt omkostninger, som er direkte tilknyttet til anskaffelsen samt andre omkostninger, der kan henføres til erhvervelsen. Kostprisen forøges efterfølgende med forbedringer foretaget på ejendomme. Ved indregning til kostprismetoden skal herefter fratrækkes systematiske afskrivninger og eventuelt nedskrivninger. Der er således ikke mange variable ved måling til og giver ikke mange udfordringer for regnskabsudsteder.

Den bedste måde at fastsætte en dagsværdi, er sammenlignelige handler, som er gennemført nyligt, da målingen skal være på markedsforhold. Dette kan give problemer i praksis, hvorfor dagsværdien således kan opgøres ved den afkastbaserede metode samt DCF-metoden.

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

Dagsværdien, der opgøres efter den afkastbaserede metode, opgøres på basis af ejendommens drifts-afkast og et kontant afkastkrav. Fordelen ved afkastmetoden er, at den er let at bruge, Ulempen ved metoden er, at den er meget statisk og ikke tager hensyn til fremtiden ved værdiansættelse af ejendomme. Der er dog usikkerheder og udfordringer i forbindelse med opgørelsen af afkastkrav.

Dagsværdien kan ligeledes opgøres efter DCF-metoden, som er på basis af de forventede fremtidige frie pengestrømme fra ejendommens drift tilbagediskonteret med investors nominelle diskonteringsfaktor. Tilbagediskonteringsfaktoren tager hensyn til inflation og risici og er således en mere dynamisk model i forhold til den afkastbaserede. Det vurderes således, at DCF vil skabe det mest retvisende billede af værdien på ejendommen, da den giver mulighed for at opstille flere fremtidsscenerier og parametre. Der er dog også ulemper i form af usikkerhedsfaktorer, eksempelvis i form af ledelsesvurderinger og stiller store krav til kompetencerne hos ledelsen.

E. Hvor stor grad af volatilitet eksisterer på ejendomsmarkedet?

Der vurderes at være en høj grad af markedsvolatilitet på ejendomsmarkedet set over en årrække. Ejendomsmarkedet i 2008 vurderes ikke længere at være så aktivt som blot tilbage i 2005. Markedet har i 2007 og 2008 været påvirket af den internationale finanskriser, hvilken har fået bankerne til at formindske deres eksponering på ejendomsmarkedet.

F. Hvilken model til måling af investeringejendomme vil bidrage mest til "et retvisende billede" i et volatilt marked?

Det vurderes, at anvendelse af dagsværdimodellen for investeringejendomme er mest relevant for regnskabslæsere end kostprismodellen. Uanset hvilken metode der er valgt, skal årsrapporten leve op til et retvisende billede, der kan dog være forskel på årsrapportens anvendelighed i forhold til beslutningsopgaverne.

Pålideligheden af dagsværdien er væsentlig lavere end kostprisen, da værdiansættelsen af dagsværdien ofte foretages efter en "marked til model" metode, som ofte er meget afhængig af ledelsesvurderinger. Relevans frem for pålideligheden har været en tendens inden for regnskabsteori de seneste år. Dog vurderes det, da dagsværdi ikke er et entydigt begreb, at der er behov for yderligere oplysninger i årsrapporten for at tilføre regnskabslæsere mest mulig information.

G. Har ændringen til bindingsreglerne i ÅRL § 38 nogen indflydelse på det retvisende billede i årsrapporten?

Det vurderes at ændringen i bindingsreglen i ÅRL § 38 kan friste ledelsen til større udbytteudlodninger på baggrund af den øgede værdi i de frie reserver, da de urealiserede værdireguleringer på investeringejendomme herefter som udgangspunkt kan udloddes som udbytte. Ændringen vurderes derfor at forringe gennemsigtigheden og hermed et retvisende billede for regnskabslæsere i forhold til ressourceallokering, dette vurderes især gældende ved et volatilt marked.

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

- H. Vurderes oplysningerne i udvalgte danske årsrapporter tilstrækkelige til opfyldelse af et retvisende billede i forbindelse med indregning og måling samt præsentation af investeringsejendomme?

Det er min vurdering at oplysningsniveauet Nordicom A/S 2007 og Tower Group A/S 2007/08 er tilstrækkeligt til at afdække oplysningskravene i IAS 1 og IAS 40 samt ledelsesberetningen i ÅRL. Det vurderes dog at der er behov for forbedringer for at øge informationsværdien for regnskabslæser. Det vurderes at årsrapporten for Victor International A/S 2007 ikke overholder de lovkrav og specifikationer som er angivet i IFRS og ÅRL i forbindelse med ledelsesberetningen.

Årsrapporterne for Nordicom A/S og Tower Group A/S vurderes at have en middel prognoseværdi. Der er i årsrapporten indarbejdet rigtig mange brugbare oplysninger, dog vurderer jeg at der er behov for yderligere oplysninger for at regnskabslæser kan udarbejde sine egne prognoser og efterprøve værdien i årsrapporten, og således vurdere et retvisende billede. Årsrapporten for Victor International vurderes ikke at have nogen prognoseværdi for regnskabslæser, da der ikke er tilstrækkelige oplysninger til regnskabsbrugernes egne værdiansættelse af ejendommene. Der er ligeledes ikke medtaget beskrivelser om eventuelle usikkerheder eller markedets udvikling, det er derfor svært for regnskabsbruger at vurdere, hvilke forhold ledelsen har taget i betragtning ved angivelse af deres estimerede dagsværdi.

Generelt savner jeg flere beskrivelser af foretagne ledelsesvurderinger og beskrivelser af usikkerhedsfaktorer ved værdiansættelsen. Omfanget af følsomhedsanalyser kunne ligeledes forbedres.

Jeg vurderer, at Nordicom A/S' "buffereffekt" ved at vurdere højafkastejendomme til et forsigtigt markedsafkast, ikke er i overensstemmelse med IFRS. Jeg vurderer ikke dette bidrager til et retvisende billede af selskabets ejendomme.

Jeg vurderer endvidere, at Tower Groups A/S' præsentation af deres dagsværdireguleringer på ejendomme bidrager til et retvisende billede, da de fortsat har specificeret nettoopskrivningerne fra de øvrige frie reserver. Dette vil ligeledes være et fornuftigt tiltag i Nordicom A/S' årsrapport for 2008.

12. Kildefortegnelse

Bøger

- Jan Fedders & Henrik Steffensen, "Årsrapport efter internationale regnskabsstandarder - fra dansk praksis til IFRS", 3. udgave, forlaget Thomson.
- Ib Andersen, "Den skinbarlige virkelighed - om valg af samfundsvidenskabelige metoder", 2. udgave, Samfundslitteratur.
- Jens O. Elling, "Finansiell Rapportering - teori og regulering" 1. udgave, Gjellerup.
- Jens O. Elling & Ole Sørensen, "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - en praktisk tilgang", 2. udgave, Gjellerup.
- KPMG, Dansk Regnskabspraksis 2004.
- H.P. Hansen, "Eksamensteknik Målrettet - koncentreret - effektiv", 1. udgave/1. oplag, København
- Craig Deegang, Jeffery Unerman, Stephen A. Zeff, Thomas F. Keller "Financial Accounting Theory"

Årsrapporter

- Årsrapport Victor International A/S 2007
- Årsrapport Nordicom A/S 2007
- Årsrapport Tower Group A/S 2007/08

Hjemmesider

- www.fsr.dk
- www.ft.dk
- www.d-e-b.dk
- www.sadolin-albaek.dk
- www.boersen.dk
- www.erhvervsbladet.dk
- www.erhvervejendom.dk
- www.danskebank.dk
- www.pwc.dk
- www.datea.dk
- www.fondraadet.dk
- www.iasb.org
- www.investopedia.com

Love, standarder mv.

- IAS 1
- IAS 40

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

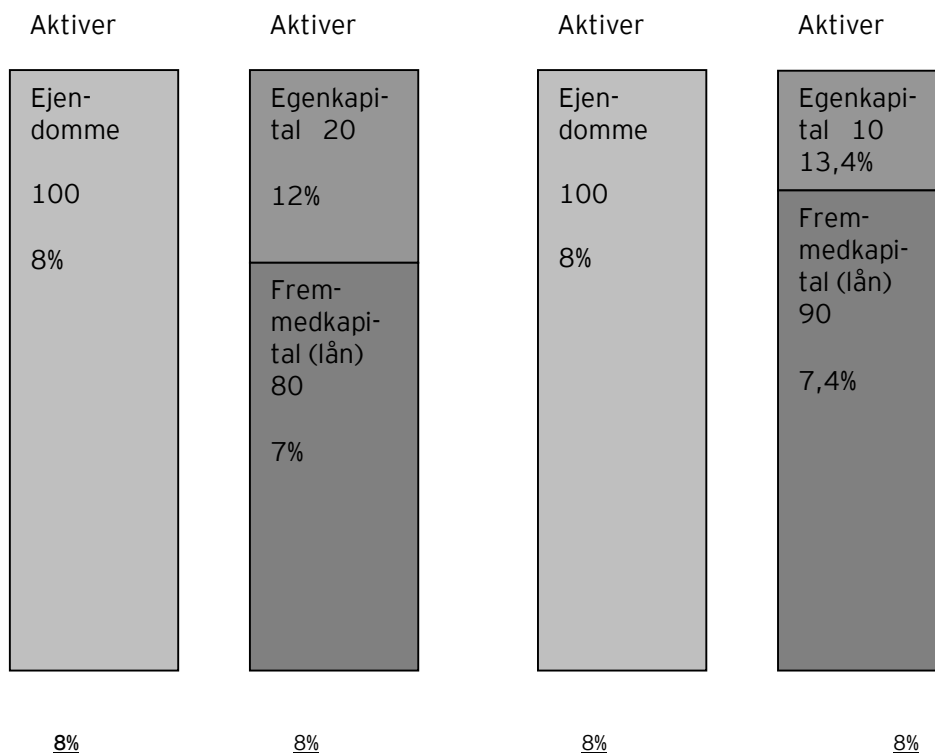
- IAS 16
- IAS 2
- Årsregnskabsloven § 38
- Årsregnskabsloven § 53
- Årsregnskabsloven § 99
- Årsregnskabsloven § 107b
- Regnskabsvejledning § 16

Publikationer og andet materiale

- KPMG "Investeringsejendomme"
- Sadolin og Albæk Newsletter oktober 2008´
- Sadolin og Albæk Newsletter juni 2008
- Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, FSR.
- Grant Thornton - Beskrivelse af risikostyring og kontrolsystemer relateret til regnskabsaflæg-
gelsen
- Ernst & Young - International Gaap 2008
- Ernst & Young - IFRS i praksis 2008
- Revision og regnskabsvæsen nr. 12 december 2008

Et retvisende billede ved indregning af investerings- ejendomme

13. Bilag 1



Fordeling af egenkapital og låns afkastkrav - fordeling mellem egenkapital og lån forskyder afkastkrav mellem egenkapital og lån. Det er aktivet og risikoen forbundet hermed som sætter egenkapital og låns afkastkrav.