



INVESTERINGSEJENDOMME OG TILHØRENDE GÆLDSFORPLIGTELSE

Kandidat-afhandling, Cand. Merc. Aud

Regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme og tilhørende gæld, set i lyset af den nye årsregnskabslov pr. 1. januar 2016, herunder dennes krav til øgets transparans ved indregning til dagsværdi.

Forfattere: Mads T.L. Albrechtsen
Nikolaj Kjeldgaard Jørgensen

Vejleder: Henrik Kyhnauv

Afleveringsfrist: 15. november 2017

Anslag: 234.212 (104 sider)

Antal sider: 120

Indholdsfortegnelse

1.1	English summary	4
1.2	Indledning	5
1.3	Problemstilling.....	6
1.4	Problemformulering	6
2.	Metodik.....	7
2.1	Begrebsdefinition og afgrænsning	7
2.2	Paradigme og Teori	12
2.3	Data- og undersøgelsesteknik.....	15
3	Regnskabsteori	20
3.1	Regnskabet nytteværdi for samfundet.....	20
3.2	Årsregnskabet formål og offentlighedens krav til regnskabsinformation	21
3.3	Regnskabsteorier	22
3.4	Det præsentationsorienteret regnskabsparadigme	23
3.5	Det formueorienterede regnskabsparadigme.....	24
3.6	Forskellene ved præstations- og det formueorienteret regnskabsparadigme	25
3.7	Begrebsrammen i årsregnskabsloven.....	27
3.7.1	Væsentligste ændringer i årsregnskabsloven for behandling af ejendomme og tilhørende gæld ..	28
4	Interessenter og regnskabsbrugere af ejendomsinvesteringsselskabers eksterne årsrapporter ..	32
4.1	Hvad indeholder et typisk ejendomsselskab	34
4.2	Hvilke regnskabsbrugere er primære brugere af årsrapporterne	35
5	Ejendomstyper.....	37
5.1	Forskelle typer af ejendomme og deres regnskabsmæssige klassifikation	37
5.1.1	Domicilejendomme.....	38
5.1.2	Handelsejendomme.....	38
5.1.3	Ejendommen under opførsel	39
5.2	Investerings ejendomme	40
5.2.1	Årsregnskabsloven og investeringsejendomme i forskellige regnskabsklasser.....	41
5.2.1.1	Indregning af investeringsejendomme	41
5.2.1.2	Måling af investeringsejendomme.....	42

5.2.1.3	Vedligeholdelse og forbedring	42
5.2.1.4	Egen-opførte investeringsejendomme.....	43
5.2.1.5	Klassifikation og overførsler mellem typer af ejendomme	43
5.2.1.6	Afhændelse af investeringsejendomme.....	44
5.2.1.7	Oplysningskrav i forbindelse med indregning og måling af investeringsejendomme	45
6	Gældsforpligtelser	46
6.1	Indregning af gældsforpligtelser.....	47
6.2	Måling af gældsforpligtelser	47
6.3	Dagsværdi af gældsforpligtelser.....	48
6.4	Amortiseret kostpris af gældsforpligtelser	49
6.5	Oplysningskrav i forbindelse med indregning og måling af gældsforpligtelser.....	51
7	Værdiansættelse af investeringsejendomme	52
7.1	Ekstern vurdering	53
7.2	Værdiansættelsesmetoder.....	53
7.2.1	Normalindtjeningsmodellen/Den afkastbaserede model.....	54
7.2.1.1	Fastlæggelse af ejendommens driftsafkast.....	54
7.2.1.2	Fastlæggelse af afkastkrav	55
7.2.1.3	Øvrige forhold til regulering	58
7.2.1.4	Tomgangseffekt i normalindtjeningsmodellen	59
7.2.1.5	Følsomhedsanalyse ved normalindtjeningsmodellen.....	59
7.2.2	Discounted Cash Flow model (DCF-model).....	60
7.2.2.1	Fastlæggelse af frit cash-flow fra budgetperioden.....	62
7.2.2.2	Fastlæggelse af terminalværdi	64
7.2.2.3	Fastlæggelse af risikojusterede kapitalomkostninger	66
7.2.2.4	Dagsværdien af investeringsejendomme.....	68
7.2.2.5	Følsomhedsanalyse ved DCF-model	69
7.2.3	Værdiansættelse til kostpris	72
8	Gældsforpligtelser i tilknytning til investeringsejendomme	76
8.1	Gældsforpligtelser ved brug af amortiseret kostpris.....	76
8.2	Gældsforpligtelser ved brug af dagsværdi	77
8.3	Følsomhedsanalyse af indregning af gæld	77
9	Diskussion af værdiansættelsesmetoder og tilhørende gæld	81

9.1	Sammenligning af værdiansættelsesmetoder og konkrete eksempel for aktiv og tilhørende gæld ...	81
10	Analyse af årsrapporter (Markedsforhold) og oplysninger før og efter implementering af ny årsregnskabslov	89
10.1	Markedsforhold	90
10.2	Analyse af indregnings- og målemetoder	95
10.3	Analyse af ændret regnskabspraksis og indregning af gæld.	98
10.4	Analyse af de nye notekrav omkring centrale oplysninger for ejendomsporteføljen	101
10.5	Sammenfatning af markedsforhold.....	107
11	Konklusion	110
11.1	Konklusion ved investeringsejendomme	111
11.1.1	Betydning af valg af indregnings- og målingsmetode	111
11.1.2	Anvendelse i markedet.....	113
11.1.3	Forslag til ændringer	114
11.2	Konklusion ved tilhørende gældsforpligtelser	116
11.2.1	Betydning af valg af indregnings- og målingsmetoden	117
11.2.2	Anvendelse i markedet.....	117
11.2.3	Forslag til ændringer	118
12	Perspektivering	119
13	Litteraturliste	121
14	Bilag	123
14.1	Bilag 1 – Stamoplysninger omkring ejendom.....	123
14.2	Bilag 2 – Budgettering og beregninger til DCF-modellen:.....	124
14.3	Bilag 3 - Budgettering og beregninger ved normalindtjeningsmodellen	125
14.4	Bilag 4 – Lånetilbud fra Nordea på en 0,5% fastforrentet obligation.....	126
14.5	Bilag 5 – Lånetilbud Nordea på en 1,5% fastforrentet obligation.....	127
14.6	Bilag 6 – Virksomheder udvalgt ved markedsanalysen.....	128
14.7	Bilag 7 – Interview med Emil-Buch Andersen	130
14.8	Bilag 8 – Interview med Flemming Olesen	136
14.9	Bilag 9 – Interview med Anne Kronborg Friis – supplement til Flemming Olesen.....	140
14.10	Bilag 10 – Interview med Jesper Winholt	145

1.1 English summary

In Denmark a proclamation was published at the end of 2015 with a new financial statement act with effect from 1 January 2016. This new financial statement act included changes for companies with investment properties. This thesis will focus on how the companies with investment properties are affected by the new financial statement act and how the accounting principles for them are.

This thesis starts with an explanation of the most essential stakeholders for the annual report, the changes for investment properties in the new financial statement act, the accounting execution of properties and the change of accounting principles of mortgage debt for the companies. The thesis also includes an explanation of the three used methods for measuring investment properties, which are cost, normal earning method and discounted cash-flow method.

To explain the difference between the methods the thesis uses an example property to calculate the three methods for valuation of the property and mortgage debt. The analysis involves analyzing the difference between valuation values, and sensitivity based on different factors like return requirements, operating return etc. There's also an analysis of the change of accounting principles from fair value to amortized cost for mortgage debt with a focus on the difference between the two methods if the interest rate changes in different directions.

To explain the effect of the new financial statement act in the real estate market, the thesis includes a marked analysis in which 101 companies' annual reports are analyzed. The analysis focus on the valuation methods, changes in accounting principles, changes in accounting methods of mortgage debt, information about key issues in the annual reports about investment properties and even more. To understand and analyze how the results of the analysis of the market and the example company the thesis includes interviews from four professionals from the different stakeholder perspectives.

At the end, the thesis combines information for the "example property", market analysis and interviews of professionals, to summarize and conclude the effect and how the market have reacted to the new financial statement act. Finally, in conclusion, based on analysis, the dissertation will provide recommendations for additions as well as reinforcement of current legislation.

1.2 Indledning

Finanskrisen i Danmark og resten af verden, illustrerede et fint eksempel på, at ejendommenes værdi, nogle ville sige fiktivt høje værdi, sammenholdt med aggressiv lånepolitik, kan være katastrofal for samfundsøkonomien. Banker og kreditinstitutter i øvrigt førte en offensiv udlånspolitik, hvilket resulterede i at sammen med prisfaldet på ejendommene, blev bankernes sikkerheder reduceret betydeligt, i takt med at markedsværdierne på ejendommene faldt. Kreditinstitutter har på denne baggrund påtaget sig store tab ligesom samfundet som helhed har hjulpet bankerne med ”redningspakker” mv. I sammen forbindelse med at priserne i markedet faldt på ejendomme, blev kursværdi på tilhørende gæld forøget som følge af et fald i renteniveau.

De seneste år har ejendomsmarkedet, både for erhvervs- og boligudlejning oplevet fin fremgang i priser, hvilket er hjulpet godt på vej af et lavt renteniveau og en voksende urbanisering omkring de større byer i Danmark, ligesom offentlige investeringer i både sygehuse, skoler og infrastrukturelle projekter, har bidraget til naturligt større fremgang i nogle af de større provinsbyer og i København.

Med et lavt renteniveau og generelt lavt afkastpotentielle for investeringer med lav risiko kombineret med at mange banker har negative indlånsrenter, fordre dette naturligt til alternativ indbringelse af midler. Ejendomme, særligt boligejendomme i større byer har oplevet stor efterspørgsel og afkastkrav er set faldet de seneste år, fordi den risikoaverse investor ønsker alternativ anbringelse af kapital med lavt risikobillede som alternativt til obligationer.

Dette har dog også bidraget til, at trods prisstigninger i ejendomsmarkedet for bolig- og erhvervsejendomme, særligt omkring de større byer. Der er i højere grad egenkapital involveret i finansiering af ejendomme end før finanskrisen, hvilket naturligt også står i fin kontrast til at banker og kreditinstitutter, i øvrigt fører end strammere udlånspolitik end før finanskrisen.

Det er forfatterens opfattelse, at den brede offentlighed fortsat ser med stor skepsis på ejendomsinvesteringer ligesom det er forfatterens opfattelse, at tilliden til bankerne fortsat er præget af historisk adfærd, herunder særligt op til den finansielle krise i 00'erne.

Over tid har årsregnskabsloven og international lovgivning ændret sig mod større regulering af store virksomheder, herunder virksomheder med særlig offentlig interesse, eksempelvis børsnoterede

virksomheder, og lavere regulering af de mindre virksomheder i samfundet. Det samme gør sig gældende, for årsregnskabsloven af 1. januar 2016. Hensigten med denne, er især at øge kompleksiteten hos større virksomheder med komplicerede regnskabsforhold og reducere krav til de mindste virksomheder i Danmark. Dette betyder også at årsregnskabsloven har øget krav til virksomheder som behandler deres ejendomme til dagsværdi. Fremadrettet skal de centrale forhold, som er lagt til grund for vurderede dagsværdi, beskrives i noter til årsregnskabet.

Øget transparens i forbindelse med indregning og måling til dagsværdier er i sin grundlæggende form godt for regnskabsbruger, da det bidrager til øget oplysning og forståelse for anvendte regnskabsprincipper samt målemetoder, der bidrager til at træffe mere oplyste beslutninger på baggrund af årsregnskabet.

Denne opgave belyser de forskellige typer af indregningsmetoder for ejendomme og hvilke parametre der har særlig betydning for regnskabsbruger, herunder opgjorte værdier i årsregnskabet samt hvilke områder som er helt centrale for en værdiansættelse, herunder hvilke oplysninger regnskabsvejledning anbefaler bliver givet og hvilket oplysninger der i praksis gives i markedet for de små og mellemstore ejendomsselskaber i Danmark. Regnskaberne er et vigtigt redskab for interessenterne i forståelsen af selskabets ejendomme og deres drift. Regnskabets informationsværdi afhænger i høj grad af måden, hvorpå ejendommene er indregnet samt hvilke oplysninger der fremgår om ejendommene i årsregnskabet.

1.3 Problemstilling

Opgavens problemstilling tager udgangspunkt i ændringer i årsregnskabsloven for 2016, omkring indregning, måling og oplysninger i årsregnskaberne for virksomheder med investeringsejendomme. De nye regler gør at der er flere virksomheder som er nød til at ændre indregningskriterier samt oplysninger i deres årsregnskaber, uden at de nødvendigvis giver en merværdi for virksomhedernes interessenter eller gør regnskaberne mere retvisende.

1.4 Problemformulering

Hovedproblemstilling er, ved ændring i ny årsregnskabsloven, har dette konsekvenser for nuværende regnskaber og deres informationsværdi, herunder hvordan investeringsejendomme og tilhørende gæld indregnes og måles efter gældende lov.

Vi vil redegøre for begrebsrammen, årsregnskabsloven, og hvordan den nye årsregnskabslov anvendes ved indregning og måling af investeringsejendomme og tilhørende gæld sammenholdt med tidligere årsregnskabslov. Derudover redegøres overordnet fra en præsentationsorienteret tilgang til en formueorienteret tilgang til regnskabsaflæggelsen samt regnskabet informationsværdi i denne sammenhæng.

Der redegøres ydermere kort, for forskellige regnskabsbrugere og interessentkreds for ejendomsinvesteringsselskaber.

Vi vil analysere betydningen for selskabernes årsrapporter ved ændring i årsregnskabsloven, herunder om regnskabslæser brug af årsrapporter og hvilke oplysninger regnskabsbruger anvender for at vurdere om værdien af indregnede investeringsejendomme er retvisende. Herudover fokuseres der på en analyse af om de forskellige målemetoder som kostpris, normalindtjeningsmetode og DCF-model, er i overensstemmelse med ÅRL's hovedprincip "et retvisende billede".

Der konkluderes om ændringerne i årsregnskabsloven giver et retvisende billede og om at de ændret regler har givet det ønsket bidrag til informationsværdien eller om der bør udformes præcisering eller yderligere tilføjelser til lovgivningen.

2. Metodik

2.1 Begrebsdefinition og afgrænsning

Begrebsdefinition

Som et led af specialet har vi anvendt en række af begreber, som defineres nærmere nedenfor.

- Informationsværdi defineres som den information det officielle årsregnskab giver til regnskabsbrugerne. Denne information omfatter alle dele af årsrapporterne, hvorved både regnskabsmæssige tal, tekstdele og noter. Vi anser at informationsværdien skal være retvisende efter ÅRL 11, om at virksomhedens regnskab skal give et retvisende billede.
- Regnskabsbrugeren eller regnskabslæseren defineres som de personer, som har en interesse i virksomheden og dens officielle regnskab. Denne person kan være interne, som medarbejdere,

ledelse, ejere, såvel som eksterne som bl.a. realkreditinstitutter, offentlige myndigheder, potentielle investorer mv.

- Et typisk ejendomsselskab defineres som et selskab som ejer en eller flere ejendomme samt har en tilhørende gæld hos et realkreditinstitut. Et typisk ejendomsselskab anvender som minimum årsregnskabslovens regnskabsklasse B, samt er kendetegnet ved få antal ansatte, en høj balancesum og en relativ lav nettoomsætning.
- Det officielle årsregnskab defineres som det årsregnskab som er tilgængeligt via CVR-registreret.
- Et retvisende billede defineres efter årsregnskabslovens §11 med at årsregnskabet skal give et retvisende billede over virksomhedens aktiver og passiver, finansiell stilling samt resultat mv. For at årsregnskabet kan være retvisende forventes der at årsregnskabet overholder de grundlæggende forudsætninger i årsregnskabslovens § 13 stk. 1 til 9.
- En långiver defineres som en bank eller realkreditinstitut som udbyder lån til ejendomsselskaber og følger reglerne for finansielle virksomheder i Danmark. De anvender anerkendte metoder som normalindtjeningsmetoden eller DCF-modellen i deres vurdering af ejendommen.
- En investor defineres som en nuværende eller potentiel person eller virksomhed, som investerer i ejendomsvirksomheder med henblik på et fremtidigt afkast. De anvender anerkendte metoder som normalindtjeningsmetoden eller DCF-modellen i deres vurdering af ejendommen.
- Ejendomsmarkedet defineres som det danske ejendomsmarked, hvor der dagligt købes og sælges ejendomme samt er omfattet af den danske lovgivning.
- Den nye årsregnskabslov er defineret som den årsregnskabslov som blev indført med bekendtgørelsen LBK nr. 1580 af 10-12-2015, som har virkning for årsregnskaber, der begynder fra 1. januar 2016.
- Den tidligere årsregnskabslov er defineret som den årsregnskabslov som var gældende før ovennævnte bekendtgørelse blev taget i anvendelse. Denne lov havde virkning for selskaber som påbegyndte deres regnskabsår frem til 31. december 2015.

Afgrænsning

På baggrund af valgte problemformulering er det nødvendigt at foretage afgrænsninger, da der ønskes tilstrækkelig behandling af opgavens emne inden for opgavens rammer. Foruden dette rummer emnet stor kompleksitet og enkelte bestanddele af opgaven, kan være genstand for fortolkning, hvorfor der søges en afgrænsning, som sikre tilstrækkeligt grundlæggende til at afdække vores problemformulering, men også sikre ønsket om simplificering af emnet.

- Specialet omfatter alene investeringsejendomme, så opgaven afgrænses fra øvrige ejendomstyper som kun berøres på redegørende niveau i opgaven af forståelsesmæssige årsager.
- Fokus i opgaven er på små og mellemstore virksomheder i Danmark omfattet af regnskabsklasse B og C som alle aflægger årsregnskaber efter Årsregnskabsloven.
- Specialet omfatter alene bestemmelserne i årsregnskabsloven og inddrager således ikke de internationale regler for regnskabsmæssig behandling af ejendomme og tilhørende gæld.
- Opgaven fokuserer ikke på muligheden for tilvalg af internationale bestemmelser, da der kan være fortolkningsmæssige forskelle. Eksempelvis tilvalget af indregning af gældsforpligtelser til dagsværdi ud fra Accounting mismatch-principperne i IFRS.
- Opgaven omfatter alene indregning og måling af gældsforpligtelser og derved afgrænses opgaven fra finansielle instrumenter.
- Finansieringsmuligheder i relation til investering i ejendomme vil ikke gennemgås og opgaven afgrænses mod en diskussion af optimering af finansieringsstruktur og mulige finansielle produkter.
- Opgaven redegøre for de typiske interessenter i et ejendomsselskab dog afgrænses opgaven mod fortolkning af interessentanalyse. Redegørelsen er vigtigt for forståelsen og den røde tråd i opgaven, men opgaven omhandler ikke forskellige interessenteorier og deres mulig indvirkning på gruppen af interessenter som vi redegøre for.
- Sekundære interessenter behandles ikke særskilt i opgaven, da opgaven ikke ligger op til interessentanalyse mv. men alene beskrives for at skabe forståelse for valg af interview etc.
- Specialets regneeksempler er af fiktiv karakter og alene benyttes som illustrative eksempler. Det er forfatterens vurdering, at eksemplerne er realistiske, både i relation til estimerede indtægter og omkostninger samt afkastkrav.

- Blandede benyttede ejendomme vil ikke blive berørt i opgaven.
- Udskudt og aktuel skat behandles ikke i opgaven.

Disposition

Opgaven som helhed kan illustreres, som vist i figur 1. Opgaven indledes med problemformulering og afgrænsning for opgaven. Herefter redegøres for det præsentationsorienteret samt formueorienteret regnskabsparadigme ligesom der gives en redegørelse af regnskabets nytteværdi for samfundet.

Herefter beskrives og defineres den regnskabsmæssig begrebsramme, Årsregnskabsloven, herunder hvilke ændringer som er foretaget sammenholdt med den tidligere Årsregnskabslov.

Et typisk ejendomsselskab har en interessentkreds som hovedsageligt at defineret ved en eller flere aktionærer samt långivere, hvilket også er perspektivet i årsregnskabsloven. Det gives en redegørelse og beskrivelse at de væsentligste interessenter for et ejendomsinvesteringsselskab, hvor efter de forskellige ejendomstyper beskrives samt deres regnskabsmæssige behandling. Opgaven tager sit udgangspunkt i investeringsejendomme, men for det forståelsesmæssige har forfatterne beskrevet forskellen på ejendomstyperne. Herefter gives der beregningsmæssige eksempler og følsomhedsanalyser, således at forskellene mellem anvendte værdiansættelsesmodeller og de væsentligste forudsætninger der ligger grund herfor, illustreres. Således er der grundlag for en sammenligningsanalyse med udgangspunkt i de tidligere redegjorte interessentbehov og en diskussion om hvilke centrale forudsætninger der bør oplyses i årsregnskaberne, således at regnskabsbrugerne kan

vurdere indregnede værdier af Investeringsejendomme og for tilstrækkeligt med informationsværdi.



Figur 1, opgavens opbygning (kilde: forfattere)

Afslutningsvist laves der en markedsanalyse af 101 virksomheder i Danmark, hvor det undersøges og analyseres, hvilke oplysninger de giver i årsrapporterne samt om de, efter forfatterens overbevisning, overholder kravene jf. Årsregnskabsloven samt de anbefalinger der gives i regnskabsvejledningerne. I forbindelse med opgavens analysearbejde, både i relation til interessentbehov og informationsværdi samt ved markedsanalyse, underbygges forfatterens observationer, analyser og betragtninger ved foretagende interviews, af henholdsvis et ejendomsinvesteringsselskab, kreditinstitut (finansiering) og en uafhængig revisor og leder af PwC's branchegruppe for Real Estate.

Slutteligt diskuteres markedsforhold kombineret med krav fra offentlige myndigheder og øvrige interessenter, i relation til om den nye årsregnskabslov favner alle interessentgrupper samt om der bør indføres skærpende krav eller yderligere anbefalinger i regnskabsvejledningerne, således at ingen interessenter stilles dårligere end andre med hensyn til brugen af årsregnskabet.

2.2 Paradigme og Teori

Specialet er opdelt således at der indledningsvist gives en deskriptiv gennemgang, hvor forfatterne beskriver ændrede lovgivning og praksis for indregning og måling af ejendomme, herunder særligt investeringsejendomme. På denne måde opnår læser en teoretisk forståelse for valgte emne og derved grundlaget for analyser videre i opgaven. Hertil anvendes sekundære data af kvalitativ karakter, særligt publikationer, bøger, lovsamling og regnskabsvejledning.

Specialets første analyseafsnit, ved sammenligning af forskellige dagsværdier og følsomhed ved ændring i variable og forudsætninger ud fra forskellige scenarier, med udgangspunkt i kostpris, DCF-model og normalindtjeningsmodellen, tages der udgangspunkt i induktiv metode. Der tages således udgangspunkt i konkrete tal for at analysere og sammenligne betydning ved forskellige input med henblik på at drage en samlet konklusion samt illustrere forskelle i valgte metoder og forudsætninger heri. Det samme gør sig gældende for markedsanalysen, der er opgavens andet analyseafsnit. Specialet er opbygget og løst ved brug af det socialkonstruktivistiske paradigme fordi, intet anses som værende objektivt eller neutralt, fordi dette afhænger af hvor de enkelte personer opfatter outputtet. I sin grundlæggende form betyder dette, at opgavens output er ved analyse af tal mv. objektivt kvantificerbare men output kan opfattes forskelligt og derved give en anden konklusion afhængig af, hvilken viden den enkelte læser har samt hvilke faktorer der yderligere spiller ind. Dette skyldes bl.a. at specialet ikke har til formål at udfordre talmæssige variable eller forudsætning, men alene at illustrer forskelle til brug for efterfølgende analyse og refleksion.

Kildekritik

Formålet med dette afsnit at en kritisk gennemgang af de kilde som er anvendt i opgaven. Således at deres akademiske indhold og relevans underbygges og kan opledes i følgende emner:

3. Interview
4. Publikationer
5. Markedsdata
6. Øvrige

Interview

Som led i opnåelse af viden ud fra specifikke forhold, suppleres opgavens markedsanalyse med interview fra en ejendomsinvestor (CFO og medejer) af ejendomsinvesteringsselskabet Rent Estate A/S. Foruden dette er der sket interview af Jesper Wiinholt som er partner i PwC og leder af deres branchegruppe for Real Estate og afslutningsvist er sket interview af kundedirektør i kreditinstituttet. De tre typer er udvalgt fordi de repræsenterer typiske interessenter og derved eksperter inden for hver deres områder. Overordnet set skal interview ses som en supplerende til opgavens markedsanalyse og øvrige informationer i opgaven. Forfatterne er beviste om at forespurgte personer repræsenterer den lille del af hver deres interesseområde.

Emil Buch-Andersen, CFO og medejer af Rent Estate A/S

Emil Buch-Andersen er økonomidirektør i Rent Estate A/S som er et mellemstort ejendomsselskab som i jf. deres seneste årsrapport har en samlet ejendomsportefølje på 265 mio. DKK¹ tillagt en ejendom som er erhvervet efter balancedagen anslås ejendomsportefølen nu er være cirka 335 mio. DKK². Emil Buch-Andersen har tidligere arbejdet som revisor med speciale i ejendomsbranchen, herunder transaktionsrådgivning og regnskabsmæssige behandling. Rent Estate A/S aflægger årsrapport efter reglerne for Klasse B, men er omfattet af klasse C fra om med det kommende regnskabsår og derfor er størrelsen fin i relation til opgavens problemstilling og belysning i øvrigt. Der foretages interview af Emil Buch-Andersen for at opnå viden om hvordan et udvalgt ejendomsselskab anskuer lovgivningen og transparens over for offentligheden. Emil Buch-Andersen vurderes kompetent til at svare ligesom vores interview også tager udgangspunkt i deres konkrete årsrapport, således at denne også bliver udgangspunkt for en drøftelse. Emil Buch-Andersen kan ikke tillægges fuld objektivitet i relation til spørgsmål som går på forbedring til oplysningskrav mv. og tages ikke med som ekspert men alene som en aktør i markedet som tolker reglerne på en bestemt måde.

Jesper Wiinholt, Partner og leder af PwC's branchegruppe for Real Estate

Jesper Wiinholt er en anerkendt revisor og rådgivning for ejendomsmarkedet i Danmark. Dette underbygges ligeledes ved en simpel søgning på google om Jesper Wiinholt, hvor der kommer både

¹ Årsrapport for 2016/17 Rent Estate A/S

² Årsrapport for 2016/17 Ejendommen Marielundsvej 46 ApS

videoer og artikler op fra anderkendte medier som har citeret Jesper Wiinholt. Foruden dette er Jesper Wiinholt revisor på en række større ejendomskoncerner i Danmark og besidder stor viden om dels markedet men også de praktiske udfordringer som den nye lovgivning har medført. Jesper Wiinholt er udvalgt til interview, fordi han betragtes som ekspert og kan bidrage med markedsviden til den foretagende markedsanalyse. Jesper Wiinholt vurderes kompetent og uden særlig subjektiv påvirkning i relation til spørgsmål.

Flemming Olesen, Vice President (Afdelingsdirektør), BRF kredit

Flemming Olesen arbejder som kundeorienteret rådgiver og har arbejdet med bank- og realkreditfinansiering i 20 år, hovedsageligt til ejendomsbranchen. Flemming Olesen arbejder som långiver og chef for den kreditafdeling for særligt udenlandske kapitalfonde og store og mellemstore ejendomskoncerner. Flemming Olesen er medtaget som respondent, fordi realkreditfinansiering er en stor del af ejendomsbranchen og der kræver særligt kendskab til markedet for ejendomme at yde denne finansieringsform, da denne i sin grund substans knytter sig til ejendomsfinansiering. Flemming Olesen repræsenterer udelukkende BRF kredit, men han tager udgangspunkt i lovgivning på området for realkreditinstitutter (hvilken er ens for alle) samt hans egne erfaringer i forbindelse med vurdering af ejendomme og særligt kreditvurderingsprocessen. Flemming Olesens svar i interviewet er underbygget med viden fra Jyske Banks regnskabsanalytiske afdeling, hvor Anne Kronborg Friis har suppleret. Anne Kronborg Friis har været repræsentant fra Jyske Bank i forbindelse med udarbejdelse af lovforslag og besidder stor indsigt i de regnskabsmæssige udfordringer i branchen. Begge vurderes kompetente og i nogen grad objektive, men naturligt også subjektive i relation til egne behov og erfaringer med branchen.

Publikationer

En række af landets større revisions- og rådgivningshuse har udgivet en række publikationer som beskriver ændringer i årsregnskabsloven, herunder betydningen for ejendomsselskaber.

Regnskabshåndbogen 2017 & Ændringer til årsregnskabsloven, konsekvenser for ejendomsvirksomheder, PwC

Udgivet af PwC som er et stort og anderkendt revisions- og rådgivningsfirma med 2,3 mia. i omsætning og cirka 2.000 ansatte i Danmark alene. Regnskabshåndbogen udgives årligt af PwC og vurderes som

et objektivt og stærkt data at tage udgangspunkt for forståelse af ny lovgivning. I tillæg hertil, er PwC stærk repræsenteret som revisorer og rådgivere i ejendomsbranchen, hvorfor de har indsigt og kompetence til kommentarer til, hvilke konsekvenser ny lovgivning har herfor.

Markedsdata

Afhandlingens markedsanalyse, tager udgangspunkt i officielle årsrapport, med udgangspunkt i en række kriterier. Da officielle årsregnskaber, skal aflægges efter årsregnskabsloven, vurderes denne type data som bedst til at vurdere, hvordan ejendomsbranchen har implementeret nye regler. Vi har ikke undersøgt yderligere forhold om virksomhederne individuelt, ligesom vi ikke har undersøgt og valideret oplysningerne, som er givet i årsrapporterne. De er dog alle påtegnet af enten registreret eller statsautoriseret revisor, hvorfor validiteten vurderes høj.

Øvrige

Øvrige litteratur som er benyttet i opgaven, er beskrevet i litteraturliste og er alle undervisningsmateriale på CBS, hvorfor vi vurderer at både forfattere og indhold er passende at benytte i opgaven. Statistik er indhentet, dels fra Danmarks statistik samt BRF-kredit. Begge dele vurderes som pålidelige kilder. Foruden dette, er det naturligt benyttet årsregnskabsloven med tilhørende kommentarer samt regnskabsvejledning for klasse B & C virksomheder. Dette er hele præmissen for vores opgaven og særligt regnskabsvejledningen, som er udgivet af FSR, vurderes pålideligt data i tillæg til årsregnskabsloven.

2.3 Data- og undersøgelsesteknik

Specialet kan opdeles både kvantitative samt kvalitative data- og undersøgelsesteknikker. Kvantitative data omfatter indsamling og bearbejdning af tal, herunder særligt årsregnskabet og eksempler på investeringsejendomme, således at dette kan sammenlignes på tværs. Kvalitative indsamling er sket ved interview og i øvrigt anden data i opgaven.³

Opgavens har elementer at egne eksempler samt interview, som ikke kan genskabes men øvrige data som årsregnskaber og love samt vejledninger kan genskabes.

³ Den skinbarlige virkelighed – om vidensproduktion inden for samfundsvidenskaben, 2008 – 4. udgave, side 27

Opgavens aktualitet er essentiel fordi loven ikke er fuldt implementeret hos alle virksomheder i Danmark. Implementeringen følger virksomhedernes regnskabsår og under alle omstændigheder er det første regnskabsår, at virksomhederne skal aflægge årsregnskab efter den nye årsregnskabslov. Opgavens centrale analyse er derfor en markedsgennemgang af ejendomsinvesteringsselskabernes offentlige årsregnskaber, herunder hvilke oplysninger der gives heri.

Indledningsvist til denne analyse, vil der med udgangspunkt i konkrete eksempler gives eksempler på relevante forudsætninger til brug for beregning af dagsværdier samt hvilken følsomhed beregningerne er underlagt, ved ændring i centrale forudsætninger. Foruden dette er markedsanalyse komplementeret af interviews med relevante interessenter for branchen. Interview tillægges værdi i relation til at belyse opgavens hovedproblem dog skal interview ses som et supplement til markeds – og eksempelanalyse. Se særskilte afsnit for beskrivelse af interview og udvælgelse herfor.

Beskrivelse af teori

Specialets indledende afsnit er baseret på kvalitative data som benyttes til at opnå forståelse og indsigt i opgavens problemstilling. Dette gives ved særligt fokus på, formålet med årsregnskabet, herunder interessenternes ressourcebillede og muligheden for at tilbyde virksomhederne ressource baseret på det virksomhederne kan tilbyde interessenterne. Foruden dette vil der ske gennemgang af basale regnskabsteorier og en beskrivelse af ændrede årsregnskabslov. Der er hovedsageligt benyttet sekundære data, i form af beskrivelser fra faglitteratur, undervisningsmateriale samt publikationer fra anerkendte revisions- og rådgivningsvirksomheder og slutteligt lovsamlinger samt regnskabsvejledninger. Dataindsamling er hovedsageligt sket via bibliotek, internet og relevante lærebøger.

Metode til indsamling af data til brug for illustrative eksempler

Specialet indeholder analyse af følsomhed af nøgletal i relation til en boligejendom beliggende i Lyngby. Indtægter og omkostninger er estimerede og skal anses for rent illustrative eksempler. Forfatterne har søgt indsigt i afkastkrav for område, stand, ejendomstype via anerkendte ejendomsmægler-virksomheder, som kan underbygge at valgte afkastkrav rummer en vis realisme⁴.

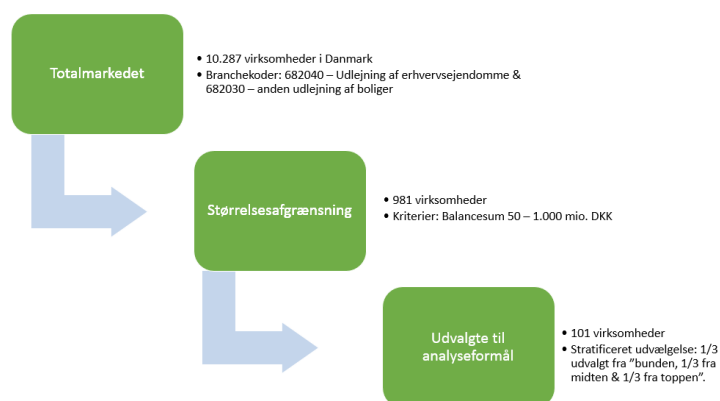
⁴ Colliers Markedsrapport Q3 2017 – SKAL OPDATERES

Opgaven tager ikke udgangspunkt i en konkret virksomhed eller ejendom, da forfatterne har et ønske om at skabe gennemsigtighed og en simplificering af datagrundlag, således at analysearbejdet kan laves på baggrund heraf. Det analytiske arbejde illustrerer på betryggende vis den følsomhed det relaterer sig til aktivets værdi og den tilhørende gæld. Beregninger på amortiseret kostpris samt dagsværdi af tilhørende gæld er ligeledes illustrative eksempler uden udgangspunkt i en konkret ejendom eller selskab. Opgavens forfattere har dog benyttet materiale fra anerkendte banker og kreditinstitutter samt underliggende offentligt tilgængeligt data, til brug for markedsudvikling af gæld, således at eksemplerne også repræsentere en realisme der på egnet vis kan indgå i opgaven.

Metode til indsamling af markedsdata

I afhandlingen er der udarbejdet en kvalitativ casestudie af markedsdata i form af officielle årsregnskaber for ejendomsinvesteringsselskaber. Casestudiet består af 101 virksomheder i Danmark som beskæftiger sig med udlejning og investering i fastejendom. Udvælgelsen er foretaget med udgangspunkt i en stratificeret udvælgelse med udgangspunkt i markedsdata for ejendomsbranchen i Danmark.

Metodisk fremgangsmetode er som illustreret nedenfor:



Kilde: Forfatternes egne illustration, figur 2

Med udgangspunkt i CVR-registrerede ApS 'er og A/S'er med ovenfor anførte branchekoder, har vi indhentet regnskabsdata ud af CVR-registreret, således at datamængden kan bearbejdes.

Branchekoderne er essentielle for det rådata som har skabt grundlag for udvælgelsen. Det er kun

virksomheden som har registreret sig med relevante branchekoder, som er udvalgt, i alt 10.287 virksomheder. Specialet fokuserer hovedsageligt med mellemstore ejendomsselskaber, da efter forfatternes opfattelse karakteriseres som ejendomsselskaber med en balancesum på 50 – 1.000 mio. kr., i alt 981 virksomheder. Forfatterne er bevidste om, at der også er en række mindre ejendomsselskaber, hvor årsregnskabsloven har konsekvenser ligesom der er en række ejendomsselskaber med >1.000 mio. kr. i balancesum, som også påvirkes.

Casestudiet tager udgangspunkt i 981 virksomheder i Danmark som opfylder nedenfor anførte kriterier:

Kriterier for udvælgelser	
Virksomhedstype	ApS og A/S
Geografisk placering	Danmark
Begrebsramme	Årsregnskabsloven
Branchekode:	682040 & 682030
Børsnoteret	Nej
Data for indsamling	10. oktober 2017
Balancesum:	50 – 1.000 mio. DKK

Kilde: Forfatterne, Figur 3

Udvælgelsesmetoden sikre at de virksomheder der undersøges passer til formålet hermed og at disse er sammenlignelige. Kriterierne har ligeledes til formål at sikre bedst mulige population og grundlag for anvendelse af yderligere analyse og udtalelser om adfærd i hele eller dele af branchen. Det er vigtigt for analysen, at virksomhederne ikke er børsnoteret, da den type virksomheder allerede har øget krav til regulering og behov for øget transparens, da investorbasen typisk er bredere end et mellemstort ejendomsselskab.

I praksis er udvælgelsen derfor sket med udgangspunkt i 981 virksomheder, hvor forfatterne har opdelt populationen i tre underpopulationer med cirka en tredjedel i hver population. I hver tredjedel er der udvalgt tilfældige stikprøver, hvor der er sket konkret gennemgang af hver enkelt årsrapport, herunder virksomhedens anvendte regnskabspraksis, hovedaktivitet og øvrige relevante forhold til analyse brug.

Såfremt forfatterne vurderer at den enkelte virksomhed ikke opfylder de subjektive kriterier for udvælgelse til analyseformål, bliver denne frasorteret. Indledningsvist vurderer forfatterne at en

stikprøvestørrelse på cirka 100 virksomheder er passende og dækkende for at analysere og afdække opgavens problemstilling. Virksomheder er eksempelvis fraserteret, såfremt de har domicil-ejendomme eller en, i deres ledelsesberetning beskrevet, anden hovedaktivitet. Virksomheder som aflægger årsregnskab efter IFRS bliver ligeledes fraserteret også selv om årsregnskabsloven på mange måder læner sig op af IAS 40, se afgrænsningsafsnit.

Metode for indsamling af interview data

Respondenterne er udvalgt med udgangspunkt i forfatterens redegørelse og vurdering af primære interessenter for et mellemstort ejendomsselskab. Foruden dette skaber interview yderligere sammenhæng til de enkelte respondents viden, herunder i sammenhæng til markedsanalysen og deres forståelse af den praksis som der sker i markedet. Forfatterne har derfor udvalgt en ejendomsinvestor, en direktør for et kreditinstitut samt en revisor og fagspecialist i ejendomsbranchen. Foruden dette er direktøren fra kreditinstitutets interview, suppleret med en intern specialist i regnskabet fra banken selv. Respondenterne er fundet gennem en kritisk gennemgang af branchens interessenter og regnskabsbrugere. Spørgsmålene er udformet for både at sikre at respondenterne forholder sig emnet uden og med den viden som afhandlingen i øvrigt indeholder som følge af de observationer og analyser den indeholder, derved bliver resultaterne af analyserne testet op imod nogle fagfolks viden og dermed efterprøvet.

Generelle spørgsmål

Formålet med de generelle undersøgende spørgsmål er, at den interviewede person har mulighed for neutralt, at forholde sig til den overordnede problemstilling. Det vigtigste for de generelle spørgsmål, er at de skal være opbygget og formuleret så åbent og neutralt som muligt, derved kan svarene på spørgsmålene lede til en åben diskussion. Derudover er det vigtigt, at den interviewede ikke endnu er påvirket af det undersøgende arbejde der er lavet tidligere i afhandlingen.

Analyserende spørgsmål

Formålet med de analyserende spørgsmål, er at inddrage den interviewede i opgavens analyse, og på baggrund heraf få en holdning fra den interviewede. Derved er det muligt at få nogle af markedets parter indspark til hvorvidt opgavens observationer, kan genkendes af markedet.

Perspektiverende spørgsmål

Formålet med de perspektiverende spørgsmål, er at den interviewedes holdninger og synspunkt omkring hvordan informationsbehovet for regnskabsbrugerne i større grad sikres dækket for, at regnskabsbrugerne kan finde den indregnede værdi af investeringsejendomme, herunder de forhold som er centrale til vurderingen af værdiansættelsen og indregnede gæld.

3 Regnskabsteori

3.1 Regnskabs nytteværdi for samfundet

Regnskabet har til formål at bringe informationsværdi til regnskabsbruger derved er nytteværdien heraf vigtig for samfundet, da regnskabsbruger anvender årsregnskabet til at træffe beslutninger på baggrund af, ligesom virksomheder benytter

årsregnskabet til at kommunikere og måle finansielle forhold og økonomiske forhold.

FASB (Finansiel Accounting Standards)

udviklede i 1989 begrebsrammen for

regnskabet, som blev indført i

årsregnskabsloven i 2001. Begrebsrammen

definerer grundelementerne i et regnskab og

er primært lavet til at vejlede og sætte en

fælles referenceramme for løsninger af

regnskabsudfordringerne samt sørge for

konsistens og mulighed for sammenligning.

Grundlæggelse er det vigtigt for samfundet at kunne sammenligne data indenfor industrier og på tværs af industrier.

Grundlæggende, afhænger virksomhedens drift af ressourcer som samfundet kan stille til rådighed og udbyde. Samfundet stiller derfor et grundlæggende krav til at der udarbejdes ekstern

regnskabsinformation, for at kunne få del i de ressourcer. Årsregnskabet indeholder finansielle

oplysninger og formue, finansiering- og indtjeningsforhold – eller kort sagt, virksomhedens drift og

finansielle stilling pr. en given dato. Lovgivningen for udarbejdelse af ekstern regnskabsinformation er



Figur 3, regnskabsmarkedet (kilde: forfattere)

derfor et grundlæggende princip for at ressourceejerne vil stille ressourcer til rådighed for virksomhederne. Den samlede mængde af ressourceejere skaber samfundet som helhed.

Ressourceejerne udbyder deres viden, arbejdskraft, penge osv. og kan være banker, medarbejdere, ejere, investorer, leverandører, offentlige myndigheder. Ressourcerejerne har forskellige krav til ekstern regnskabsinformation, fordi de ressourcer som de udbyder påvirker virksomhederne forskelligt.

På baggrund af ekstern regnskabsinformation, som virksomhederne videregiver til ressourceejerne, kan ressourceejerne udbyde deres ressourcer, som der samlet danner ressourcemarkedet.

Ressourcemarkedet som helhed danner som sagt samfundet og derved kan de enkelte virksomheder vælge ud fra virksomhedens behov i ressourcemarkedet. Årsregnskabet har derfor en vigtig funktion, således at virksomhederne kan bevare og indhente ressourcer, som grundlæggende elementer for at drive virksomhed.

3.2 Årsregnskabets formål og offentlighedens krav til regnskabsinformation

Årsregnskabets formål er at oplyse såvel virksomheden som omverden om, hvorledes virksomhedens driftsmæssige, regnskabsmæssige og finansielle stilling er for en given periode og pr. en given dato. Som følge heraf er årsregnskabsloven opbygget med om et altoverskyggende princip, ÅRL § 11 stk. 1” *Årsregnskabet er et eventuelt koncernregnskab skal give et retvisende billede af virksomhedens og koncernens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat... Stk. 2 Hvis anvendelsen af denne lov ikke er tilstrækkelig til at give et retvisende billede som nævnt stk., 1, 1. pkt. skal de fraviges, således at dette krav er opfyldt...*”. Det retvisende billede er derfor hovedformålet med årsregnskabsloven samt den eksterne regnskabsaflæggelse. Et retvisende billede forstås som at regnskabet skal være forståeligt, relevant, validt og sammenligneligt.

Når regnskabet skal være forståeligt omhandler dette at oplysninger og beregninger som lægges til grund for den information, der findes i årsregnskabet, er passende beskrevet således, at regnskabslæser (ressourceejere) med passende forståelse for regnskabsmæssige forhold, kan forstå indholdet af den eksterne regnskabsinformation. Det forudsættes, at regnskabsbruger har en grundlæggelse regnskabsmæssig indsigt, således at der er den nødvendige forståelse til at udlede relevante forhold.

Når det nævnes at årsregnskabet ligeledes skal være relevant, omhandler det de informationer som er givet i årsregnskabet. Det er vigtig at ekstern regnskabsinformation (årsregnskabet) omhandler de

relevante og væsentligste informationer for virksomheden, således at regnskabslæser opnå forståelse for virksomhedens situation eller branche, herunder den ”virkelighed” som virksomheden agerer i. Det tolkes derfor at, der ikke bør gives informationer som er vildledende eller ikke relevante for den omhandlede virksomhed. Det er ikke kvantiteten men kvaliteten i givne oplysninger der er essentielt for regnskabsbruger, som det naturligt, at tal og informationer skal være valide og troværdige. Dette betyder at informationer og regnskabsmæssige tal skal være opgjort på en måde, som gør, at årsregnskabet afspejler virksomhedens finansielle stilling og økonomiske situation i øvrigt.

Som nævnt ovenfor, er sammenlignelighed ligeledes centralt, således at historiske oplysninger kan sammenholdes, ud fra virksomhedens egen performance, ligesom det skal være muligt at sammenligne virksomheder med andre virksomheder. Ved at skabe et sammenligningsgrundlag, er det muligt at foretage benchmarking af data og derved følge udviklingen for en eller flere virksomheder. Ved ændring i lovgivning mv. er der en risiko for at muligheden for sammenholdelse af data over tid umuliggøres, uden en række nødvendige tilpasninger. Denne opgave omhandler ændringer i årsregnskabsloven i forbindelse med indregning, måling og oplysninger vedrørende ejendomme til dagsværdi samt tilhørende gæld.

Ændringer kan uden nærmere undersøgelse, tolkes som en øget harmonisering mod international regnskabslovgivning, IAS 39 for gældsforpligtelser og IAS 40 for investeringsejendomme. Eftersom at årsregnskabet er essentiel information for virksomhedernes interessenter (ressourceejere), er det særligt vigtigt at det er forståeligt, relevant, validt og til sammenligning mellem andre selskaber.

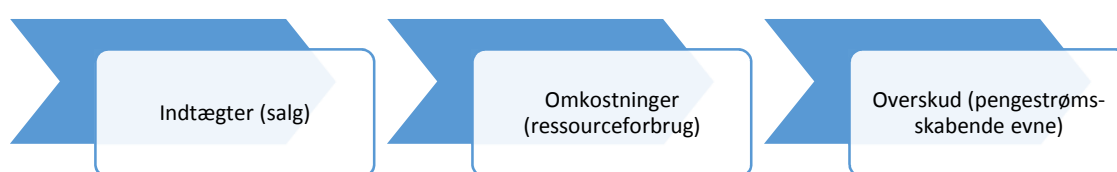
3.3 Regnskabsteorier

Årsregnskabet grundtanke er, ud fra et teoretisk synspunkt, hvornår og hvordan et regnskab er ”bedst”. Diskussionen om hvilket regnskab der er bedst, har skabt uenighed blandt regnskabsteoretikerne, hvilket fundamentalt omhandler, hvorledes regnskabets skal illustrerer virksomhedens værdi. Teoretisk set, skal bogførte værdier af både aktiver og passiver svarer til dagsværdien af virksomheden – aktiemarkedets værdi af virksomheden. I praksis er dette dog ikke tilfældet, da det er svært at opgøre alle aktiver og passiver validt og præcist. Lovgivning favner ikke nødvendigvis dette princip.

Den grundlæggende regnskabsteori udspringer om, at der fundamentalt er to forskellige måder at anskue et regnskab på, det formueorienteret og det præsentationsorienteret regnskab.

3.4 Det præsentrationsorienteret regnskabsparadigme

Ifølge denne teori opfattes en virksomhed som en transformationsproces, hvor input af ressourcerne transformeres til et output i form af salg. Regnskabsmæssigt vil denne proces beskrives på grundlag af en kontinuerlig strøm af indtægter, investerings- og finansieringstransaktioner, som løber gennem virksomhedens levetid. Som følge af dette kaldes teorien for ”Den transaktionsbaserede regnskabsteori”.



Figur 5, den præsentrationsorienterede regnskabsteori (kilde: forfattere)

Virksomhedens formål er at videreformidle disse transaktioners økonomiske virkning i periodevise målinger i resultatopgørelsen. Dette er bygget op omkring, at indtægterne i form af salg og omkostningerne ved ressourceforbrug belyser virksomhedens overskud i form af den pengestrømsskabende evne.

Teorien tager udgangspunkt i kostpriser i forbindelse med købstransaktioner og salgspriser i forbindelse med salgstransaktioner, hvorved kostpriserne kan defineres som udbetalingerne og salgspriserne som indbetalingerne i virksomheden. Differencen heraf vil dermed give det overskud, som vil være udtryk for virksomhedens indtjeningsevne.

Dette betyder, at indtægterne indregnes efter realisationsprincippet, hvor indtægterne først indregnes, når indtægterne er indtjent eller indbetalt⁵. For at der ikke sker en skævvridning mellem indtægter og omkostninger, er teorien opbygget omkring matchning princippet⁶, hvilket betyder, at omkostninger

⁵ Finansiell Rapportering – teori og regulering 3. udgave, side 101

⁶ Finansiell Rapportering – teori og regulering 3. udgave, side 103

først indregnes når indtægterne er registreret. Periodisering er derimod bygget op omkring brugstidspunktet frem for betalingstidspunktet.

Hermed lægger denne teori sig lidt op ad en pengestrømsopgørelse, da virksomhedens pengestrømme periodiseres til de perioder, hvor transaktionen er sket for dermed at belyse virksomhedens evne til at generere nettopengestrømme.

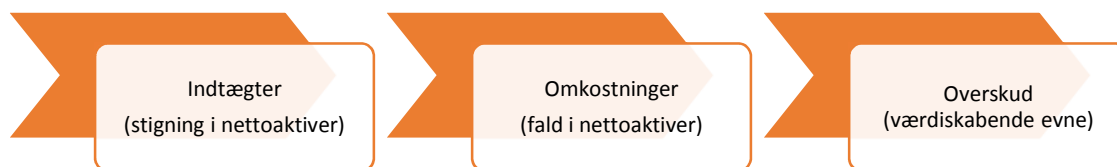
Set i forhold til investeringsejendomme vil dette betyde, at indtægter fra udlejning vil blive indtægtsført i takt med, udlejningen sker og ikke på tidspunktet for betaling. Det samme gælder for forbrug af varme, el, rengøring mv., som skal indregnes samtidigt med, det forbruges og ikke på betalingstidspunktet.

Investeringsejendomme vil blive indregnet til kostpris, hvorfor denne metode udelukket vil give information omkring virksomhedens årlige driftsafkast.

3.5 Det formueorienterede regnskabsparadigme

Det formueorienterede paradigme har i modsætning til det præstationsorienterede paradigme, balancen som det primære fokus, hvorimod resultatopgørelsen anses for at være det sekundære. Paradigmet tager udgangspunkt i aktiverne, samt hvorledes disse bidrager med økonomiske fordele for den fremtidige drift for virksomheden.

Efter det formueorienterede paradigme anses indtægterne for værende monetære værdistrømme til dagsværdi, som fører til værditilvækst i nettoaktiver og egenkapitalen, alt imens omkostningerne forringer nettoaktiverne og egenkapitalen. Den samlede vækst i virksomhedens nettoaktiver fratrasket den samlede forringelse af nettoaktiverne vil i henhold til det formueorienterede paradigme anses som totalindkomsten og derved nettovæksten i aktiverne. Kapitalforhøjelser i virksomheden vil ikke indgå heri.



Figur 6, Den formueorienterede regnskabsteori (kilde: forfattere)

Teorien tager udgangspunkt i, at både aktiver og forpligtelser måles til markedsværdier, mens overskuddet regnes som forskellen på primo og ultimo egenkapitalen. Værdireguleringer i balancen indregnes dermed løbende, hvorved der ikke skelnes mellem realiserede og urealiserede gevinster.

Resultatopgørelsen har som følge heraf mindre betydning, da den er udtryk for bevægelserne i nettoaktiver, hvorved den anvendes til at klassificere og præsentere bevægelserne i nettoaktiverne. Udslagsgivende for resultatopgørelsen er, hvorvidt en post kan defineres som et aktiv eller passiv, hvis ikke skal det føres direkte i resultatopgørelsen. Hermed kan der opstå større resultatmæssige udsving end ved den præsentationsorienterede.

For en investeringsvirksomhed vil den største forskel ligge i, at ejendommene indregnes til markedsværdi, hvorved der kan foretages op- og nedskrivninger på ejendommen. Samtidig vil det betyde, at resultatopgørelsen vil blive påvirket af urealiserede værdireguleringer, hvorved værdiansættelsen af aktiver er helt essentielt for at opnå et retvisende billede af virksomhedens værdi.

3.6 Forskellene ved præstations- og det formueorienteret regnskabsparadigme

Det præsentationsorienteret regnskabsparadigme anvender som tidligere omtalt, matching-princippet og resultatopgørelsen hvor det formueorienterede paradigme fokuserer på forskydninger i balancen. I relation til investorer og regnskabsbrugeres informationsværdi, så reflektere det præstationsorienterede paradigme hovedsagelig bagudrettet information modsat det formueorienteret regnskabsparadigme som i udgangspunktet anskuer aktiver og forpligtelser fremadrettet, da disse opgøres til dagsværdi.

Præstationsorienteret paradigme (historiske kostpriser)	Præstationsorienteret paradigme (historiske kostpriser)
• Præstationer • Resultatopgørelsen primær (indtægter måles til salgspriser og ressourceforbrug til historiske kostpriser) • Transformationsproces • Transaktionsbaseret (indtægter, omkostninger, aktiver og forpligtelser indregnes på baggrund af en transaktion) • Bagudrettet (historiske kostpriser) • Matchingprincippet (indregning af ressourceforbrug "omkostninger" sker i resultatopgørelsen efter <u>matchingprincippet</u>) • Transaktionsbaseret måleattributter (historisk kostpriser) • Syntaktiske/semantiske balanceposter • Informationsperspektiv	• Formue • Balancen primær (overskud bliver målt som fremgang i egenkapital primo i forhold til egenkapital ultimo) • Resultatopgørelse viser forskellen i periodens nettoaktiver. • Værdibaseret (der er ingen forudsætning om at der er sket en transaktion for at det kan præsenteres i regnskabet) • Fremadrettet (dagsværdi baseret på fremtidige forventede økonomisk fordele) • Markedseffektivitet (hvis en post ikke opfylder kriteriet for et aktiv, skal det fremgå som en omkostning i resultatopgørelsen, hvorfor <u>matchingprincippet</u> ikke er gældende) • Værdibaserede måleattributter (dagsværdi) • Semantiske balanceposter • Målingsperspektiv

Figur

Figur 7, Kilde: Finansiell rapportering – teori og regulering 3. udgave, side 194

Både det præstationsorienteret og formueorienterede regnskabsparadigme tager udgangspunkt i princippet om det dobbelte bogholderi. Dette gør at finansielle resultater, herunder overskud (præstationsorienteret paradigme) og værditilvækst (formueorienteret paradigme), kan anskues på forskellige vis men begge anskuer virksomhedens præstation, hvad end det er med fokus på resultatopgørelse eller balance.⁷

Det formueorienterede regnskabsparadigme kræver stor involvering fra øverste ledelse, herunder en del ansvar for at opgøre aktiver og forpligtelsers dagsværdier pålideligt. Ved eksempelvis dagsværdifastsættelse af ejendomme, skal der udarbejdes kapitaliserede værdiberegninger. Den resulterede kapitaliserede værdi opgøres bl.a. ud fra et skønnet afkastkrav, og selvom der kan findes pålideligt markedsdata og ejendomsmarkedet, eksempelvis i de større byer, og er relativt velbalanceret mv. skønnes forventningen til afkastkravet på subjektivt data. Dette gør at regnskabsbruger kan have en anden forventning til afkastkrav samt tidshorisont for investeringen og derved anskue dagsværdien af ejendommen anderledes. Dette ville medføre en anden værdifastsættelse af ejendommen og dermed ville regnskabsbrugers vurdering af virksomhedens egenkapital (indre værdi) være en anden end ledelsens.

⁷ Finansiell Rapportering – teori og regulering 3. udgave, side 147

Ved en anskuelse af virksomhedens performance (præstationsmåling) ses denne forskellig alt efter hvilke paradigme som anskuer denne. Ved det præstationsorienterede paradigme er virksomhedens performance bagud vendt og opgøres ved at tage indtægter minus omkostninger indregnet i resultatopgørelsen, således at overskuddet for perioden beregnes som et resultat af transformationsprocessen jf. figur 5.

Ved det formueorienterede regnskabsparadigme er virksomhedens præstation fremadrettet, og opgøres som forskydningen i nettoaktiver (primo til ultimo), således at du får totalindkomsten, der udtrykker den samlede værditilvækst for perioden. Aktiver og forpligtelser indregnes til dagsværdien og derfor bogført til de værdier som virksomheden forventer at kunne realisere både aktiver og forpligtelser til, inden for en skønnet tidsramme. Da matching-princippet ikke følges ved det formueorienterede paradigme, anses resultatopgørelse derfor som en residual for perioden, baseret på de opgjorte dagsværdier af aktiver og forpligtelser. Resultatopgørelsen vil da indeholde alle transaktioner som har med virksomhedsdriften at gøre, samt alle reguleringer af aktiver og forpligtelser til dagsværdi.

Det præstationsorienterede paradigme anskues ud fra historiske indtjeningssevne (resultatopgørelsen) og derved kan regnskabsbruger selv, vurdere værdiansættelsen af aktier og forpligtelser og derved virksomhedens indre værdi.

3.7 Begrebsrammen i årsregnskabsloven

Danske virksomheder er som udgangspunkt omfattet af årsregnskabsloven, som er den danske lovgivning for hvordan og hvorledes virksomhedernes årsregnskaber skal udarbejdes.

Årsregnskabsloven er opbygget efter en byggeklodsmodel, som indeholder forskellige regnskabsklasser på baggrund af virksomhedernes størrelse målt på nettoomsætning, aktivsum og gennemsnitligt antal ansatte. Desto større virksomheden er efter disse måleforhold desto flere krav er der til årsrapporten.

Årsregnskabsloven er generelt opbygget omkring generelklausulen vedrørende et retvisende billede jf. ÅRL 11. Dette betyder at virksomhedens resultat, aktiver, passiver og finansielle stilling skal give et retvisende billede overfor regnskabsbrugerne, således at regnskabsbrugeren kan anvende virksomhedens officielle årsrapport i deres vurdering af virksomheden. Derfor er det alle elementer af årsrapporten som skal være retvisende, hermed både ledelsesberetning, resultatopgørelse, balance, noter mv. De specifikke krav til årsregnskabet er defineret i årsregnskabslovens §11-14.

Dette betyder også at hvis årsregnskabslovens bestemmelser ikke er tilstrækkelige til at danne et retvisende billede over virksomheden, så skal virksomheden tilpasse årsregnskabet efter at det skal give et retvisende billede. Derfor at det retvisende billede betragtes som generelklausulen. I forhold til ejendomsselskaber er det særligt det retvisende billede i forhold til indregning, måling og oplysninger i relation til selskabets ejendomme og tilhørende gæld, som er relevant. Dette vil specialet komme mere ind på i de kommende afsnit.

3.7.1 Væsentligste ændringer i årsregnskabsloven for behandling af ejendomme og tilhørende gæld

De væsentligste ændringer i årsregnskabsloven for behandling af ejendomme og tilhørende gæld kan i hovedtræk opdeles i 4 kategorier, som gennemgås nedenfor.

Ændring af størrelseskrav til regnskabsklasser og kriterier som indgår i kravene.

Valg af regnskabsklasse for virksomheder sker på baggrund af kombination af nettoomsætning, balancesum og antallet af gennemsnitligt antal ansatte. Virksomheden skifter regnskabsklasse når den i to efterfølgende år har overskredet grænsen for to af de ovennævnte to kriterier. Dette princip anvendes også i forhold til fastsættelse af pligt til koncernregnskab.

Ændringerne hæver grænseværdierne for både regnskabsklasse B og C, hvorved det kan betragtes som en lempelse. Dette skyldes at kravene er mere lempelige i de mindre regnskabsklasser. Ændringerne i regnskabsklasserne er illustreret nedenfor i millioner kr.

Kriterie	Mikro	B		C mellem		C stor	
	Ny lov	Gl. lov	Ny lov	Gl. lov	Ny lov	Gl. lov	Ny lov
Nettoomsætning (mio. kr.)	0-5,4	0-72	5,4-89	72-286	89-313	> 286	> 313
Balancesum (mio. kr.)	0-2,7	0-36	2,7-44	36-143	44-156	> 143	> 156
Antal ansatte (gen. antal)	0-10	0-50	10-50	50-250	50-250	> 250	> 250

Figur 8, Kilde forfatterne

Et ejendomsinvesteringsselskab er kendetegnet ved høj investering i aktivmasse samt lav omsætning og få ansatte. I forbindelse med vurdering af regnskabsklasse, ved gamle årsregnskabslov, var det alene disse kriterier som lå til grund for denne vurdering. Fremadrettet vil begrebet nettoomsætning, i denne sammenhæng, også omfatte positive værdireguleringer i resultatopgørelsen jf. ÅRL § 7 stk. 4.

Nettoomsætning kommer fremadrettet til også at inkludere positive værdireguleringer af investeringsejendomme, realiseret avance ved salg af investeringsejendomme og finansielle indtægter. Ved denne vurdering skal der kigges på de enkelte ejendomme, hvor det kun er de positive reguleringer som medtages og ikke modregnes eventuelle tab eller nedskrivninger. Dette betyder at ejendomsselskaber som løbende har en solid positiv værditilvækst til ejendomsporteføljen kan blive omfattet af en højere regnskabsklasse.

For at illustrere betydningen af dette, er nedenstående et eksempel:

<i>Regnskabsposter</i>	<i>mio. kr.</i>	<i>Ny ÅRL</i>	<i>Gl. ÅRL</i>
<i>Lejeindtægter</i>	80	Medtages	Medtages
<i>Effekt ved salg af ejendomme</i>			
Ejendom Lyngby	10	Medtages	Medtages ikke
Ejendom Horsens	-5	Medtages ikke	Medtages ikke
Positiv effekt ved salg	10		
<i>Værdireguleringer ejendomme</i>			
Ejendom København	40	Medtages	Medtages ikke
Ejendom Aarhus	20	Medtages	Medtages ikke
Ejendom Odense	-10	Medtages ikke	Medtages ikke
Positiv værdiregulering	60		
<i>Renter ved kapitalanbringelse</i>	5	Medtages	Medtages ikke
Nettoomsætning i mio. kr.		155	80

Figur 9, kilde forfatterne – med udgangspunkt i PwC's regnskabshåndbog for 2017

I dette konkrete eksempel vil det betyde at selskabet i forhold til den gamle årsregnskabslov har været omfattet af årsregnskabslovens klasse B, da det typisk kun vil være aktivsum som er over kravene. Ved den nye årsregnskabslov vil effekten af den løbende værditilvækst i ejendomme og renter ved kapitalanbringelse betyde at de bliver omfattet af regnskabsklasse C (mellem), hvis billede af virksomhedens omsætning er som vist i eksemplet, figur 9.

Ændring af hovedaktivitetsbegrebet "investeringsaktivitet"

Indtil ændringen af årsregnskabsloven har det kun været muligt for virksomheder med investeringsaktivitet som hovedaktivitet at anvende dagsværdi som måling af investeringsejendomme. Da en virksomhed kun kan have en hovedaktivitet har der derfor været en del virksomheder som ikke har haft muligheden for at anvende dagsværdi, såfremt investeringsaktivitet har været en sekundær aktivitet i selskabet.

Med ændringerne er kravet til investeringsaktivitet blevet fjernet, hvilket gør for alle virksomheder at tilvælge indregning til dagsværdi med reguleringer over resultatopgørelsen, såfremt at ejendommen lever op til definitionen på en investeringsejendom. Denne definition er forsat et krav, hvor ejendommen skal være erhvervet med formål at opnå afkast i form af lejeindtægter eller avance ved fremtidige videresalg.⁸

Ejendomme som anvendes af virksomheden til administration eller tilsvarende og dermed ikke leverer op til definitionen skal forsat indregnes til kostpris i virksomhedens balance. Ejendomme som er erhvervet med salg for øje skal ligeledes forsat indregnes efter de almindelige regler i årsregnskabsloven som varebeholdninger.⁹

Ved tidligere årsregnskabslov, hvis en modervirksomhed har haft hovedaktivitet at drive shippingvirksomhed og haft et datterselskab som har udlejet ejendomme til eksterne parter (investeringssejendomme) og dattervirksomheden har indregnet ejendommene til dagsværdi, har modervirksomheden ved aflæggelse af koncernregnskab skulle opklassificere investeringsejendommene i dattervirksomheden til kostpris. Dette skyldes at modervirksomheden ikke

⁸ Regnskabsvejledningen 15.1.2

⁹ PwC notat - <https://www.pwc.dk/da/nyt/finance/regnskab/aendringer-til-arsregnskabsloven--konsekvenser-for-ejendomsvirks.html>

havde investeringsaktivitet som hovedaktivitet og derved ikke kunne benytte §38 i ÅRL. Dette er nu bortfaldet, med undtagelse af ejendomme som er udlejet inden for koncernen, som fortsat vil blive betragtes som værende domicilejendomme, og derved skal indregnes og måles til kostpris minus af- og nedskrivninger.

I praksis betyder dette ligeledes at flere kan til vælge at indregne deres ejendomme til dagsværdi, effekten af at indregne til dagsværdi.

Ændring af oplysningskravet omkring investeringsejendomme

Hidtil har der kun været et krav om at oplyse i noterne om forudsætningerne for den beregningsmetode som har været anvendt ved værdiansættelse af investeringsejendommene. Ændringerne i årsregnskabsloven gør at dette skal fastholdes og samtidig skærpes med yderligere krav.

De yderligere krav gør at virksomheden skal oplyse de nødvendige forudsætninger over for regnskabslæser i noterne, således at regnskabslæser selv kan vurdere virksomhedens forudsætninger for deres værdiansættelse af ejendommene. De nødvendige forudsætninger vil bl.a. omfatte afkastkrav, tomgang, forventet lejeændring, vedligeholdelsesomkostninger, følsomhed ved ændring i forudsætninger mv.

Oplysningerne kan gives samlet inden for en ejendomskategori, hvis de enkelte ejendomme ikke afgiver væsentligt i forhold til kategorien. Kategoriopdelingen vil typisk deles op efter ejendomstype (bolig, kontor, logistisk mv.), beliggenhed (byer eller område), længde af lejeaftale mv. Opdelingen af kategorier bør foretages på en konkret vurdering, hvor der er en god overensstemmelse med kategorien og ejendommene i den pågældende kategori i forhold til de nævnte faktorer.¹⁰

Herudover er der et krav om at værdiansættelsesmetoden oplyses entydigt i anvendt regnskabspraksis. Dette betyder at virksomhederne skal oplyse om de har anvendt en DCF-model, afkastbaseret model eller noget helt andet i forhold til værdiansættelsen af ejendommene. Ligeledes skal der fremgå oplysninger omkring budgetperiode.

¹⁰ Regnskabsvejledning 15.7.2 OG Årsregnskabsloven § 58 a

Dette forøget oplysningskrav betyder at der bør ske betydelige ændringer i årsrapporten for selskaberne, hvilket gennemgås senere i afhandlingen.

Ændring i indregningsprincip for tilhørende gæld.

Det har tidligere været et krav at virksomheder som indregner ejendomme til dagsværdi, ligeledes skulle indregne dens gæld til dagsværdi. Dette krav er bortfaldet og det er ikke længere muligt at anvende denne praksis. Fremadrettet skal gælden indregnes til amortiseret kostpris, hvor stiftelsesomkostninger, kurstab mv., amortiseres over lånets løbetid. Dette betyder en ændring af regnskabspraksissen for gæld, hvilket normalvis betyder at ændringen skal ske med bagudvirkende kraft. Effekten af denne ændring illustreres senere i punkt 6 gældsforpligtelser i afhandlingen.

Der er indført en overgangsbestemmelse, som gør at virksomheder kan vælge at måle gælden til en ny kostpris svarende til dagsværdien ved seneste indregning samt herefter amortisere forskellen mellem seneste dagsværdi og nominel værdi fremadrettet.

Årsregnskabet som helhed skal bringe værdi til selskabets interessenter, således at de kan følge selskabets finansielle udvikling for en periode samt status på en given dato. Derfor ses det tydeligt at den nye årsregnskabslov sikre øget krav til større virksomheder samtidig med at der sikres en mindre grad af regulering for de mindste selskaber i Danmark. For et ejendomsselskab er konsekvenserne, at hvis der indregnes investeringsejendomme til dagsværdi så øger det krav til oplysning i årsrapporten, således at interessenterne kan forstå de centrale forhold, som ligger til grund for værdiansættelsen af den enkelte ejendomme, eller ejendomme som helhed som vurderes at have samme karakteristika.

4 Interessenter og regnskabsbrugere af ejendomsinvesteringsselskabers eksterne årsrapporter

For at kunne forstå forskellige teorier for identificering og prioritering af interessenter er forudsætningen, at vi kan definere en interessent. Definitionen på en interessant, er beskrevet af forskellige teoretikere og derved afhænger betydningen af interessenterne af deres definition¹¹.

Definitionen på en interessent er et abstrakt begreb og derfor er definitionerne blandt de forskellige teoretikere, beskrevet med en vis brede i formuleringerne og derved dækker disse over mange muligheder

¹¹ Mitchell et al.; 1997, 855 (Stakeholder theory)

for hvad eller hvem der er interessenter. Men det gør også definitionerne mere upræcise og derved kan der ikke konkluderes entydigt på dette. Nedenfor er et eksempel på en definition fra Mitchell.

"Voluntary stakeholders bear some form of risk as a result of having invested some form of capital, human or financial, something of value, in a firm. Involuntary stakeholders are placed at risk as a result of a firm's activities. But without the element of risk there is no stake".¹²

Et eksempel på en anden teoretikere er R. Freeman som har defineret en interessent på følgende måde:

"A Stakeholder in an organization is (by definition) any group or individual who can affect or is affected by the achievement of the organization's objectives."¹³

Denne definition er om muligt bredere end Mitchells og tager udgangspunkt i at alle grupper eller individer, som kan være påvirket af virksomheden er interessenter. Sammenholdt med Mitchell tager Freeman, potentielt en større gruppe af interessenter, med i sin definition.

Herefter skal virksomhedens interessenter prioriteres, ud fra hvilke interessenter som er vigtigst for virksomheden. I relation til regnskabsbrugere, kan gruppen af interessenter indsnævres yderligere end ved blot af definere og afgrænse, hvilke interessenter en virksomhed i al almindelighed har.

Alle, grupper eller individer, der på den ene eller anden måde kan påvirke eller blive påvirket af opnåelsen af organisationens mål, er interessenter. Derved opnår Freeman at inkorporere en potentielt utrolig bred skare af interessenter for en virksomhed. Alt efter hvilken grad af ressourcer, der er til rådighed for analysen af interessenter, vil en smallere definition kunne være mere brugbar (Mitchell et al.; 1997; 857). Max B. E. Clarkson har formuleret en anden definition for interessenter således: *"Voluntary stakeholders bear some form of risk as a result of having invested some form of capital, human or financial, something of value, in a firm. Involuntary stakeholders are placed at risk as a result of a firm's activities. But without the element of risk there is no stake".* (Mitchell et al.; 1997; 856).

Dette afsnit vil der blive foretaget en gennemgang af et typisk investeringsejendomsselskab, og på baggrund af denne gennemgang vil der blive foretaget en redegørelse af hvilke interessenter og

¹² (Mitchell et al.; 1997; 856) - Clarkson, M. (1994) "A risk based model of stakeholder theory" s. 5

¹³ Freeman; 2015; 46

regnskabsbrugere der er til investeringsejendomsselskabers eksterne regnskaber og hvilke af disse der er de primære regnskabsbrugere.

4.1 Hvad indeholder et typisk ejendomsselskab

Et typisk investeringsejendomsselskab besidder naturligvis investeringsejendomme som udlejes, mod at opnå en indtægtsstrøm. I speciallets markedsanalyse jf. afsnit 10, er der gennemgået 101 virksomheders årsrapporterne. Med udgangspunkt i denne viden ses et mønster i hvilke poster, det typiske ejendomsselskab har, som er illustreret nedenfor.

Hovedposter	Interessant
Lejeindtægter	Lejere/Kunder
Personaleomkostninger	Medarbejdere
Egenkapital	Kapitalejere
Realkreditgæld	Realkreditinstitutter
Leverandørgæld	Leverandører
Debitorer	Lejere/Kunder
Bankgæld	Banker

Kilde: forfatterne, figur 10

I ovenfor viste illustration, er der taget hensyn til væsentlighed. Flere af markedsanalysens virksomheder er også øvrige regnskabsposter, men dette er generelt for alle selskaberne. Lejere som er ejendomsselskabets kunder, vurderes at være primære interessenter. Lejernes interesse for udlejerens finansielle performance kan afvige fra case til case, dog vil lejerne typisk være interessant grundet deres lejeforhold og ikke så meget i forhold deres krav til årsrapporten.

Kreditorer vil hovedsageligt være interessant i forbindelse med tilbudsgivning af entreprise-kontrakter, hvor kreditor anskuer ejendomsselskabets finansielle performance og oplysninger i årsrapport. Øvrige kreditorer kan være vand, varme og el som typiske afregnes videre til lejerne via aconto- og forbrugsregnskab.

Personaleomkostninger kan henføres til virksomhedens medarbejdere og de har naturligt en interesse i virksomheden, da denne tilbyder arbejdspladser og medarbejderne tilbyder ressourcer til at drive denne.

Kapitalejer eller investor sammen med kreditgiver vurderes at være væsentligste interessenter, da begge stiller fornødne kapital til rådighed for at sikre både køb af ejendommen samt løbende drift her af. Dette

gælder ligeledes over for de compliance- og covenants krav som både kapitalejer og kreditgiver stiller til ejendomsselskaberne.

Foruden interessenter som følge af regnskabsposter eller investeret kapital, vil et selskab ligeledes have følgende interessenter:

- Offentlige myndigheder
 - o Omfattende skattemyndighed, Erhvervsstyrelsen eller kommuner i relation til byudvikling, infrastruktur osv.
- Revisorer
 - o Offentlighedens tillidsrepræsentant og derved skal revisorer skabe tillid omkring det offentliggjorte års- eller perioderegnskab. Revisorer er som udgangspunkt kun interessant og part, såfremt der afgives en erklæring.

4.2 Hvilke regnskabsbrugere er primære brugere af årsrapporterne

Når et selskabs interessentskreds anskues, kan denne opdeles i primære og sekundære interessenter. Primære interessenter karakteriseres som, de centrale aktører. Denne gruppe vil typisk være mest centrale fordi de bliver særligt påvirket i bestemte situationer. Dette kan eksempelvis være ejerkreds eller kreditforbindelse for et ejendomsselskab. Sekundære interessenter er typisk involveret i virksomheden eller projektet og bliver ikke direkte påvirket af resultatet af analyse, men ”indirekte”. Dette kan eksempelvis være personale og medarbejdere som påvirkes ved at virksomheden skal performe på en given måde, således at der er overskud til at tilbyde betaling for de ressourcer som de stiller til rådighed for virksomheden. Det næste afsnit vil kun beskrive primære interessenter.

Kapitalejer og investor

Et mellemstort ejendomsselskab er typisk ejet af en privat person, privat ejede selskaber og i enkelte tilfælde pensionsselskaber eller kapitalfonde. Kapitalejer er ejer af indskudte kapital som bibringer kapitalressourcer i samarbejde med investor eller bank, således at ejendomme kan anskaffes og driftes. Både kapitalejer og investor ønsker bedst mulig drift, herunder forretningsdrift samt markedsudviklingen i øvrigt i investerede aktiv.

Investor i denne sammenhæng anskues både som investor i eget ejendomsselskab med økonomisk interesse i virksomheden, men investor kan også være interessenter med økonomiske ressourcer til placering, men at det er ikke besluttet endnu, hvor investeringen skal indskydes. I et mellemstort ejendomsselskab, vil dette typisk også have sammenfald med ejerkreds for et ejendomsselskab i forbindelse med erhvervelse med nye ejendomme. Investor er ligeledes i grundforståelsen af årsregnskabsloven, årsregnskabet væsentligste interessent.

Realkreditinstitutter

I Danmark er realkreditinstitutter¹⁴ helt essentielle for dansk økonomi og kreditformidlingen i forbindelse med køb og salg af fast ejendom. Realkreditudlån er udstedelse af obligationer med sikkerhed i fast ejendom og derfor er realkreditinstitutter de største obligationsudstedere i Danmark. I det typiske ejendomsselskab, vil hovedparten af finansieringen til erhvervelsen af ejendomme eller ved omfattende ombygninger, komme fra realkreditfinansiering, hvilket også er derfor opgavens forfattere har valgt at inddrage interview af realkreditinstitut senere i specialet.

Realkreditinstitutternes interesse for årsregnskaber for ejendomsselskaber kan primært henføres til at sikre at deres pant opretholder sin værdi sammenholdt med prisudvikling på investeringsejendommen. Prisudviklingen på ejendommen påvirkes af en række faktorer og deres følsomhed analyseres senere i opgaven, dog er væsentligste parametre strukturel tomgang og pengestrømme. Realkreditinstitutternes kerneforretning er udlån til ejendomssektoren og det giver sig selv, at de ligeledes har stor professionel kompetencer i forbindelse med vurdering og prisfastsættelse af fast ejendom. Dog må det antages at realkreditinstitutternes brug af eksterne regnskaber særligt sker i den løbende vurdering af overholdelse af kreditkrav og covenants men særligt også i forhold til hvilken anvendt regnskabspraksis ejendomsselskabet har, og kan kort beskrives i hovedpunkter som vist nedenfor.

- Indregning og måling til kostpris eller dagsværdi
 - Forudsætninger for indregnede dagsværdi er essentiel for vurdering af årsrapporten og indregnede værdi
 - Kostprisen afspejler ikke markedsprisen, ved mindre ejendommen er anskaffet mellem to uafhængige parter kort tid før brugen af årsregnskabet.

¹⁴ <http://www.nationalbanken.dk/da/finansielstabilitet/Den%20danske%20finansielle%20sektor/Sider/default.aspx>

- Andre aktiviteter i virksomheden
 - Der kan være forskellige pant og kreditgivere i et ejendomsselskab, alt efter antallet af ejendomme og drift i øvrigt. Hvis der ikke gives oplysninger for den enkelte ejendom men blot på hele eller dele af porteføljen, så kan pantet ikke vurderes med udgangspunkt i årsrapporten også selv om regnskabsvejledningen acceptere at der sker oplysning på portefølje niveau, hvis ejendommene er sammenlignelige og at de centrale forudsætninger ikke afviger væsentligt fra hinanden.¹⁵

Realkreditinstitutterne er derfor sammen med investor og kapitalejer væsentligste og derved primære interessenter i et ejendomsselskab. Brugen og omfanget af årsregnskabet, for både investor, kapitalejer og realkreditinstitut kan naturligt afhænge af ejendommens art, beskaffenhed og investerede beløb.

5 Ejendomstyper

Der findes mange forskellige typer af ejendomme, som ifølge årsregnskabsloven betragtes forskelligt afhængigt af formålet med ejendommen. Hvis ejendommens formål er at fungere som ejendom for virksomheden selv, så vil den blive betragtet som domicielejendom. Hvis formålet er udlejning med afkast for øje, betragtes den som investeringsejendom, mens hvis formålet er at sælge den med det samme, så betragtes den som en handelsejendom. Netop den regnskabsmæssige betydning af kategoriseringen af ejendomstyper vil specialet komme ind på senere i dette afsnit.

5.1 Forskelle typer af ejendomme og deres regnskabsmæssige klassifikation

Den regnskabsmæssige klassifikation af ejendomme sker afhængig af brugen og formålet med de enkelte ejendomme. Ejendomme som er under opførelse eller bliver anvendt af virksomheden selv vil som hovedregel indregnes til et materielt anlægsaktiv, mens ejendomme med formål til videresalg bliver indregnet som en varebeholdning. Kategoriseringen af ejendomstyper, er essentiel i forhold til den regnskabsmæssige behandling, herunder indregning og præsentation. Skildringen mellem disse ejendomstyper og investeringsejendommen i forhold til klassifikation gennemgås senere.

¹⁵ Regnskabsvejledningen 2016 klasse B og C afsnit 15.7.2. om præsentation og oplysning – særlige krav for investeringsejendomme

5.1.1 Domicilejendomme

Domicilejendomme er defineret som ejendomme som er erhvervet af virksomheden med henblik på virksomhedens egen drift. Dette vil typisk være kontorlokaler eller produktionslokaler som virksomheden selv anvender i dagligdagen.

	Årsregnskabsloven
Måling	Første måling sker til kostpris. Efterfølgende kostpris med fradrag for systematiske afskrivninger jf. ÅRL § 40. Det er muligt at til at vælge dagsværdi, men så skal det gøres konsekvent jf. ÅRL § 41
Værdiregulering	Opskrivninger føres direkte på egenkapitalen, hvor den bindes som en reserve. Nedskrivninger føres over resultatopgørelsen jf. ÅRL § 41, stk. 3
Præsentation	Præsentation sker som et anlægsaktiv under bygninger. Der er krav om bestemte oplysningskrav for den bundne opskrivning.

Figur 11, Kilde: forfatterne

Domicilejendomme behandles som almindelige anlægsaktiver.

5.1.2 Handelsejendomme

Handelsejendomme er ejendomme hvis formål er videresalg. Det kan for eksempel være en ejendom som er købt som spekulation med henblik på kortsigtede at sælge den videre mod en fortjeneste. Ejendommen skal i regnskabet præsenteres som en varebeholdning. Såfremt en investeringsejendom overgår til at være en handelsejendom, som led i selskabets drift, vil dagsværdien af investeringsejendommen, blive betragtes som kostprisen på overførselstidspunktet jf. afsnit 5.2.1.5.

	Årsregnskabsloven
Måling	Måles til kostpris jf. ÅRL § 45 Der kan ikke foretages afskrivninger, men nedskrivninger foretages til nettorealisationsværdi jf. ÅRL §46, stk. 2.
Værdireguleringer	Nedskrivninger føres i resultatopgørelsen jf. § 46, stk. 2.
Præsentation	Præsentation sker under omsætningsaktiver under varebeholdninger.

Figur 12, kilde: forfatterne

5.1.3 Ejendommen under opførsel

Denne kategori omfatter ejendomme som er under opførsel af virksomheden med henblik på anvendelse som investeringsejendom senere hen. Dette er typisk nye ejendomme som nemt kan tage et år eller længere tid at få opført, hvorved de præsenteres som et almindeligt anlægsaktiv i mellemtiden indtil det officielt er en investeringsejendom samt vil blive indregnet efter reglerne for investeringsejendomme.

Ejendomme som er under opførelse med formål selv at eje eller til videresalg skal behandles på en særskilt måde. Denne typer af ejendomme kan deles op i tre kategorier:

- Ejendomme virksomheden opfører til eget brug
- Ejendomme virksomheden opfører for 3. part
- Ejendomme 3. part opfører for virksomheden

Den regnskabsmæssige behandling af disse tre typer af ejendomme er forskellig, hvilket redegøres nærmere.

Ejendomme virksomheden opfører til eget brug

En virksomhed kan opføre en ejendom til eget brug, som led produktionsfornyelse, opførelse af nye kontorfaciliteter mv. Dette medvirker at denne ejendom vil tjene driften i virksomheden og derved ikke er anskaffet med henblik på videresalg. Derfor vil dette blive betragtet som et materielt anlægsaktiv som defineres ved ÅRL § 40 om domicilejendomme, der yderligere er uddybet i afsnit 5.1.1.

Den regnskabsmæssige behandling af domicilejendomme bliver nævnt i ÅRL § 40:

”§ 40. Kostprisen for anlægsaktiver skal indeholde alle omkostninger, der er foranlediget af anskaffelsen indtil det tidspunkt, hvor aktivet er klar til at blive taget i brug, eller som direkte kan henføres til det fremstillede aktiv. Herudover kan renter af kapital, der er lånt til at finansiere fremstillingen, og som vedrører fremstillingsperioden, indregnes i kostprisen”

Ejendomme virksomheden opfører for 3. part

Når virksomheden opfører en ejendom for en 3. part, så vil den regnskabsmæssige behandling af ejendommen ske i henhold til den indgået entreprisekontrakt samt det princip virksomheden har valgt for indregning af omsætning.

Der er 4 indregningsmetoder som kan anvendes:

- Salgsmetoden
- Færdigproduktionsmetoden
- Produktionsmetoden
- Betalingsmetoden

Ved salgsmetoden sker indregningen på tidspunktet ejendomsretten er overgået.

Ved Færdigproduktionsmetoden indregnes der på færdigproduktionstidspunktet, uanset om varen er solgt. Dette kræver at der er en stor sandsynlighed for at varen bliver solgt til mindst den produceret pris.

Ved Produktionsmetoden sker indregning i takt med at produktionen er sket. For eksempel i takt med at en ejendom bliver udført. Betalingsmetoden sker indregning på betalingstidspunktet. Den mest anvendte metode indenfor ejendomme er produktionsmetoden, da der er en god overensstemmelse mellem indregning og tidspunktet omkostninger afholdes.

Ejendomme 3. part opfører for virksomheden

Når en 3. part opfører en ejendom for virksomheden, så vil afhænge den regnskabsmæssige behandling af, hvordan ejendomsretten er mellem virksomheden og 3. part. Såfremt ejendomsretten overgår i takt med at ejendommen opføres, så skal indregningen ske som et anlægsaktiv under udførelse, hvor kostprisen indregnes løbende og der er fradrag for finansielle omkostninger i overensstemmelse med ÅRL § 40.

Hvis ejendomsretten først overgår når hele bygningen er opført, så vil betalinger mellem virksomheden og 3. part skulle indregnes som et tilgodehavende under omsætningsaktiver i henhold til ÅRL § 44. Når ejendommen er opført vil tilgodehavendet blive klassificeret mellem omsætningsaktiver og anlægsaktiver, såfremt at det er en type af ejendom som indregnes som anlægsaktiv.

5.2 Investerings ejendomme

En investeringsejendom er en ejendom som er købt med hensigt at opnå et afkast gennem udlejning. Som følge af dette, så kan en investeringsejendom være forskellige typer af ejendomme, som bl.a. en

boligejendom, kontor, butik, lager mv. Det er dermed ikke typen af benyttelse af ejendommen som er vigtigt, men derimod formålet med at opnå et afkast. Nedenfor er nogle eksempler på investeringsejendomme defineret i regnskabsvejledningen, punkt 15.2.2:

- Ejendomme, der er udlejet.
- Ejendomme, der er tomme, men ejet med henblik på udlejning.
- Ejendomme, hvor den fremtidige anvendelse endnu ikke er fastlagt.
- Investeringsejendomme, der er under ombygning, renovering mv. med henblik på at sikre fortsat anvendelse som investeringsejendom.
- Investeringsejendomme, der udbydes til salg, og som ikke ombygges eller renoveres med henblik på salg, forbliver investeringsejendomme.
- Investeringsejendomme overføres derimod til handelsejendomme, når ejendommen i væsentligt omfang ombygges eller renoveres med henblik på salg.
- Leasingtagers finansielt leasede investeringsejendomme, der er videreudlejet på operationelle leasingvilkår.

5.2.1 Årsregnskabsloven og investeringsejendomme i forskellige regnskabsklasser

Som nævnt i punkt 3.7.1 om væsentligste ændringer i årsregnskabsloven, så er der sket en væsentlig ændring i forhold til hvilken regnskabsklasse et typisk ejendomsselskab indgår i. Samtidig er der sket en væsentlig ændring i forhold til begrebet ”investeringsaktivitet”, som ikke længere har en betydning.

Virksomhedens størrelse målt på nettoomsætning, balancesum og gennemsnitligt antal ansatte er en vigtig faktor i forhold til hvordan virksomheden skal måle dets investeringsejendomme.

5.2.1.1 Indregning af investeringsejendomme

Indregning af investeringsejendomme sker på tidspunktet, hvor fordele og risici er overgået til virksomheden. Dette sker typisk på tidspunktet ejendomsretten har tilfaldet virksomheden. Herefter er der mulighed for at indregne dem til kostpris eller dagsværdi. Første indregning sker altid til kostpris, hvorefter der kan reguleres til dagsværdi jf. årsregnskabslovens § 38:

”§ 38. Efter første indregning kan investeringsejendomme løbende reguleres til dagsværdi.”

I modsætning til tidligere er det ikke længere et krav at virksomheden har investeringsaktivitet som hovedaktivitet for at anvende §38, hvorfor alle virksomheder som udgangspunkt kan anvende den, hvis deres ejendom betragtes som en investeringsejendom.

5.2.1.2 Måling af investeringsejendomme

Når investeringsejendommen indregnes til dagsværdi, så anvendes DCF-modellen eller normalindtjeningsmodellen som målemetode. Øvrige metoder kan ikke anvendes til værdiansættelse alene, men kun som en fornuftsmetode til at kontrollere at de beregnet værdier ved normalindtjeningsmetoden eller DCF-metoden er i overensstemmelse med markedet.

Hvis der vælges kostpris som målemetode, vil ejendommen blive behandlet som et almindeligt materielt anlægsaktiv, hvor der løbende skal foretages afskrivninger- og foretages vurdering af nedskrivningsbehovet.

Der er mulighed for at opskrive et materielt anlægsaktiv jf. årsregnskabslovens § 41:

”§ 41. Virksomheden kan opskrive immaterielle og materielle anlægsaktiver og kapitalandele i dattervirksomheder og associerede virksomheder til dagsværdi. Immaterielle anlægsaktiver kan dog alene opskrives, hvis de handles på et aktivt marked.”

5.2.1.3 Vedligeholdelse og forbedring

Til vurdering af den regnskabsmæssige behandling mellem vedligeholdelse og forbedringer er sondringen mellem vedligeholdelse og forbedringer essentiel. Vedligeholdelse betragtes som løbende omkostninger, som anvendes til at vedligeholde ejendommen for at den kan beholde den nuværende stand. Denne type af omkostninger bliver resultatført.

Forbedringer derimod er arbejde foretaget på ejendommen, som forbedrer ejendommen. Dette kan f.eks. være installation af et airconditionanlæg. Dette vil være med til at forbedre værdien af ejendommen og dermed skal det indregnes i balancen under ejendommen.

Hvis der anvendes kostpris som metode, så vil der ske en løbende lineær afskrivning af anlægget i dets forventet levetid i overensstemmelse med anvendt regnskabspraksis. Hvis det er en ejendom som indregnes til dagsværdi, så vil værdien blive reguleret sammen med de løbende dagsværdireguleringer af ejendommen.

5.2.1.4 Egen-opførte investeringsejendomme

Hvis en virksomhed vælger at opføre sine egne investeringsejendomme, så skal de første gang indregnes til kostpris som en ejendom under opførelse. Ved efterfølgende indregning kan der vælges at indregne til dagsværdi, hvis dette er virksomhedens valgte regnskabsprincip.

Virksomheden kan først indregne det til dagsværdi på det tidspunkt ejendommen er færdigbygget og taget i brug. Hermed vil den reelt ikke være en ejendom under opførelse længere.

Det samme princip gør sig ikke gældende for ombygninger eller totalrenovationer. Her kan ejendommen godt indregnes til dagsværdi selvom den ikke er i brug. Dette betyder at skildringen mellem en helt nyopført ejendom og en ejendom under renovering er vigtig i forhold til indregning og måling.

5.2.1.5 Klassifikation og overførsler mellem typer af ejendomme

Den regnskabsmæssige behandling af ejendomme er afhængig af klassifikationen af ejendomme. En ændring af klassifikation mellem ejendomme vil typisk ske, hvis ejendommens anvendelse bliver ændret. Med udgangspunkt i investeringsejendomme er følgende eksempler mest normale.

Investeringssejendommen skal anvendes af virksomheden selv

Når ejendommen skal anvendes af virksomheden selv, så vil den ikke længere betragtes som en investeringsejendom, men en domicielejendom i stedet. Dette betyder at virksomheden vil overgå fra at være omfattet af ÅRL § 38 til henholdsvis § 40 og 41.

I praksis betyder dette at dagsværdien pr. ændringsdatoen vil blive domicielejendommens nye kostpris, som anvendes fremadrettet. Dette betyder at der ingen resultateffekt vil være for virksomheden.

Ejendommen skal bruges til investeringsformål i stedet for anvendelse af virksomheden selv

Dette scenarie er det modsatte i den førnævnte, hvor ejendommens status ændres fra domicielejendom til investeringsejendom. Dette betyder at virksomheden vil overgå fra at være omfattet af ÅRL § 40 til § 38. Hvis der anvendes kostpris for investeringsejendomme, vil det ikke have en betydning. Mens hvis virksomheden indregner investeringsejendomme til dagsværdi vil det betyde at overførslen sker til dagsværdi pr. ændringsdatoen.

Akkumuleret opskrivninger på tidspunkt for praksisændringen indregnes via egenkapitalen. Eventuelle nedskrivninger skal indregnes via resultatopgørelsen, med mindre det er tilbageførelse af tidligere års opskrivninger, som føres på direkte på egenkapitalen.

Bindinger på egenkapitalen på baggrund af foretaget opskrivninger efter ÅRL § 41 forud for ændringen vil forsat skulle bindes på egenkapitalen.

Fremadrettede dagsværdireguleringer reguleres i resultatopgørelsen på samme måde, som hvis det var en ny investeringsejendom.

Ejendommen overgår til planlagt salg som en del af virksomhedens ordinære drift

Dette scenarie vil betyde at ejendommen overgår fra at være en almindelig investeringsejendom til at blive et salgsprojekt, som føres hen som en varebeholdning i balancen. Hermed overgår ejendommen fra ÅRL 38 til ÅRL 45 og 46.

Dagsværdien på ændringsdatoen vil være udgangspunktet for den nye kostpris, som anvendes under varebeholdninger. Hermed har det ingen resultateffekt. Når et endeligt salg sker vil der ske en regulering i resultatopgørelsen som forskel mellem salgspris, kostpris og salgsomkostninger.

Hvis ejendommen ikke kan sælges til minimum den pågældende dagsværdi bør der foretages en nedskrivningstest af kostprisen, hvilket kan påvirke resultatopgørelsen.

Virksomheden ønsker ikke alligevel at sælge ejendommen

Hvis virksomheden for eksempel ikke ønsker at sælge den pågældende ejendom længere og dermed forsat vil drive investeringsejendom, så skal der ske en klassifikation fra varebeholdninger til investeringsejendomme.

Dette betyder at ejendommen vil overgå fra at være omfattet af ÅRL 45 og 46 til ÅRL 38. Reguleringen til dagsværdi sker på ændringsdatoen med effekt i resultatopgørelsen.

5.2.1.6 Afhændelse af investeringsejendomme

Når investeringsejendomme skal afhændes, så skal de udgå af balancen på tidspunktet hvor ejendomsretten overgår til køber. Avance eller tab ved ejendommene indregnes i resultatopgørelse,

hvor det opgøres som forskellen mellem salgspris, salgsomkostninger og den regnskabsmæssige værdi på tidspunktet for ejendomsrettens overdragelse.

Hvis ejendommen er indregnet til kostpris er der mulighed for en større regulering af avance på salgstidspunktet, hvis ejendommen har haft en stigende værdi i ejertidsperioden. Mens hvis ejendommen indregnes til dagsværdi, så bør salgsprisen være forholdsvis tæt på dagsværdien, da dagsværdien i en vis grad bør ligge sig op af salgsværdierne på ejendomsmarkedet.

Hvis ejendommen indregnes i et regnskab, hvor der er kendskab til at den sælges fremad i tid, vil det betyde at ejendommen bør indregnes som varebeholdning i virksomhedens balance, som beskrevet i et af scenarierne i 6.2.1.5.

5.2.1.7 Oplysningskrav i forbindelse med indregning og måling af investeringsejendomme

De nye oplysningskrav, gør at virksomheden skal oplyse omkring de centrale forudsætninger for værdiansættelsen af dets ejendomme. Eksempler på dette kan være:

- Afkastkrav
- Tomgangsprocent
- Forventede ændringer i lejeniveau (både positivt og negativt)
- Vedligeholdelsesomkostninger
- Følsomhed ved ændring i forudsætninger
- Ejendomsdata – beliggenhed, ejendomstype etc.

For virksomheder med flere ejendomme er det tilladt at inddele dem i kategorier, hvis der ikke er væsentlige forskelle på ejendommene indenfor disse kategorier.

Dette kan for eksempel være, hvis en virksomhed ejer flere boligejendomme i København. Her kan alle de centrale forudsætninger være ens, hvorved de i princippet kan præsenteres som f.eks.

Boligejendomme København i virksomhedens note. Et eksempel på en skematisk note kan være følgende:

Ejendomstype	Dagsværdi i mio. kr.	Andel af portefølje	Gennemsnitlige afkastkrav	Ændring i værdi ved ændring af 1%point i afkastkrav i mio. kr.
Boligejendomme Kbh	250	55,56%	4,50%	-40
Kontorejendomme Kbh	80	17,78%	6,00%	-10
Logistikejendomme Kbh	70	15,56%	9,50%	-5
Grunde Kbh	50	11,11%	-	0
<u>I alt</u>	<u>450</u>	<u>100%</u>	<u>6,67%</u>	<u>-55</u>

Figur 14, kilde: Forfatterne

I denne note er ejendommene opdelt i typer. Dette kan ligeså godt være geografisk beliggenhed, hvis det giver et mere retvisende billede.

Der oplyses ligeledes en ændring i værdien ved et ændret afkastkrav på 1%point. Dette er ikke et krav, men en anbefaling at det sker på baggrund af at regnskabslæseren skal kunne følge den anvendte praksis og indregnede værdier.

Som tidligere nævnt skal der nævnes i anvendt regnskabspraksis om virksomheden anvender en DCF-model eller afkastbaseret model samt hvis der er relevante forhold, som bruges for at kunne anvende disse modeller.

6 Gældsforpligtelser

Gældsforpligtelser for et ejendomsselskab vil typisk være realkreditlån, som er optaget med sikkerhed i fast ejendom. Denne type af lån indhentes hos en finansiell virksomhed samt skal indregnes og måles i virksomhedens årsrapport.

Ved tidligere årsregnskabslov, har det været et krav at indregne og måle gældsforpligtelser i tilknytning til investeringsejendomme til dagsværdi, til dagsværdi. Fremadrettet er skal gældsforpligtelser i tilknytning til investeringsejendomme indregnes til amortiseret kostpris.

I flg. Lov nr. 738 nr. 1 af juni 2015, Ændring af årsregnskabsloven, kan gæld i tilknytning til investeringsejendomme, som tidligere har været indregnet til dagsværdi, men fremadrettet skal måles til dagsværdi, benytte en overgangsbestemmelse. Denne lempelse af beskrevet i lempelsesbekendtgørelsen til årsregnskabsloven, hvor selskabet kan indregne gældsforpligtelser til kostpris, svarende til seneste dagsværdi. Således skal der ikke ske tilpasning i sammenligningstal, såfremt overgangsbestemmelsen finder anvendelse. Dette vil i praksis betyde, at denne gæld regnskabsmæssigt behandles anderledes end ny gæld som optages efter ikrafttrædelse af ny årsregnskabslov.

6.1 Indregning af gældsforpligtelser

En gældsforpligtelse er kendetegnet ved at det er overvejende sandsynligt at forpligtelsen tilfalder virksomheden. Når den er dette, som et for eksempel et realkreditlån, så skal den indregnes i balancen som et passiv under gældsforpligtelser.

Tidspunktet for indregning vil være på tidspunktet gælden optages. Indregningsværdien i balancen afhænger af den valgte målemetode.

6.2 Måling af gældsforpligtelser

Der er to måletyper som er anvendt inden for realkreditgæld. Den ene er amortiseret kostpris, mens den anden er dagsværdi. Den seneste årsregnskabslov har defineret at gældsforpligtelser skal indregnes til amortiseret kostpris. Af forståelsesmæssig årsag og i relation til senere komparativ analyse, er både dagsværdi og amortiseret kostpris gennemgået nedenfor.

Amortiseret kostpris

Amortiseret kostpris er kendetegnet ved at være en finansiel forpligtelse, der ved første indregning tillægges låne- og stiftelsesomkostninger samt eventuelle kurstab, som samlet amortiseres over hele lånets løbetid. Denne metode gennemgås med eksempler i punkt 6.4

Dagsværdi

Dagsværdi er kendetegnet ved at den indregnes til det beløb, som gælden kan indfries eller udveksles til mellem to uafhængige parter. Da dette typisk er realkreditgæld er der et velfungerende marked i forhold til handel af gæld, hvor den vil blive indregnet til statusdagens kurs. Denne metode gennemgås med eksempler i punkt 6.3

6.3 Dagsværdi af gældsforpligtelser

Når gælden indregnes til dagsværdi, så betyder det at der skal være et kendskab til hvad gælden kan handles til, til en uafhængig part. Når det gælder realkreditlån, så er der et velfungerende marked, hvor kurserne er offentlig tilgængelig. Ellers modtager selskaberne typisk også en årsopgørelse fra deres realkreditselskab med den gældende kurs og omregning til kursværdien.

Det er denne kursværdi som anvendes til indregning i balancen, hvilket betyder at posteringsmæssigt vil løbende renteudgifter blive ført i resultatopgørelsen, afdrag vil blive ført i balancen på gældsposten og kursregulering vil ske som en postering mellem resultatopgørelse og balance pr. statutidspunktet.

Nedenfor er et eksempel på et de gældende kurser hos Realkredit Danmark for lån d. 15.09.2017:

Beregninger pr. den 15.09.2017 Fastforrentede lån - beløb til udbetaling 500.000 DKK								
Lån	Valuta	Kontant-rente-procent	Kurs	1. års ydelse før skat	1. års ydelse efter skat*	Effektiv rente før skat	Effektiv rente efter skat*	Samlet afdrag efter 5 år
2,0% obl. 30 år	DKK	0,00	98,341	26.732	22.998	2,89	2,17	66.949
1,5% obl. 20 år	DKK	0,00	98,650	33.725	30.715	2,41	1,82	116.209
1,0% obl. 15 år	DKK	0,00	98,550	40.953	38.649	1,97	1,51	165.357
0,5% obl. 10 år	DKK	0,00	98,800	56.811	55.217	1,52	1,19	257.197
2,0% obl. u.afdr. 30 år	DKK	0,00	96,735	15.979	11.681	3,15	2,37	0

Figur 15, kilde: Realkredit Danmark, www.rd.dk (den 15.9.2017)

Dette er kurser for nye obligationsserier, hvor kursen anvendes ved optagelse af et lån. Når lånet er optaget vil du blive oplyst et præcist obligationsnummer, som gør at det er muligt at slå obligationsserien og dens kurs op via internettet samt følge dens kurs. Kursen ændrer sig løbende i forhold til udbud og efterspørgsel, men samtidig også det generelle renteniveau og risici i samfundet. Derfor anvendes begrebet ”varighed” til at beskrive obligationens følsomhed i forhold til rente og samfundsmæssige faktorer. Nedenfor sammenholdes to konkrete obligationer pr. 25.10.2017, hvor konkrete tilbud er indhentet fra Nordea Kredit¹⁶. Nedenfor sammenlignes to 10-årige obligationer med 1%-point i forskel på renten.

¹⁶ Indhentet lånetilbud fra Nordea Kredit jf. Bilag X

Rente	0,50%	1,50%
Hovedstol	66.000.000	66.000.000
Kurs	99,002	98,644
Kursværdi	65.341.320	65.105.040
Låneomkostninger	1.854.501	1.854.501
Provenu	63.486.819	63.250.539
Ydelse over 10 år	70.544.380	74.080.840
Likviditetseffekt	-7.057.561	-10.830.301

Figur 16, kilde: forfatterne

Ovenfor illustrer betydningen af forholdet mellem kurs og rente. På disse to lån med 10 års løbetid er der en likviditetseffekt forskel på ca. 3,8 millioner.

6.4 Amortiseret kostpris af gældsforpligtelser

Amortiseret kostpris betyder at der forud for første indregning skal ske en amortisering af låneomkostninger, kurstab mv. En amortiseringstabel er ofte udarbejdet af virksomhedens finansieringskilde, vi har indhentet et konkret eksempel fra Nordea Kredit. Her er et eksempel på hvorledes den kan se ud pr. år for et 10-årigt med fast rente på 0,5% optaget til kurs 99,002 på 66 millioner baseret på nominelle værdier. Dette er illustreret nedenfor.

Dato ultimo periode	Periode	Nominel restgæld primo periode	Ydelse	Rente pr. periode (nom.)	Afdrag	Nominel restgæld ultimo periode
				0,50%		
01-01-2018	1	66.000.000	6.782.858	330.000	6.452.858	59.547.142
01-01-2019	2	59.547.142	6.782.858	297.736	6.485.122	53.062.020
01-01-2020	3	53.062.020	6.782.858	265.310	6.517.548	46.544.472
01-01-2021	4	46.544.472	6.782.858	232.722	6.550.135	39.994.337
01-01-2022	5	39.994.337	6.782.858	199.972	6.582.886	33.411.451
01-01-2023	6	33.411.451	6.782.858	167.057	6.615.801	26.795.650
01-01-2024	7	26.795.650	6.782.858	133.978	6.648.880	20.146.770
01-01-2025	8	20.146.770	6.782.858	100.734	6.682.124	13.464.646
01-01-2026	9	13.464.646	6.782.858	67.323	6.715.535	6.749.111
01-01-2027	10	6.749.111	6.782.857	33.746	6.749.111	0

Figur 17, kilde Forfatterne med udgangspunkt i lånetilbud

Ved amortisering vil der blive beregnet en kursværdi som er 66 millioner gange med kurs 99,02, hvilket giver en kursværdi på 65.341.320 kr. Herfra fratrækkes der låneomkostninger, som i dette tilfælde er 1.854.737 kr., hvorved provenuet er 63.486.583 kr. Forskellen mellem 66 millioner og 63.486.583 kr., er dermed amortiseringsbeløbet, som amortiseres over lånets løbetid fordelingsmæssigt i forhold til den løbende rentetilskrivning. Den effektive rente vil dette konkrete tilfælde blive opgjort til 1,22%. Den består af både amortisering og den nominelle rente. Dette er illustreret nedenfor.

AMORTISATIONSTABEL (AMORTISERET KOSTPRIS):

Dato ultimo periode	Restgæld primo periode ved		Effektiv rente pr. periode 1,22%	Beregnet afdrag inkl. amortisering	Restgæld ultimo periode		Effektiv rente fordelt på:	
	Amortiseret kostpris	Ydelse			Amortiseret kostpris	Rente	Amortisering	
01-01-2018	63.486.583	6.782.858	775.340	6.007.518	57.479.065	330.000	445.340	
01-01-2019	57.479.065	6.782.858	701.972	6.080.886	51.398.179	297.736	404.236	
01-01-2020	51.398.179	6.782.858	627.708	6.155.150	45.243.029	265.310	362.398	
01-01-2021	45.243.029	6.782.858	552.537	6.230.320	39.012.709	232.722	319.815	
01-01-2022	39.012.709	6.782.858	476.449	6.306.409	32.706.300	199.972	276.477	
01-01-2023	32.706.300	6.782.858	399.431	6.383.427	26.322.873	167.057	232.373	
01-01-2024	26.322.873	6.782.858	321.472	6.461.386	19.861.487	133.978	187.494	
01-01-2025	19.861.487	6.782.858	242.561	6.540.296	13.321.191	100.734	141.828	
01-01-2026	13.321.191	6.782.858	162.687	6.620.171	6.701.020	67.323	95.364	
01-01-2027	6.701.020	6.782.857	81.837	6.701.020	0	33.746	48.092	

Figur 17, kilde: forfatterne ud fra lånetilbud

Ved brug af amortiseret kostpris vil låneomkostninger, kurstab mv. ikke skulle indregnes i resultatopgørelsen i år 1, med derved amortiseres disse omkostninger hen over lånets løbetid. Således at resultatopgørelsen afspejler de faktiske løbende omkostninger, herunder renter for hele lånets løbetid.

6.5 Oplysningskrav i forbindelse med indregning og måling af gældsforpligtelser

Oplysningskrav i tilknytning med gældsforpligtelser relateret til investeringsejendomme er ikke skærpet med den nye årsregnskabslov. Indregning og måling af forpligtelser skal fortsat oplyses under anvendt regnskabspraksis. Herudover skal der iflg. ÅRL §63-64 oplyses hvilken del af gælden som forfalder til betaling mere end fem år efter balancetidspunktet. Realkreditgæld optages med en løbetid på 10 til 30 år og løbetiden er derfor som regel længere end 12 måneder fra balancedagen, og derved

skal denne del klassificeres som langfristet gæld. Naturligvis under forudsætningen, at gælden ikke refinansieres i den kommende periode.

Der er krav til at præsentere fordelingen af kort og lang del af gæld. Nedenfor er illustreret et eksempel herpå;

	Gæld pr.	Afdrag	Gæld pr.	Afdrag	Restgæld
<u>Langfristede</u>					
<u>gældsforpligtelser</u>	1/1 2018	2018	31/12 2018	2019	efter 5 år
Obligationslån					
	66.000.000	6.452.858	59.547.142	6.485.122	26.795.650
	66.000.000	6.452.858	59.547.142	6.485.122	26.795.650

Figur 18, kilde: modelregnskab regnskabsvejledningen side 23 pkt. P note 11

I figur 18, illustreret ovenfor præsenteres der både afdraget i indeværende år, restgæld primo og ultimo, afdrag i kommende år og restgæld til betaling efter 5 år.

På denne måde kan virksomhedens regnskabslæsere danne sig et overblik over de indgået låneaftaler kombineret med det likviditets flow, som aftalerne vil have for virksomheden.

7 Værdiansættelse af investeringsejendomme

Værdiansættelse af investeringsejendomme er et nøgleområde for ejendomsvirksomhederne, da det er deres vigtigste aktiv og dermed fundamental i forhold til regnskabslæserens forståelse af virksomheden.

Som tidligere beskrevet er der grundlæggende to indregningsmetoder, som er enten kostpris eller dagsværdi.

Under dagsværdi er der to anerkendt metoder¹⁷, som er henholdsvis den afkastbaserede model, også kendt som normalindtjeningsmetoden og DCF-modellen. Herudover indgår valuarvurderinger også som et led i at virksomheder får deres ejendomme værdiansat.

¹⁷ Regnskabsvejledning for klasse B og C side 54.

7.1 Ekstern vurdering

Markedspris er den pris som ejendommen kan sælges til, til en uafhængig person. Den er ofte svær præcis at kende, da ejendomme ikke handles time for time som for eksempel med børsnoteret aktier. En ejendom kan nemt tage flere måneder at afsætte og prisen afhænger i en vis grad af om den rigtige person kommer ”ind af døren” samt kan se de muligheder der er med ejendommen.

Valuarer specialiserer sig i fastsættelse af priser på ejendomme, hvor de typisk repræsenterer et bestemt område i landet, som de kender fuldt ud. De kan foretage en valuarvurdering mod betaling, hvor de vurderer ejendomsprisen på baggrund af forskellige metoder.

Den ene metode er en sammenligning af salgspriser på lignende ejendomme i område indenfor den seneste periode, mens den anden metode er at bruge de samme principper som er kendt for den afkastbaseret model eller DCF-modellen til at foretage en beregning. Den første model er primært brugt for ejendomme som pt. ikke udlejes, mens de ejendomme som udlejes anvendes en kombination af begge modeller.

En ekstern vurdering kan benyttes til brug for værdiansættelsen af en ejendom og dennes indregning i årsrapporten, hvis selskabets ledelse er enig heri. Der er forsat et krav om at der oplyses i anvendt regnskabspraksis omkring den anvendte værdiansættelsesmetode kombineret med de oplysninger som tidligere er nævnt, om centrale forhold, som skal indgå som en del af noterne.

7.2 Værdiansættelsesmetoder

Grundlæggende bygger dagsværdimodellerne på at ejendommene skal værdiansættes til værdier som er tilnærmelsesvis markedsprisen. Da det kan være svært at fastsætte markedsprisen for en konkret ejendom, da det afhænger af udbud og efterspørgsel, så er disse modeller anerkendte metoder som anvendes af investorer i forhold til køb af ejendomme.

Begge metoder tager udgangspunkt i hvilket afkast som ejendommen kan levere, hvor der anvendes forskellige metoder. Den afkastbaseret model er mere et billede på baggrund af virksomhedens nuværende og normaliseret afkast, mens at DCF-modellen er mere kompliceret, hvor der er mere fokus på det fremtidige afkast.

Begge metoder har til fælles at det baseres sig på regnskabsmæssige oplysninger, som sammenholdes med aktuelle værdier fra markedet, som for eksempel afkastkravet.

7.2.1 Normalindtjeningsmodellen/Den afkastbaserede model

Den afkastbaseret model er baseret på at virksomheden vil genere en årlig normalindtjening på investeringsejendommen. Denne normalindtjening betragtes dermed som en gennemsnit og almindelig indtjening på ejendommen. Modellen tager udgangspunkt i investeringsejendommens forventede driftsafkast for det kommende år samt et afkastkrav. Afkastkravet er fastsat ud fra risikoforhold vedrørende investeringsejendommen, markedsrenten og konjunkturer. Eventuelt kan der også være andre særlige forhold vedrørende den enkelte investeringsejendom som der skal reguleres for.

Normalindtjeningsmodellen er opdelt i 3 faser i form af driftsafkast, afkastkrav og øvrige forhold til regulering, som de kommende underpunkter i kapitlet omhandler. På baggrund af de 3 faser kan investeringsejendommens dagsværdi fastlægges som følgende:

$$\text{Dagsværdi} = \frac{\text{Driftsafkast} * 100}{\text{Afkastkrav}} \pm \text{korrektioner af øvrige forhold}$$

7.2.1.1 Fastlæggelse af ejendommens driftsafkast

Investeringsejendommens driftsafkast opgøres med udgangspunkt i det forventede driftsafkast for de kommende 12 måneder, baseret på den historiske viden der er omkring investeringsejendommen.

Driftsafkastet kan opgøres som følgende:

$$\begin{aligned} &+ \text{Forventet årlig lejeindtægt ifølge indgået lejekontrakter} \\ &\pm \text{Regulering til forventet markedslæje} \\ &+ \text{Skønnet årlig markedslæje på ikke – udlejede arealer (tomgang)} \\ &- \text{Gennemsnitslig årlig vedligeholdelseomkostninger} \\ &- \text{Administrationsomkostninger} \\ &- \text{Ejendomsskatter, afgifter og andre omkostninger i relation til ejendommen} \\ &= \text{Budgetteret driftsafkast} \end{aligned}$$

Som nævnt ovenfor tages der udgangspunkt i den forventede lejeindtægt fra indgået lejekontrakter på opgørelsestidspunktet. Normalvis reguleres lejen årligt, hvilket der skal reguleres for i opgørelsen, således at den kommende lejeindtægt der indregnes er i overensstemmelse med den lejeindtægt som modtages inden for det kommende år.

For ikke-udlejede arealer foretages der et skøn over, over den reelle lejeindtægt som kan indhentes det kommende år på baggrund af markedslejen, hvilket tillægges i opgørelsen. Markedslejen kan hentes ud fra sammenlignelige ejendomme eller for opgørelse af afkastkrav og lejesatser fra anerkendte eksperter, eksempelvis Collier. Når investeringsejendommens potentielle markedslejeindtægt er opgjort, skal der fratrækkes de omkostninger som der er i forbindelse med drift af investeringsejendommen.

Vedligeholdelsesomkostninger skal fratrækkes, hvilket er en post som er variabel, hvorfor disse medtages ud fra en gennemsnitlig vurdering. Her skal der også skønnes mellem vedligeholdelse og forbedringer, da forbedringer ikke medtages i opgørelsen. Administrationsomkostninger opgøres på baggrund af de årlig forventet administrationsomkostninger i forbindelse med lejemålene. Dette dækker også over virksomhedens administrative opgaver i forbindelse med investeringsejendommen. Det er underordnet om virksomheden selv foretager administrationen eller der er et outsourcet. Hvis det er outsourcet, så vil der oftest foreligge et kontraktgrundlag, som kan anvendes som grund for opgørelsen.

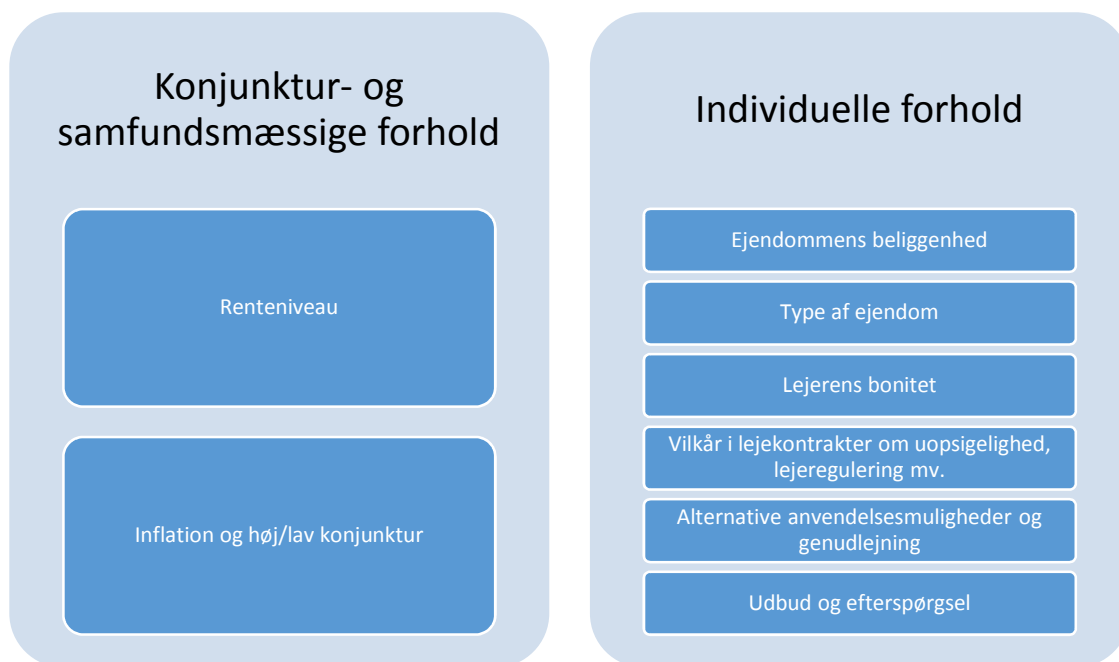
Ejendomsskatter, afgifter og øvrige omkostninger i forbindelse til investeringsejendommen medtages såfremt de har en driftsmæssig betydning og ikke betragtes som udlæg. Lejekontrakterne fastslår hvem, som har pligt til at afholde hvad, hvorved de er grundlag for medtagelse. Hvis lejereren har pligt til selv at indeholde nogle af disse omkostninger, så skal de ikke medtages i opgørelsen af driftsafkastet.

En sammenlægning af ovenstående giver grundlag for opgørelse af driftsafkastet. Øvrige typer af omkostninger som for eksempel finansielle omkostninger, skal ikke medtages i opgørelsen. Da ejendommens afkast ikke afhænger af hvordan virksomheden fremskaffer likviditet til investeringen.

7.2.1.2 Fastlæggelse af afkastkrav

Afkastkravet fastsættes for hver enkelte investeringsejendom i virksomheden. Afkastkravet er en variabel, hvorved den skal genovervejes hver gang investeringsejendommen skal værdiansættes.

Afkastkravet skal afspejle de markeds- og risikoforhold der er ved investeringsejendommen på opgørelsestidspunktet. For at kunne opgøre dette pålideligt skal der tages udgangspunkt i en række af konjunktur- og samfundsmæssige forhold samt nogle individuelle forhold for ejendommen, som illustreret nedenfor.



Figur 19, kilde: forfatterne

Konjunktur- og samfundsmæssige forhold

Renteniveauet i samfundet har en stor betydning for fastsættelsen af afkastkravet og oftest vil afkastkravet blive reguleret i takt med at renteniveauet falder eller stiger. Renteniveauet vil blive fastsat på baggrund af renten for en langsigtet obligation på et marked som ikke er gunstigt lavt. Renten pt. i samfundet er rekordlav, hvilket skal med i overvejelserne.

Inflationen i samfundet er en vigtig faktor, da investeringsejendommens værdi skal reguleres i takt med inflation samt de konjunkturforhold der er i markedet. Dette medfører at investeringsejendommens værdi reguleres i takt med den udvikling og forventning der er til priserne i markedet.

Individuelle forhold

Ved individuelle forhold er der flere faktorer som har en vigtig betydning for ejendommen.

Ejendommens beliggenhed har en stor betydning for lejeindtægterne der kan opnås i fremtiden, da en ejendom med god beliggenhed kan udlejes for mere end en med en dårlig beliggenhed. Beliggenheden kan påvirkes af eksterne forhold i samfundet, da ejendomme med attraktiv beliggenhed kan være mindre konjunkturfølsomme end dem med en dårlig beliggenhed.

Ejendomstypen er betydningsfuld, da det er forskellige dele af samfundet, som udlejningen skal henvende sig til. Ejendomstyperne kan være enten bolig- eller erhvervsejendom. Ved erhvervsudlejning kan der være flere forskellige typer af erhvervsejendomme, heriblandt butik, forretning, kontor, lager eller produktion. Typen af ejendom har en betydning for markedet af fremtidige lejere, hvor det ofte vil være sværere at udleje en specialindrettet produktionsejendom end det vil være at udleje en almindelig beboelsesejendom, hvilket afspejles i risikojusteret afkast.

Lejerens bonitet tager udgangspunkt i, hvorvidt lejeren er i stand til at overholde betalingsbetingelserne som er indgået i lejekontrakten. Hvis lejeren normalvis har besvær med at betale, så er der en større risiko for at der kan lide et økonomisk tab eller at lejeren må fraflytte.

Lejekontraktens vilkår har en betydning i form af risikoen der er ved lejekontrakten. Hvis der er indgået en lejekontrakt med lang uopsigelighed, hvor lejen indeksreguleres løbende, så er der en lav risiko for kontrakten, hvilket vil påvirke afkastkravet i en nedadgående retning. Hvis lejekontrakten er kort eller snart skal genforhandles er risikoen højere, hvorved afkastkravet ligeledes skal være højere.

Alternative anvendelsesmuligheder eller genudlejning har også en betydning, da lejeren kan fraflytte ejendommen, hvorved virksomheden skal have fundet en ny lejer. Hvis lokalet er indrettet således at det har mange anvendelsesmuligheder eller nemt kan genudlejes, så vil dette medføre et lavere afkastkrav. Derimod vil specialindrettede lokaler, som er svære at genudleje medføre et højere afkastkrav.

Udbud og efterspørgsel på ejendomsmarkedet har også en relevans for afkastkravet. Når der er en stor efterspørgsel på markedet efter en bestemt type af ejendom, vil det presse prisen opad, hvilket vil mindske afkastkravet. Hvis der er en mindre efterspørgsel, vil det medføre at prisen presses nedad, hvilket vil forhøje afkastkravet. Udbud og efterspørgsel er også vigtigt i en ny lejesituation, da virksomheden skal være i stand til at genudleje sine lokaler. I forhold til udbud og efterspørgsel skal der ligeledes tages i betragtning, at dele af lejeboligmarkedet er reguleret ved en maks. leje, som gør at udlejningspriserne i blandt andet København, for dele af markedet, er kunstigt lave.

Disse forhold bliver vurderet på baggrund af et skøn, som kan være svært at opgøre. Derfor er det vigtigt fra virksomhedens side at der foretages nøjagtige overvejelser omkring fastsættelsen af

afkastkravet. Afkastkrav er iflg. regnskabsvejledningen, en af de centrale forhold til brug for værdiansættelse af ejendomme og derfor anbefales det at, afkastkravet b.la. oplyses i årsrapporten.

Hvis virksomhedens ledelse ikke kan være i stand til at opgøre afkastkravet pålideligt, så er det nødvendigt at indhente hjælp fra en ekspert til en ekstern vurdering

Samlet er det en vurdering af afkastet baseret på alle relevante forhold omkring markedet, lejer og ejendommen som i sidste ende fastsætter afkastkravet.

7.2.1.3 Øvrige forhold til regulering

Ved driftsafkastet tages der udgangspunkt i gennemsnitlige omkostninger for virksomheden, men der kan være øvrige forhold som skal reguleres:

- Lejetab på ikke udlejede lokaler
- Lejereguleringer
- Udskudt vedligeholdelsesarbejde
- Klargøring af ikke udlejede lokaler
- Renter af deposita eller faste forudbetalinger
- Byggeretter

Tab på lejeindtægter relateret til ikke udlejede lokaler skal fratrækkes i dagsværdien, hvilket gennemgås senere.

Lejeregulering, omfatter den tidsmæssig horisont for hvornår investeringsejendommen kan opnå en fuld markedsleje samt hvilken regulering, der vil være som følge heraf. Der kan være indgået en lejekontrakt, som gør at lejen ikke må reguleres inden for en bestemt periode eller er gunstig lav til at starte med. Omkostninger ved udskudt vedligeholdelse omfatter vedligeholdelsesopgaver, som gør at ejendommen vil afvige fra den gennemsnitlige værdi. Det kan være et større vedligeholdelsesprojekt, som skal foretages, hvis der ikke har været foretaget nok løbende vedligeholdelse af ejendommen eller det kan dække over mere akutte vedligeholdelsesopgaver, som udskiftning af tag, vinduer, installationer eller lignende. Omkostninger til klargøring af ikke udlejede lokaler vil være omkostninger som er brugt til at kunne genudleje lokalet. Dette vil ofte være istandsættelse eller ombygning af lokaler, som gør den mere attraktiv for en kommende lejer.

Renter fra deposita eller faste forudbetalinger er indtægter eller omkostninger som løbende tilskrives eller fraskrives virksomheden, som følge af en merlikviditet der kan opnå en renteindtægt eller omkostning af. Virksomhederne vil ofte have et deposita stående, som banken vil forrente. Renterne kan estimeres i henhold til bankens rente og løbetiden af udlejningen, hvorved denne kan medtages.

Byggeretter opstår, hvor virksomheden har en byggeret til at forøge deres udlejningskapacitet og derved kan forøge lejeindtægterne. Dette kan give ejendommen en merværdi, som der kan foretages et skøn over. Dette skøn vil blive foretaget ved at vurdere hvor meget sådan en byggeret er værd for en ekstern investor kombineret med den mulige indtjening der kan være ved anvendelse af denne byggeret. Investerings ejendommens omkostninger og indtægter, fastsættes til et normaliseret niveau.

7.2.1.4 Tomgangseffekt i normalindtjeningsmodellen

Ved opgørelse af driftsafkastet tages der udgangspunkt i en skønnet markedsleje af ikke udlejede lokaler (tomgangseffekt), mens der ved opgørelse af afkastkravet tages udgangspunkt i virksomhedens muligheder for alternativ udlejning eller genudlejning. En investeringsejendom som ikke løbende har fuld kapacitet i sin udlejning skal der derfor foretage en regulering heraf, således at værdiansættelsen ikke tager udgangspunkt i at ejendommen er fuldt udlejet. Denne regulering vil oftest være et skøn, hvor der kan tages udgangspunkt i historiske data sammenholdt med nuværende markedsforhold.

Hvis en investeringsejendom løbende kun har haft 80% kapacitetsudnyttelse og der er intet i markedsforholdene som indikerer at dette ændrer sig, så vil virksomheden skulle medtage at ejendommen kun er udlejet 80% samt at der vil være en løbende tomgang på 20%, som følge af manglende kapacitetsudnyttelse. Dette vil betyde at ejendommen skal værdiansættes mindre end hvis den havde haft 100% kapacitetsudnyttelse.

Tomgangsrisici afhænger naturligt af ejendomstypen, herunder hvilke forventninger samfundet har til givne industrier (erhvervsudlejning) eller urbanisering i øvrigt som sikre højere udlejningsprocenter på boligejendomme i store byer

7.2.1.5 Følsomhedsanalyse ved normalindtjeningsmodellen

Afkastmodellen er følsom over for en række forhold, men den er mest følsom overfor ændring i driftsafkastet og afkastkravet. I forbindelse med fastsættelse af driftsafkastet er et af de vigtige parametre, fastsættelsen af tomgang. Tomgangen bør til svare et normaliseret og realistisk niveau,

hvilket kan være baseret på historiske oplysninger eller et skøn virksomheden bør tage i betragtning ud fra fremadrettet data.

I det nedenfor illustreret eksempel, vil afkastkravet og tomgangen have følgende betydning i forhold til værdifastsættelsen:

Afkastkrav/Tomgang	10%	5%	3%
3,25%	121.846.154	128.615.385	131.323.077
4,25%	93.176.471	98.352.941	100.423.529
5,25%	75.428.571	79.619.048	81.295.238

Figur 20, kilde: forfatterne

I konkrete eksempel, anvendes en tomgangsprocent på 5%, mens at der anvendes et afkastkrav på 4,25%, som er fastsat på baggrund af Colliers rapport for markedsdata¹⁸. Dette giver en værdi på 98.353 t.kr., ved normalindtjeningsmetoden. En ændring i tomgangen fra 5% til 10% vil betyde at værdien falder med 5.177 t.kr. til 93.176 t.kr.

Omvendt hvis afkastkravet ændres fra 4,25% til 3,25% vil værdien stige fra 98.352 t.kr. til 128.615 t.kr., svarende til 20.260 t.kr.

Regnskabsvejledningen til den nye årsregnskabslov, anbefaler at der gives en række forhold, heri blandt tomgang og afkastkrav som led i de centrale forudsætninger til brug for værdiansættelsen. Ovenfor illustrerer på passende vis, hvorfor dette er essentielt til vurderingen af ejendommens værdiansættelse og derved indregnet dagsværdi i årsregnskabet.

7.2.2 Discounted Cash Flow model (DCF-model)

Som alternativ til normalindtjeningsmodellen findes DCF-modellen (Discounted cash flow model), som ligeledes benyttes til brug for værdiansættelse af investeringsejendomme. Metoden bygger i sin enkelthed på kapitalværdier, dvs. en tilbagediskonteret værdi af fremtidige pengestrømme til nutidsværdi for, derved at beregne værdien af investeringsejendommen. DCF-modellen er ligeledes en anerkendt værdiansættelsesmetode i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder mv. og kan derfor ikke kun benyttes i relation til værdiansættelse af ejendomme.

¹⁸ Colliers markedsdata Q3 2017

Modellen skal benyttes på hver enkelt ejendom i investeringsporteføljen ("stand alone") ligesom normalindtjeningsmetoden. Modsat den afkastbaserede metode benytter DCF-metoden forskellige ind- og udbetalinger (pengestrømme), og den benytter en risikojusteret kapitalomkostning som tilbagediskonteringsfaktor, således at værdien beregnes i nutidskroner, hvilket inkluderer en risikopræmie for den usikkerhed der ligger i fremtiden.

DCF-modellen tager udgangspunkt i de fremtidige pengestrømme, som findes i virksomhedens budget for den enkelte ejendom. Budgetperioden er typisk 4-10 år. Derudover benyttes begrebet "Terminalperiode", som er en residual i modellen og en "uendelige" periode, efter budgetperioden. Budgetperiodens pengestrømmene kan variere fra år til år på baggrund af ledelsens skøn over hver enkelt ejendom, da der løbende tages udgangspunkt i tomgangsrisici (ikke udlejede kvm) og andre faktorer som påvirker budgetteringen. Pengestrømmene i terminalperioden er konstante, evt. med en indlagt vækst på en fastsat procent. Både terminalperioden og budgetperiodens pengestrømme tilbagediskonteres med de risikojusterede kapitalomkostninger også kaldet WACC. Udgangspunktet er, at i budgetperioden, er det muligt at vurdere pengestrømmenes størrelse med stor sandsynlighed, hvorfor modellen tillader at ledelsens skøn er indregnet. Det forudsættes dog, at ledelsen har de nødvendige kompetencer og indsigt til at kunne foretage budgettering og derved varierer typen af udlejning af, hvor stor den risikojusterede kapitalomkostningsværdi skal være, eksempelvis er der forskel på udlejning af private boliger med 100 lejere og industriproduktion med 1 lejer. Terminalperioden (perioden efter budgetperioden) er forbundet med noget større usikkerhed, da periodens tidshorisont er længere end i budgetperioden og at denne tillægges efter budgetperioden og derved øges usikkerheden. Derfor fastlægges pengestrømmene i terminalperioden med et normaliseret niveau. Pengestrømmene fastsættes oftest på baggrund af sidste år i budgetperioden, hvis pengestrømmene i det sidste budgetår er normaliserede, særligt ved ejendomme hvor der er en forventning til udlejningspriser og tomgang.



Figur 21, perioderne ved DCF-metoden (kilde: forfattere)

Som det fremgår af ovenstående figur, kan budgetperioden strække sig i op til 10 år. Dette er som tidligere nævnt i opgaven, betinget af ledelsens kompetence og indsigt i branchen samt hvilken type ejendomme, virksomheden besidder. Derfor er budgetperioden ofte kortere jo større usikkerhed, der er forbundet med fremtiden, herunder vurdering af ejendomstype og hvilken type lejere, der er tale om, herunder lejekontrakternes længe osv. Som illustreret ovenfor indtræder terminalperioden efter budgetperioden, hvor ledelsen forudsætter, at fremtidige pengestrømme er ens eller stigende (vækst faktor). Ligesom normalindtjeningsmodellen har DCF-modellen nogle faser, der skal bedømmes i forbindelse med anvendelse af metoden. Faserne skal gennemgås kronologisk, og hver enkelt fase skal vurderes nøje.

7.2.2.1 Fastlæggelse af frit cash-flow fra budgetperioden

I første del af modellens faser fastlægges det frie cash flow for hvert enkelt år i budgetperioden. Det frie cash flow defineres som det cash flow, der står til rådighed for långivere og ejere. Derfor måles det frie cash flow før finansielle poster.

Fastlæggelse af FCF i budgetperioden
+ Lejeindtægter
- Drifts- og administrationsomkostninger
= <i>Driftsresultat før finansiering og skat</i>
- Betalbar skat
= <i>Bruttodriftsresultat før finansiering og efter skat</i>
+/- ændring i nettoarbejds kapital
+/- nettoinvestering i fastkapital
= Frit cash flow

Figur 22, fastlæggelse af FCF i budgetperioden (kilde: forfattere)

Det frie cash flow kan variere fra de hvert enkelt budgetår, som følge af budgetterede ombygninger eller anden form for ejendomsudvikling, herunder særlige poster og engangsomkostninger. Når det frie cash flow skal estimeres, tages der udgangspunkt i driftsresultatet før renter og skat, hvorefter den betalbar skat fratrækkes, modsat normalindtjeningsmodellen, der ikke medtager betalbar skat i beregningen af dagsværdien. Derefter reguleres cash flowet for ændringer i nettoarbejds kapitalen og nettoinvesteringer i fast kapital, hvorpå der til sidst tillægges afskrivninger, da disse ikke har

likviditetsmæssige effekt. Det skal dog nævnes, at der ikke foretages afskrivninger på investeringsejendomme når der måles til dagsværdi, hvorfor disse ikke er medtaget i ovenstående illustration.

Lejeindtægter

For budgetperioden foretages en detaljeret gennemgang af forventede niveau for lejeindtægter. Lejeindtægter budgetteres med en forventet risiko for ikke udlejede kvadratmeter (tomgangsrisiko), taget markedssituationen i betragtning. Størrelsen på lejeindtægterne er essentiel for ejendommens dagsværdi, da en eventuel køber, køber ejendommen ud fra hvad de fremtidige indtægter for ejendommen, forventes at genere. Såfremt de er lave, vil ejendommen være mindre værd. Der modregnes indtægter fra indgåede lejekontrakter for den enkelte investeringsejendom. De fremtidige indtægter bestemmes ud fra markedssituationen, hvor konjunkturforhold, renteniveau, ejendommens attraktivitet mv., er helt centrale. Lejeindtægter i budgetperioden kan opdeles i to kategorier; Kontrakter der er tegnet for perioden, hvorfor indtægtsstrømmene er ”sikre” og indtægtsstrømme som er ”skønnet”. I lejekontrakter er der typisk aftalt en årlig pristalsregulering, svarende til forventede inflationsniveau. For indtægter der er skønnet af ledelsen, tillægges forventet inflationsrate.

I budgetperioden skal ledelsen ligeledes tage stilling til om der skal indregnes eventuel lejerreserve. En lejerreserve betyder en potentiel stigning i lejeindtægterne. Dette kan være en planlagt ombygning, der resulterer i flere lejemål og derved øges de forventede lejeindtægter. Det kan også være, ved boligejendomme, hvor de indgåede lejemål er tegnet for 40 år siden, og kun er pristalsreguleret, og derved er den betalte leje/modtagende lejeindtægt ikke markedskonform. Derved er der grundlag for at hæve huslejen på fraflytningstidspunktet eller såfremt loven tillader, når lejer bor i lejemålet.

Dette er dog vanskeligt for ledelsen at vurdere og dermed budgettere, da det kan være svært at forudse konsekvenserne i fremtiden. Dette kan eksempelvis være lejekontrakter med lang uopsigelighed eller særligt attraktive bolig kvadratmeter, eksempelvis i indre København. Der skal naturligvis også indregnes tilsvarende omkostninger forbundet med udnyttelse af lejerreserven.

Driftsomkostninger og administrationsomkostninger

Driftsomkostninger samt administrationsomkostninger skal ligeledes budgetteres ud fra et normaliseret niveau, således at de driftsomkostninger som bruges til at fastholde indtægtsstrømmene kendes. Til

fastlæggelse heraf, særligt driftsomkostninger, herunder vedligeholdelse, medtages historiske regnskabsmæssige erfaringer. I budgettet opdeles driftsomkostninger i variable og faste omkostninger, ligesom det skal vurderes, om der er kommende store renoverings- eller ombygningsprojekter på ejendommen, der skal budgetteres for særskilt. Administrationsomkostninger kan ligeledes variere, men vil ofte være faste omkostninger, herunder løn, bogholderi, kontorhold mv. Skat ses i denne sammenhæng ligeledes som en omkostning, der udregnes på baggrund af driftsresultatet, som korrigeres med permanente og midlertidige afvigelser.

Nettoændring i arbejdskapital

Virksomhedens nettoarbejdskapital, der består af summen af ”de ikke rentebærende omsætningsaktiver” og den ”ikke rentebærende gæld”, korrigeres ligeledes i budgettet, herunder vil der typisk fastsættes en normaliseret arbejdskapital, som danner baggrund for ejendommens handelssum.

Nettoinvesteringer i fast kapital

Nettoinvesteringer i fast kapital, eksempelvis investeringer i materielle anlægsaktiver, som kunne være en ombygning/forbedring af virksomhedens ejendom, påvirker ”det frie cashflow” negativt, i takt med at denne foretages. Den negative påvirkning vil resultere i en lavere dagsværdi. En nettoinvestering i fast kapital kan ikke sidestilles med vedligeholdelse af ejendommen, som er beskrevet ovenfor. Dog kan der modsat argumenteres for at sådanne investeringer, naturligt vil indbringe pengestrømme og således vil sådanne investeringer være nødvendige for at kunne oparbejde fremtidens pengestrømme.

7.2.2.2 Fastlæggelse af terminalværdi

Som vist i figur 22 fastsættes Det frie cash flow (FCF) først i budgetperioden, og derefter fastsættes terminalperiodens FCF. Terminalperioden udtrykker en periode efter budgetperioden, hvor usikkerheden er så stor, at denne ikke inddrages i budgettet, grundet det tidsmæssige aspekt. Terminalværdien har dog stor betydning for værdifastsættelsen af ejendommen, trods større usikkerhed end i budgetperioden, fordi terminalperioden er væsentligt længere end budgetperioden.

Terminalværdien skal forstås som restværdien af de resterende pengestrømme, der ikke er medtaget i budgetperioden. Pengestrømmene i terminalperioden kan fastsættes på to måder:

- Lang eksplicit terminalperioden
- Voksende frit cashflow

Lang eksplicit terminalperioden

Ved denne metode, udarbejder virksomheden et budget for hvert år af ejendommens levetid, dvs. hvis ejendommen har en levetid på 100 år, skal der foretages konkrete beregninger for hvert af årene efter budgetperioden. Dette kan dog udfordres af praktikken og vurderes derfor typisk at have stor teoretisk værdi, men anvendes ikke praksis, da virksomhederne ikke budgetterer så langt ud i fremtiden.

Endvidere kan relevansen og pålideligheden af de fremkomne værdier give anledning til diskussion, da ingen kan vurdere så langt ud i fremtiden. Ved metodens anvendelse benyttes derfor ikke udvikling i budgetperioden.

Voksende frit cashflow

Som alternativ til ovenstående metode kan ”voksende frit cashflow” benyttes. I modsætning til ”lang eksplicit terminal metoden” budgetteres de enkelte år i terminalperioden ikke, men forudsætter derimod samme procentuelle stigning i terminalperioden som i budgetperioden. Denne model er mere praktisk anvendelig, da denne ikke er ligeså tidskrævende som ”lang eksplicit metoden”. Metoden er ligesom ovenstående genstand for fortolkning, da fremtiden er meget usikker, men typisk vil være lettere at ”forhandle”, da samme metode anvendes i alle terminalårene, modsat konkret budgetberegning i hvert enkelt år. Terminalværdien bestemmes ud fra det fri cashflow i et enkelt år, hvor FCF fastsættes på denne måde, som illustreret i budgetperioden figur 22. Oftest benyttes det sidste år af budgetperioden som beregningsgrundlag for terminalværdien. En forudsætning i forbindelse med ”overgangen” til terminalperioden er, at de frie pengestrømme skal være normaliserede. Der må derfor ikke indgå ekstraordinære poster mv. Når FCF for terminalperioden er bestemt, udregnes terminalværdien på følgende måde.

$$\text{Terminalværdi} = \frac{FCF_T[\text{norm.}]_1}{WACC - g}$$

$FCF_T[\text{norm.}]_1$ = Det normaliserede niveau for inv. ejendommens frie cash flow i det første år efter budgetperioden
 $WACC$ = Virksomhedens vægtede afkastkrav,
 G = Den forventede vækst i virksomhedens frie cash flow i al fremtid.

Den beregnede terminalværdi skal senere tilbagediskonteres til nutidsværdien i vurderingsåret.

7.2.2.3 Fastlæggelse af risikojusterede kapitalomkostninger

Ved anvendelse af DCF-modellen skal de fremtidige pengestrømme tilbagediskonteres med en risikojusteret kapitalomkostninger også kaldet WACC. Ved anvendelse af WACC (afkastkravet) skal der tages højde for at afkastkravet på henholdsvis fremmedkapital og egenkapital er forskellig. Endvidere forudsættes det, at renteomkostninger fra fremmedfinansiering kan fradrages skattemæssigt. Formel til fastsættelse af WACC/afkastkrav er illustreret nedenfor.

$$Wacc = \left[\frac{G}{(G + EK)} \right] * r_G * (1 - t_c) + \left[\frac{EK}{(G + EK)} \right] * r_E$$

G = Markedsværdi af gæld
 EK = Markedsværdi af egenkapital
 r_G = Afkastkrav til gæld
 r_E = Afkastkrav til egenkapital
 T = Selskabsskattesatsen i landet

Ved definition af de enkelte elementer er mange af overvejelserne de samme som ved brug af afkastmodellen. Dette skyldes, at mange af disse faktorer har betydning for fastsættelsen af delelementerne i WACC'en og derfor er fastsættelse af WACC et skøn der kan debatteres og udfordres. Særligt på ejendomme da salgspriser, kvadratmeterpriser mv. er offentlige kendte via tinglysningsregistreret. Dette medfører i at der for udvalgte ejendomme kan der være markedsdata, som kan være med til at understøtte beregnede WACC. Foruden dette udarbejdes der løbende markedsrapporter fra anerkendte mæglervirksomheder i Danmark og udlandet, som også kan benyttes som inspiration hertil.

Markedsværdi af gæld (G)

Fra og med den nye årsregnskabslov, skal virksomheder med investeringsejendomme ikke behandle deres gæld til dagsværdi, men amortiseret kostpris. Markedsværdien af gælden kan derfor afvige fra de regnskabsmæssigt opgjorte forpligtelser, der relaterer sig til den enkelte investeringsejendom. Ledelsen skal være opmærksom på, væsentlige ændringer i de bagvedliggende faktorer for de enkelte låntyper, da dette kan have væsentlige indvirkning på markedsværdien af gælden ligesom eventuelt indfrielsestidspunkt og låntype vil påvirke dagsværdiforløbet på gælden.

Markedsværdien af egenkapital (EK)

Den del af ejendommen der er finansieret ved egenkapital skal ligeledes fastlægges. Dette er nødvendigt, da egenkapitalfinansiering ikke er skattemæssigt fradragsberettiget og afkastkravet et forskelligt fra fremmedfinansieringen. Ejendommens type, stand og beliggenhed er faktorer der er af betydning for fastlæggelse af forholdet mellem gæld og egenkapital. Risikobetonede ejendomme vil have en højere andel af fremmedkapital. Såfremt det ikke er muligt at opgøre forholdet mellem gæld og egenkapital pålideligt, kan selskabets generelle kapitalstruktur anvendes.

Afkastkrav på gæld (rG)

Afkastkrav på gæld fastlægges på baggrund af ejendomsspecifikke og samfundsspecifikke forhold, da de er bestemmende faktorer herfor. Eksempelvis vil en god beliggenhed få investors afkastkrav til at falde, da pengestrømmene herved er mere sikre, alt andet lige er det lettere at udleje en ejendom i indre København end i Næstved, derved vil afkastkravet være lavere i København end i Næstved. De generelle antagelser omkring forventningskravet ved brug af afkastmodellen er de samme, jf. afsnit 7.2.1.2. Afkastkravet på fremmedfinansiering ligger under afkastkravet på egenfinansiering. Dette skyldes at egenkapitalfinansiering er uden sikkerhed, hvorimod fremmedfinansiering typisk vil tage pant i ejendommen eller virksomheden (virksomhedspant).

Afkastkrav på Egenkapital (rE)

Niveauet for afkastkrav på egenkapital ligger generelt over niveauet for fremmedfinansiering. Dette skyldes at ejerne først får udbetalt deres afkast efter kreditorerne (fremmedfinansieringen), og derved har mindre sikkerhed jf. ligeledes afsnit ovenfor.

Selskabsskatteprocent (T)

Da en grundlæggende forudsætning i modellen er, at renteudgifter på fremmedfinansiering kan fradrages skattemæssigt, vil selskabsskatteprocenten være mere væsentlig ved højt niveau af fremmedfinansiering end ved et lavt niveau. Selskabsskatteprocenten er ligeledes væsentlig, da denne har vist sig at falde over tid, hvilket er set de senere år.

Når henholdsvis markedsværdi af gæld, markedsværdi af egenkapital, afkastkrav på gæld og egenkapital samt selskabsskatteprocenten er bestemt, kan WACC'en udregnes til brug for tilbagediskontering af de frie pengestrømme i terminalperioden, til nutidsværdi.

7.2.2.4 Dagsværdien af investeringsejendomme

Dagsværdien af investeringsejendomme, som udtrykker den forventede salgpris på denne, kan nu fastsættes. Denne findes ved at sammenlægge nutidsværdien af de enkelte år i budgetperioden og nutidsværdien af terminalperioden.

Nutidsværdi af budgetperioden

For at finde nutidsværdien af budgetperioden, skal de fri pengestrømme tilbagediskonteres med den fastsatte WACC, som vises ved nedenstående formel, således at den fremtidige værdi betales i nutidsværdien af pengestrømmene.

$$\text{Nutidsværdi af budgetperioden} = \frac{FCF_1}{(1+Wacc)} + \frac{FCF_2}{(1+Wacc)^2} + \frac{FCF_3}{(1+Wacc)^3} + \frac{FCF_n}{(1+Wacc)^n}$$

Nutidsværdien af terminalperioden

Da terminalperioden er udregnet ved en uendelig annuitet, jf. afsnit 7.2.2.2, skal denne tilbagediskonteres med fastsatte WACC (afkastkrav) til vurderingstidspunktet. Terminalværdien skal tilbagediskonteres med t-1 perioder. Grunden til at terminalværdien skal tilbagediskonteres med en periode/et år mindre end budgetperioden skyldes, at ved beregningen af en uendelig annuitet, bliver cash flowet i sig selv tilbageført med 1 år.

Samlet værdi af investeringsejendom

Ved at sammenlægge nutidsværdien af budgetperioden og nutidsværdien af terminalperioden fås den estimerede dagsværdi af investeringsejendommen ved brug af DCF-modellen. Værdien kan dog korrigeres efter specifikke forhold, der relaterer sig til den enkelte ejendom. Et eksempel herpå kunne være særligt luksuriøse ejendomme, eller ejendomme som har særlig affektionsværdi for bestemte kunder.

DCF-modellens faser bør løbende evalueres af ledelsen i takt med, at ledelsens informationer bliver mere præcise. Udregninger i budget- og terminalperiode kan med fordel opstilles i skema, illustreret nedenfor i afsnit 7.2.2.5 Dette gør, at ledelsen kan se forskelligt output ved anvendelse af følsomhedsanalyser, ved at ændre på givne forudsætninger og se konsekvensen heraf.

Som det fremgår af modellen er alle fastsatte elementer, ved brug af DCF, skrevet ind og derved fremgår den beregnede dagsværdi/markedsværdi af ejendommen nederst i arket. Ved at opstille værdiansættelsesprocessen er det også muligt for ledelsen, at sætte nye vækstforventninger eller lignende ind i budgettallene. I modellen forudsættes det at ledelsen, benytter metode for ”voksende cashflow”, beskrevet i afsnit 7.2.2.2

Fordelene ved DCF-modellen er, at virksomheden har mulighed for at indarbejde budgetterede udgifter og indtægter, som ledelsen har kendskab til indtræffer inden for en kommende årrække. Budgetter er forbundet med skøn, hvilket skaber et grundlag for diskussion om indlagte forudsætninger i budgetterne er i overensstemmelse med den forventede virkelighed, og skaber derved følsomhed ved ændring i forudsætninger.

7.2.2.5 Følsomhedsanalyse ved DCF-model

Afkastkravet er fastsat til 4,25% efter skat, som er identisk med fastsatte WACC ved brug af normalindtjeningsmodellen afsnit 7.2.1.5. Dette er gjort for at skabe et sammenligningsgrundlag de to imellem til senere diskussion af værdiansættelsesmetoder. Beregnede eksempel er vedlagt som bilag 4 (budgetforudsætninger) og indgår derfor som en del af samme analyse.

Som det fremgår af modellen, beregnes værdi af budgetperioden til 14.857 t.kr. og værdi af terminalperioden til 105.010 t.kr., dette giver i alt en beregnet dagsværdi på 119.867 t.kr. Budget for ejendommen er identisk med benyttede i normalindtjeningsmodellen.

Ejendommen udvikles organisk ved at udleje flere u udlejede kvm (tomgang). Tomgangen ændrer sig i perioden fra 90% til 97%. Der forventes ikke 100% udlejning, da dette er udlejning til privat bolig, hvor der altid vil være fraflytninger, da en privatperson gennemsnitligt bor et sted et givet antal år. Der budgetteres med en inflationsrate på 3%, der er indarbejdet som pristalsregulering i de aftalte lejekontrakter, hvorfor ejendommens omsætning stiger med tilsvarende niveau, samtidig med at tomgangen reduceres, over tid. Samtidig forventes der en netto tilvækst på 1,32% i terminalperiode frem til uendelig. Der er ikke budgettet med investeringer i fast kapital/forbedringer af ejendommen, ligesom vedligeholdelsesniveauet kun øges med inflationsraten i budgetperioden. I budgettet er der ligeledes indarbejdet, at selskabet udarbejder el-, vand- og varmeregnskab og søger refusionen hos lejerne. Derved har selskabet ikke omkostninger hertil udover de anførte administrationsomkostninger. Budgettet afspejler ikke ejendomsselskabets egen andel af driftsomkostninger.

Afkastkravet er fastsat til 4,25% ud fra nedenstående beregning:

Ejerafkastkrav:

Risikofri rente	0,2%
Virksomhedsspecifikt risikotillæg (typisk 2-11%)	5%
Tillæg for illikviditet (typisk 1-6%)	5%
	10,2%

Fremmedkapitalomkostninger:

Fremmedkapitalomkostninger før skat (Lånerente)	0,2%
Skatteprocent	22%
Fremmedkapitalomkostninger efter skat	0,2%

Langsigtet kapitalstruktur:

Gældsandel (netto rentebærende gæld til markedsværdi)	60,0%
Egenkapitalandel (markedsværdi)	40,0%
WACC efter skat	4,25%

Figur 23, fastsættelse af WACC (kilde: forfattere med inspiration fra Colliers markedsdata Q3 2017)

Ved ændring i fastsatte afkastkrav i en op- eller nedadgående retning, vil have en effekt på den beregnede dagsværdi af investeringsejendommen. Ejendommen af placeret i Lyngby (Storkøbenhavn) og da dette er beboelsesejendom, har vi benchmarket forventede afkast med Colliers markedsrapport fra 3. kvartal 2017¹⁹, som ligeledes viser et afkastkrav mellem 4,25 – 4,75% alt efter stand, i ”forstæder, nord for København”. Anvendelse af 4,25% vurderes som værende acceptabel, da udgangspunktet for eksemplet er en bolig som er opført i 2016 samt dermed i bedre stand end gennemsnittet.

Ved følsomhedsberegningen fokuseres der på følsomheden mellem to faktorer. Det ene er afkastkravet overfor det frie cash flow i terminalperioden, mens det andet er afkastkrav overfor den forventet vækst i uendelighed. Begge dele er illustreret i tabellen nedenfor med udgangspunkt i følsomheden af terminalværdien:

1/2	2.597.390	2.968.446	3.339.502	3.710.558	4.081.613	4.452.669	4.823.725
3,25%	111.593.171	127.535.053	143.476.934	159.418.816	175.360.698	191.302.579	207.244.461
4,25%	73.506.765	84.007.731	94.508.697	105.009.664	115.510.630	126.011.597	136.512.563
5,25%	54.802.753	62.631.718	70.460.683	78.289.648	86.118.612	93.947.577	101.776.542
6,25%	43.686.576	49.927.516	56.168.455	62.409.394	68.650.334	74.891.273	81.132.213

1/3	-1,68%	-0,68%	0,32%	1,32%	2,32%	3,32%	4,32%
3,25%	62.409.394	78.289.648	105.009.664	159.418.816	330.836.898	IA	IA
4,25%	51.885.045	62.409.394	78.289.648	105.009.664	159.418.816	330.836.898	IA
5,25%	44.398.025	51.885.045	62.409.394	78.289.648	105.009.664	159.418.816	330.836.898
6,25%	38.799.283	44.398.025	51.885.045	62.409.394	78.289.648	105.009.664	159.418.816

Figur 24, kilde: forfatterne

Nummerering i yderste venstre side er forklaret ved følgende overskrifter:

1. Afkastkrav
2. FCF i Terminalperiode
3. Forventet vækst i uendelighed

¹⁹ Colliers markedsrapport fra Q3 2017

Afkastkrav overfor frit cash flow i terminalperioden

Som illustreret er terminalværdien 105.010 t.kr., samt markeret med grønt i tabellerne ovenfor. I forhold til det frie cash flow betyder det at såfremt det frie cash flow ændrer sig med 10%, vil terminalværdien stige til 115.511 t.kr., dermed en stigning på 10.501 t.kr.

Såfremt afkastkravet ændrer sig til 3,25% i stedet for 4,25% betyder at værdien vil gå fra 105.010 t.kr. til 159.419 t.kr, dermed en stigning på 54.409 t.kr.

Afkastkrav overfor den forventet netto tilvækst i terminalperioden

I forhold til netto tilvækst i terminalperioden vil en ændring på 1%-point fra 1,32% til 2,32% betyde en ændring fra 105.010 t.kr. til 159.419 t.kr., præcis samme ændring som ved en ændring af afkastkravet fra 4,25% til 3,25%. Årsagen til dette er at afkastkravet bliver fratrasket netto tilvæksten ved de endelige beregninger af terminalværdien.

Betydning af følsomheden

Betydningen af følsomheden er klar i, det at de budgetteret tal har en stor betydning for den beregnet værdi. Dette betyder at virksomhederne skal være gode til at budgettere fremad i tid for at kunne anvende DCF metoden på en retvisende måde. Ligeledes er det vigtigt at virksomhederne anvender de korrekte afkastkrav. En mindre ændring i afkastkravet kan som illustreret betyde en ændring, som er væsentlig for regnskabet og interessenternes forståelse heraf.

Netop disse parametre er en del af det, som tidligere beskrevet er blevet ændret med den nye årsregnskabslov. Der sættes nu krav til at virksomhederne skal oplyse centrale forhold omkring deres ejendomme og værdiansættelse af dem. Vejledningen ligger derfor op til at bl.a. afkastkrav og følsomheden i ændringer af afkastkravet er centrale forhold samt dermed bør oplyses. Eksemplet illustrerer på passende vis, at dagsværdien kan ændre sig væsentligst, såfremt der benyttes andre forudsætninger ved opgørelsen, hvorfor det er relevant for regnskabslæser, at kender de forudsætninger som er lagt til grund for værdiopgørelsen.

7.2.3 Værdiansættelse til kostpris

Ved første indregning skal ejendomme indregnes til kostpris. Kostprisen skal jf. ÅRL §40 indeholde alle de omkostninger som er tilknyttet til anskaffelsen heraf, indtil tidspunktet hvor aktivet er klar til at tages i brug, reetableringsforpligtelser skal også indgå. Omkostningerne kan inddeles i direkte

omkostninger og indirekte omkostninger. Direkte omkostninger skal virksomheden indregne som en del af kostprisen og indirekte omkostninger er valgfrit i alle regnskabsklasser.

Direkte omkostninger kan eksempelvis være, advokatomkostninger, tinglysningsgebyr, øvrige transaktionsomkostninger mv. Indirekte omkostninger kan indregnes såfremt disse vedrører en fremstillingsperiode og kan eksempelvis være, renter til lån som led i finansiering af fremstillingen af anlægsaktivet.

Efterfølgende indregning af en ejendom skal ske til kostprisen, fratrullet afskrivninger, hvilket betyder at den konkrete ejendom skal afskrives over dennes forventede levetid, under hensyntagen til forventede scrapværdi, på det tidspunkt hvor ejendommen ikke længere forventes anvendt.

Scrapværdien skal fastsættes på ibrugtagningstidspunktet af aktivet. Med ændringerne i årsregnskabsloven, er det vedtaget at virksomhederne fremadrettet skal foretage en årlig revurdering af vurderede scrapværdi, således at denne fortsat afspejler et realistisk bud på aktivets værdi, når dette ikke længere forventes anvendt. Dette er særligt relevant, hvis der er sket en prisstigning i markedet eller de oprindelige forudsætninger for det foretagende skøn, har ændret sig. Dette kan eksempelvis være ud fra ændret vedligeholdelsesbehov, ændring i brugstid, ændret teknologisk eller fysisk holdbarhed mv. Overstiger den revurderede scrapværdi den bogførte værdi, skal der ikke foretages yderligere afskrivninger, på det pågældende aktiv. Væsentlige efterfølgende ændringer i scrapværdien, skal behandles som en ændring til regnskabsmæssige skøn ²⁰.

Regnskabsmæssige skøn, er det eller de bedste vurderinger som en virksomhed kan lave ved udarbejdelse af årsregnskabet og de enkelte bestanddele heri. Skønnet indeholder naturligt en vis usikkerhed, da ledelsen ikke har fuld viden om fremtidige begivenheder og deres indvirkning på de bogførte værdier. Derfor foretages et regnskabsmæssige skøn, ud fra den viden som er til rådighed, for ledelsen, på tidspunktet herfor og skønnet ændres naturligt, såfremt forudsætningerne herfor ændres over tid. Eksempelvis som ovenfor beskrevet om fastsættelse scrapværdier på aktiver. Hvis ledelsen på et senere tidspunkt konstaterer at resultaterne af foretagende skøn afviger fra oprindelige udgangspunkt, skal dette ikke behandles som en fejl, blot fordi virksomheden er blevet klogere, men der skal sondres mellem om dette var en fejl på det tidspunkt hvor skønnet var udøvet eller om der er

²⁰ Årsregnskabslovens § 49, 52, 54 samt 95

sket ændringer i de forudsætninger, der blev lagt til grund for skønnet. Ændrede skøn, skal omtales og forklares i regnskabet og placeres i afsnittet om ”anvendt regnskabspraksis”. Den beløbsmæssige effektiv på både resultatopgørelse, passiver og aktiver, skal så vidt som muligt oplyses.

Afskrivninger skal løbende afspejle den forventede værdiforringelse af ejendommen. Med indførsel af nye årsregnskabsloven, skal virksomhederne opdele aktivet (ejendommen) i forskellige bestanddele og afskrives over den periode, som de enkelte bestanddele skønnes af have af brugstid. Hvis ledelsen vurderer at der ejendommens værdi er lavere end dennes genindvendingsværdi, kræver ÅRL § 42, yderligere nedskrivning. Genindvendingsværdien er den højeste værdi er kapitalværdien og salgsværdien fratrukket forventede omkostninger ved et salg. Er det ikke muligt at fastsætte genindvendingsværdien for den enkelte ejendom, skal nedskrivningsbehovet vurderes samlet for mindste gruppe af aktiver (pengestrømsgenererende enheder/CGU)²¹. Til vurdering af nedskrivningsbehovet på ejendomme, vil ledelsen skulle foretage en nedskrivningstest. En nedskrivningstest kan være baseret på nogle forudsætninger og forhold ud fra hvilken værdiansættelsesmodel der anvendes. Dette kan eksempelvis være ved normalindtjeningsmodellen eller DCF-modellen ligesom nogle virksomheder vil indhente en ekstern vurdering. Hvis den kapitaliserede værdi på denne baggrund er lavere end indregnede kostpris, skal der foretages en regnskabsmæssig nedskrivning af den pågældende ejendom, aktiv for aktiv.

En nedskrivning eller tilbageførsel af tidligere års foretagende nedskrivninger, vil derfor influere på fremtidige afskrivninger, forudsat at scrapværdien er den samme.

Et typisk ejendomsselskab vil løbende vedligeholde porteføljen, således at lejeindtægter kan fastholdes eller øges over tid. Derved kan det udfordres om der reelt sker en værdiforringelse af det pågældende aktiv, foruden de naturlige markedsforhold som påvirker ejendomsmarkedet i opadgående eller nedadgående retning. Grundet ejendomsmarkedets volatilitet, inflation mv, kan der over tid opstå betydelig forskel på faktiske kostpris minus af- og nedskrivninger og faktiske markedspris på den enkelte ejendom. Det er derfor valgfrit for virksomhederne at opskrive materielle anlægsaktiver til

²¹ PwC Regnskabshåndbogen side 168 ”krav til måling af materielle anlægsaktiver”.

dagsværdi jf. ÅRL §41. Hvis sådanne principper ændres eller anvendes skal dagsværdien fastlægges ud fra følgende principper²²

- Udgangspunktet er den pris, aktivet på balancedagen kan sælges til på et velfungerende marked (salgsværdien)
- Kan salgsværdien ikke konstateres på et velfungerende marked, måles dagsværdien ud fra salgsværdien af aktivets enkelte bestanddele
- Er dette heller ikke muligt, kan en tilnærmet salgsværdi i form af aktivets kapitalværdi benyttes – dog kun i det omfang, der findes almindeligt accepterede værdiansættelsesmodeller og -teknikker herfor
- Er det ikke muligt at opgøre en tilnærmet salgsværdi, kan genanskaffelsesværdien eller nettorealiseringsværdien anvendes

Ejendommens indregnede værdi vil således i højere grad afspejle markedsværdien. Denne mulighed kan bidrage til at mere retvisende billede af ejendommens værdi, eksempelvis hvis en ejendom er købt for 50 år siden og blot er indregnet til dennes kostpris, hvor kostprisen er signifikant lavere end faktiske markedsværdi. I forbindelse med denne opskrivning vil der ske tilsvarende binding på egenkapital, hvilket vil medføre at der ikke kan ske udlodning af udbytte eller på anden måde elimineres ved virksomhedens fremtidige overskud eller underskud. Reserven kan formindskes i det omfang de opskrevne aktiver, jf. ÅRL §41.

- realiseres eller udgår af aktiviteten,
 - nedskrives på grund af lavere genindvindingsværdi, jf. § 42,
 - er forbundet med udskudt skat, der skal hensættes, jf. § 47,
- tilbageføres på grund af ændret regnskabsmæssigt skøn, jf. § 52, eller
- reduceres i værdi som følge af afskrivninger.

²² PwC Regnskabshåndbog side 170 (nederst på siden) - afsnittet om opskrivning

Dette medfører i imidlertid at der ligeledes skal ske afskrivning af opskrivningen ligesom der skal afsættes udskudt skat heraf. Modsat ved indregning af investeringsejendomme, vil opskrivningen ikke indgå i resultatopgørelsen, men direkte på egenkapitalen.

8 Gældsforpligtelser i tilknytning til investeringsejendomme

Gældsforpligtelser i tilknytning til investeringsejendomme er hovedsageligt realkreditlån. Med den nye årsregnskabslov indføres der krav til at gældsforpligtelser i tilknytning til investeringsejendomme fremadrettet ikke behandles til dagsværdi, men til amortiseret kostpris.

Tidligere skulle amortiseret kostpris anvendes såfremt, virksomheden ønskede at holde til gælden til udløb. Set for virksomhedens synspunkt, vil det i sådanne et tilfælde være ligegyldigt om kursen undervejs ændrer sig det pågældende lån, fordi virksomheden ikke har planer eller ønsker om at indfri gælden på en given dato, til en given dagsværdi. Det er dog essentielt for regnskabsbruger at kende til de faktiske forpligtelser og deres omfang på tidspunktet for årsregnskabsaflæggelsen, derfor vil der med de nye regler konsekvent være en forskel mellem faktiske dagsværdi pr. balancedagen og indregnede gældsforpligtelse pr. balancedagen. I nogle tilfælde vil dette betyde, at indregnede gældsforpligtelser er lavere end faktiske gældsforpligtelser og derved udviser virksomheden en højere egenkapital end i den situation, hvor gælden skulle indfries pr. balancedagen.

8.1 Gældsforpligtelser ved brug af amortiseret kostpris

Selve amortiseret kostprisberegningen er som illustreret ved tabelopstillinger tidligere jf. afsnit 6.2. Amortisering af optagelses- og låneomkostninger fordeles over lånets løbetid samt dermed indgår som en del af amortiseringstillægget, som løbende driftsføres sammen med renter og bidragssatser.

Hvis lånet ændrer sin kurs undervejs har det ingen betydning for amortiseringen, da værdien i balancen ikke skal korrigeres til den løbende dagsværdi. Dermed er det muligt at have en forskydning mellem indregnet værdi og dagsværdi.

I tilfælde hvor en virksomhed har optaget et rentetilpasningslån vil det betyde at det blot er rente og bidragssatserne som ændres undervejs. Rentetilpasningslånet vil til trods for refinansieringen løbende forsat ikke indregnes til dagsværdi løbende.

8.2 Gældsforpligtelser ved brug af dagsværdi

Ved dagsværdi reguleres gældende løbende over resultatopgørelsen, således at gælden under balancen udgør dagsværdien på opgørelsesdagen. Dagsværdien fastsættes på baggrund af kurserne på markedet. Markedet for lån er et veletableret marked, hvor der til dagligt handles med lån. Dette gør at det er forholdsvis nemt at fastsætte dagsværdien, da hvert lån har et nummer som kan slås op via internettet for at se kursen.

Kursen udvikler sig løbende i forhold til udbyd og efterspørgsel på markedet, men det er også præget af en række af samfundsmæssige faktorer. Bl.a. den generelle rente i samfundet. Hvis renten i samfundet stiger, så vil det betyde at kursen falder og dermed der en fordel for den person som har optaget lånet. Hvis renten i samfundet falder vil det have modsat effekt.

Det er almindeligt blandt ejendomsselskaber at optage realkreditlån, da lånerenten i lang tid har været lavere end det forventet afkast på investeringen. Ejendomsselskaber har selv med et fastforrentet obligationslån reelt kan tjene penge på blot at låne pengene fremfor egenfinansiering. Denne praksis har været gældende på det danske marked i de seneste år på grund af de rekordlave renter.

8.3 Følsomhedsanalyse af indregning af gæld

Gældsforpligtelser i tilknytning til investeringsejendomme skal fremadrettet indregnes og måles til amortiseret kostpris modsat tidligere, hvor dette skulle være dagsværdien. Som illustreret i afsnittet 6.2, vil virksomhedens indregnede gældsforpligtelser, ikke ændre sig såfremt kursen ændre sig i de underliggende obligationer. Eftersom at kursen på et lån ændre sig over tid, vil denne udvikling ikke blive afspejlet i årsregnskaberne fremadrettet. Derfor er det relevant at analysere på følsomheden i gældsforpligtelser generelt, for at kunne vurdere, hvilken påvirkning dette reelt har for regnskabsbrugere.

Forholdet mellem rente og restgæld samt lønomkostninger er de grundlæggende elementer til vurdering af et låns attraktivitet.

Til at beregne følsomheden på et lån anvendes begrebet varighed. Varighed er et udtryk for obligationens renterisiko ved en ændring i kurs. Desto højere varigheden af obligationen er desto, mere følsom er den overfor renteændringer.

Varigheden ændrer sig løbende på baggrund af forskellige forhold, som obligationens løbetid, effektive rente og ændring i kursen.

Nedenfor er illustreret to eksempler, hvor varigheden er forskellig:

Type	0,50%	1,50%
Varighed	2,00	4,00
Hovedstol	66.000.000	66.000.000
Kurs	99,002	98,644
Kursværdi	65.341.320	65.105.040
Effekt ved ændring af 1%point	64.021.320	62.465.040
Kursændringseffekt	1.320.000	2.640.000

Figur 24, kilde: forfatterne

Ovenfor kan der ses hvor vigtig varigheden også er i beslutningsprocessen for hvilket realkreditlån som vælges. Hvis der er en stor forskel på varigheden og en forventning om at renten fremadrettet bevæger sig i en bestemt retning, så bør det indgå i beslutningsgrundlaget.

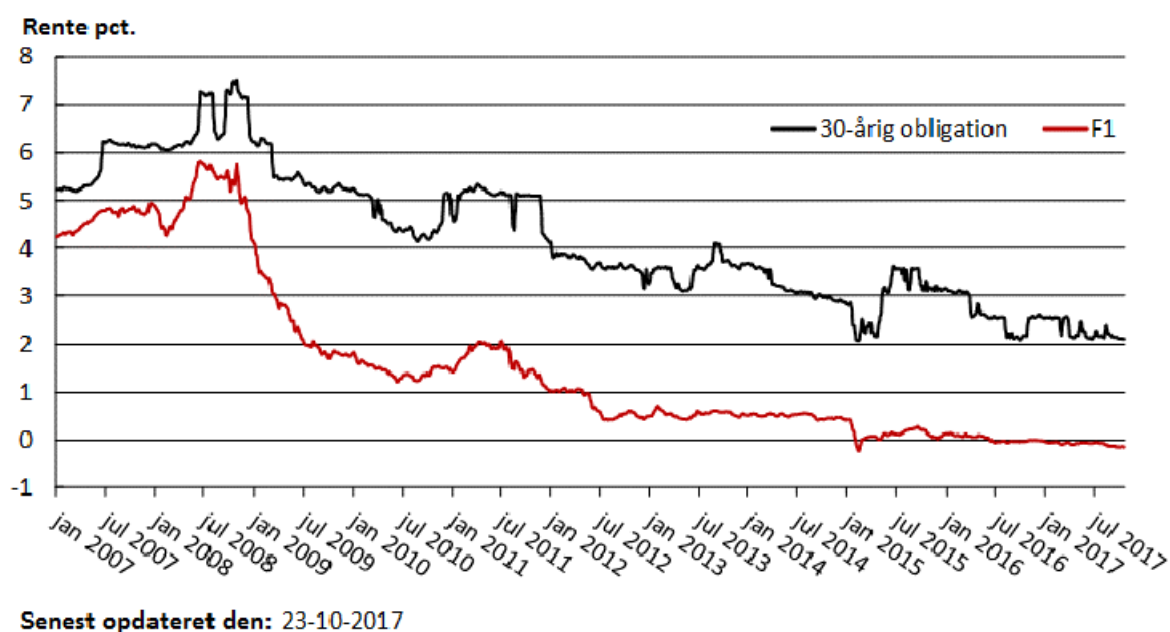
Nedenfor vises følsomheden over for varighed ved det tidligere anvendte lån på 66 millioner, antaget at hovedstol og restgæld er tilsvarende.

Følsomhed	Varighed	Effekt
Varighed	1	660.000
	2	1.320.000
	3	1.980.000
	4	2.640.000
	5	3.300.000
	6	3.960.000
	7	4.620.000
	8	5.280.000
	9	5.940.000
	10	6.600.000

Figur 25, kilde: forfatterne

Almindeligvis på et 20-30-årige realkreditlån vil varigheden være mellem 3-7 afhængig af konkrete forhold ved serien. Dette betyder at der ved en renteændring på blot 1%-point vil betyde at de mest almindelige fastforrentet lån vil påvirkes af mellem 1,98-4,62 millioner for et lån af denne størrelse.

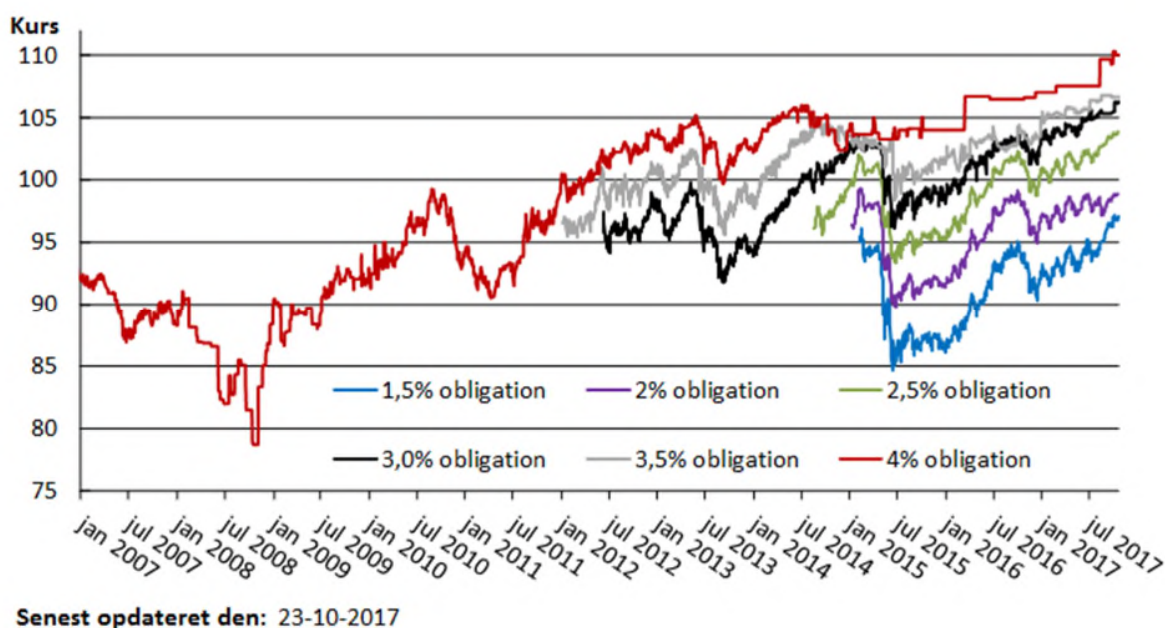
Nedenfor er der vist en graf over renteudviklingen for en 30-årige obligationslån, hvor der vises ændringen over 10 år. For eksempel det 30-årige obligationslån, så har renten ændret sig i et spænd på ca. 5%-point indenfor 10 år. Renten i den pågældende periode er faldet som følge af den presset økonomi, som gør at der fra den europæiske centralbank har nedsat renten for at få gang i de europæiske økonomier.



Figur 26, Kilde BRF Kredit: <https://www.brf.dk/laantyper/rente-og-kursudvikling>

Som der vises ovenfor er renten på et rekordlavt niveau i øjeblikket, mens at den har været på et noget højere niveau for få år tilbage. Dette gør at der er mange ekspert som forventer at renten vil stige igen over tid for at komme op på et noget højere niveau. Især det at den korte rente er negativ er noget, som er usædvanligt.

Nedenfor illustreres at hvorledes effekten modsat har påvirket kurserne på konkrete obligationsserier, samt hvilke nye serier med lavere renteprocenter som er kommet til.



Figur 27, Kilde: BRF Kredit: <https://www.brf.dk/laantyper/rente-og-kursudvikling>

For den 4% obligationsserie er den eneste som har været gennemgående af de ovennævnte i en 10-årig periode. Den har bevæget sig fra et lavest niveau på 78 kurs og højeste niveau i 110 kurs indenfor perioden. Dermed er der et kursspænd på 32 kursspoint. Hvis kursen sammenholdes med førnævnte rente, så vil det betyde at varigheden er ca. 6,4.

Dette betyder at kursreguleringseffekten samlet, hvis hovedstolen og restgælden havde været 66 millioner, vil have været påvirket med 21,12 millioner eller svarende til 4,224 millioner pr. procent ændring i rente.

Netop forholdet mellem renteændring og at kursværdien ændrer sig så markant gør de fleste realkreditlån i ovenstående periode er blevet omlagt for at få en fordel af en løbende lavere rentebetaling.

Med de nye regler, som ændrer fra dagsværdi til amortiseret kostpris betyder at disse reguleringer ikke vil være indregnet i regnskabet og dermed ikke påvirke gælden. I praksis vil det betyde at virksomhedens gæld vil have været steget fra 66 millioner til 87,12 millioner.

Hvis renten bevæger sig i tilnærmelsesvis samme modsatte retning, så kan det have den præcis modsatte effekt på kursværdien.

9 Diskussion af værdiansættelsesmetoder og tilhørende gæld

Ændring i årsregnskabsloven har grundlæggende medført et øget oplysningskrav for ejendomsselskabet, med investeringsejendomme til dagsværdi. Oplysningskravene bør i sin enkelthed betyde større transparens for regnskabsbrugere. Ved måling til dagsværdi er der stort element af skøn og særligt ved brug af DCF-model udgår terminalperioden en stor del af den samlede værdiansættelse af ejendommen. Derfor foretages der i efterfølgende afsnit sammenligning af de enkelte metoder for at illustrere forskelle i indregnede værdi, med udgangspunkt i samme talgrundlag.

9.1 Sammenligning af værdiansættelsesmetoder og konkrete eksempel for aktiv og tilhørende gæld

Sammenligning af værdiansættelsesmetoder er relevant i forhold til påvirkningen af de indregnet værdier i årsrapporten. Forskellige indregnings- og målingsmetoder kan betyde at værdierne vil ændre sig væsentligt og kan være med til at ændre regnskabslæsers syn på årsrapporten.

Sammenligning af indregnings- og målingsmetoder for ejendommen

Nedenfor er der illustreret et konkret eksempel som videreførelse af tallene fra tidligere afsnit, hvor kostpris sammenlignes med normalindtjeningsmetoden og DCF-metoden.

Ejendomsværdi	3,25%	4,25%	5,25%
Kostpris	110.000.000	105.009.664	79.619.048
DCF	159.418.816	105.009.664	78.289.648
Normalindtjening	128.615.385	98.352.941	79.619.048

Figur 28, kilde forfatterne

Som der vises ændres værdien markant for alle typer af metoder afhængig af afkastkravet. Kostprisen ændrer sig som følge af et nedskrivningsbehov hvor der i eksemplet nedskrives til den højeste værdi af henholdsvis DCF eller normalindtjeningsmetoden.

Kostprisen varierer derfor i spændet mellem 110 millioner og 79,6 millioner afhængig af afkastkravet. Hvis det havde været en ejendom med markant lavere kostpris, som følge af at den havde været

anskaffet tidligere, så kunne værdien for kostpris ligeså vel havde været uændret i forhold til afkastkravet, da kostprisen ikke er nedskrevet.

DCF-modellen varierer i intervallet 159,4 til 78,3 millioner samt er dermed den mest følsomme model i dette konkrete eksempel. Afvigelsen er forholdsvis stor, da værdien er under halveret ved 3,25% i forhold til 5,25%.

Normalindtjeningsmetoden varierer i intervallet mellem 128,6 millioner og 79,6 millioner, hvilket også er en markant afvigelse, men mindre følsom overfor afkastkravet sammenholdt med DCF modellen.

Årsagen til at DCF-modellen er mere følsom end normalindtjeningsmodellen skyldes at DCF-modellen medtager et højere driftsafkast end det normaliseret afkast i slutningen af budgetperioden og terminalperioden.

Driftseffekten, er karakteriseret som resultat før skat og kan som følge af ovenstående illustreres således:

Driftseffekt	3,25%	4,25%	5,25%
Kostpris	2.893.176	-2.097.160	-27.487.776
DCF	52.311.992	-2.097.160	-28.817.176
Normalindtjening	21.508.561	-8.753.883	-27.487.776

Figur 29, kilde forfatterne

Driftseffekten har direkte sammenhæng over til dagsværdireguleringerne for ejendommen. Resultat før skat, som er anvendt er 2,89 millioner, men som følge af at der vil ske en nedskrivning af ejendommen ved både et afkastkrav på 4,25% og 5,25% betyder det at resultaterne bliver negative. Ved DCF-modellen vil der ved et afkastkrav være et markant positivt resultat på 52,3 millioner, samtidig effekten vil være 21,5 millioner ved normalindtjeningsmetoden. Omvendt kun 2,89 millioner ved kostpris, da der ikke foretages opskrivninger.

Driftseffekten har en direkte effekt på egenkapitalen, som er illustreret nedenfor.

Egenkapital	3,25%	4,25%	5,25%
Kostpris	49.406.593	44.416.257	19.025.641
DCF	98.825.409	44.416.257	17.696.241
Normalindtjening	68.021.978	37.759.534	19.025.641

Figur 30, kilde forfatterne

Som der illustreres vil egenkapitalen i alle tilfælde være positiv, men forskellen mellem 3,25% og 4,25% vil betyde at egenkapitalen vil blive mere end fordoblet ved DCF-modellen mens tæt på fordoblet ved normalindtjeningsmetoden. Kostprisen påvirkes i mindre omfang af forholdene som beskrevet tidligere.

Egenkapitals forrentning	3,25%	4,25%	5,25%
Kostpris	6,22%	-4,51%	-59,10%
DCF	112,47%	-4,51%	-61,95%
Normalindtjening	46,24%	-18,82%	-59,10%

Figur 31, kilde forfatterne

På egenkapitalsforrentningen er der hvor påvirkningen er mest markant. Den illustrer den procentuelle udvikling mellem egenkapitalen primo og ultimo. Her er det tydeligt at en påvirkning på blot en procentpoint vil betyde markant forrentning i forhold til DCF-modellen på 112% ved 3,25%, mens et tab på ca. 62% ved 5,25%. Som det vises ved normalindtjeningsmodellen er den forsat meget følsom overfor afkastkravet. Det interessante er også at se det overfor belåningsgraden som er en af de kriterier, som realkreditinstitutterne kigger på ved långivning. Her er eksempler vist med de samme tal nedenfor:

Belåningsgrad	3,25%	4,25%	5,25%
Kostpris	57,72%	60,46%	79,74%
DCF	39,82%	60,46%	81,09%
Normalindtjening	49,36%	64,55%	79,74%

Figur 32, kilde forfattere

Belåningsgraden er hvor stor en andel af ejendomsværdi som er belånt. Eksemplet tager udgangspunkt i at de førnævnte tal fra figur 24 og 28, hvor gældsværdien er uafhængig af afkastkrav jf. afsnit 6.2.

Realkreditinstitutterne kan give 60% af finansieringen ved køb af erhvervsejendomme, hvorved ejendomsværdien er helt essentielt for denne interessent. Som illustreres ved bl.a. DCF-modellen har den en påvirkning på ca. 20%-point ved en afkasts ændring på 1%-point.

Som der vises i eksemplet vil belåningsgraden være omkring 80% for alle ejendomme ved en ændring af blot 1% til 5,25% fra 4,25% vil betyde en belåningsprocent svarende til 80-81%.

Sammenligning af indregnings- og målemetoder for gæld

En af de fundamentale ændringer i årsregnskabsloven er at gæld i tilknytning til investeringsejendomme nu skal behandles til amortiseret kostpris, konsekvenser ved den nye årsregnskabslov er at den indregnet gæld ikke påvirkes af kursreguleringer i modsætning til tidligere.

Som illustreret i afsnit 9.1, anvendes der forsat den konkrete 10-årige obligation med en varighed på 2 og den gennemsnitlige 30-årige obligation med en varighed på ca. 6,4. Kurspåvirkningen er illustreret nedenfor.

Restgæld udvikling	-1%	0%	1%
Konkret (10-årig)	66.648.146	65.341.320	64.034.494
Gennemsnit (30-årig)	69.523.164	65.341.320	61.159.476

Figur 33, kilde forfatterne

Den konkrete obligation har en kurspåvirkning svarende til 2%point, hvilket som illustreret vil betyde at en rentestigning på 1%point vil medføre at restgælden falder til ca. 64 millioner, men at ved et rentefald vil den stige til ca. 66,6 millioner fra nuværende niveau på 65,3 millioner.

Gennemsnits obligationen har en kurspåvirkning på ca. 6,4%point og dermed mere følsom end de konkrete obligationer, hvilket skyldes faktorer som løbetid mv. Ved et rentefald på 1%-point vil restgælden stige til 69,5 millioner, mens den vil falde til 61,2 millioner ved en rentestigning på 1%-point ud fra niveauet på 65,3 millioner.

Dette betyder at virksomhedens gæld vil blive målt til en regnskabsteknisk værdi, fremfor den reelle kursværdi som lånet kan indfries til. Ved renteændringer vil det betyde at gældssiden i virksomhedens regnskab kan tolkes anderledes end den reelle gældsætning, da en regnskabsbruger på baggrund af det officielle regnskab ikke vil vide, hvad kursværdien på lånet er. Effekten i resultatopgørelsen er illustreret således:

Driftspåvirkning	-1%	0%	1%
Konkret (10-årig)	-1.306.826	0	1.306.826
Gennemsnit (30-årig)	-4.181.844	0	4.181.844

Figur 34, kilde forfatterne

Som illustreres vil resultatopgørelsen blive påvirket med 1,3 millioner for den konkrete obligation, mens 4,2 millioner for gennemsnitsobligationen ved en renteændring på plus eller minus 1%point. Denne kurspåvirkning eksisterer ikke ved amortiseret kostpris, hvor der i stedet er et amortiseringstillæg, som i gennemsnit udgør 250 t.kr. pr. år i henhold til figur 17, dette tillæg vil modsat have driftseffekt i første år ved dagsværdireguleringen. Denne rentefølsomhed ved indgåelse kan ligeledes illustreres i de vigtigste drifts- og nøgletal:

Gen. Betragtning - d vs. d	-1%	0%	1%
DCF (ejendomsværdi)	105.009.664	105.009.664	105.009.664
Restgæld	69.523.164	65.341.320	61.159.476
Egenkapital	35.486.500	39.668.344	43.850.188
Driftsresultat	2.893.176	2.893.176	2.893.176
Regulering ejendom	-4.990.336	-4.990.336	-4.990.336
Regulering realkreditgæld	-4.181.844	0	4.181.844
Driftseffekt	-6.279.004	-2.097.160	2.084.684
Egenkapitalforrentning	-15,03%	-5,02%	4,99%
Belåningsgrad	66,21%	62,22%	58,24%
Soliditetsgrad	33,79%	37,78%	41,76%

Figur 35, kilde forfatterne

Ved dette eksempel er der taget udgangspunkt i DCF-metoden som værdiansættelsesmetode med et afkastkrav på 4,25%, som gennemgået tidligere. Driftseffekten er beregnet ved at sammenlægge tallene for driftsresultat, regulering af ejendom, regulering af realkreditgæld som illustreret i figur 35.

Som illustreres er gælden følsom med 4,2 millioner pr. ændret procentpoint i renten og dermed påvirke restgælden og resultatopgørelsen. Ændringen på 4,2 millioner vil have en betydning i forhold egenkapitalsforrentningen på 10%point, hvilket er et af de parametre som er afgørende for en investor i vurderingen af investeringsafkastet.

Renten har ligeledes en påvirkning på belåningsgraden, hvor den uden rentepåvirkning vil være 62,22%, mens den vil stige med ca. 4%-point pr. procentpoint renten ændrer sig til, til henholdsvis ca. 66,2% ved rentefald til ca. 58,2% ved rentestigning.

Sammenhæng mellem ejendomsværdier og restgæld

Sammenhængen mellem ejendomsværdierne og restgælden er relevant i forhold til virksomhedens interessenter ved både investor, som har ydet kapital til virksomheden og realkreditinstitutter som har ydet lån.

Som vist under restgæld påvirkes værdierne og nøgletallene direkte, hvis restgælden indregnes til dagsværdi som tidligere har været muligt. Men både egenkapital, driftseffekten og belåningsgraden er meget følsom overfor både renteændringen og ændring i afkastkravet. Nedenfor er dette illustreret ved egenkapitalen:

Egenkapital - følsomhed	3,25%	4,25%	5,25%
-1%	89.895.652	35.486.500	8.766.484
0%	94.077.496	39.668.344	12.948.328
1%	98.259.340	43.850.188	17.130.172

Figur 36, kilde forfatterne

Som vist i midten vil egenkapitalen med det nuværende afkastkrav være ca. 39,7 millioner, mens en påvirkning af rente har en indflydelse på førnævnte ca. 4,2 millioner pr. procentpoint i ændring. Mens ændringen fra afkastkravet er de samme som vist tidligere.

Dette betyder at hvis markedsrisiko reduceres yderligere og derved afkastkravet falder til 3,25%, mens at renten vil stige med et procentpoint vil betyde at virksomheden kan oparbejde en egenkapital på 98,3 millioner. Omvendt hvis markedet falder tilbage og afkastkravet på 5,25% skal anvendes samtidig med at renten så falder yderligere vil egenkapital i selskabet kun udgøre 8,8 millioner. Hermed kan en ændring på både afkastkravet og renten på plus/minus en procentpoint betyde en forskel på ca. 89,5 millioner for selskabets egenkapital.

Samme væsentlige effekt er også illustreret på resultatopgørelsen

Driftseffekt – følsomhed	3,25%	4,25%	5,25%
-1%	48.130.148	-6.279.004	-32.999.020
0%	52.311.992	-2.097.160	-28.817.176
1%	56.493.836	2.084.684	-24.635.332

Figur 37, kilde forfatterne

Som der vises, så vil resultat før skat blive mellem 56,5 millioner til -33 millioner af hvorvidt renten eller afkastkravet ændrer sig. Dette er markante ændringer og har som tidligere analyseret en direkte effekt på egenkapitalen.

Effekten som følge af renteudsving vil ikke længere blive indregnet i årsrapporten, hvilket er illustreret ved figur 37 at effekten af dette tidligere vil have en betydelig effekt.

Følsomheden i driftseffekten vil naturligt ændre regnskabsbrugers syn på årsregnskabet, herunder både investor og realkreditinstitutter, hvorved belåningsgrad og følsomhed heri er et vigtigt nøgletal, hvilket illustreres nedenfor.

Belåningsgrad	3,25%	4,25%	5,25%
-1%	43,61%	66,21%	88,80%
0%	40,99%	62,22%	83,46%
1%	38,36%	58,24%	78,12%

Figur 38, kilde forfatterne

Ved et uændret afkastkrav på 4,25% og renteændring på 0%, vil belåningsgraden være på 62,22%.

Hvis afkastkravet ændrer sig med 1 procentpoint i negativ retning vil det betyde at belåningsgraden vil stige til 83,46%. Samtidig hvis renten stiger med 1%point vil den stige til yderligere 88,8%.

Betydningen af dette er at virksomheden kan have udfordringer med at få refinansieret eller optaget nye realkreditlån. Disse værdier kommer ikke til udtryk i den officielle årsrapport, hvis dagsværdi ikke anvendes for både ejendommen og tilhørende gæld, hvorved dette kan give et misvisende billede af virksomhedens finansielle situation overfor regnskabsbrugerne.

Delkonklusion for sammenligning af metoder

På baggrund af de analyseret tal i foregående afsnit, er det tydeligt at der er en væsentlig forskel mellem valg af de forskellige indregnings- og målingsmetoder for ejendomme. Foruden dette kan det konkluderes, at selv inden for valg af værdiansættelsesmetoder, er væsentlighed forskel på opgjorte dagsværdi, ved udgangspunkt i samme forudsætninger. I tilknytning til valgte metode for opgørelse af dagsværdi, kan det konkluderes, at særligt afkastkrav er afgørende for opgjorte værdi. Det afkastkrav beror på et skøn er det væsentligt for interessenter og regnskabsbruger, at de forudsætninger som er lagt til grund for værdiansættelsen.

Den nye årsregnskabslov har skærpet krav til oplysning i årsrapporten, og foreskriver at de centrale forhold, som lægger til grund for værdiansættelsen, skal oplyses i noter til årsrapporten. Det er tiltænkt at bringe værdi til regnskabsbruger, således at de kan afgøre realismen i valgte forudsætninger.

Regnskabsvejledningen giver en række eksempler på hvilke oplysninger det kunne være, for at sikre relevans for regnskabsbruger²³ dette suppleres med regnskabshåndbogen for PwC, som anbefaler at der ligeledes oplyses følsomhed ved ændrede forudsætninger²⁴. Netop følsomheden over for ændringer i valgte forudsætninger, herunder særligt afkastkrav, er også på passende vis illustreret væsentligt for regnskabsbruger at vide jf. tidligere afsnit. Følsomheden i valgte forudsætninger og deres påvirkning i årsrapporten, anbefales oplyst, at denne giver regnskabslæser indsigt i, hvad ændringer betyder for regnskabsmæssige værdier, hvor investor og ejer kan have et incitament til at illustrere en optimistisk dagsværdi, hvor långivere har en mere konservativ vurdering af dagsværdier, som danner grundlag for

²³ Regnskabsvejledningen afsnit 15.7.2 om Præsentation og oplysninger – særlige krav

²⁴ PwC regnskabshåndbog s. 258 + 259

ydet finansiering og derved långiveres sikkerhed. Ved at oplyse følsomheden i noterne, vil begge parter blive tilgodeset og der gives et mere nuanceret billede af ejendommen eller ejendomsporteføljen.

Det må ligeledes konkluderes, at med ændringerne i årsregnskabsloven, for gæld i tilknytning til investeringsejendomme, som måles til dagsværdi, vil den faktiske gældsforpligtelse ikke være løbende repræsenteret i årsregnskabet. Dette skyldes, at ved indregning af gældsforpligtelser til amortiseret kostpris, afspejles de løbende kursudsving i obligationsværdien, ikke i balancen og resultatopgørelsen. I perioden 2009 – 2017 er en 30-årig obligationsrente faldet fra cirka 7,5% til cirka 2%. Dette illustrerer at der er en udvikling, over tid i rentesatsen, hvilket ikke vil blive afspejlet i årsregnskaberne for ejendomsinvesteringsselskaber. Det nye årsregnskabslov skærper ikke krav til yderligere noteoplysninger for gæld i tilknytning til investeringsejendomme. Interessenterne har grundlæggende et ønske om, at aktiver og forpligtelser er korrekt opgjort og oplyst i årsregnskabet, således at der kan træffes beslutninger på baggrund heraf. Ved fremtidig indregning af gældsforpligtelser til amortiseret kostpris, er der en risiko for at forpligtelser ikke er passende oplyst i årsregnskaberne og derved bør der som minimum oplyses aktuelle dagsværdi i noterne til gældsforpligtelserne. Det vurderes rimeligt at tilpasse årsregnskabsloven de internationale bestemmelser, men det undrer forfatterne at der ikke er søgt skærpet krav mod øget oplysninger, i forbindelse med indregnede gældsforpligtelser.

For virksomheder, der har et ønske om at tilgodese alle interessenter, herunder både investor/ejer og långivere, bør der gives yderligere oplysninger end regnskabsvejledningen foreskriver. Ledelsen bør oplyse dagsværdien af gældsforpligtelser, indregnet til amortiseret kostpris, således at interessenterne kan se korrekt opgjorte egenkapital. Foruden dette bør der gives oplysninger om følsomhed ved ændring i forudsætninger for indregnede ejendom og tilhørende gæld. Oplysninger bør suppleres med hvilken låntype, som er optaget samt kursværdi og løbetid. Dette står naturligvis i kontrast til, den fortrolighed som virksomhederne, dog vurderes dette ikke at have karakter, af information som konkurrenter eller lignende kan benytte.

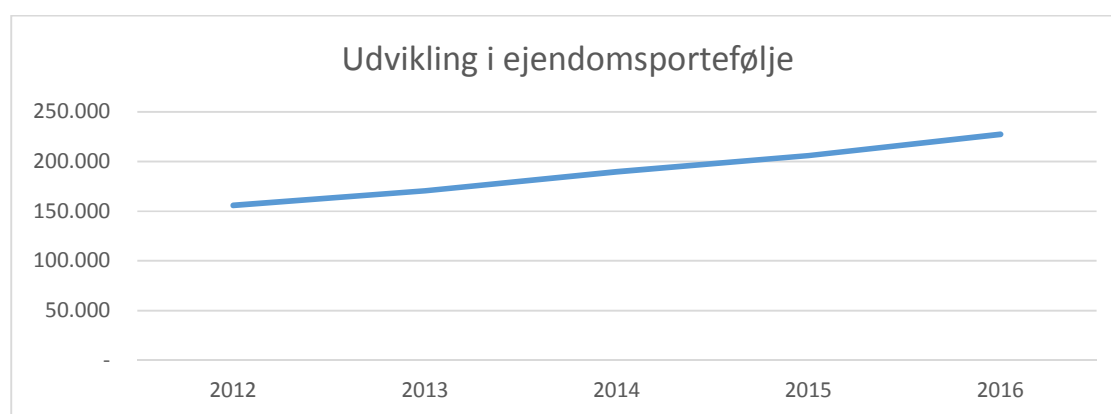
10 Analyse af årsrapporter (Markedsforhold) og oplysninger før og efter implementering af ny årsregnskabslov

En markedsanalyse er udarbejdet med formålet at undersøge hvordan ejendomsbranchen håndterer den nye krav ifølge årsregnskabslov. Årsregnskabsloven trådte i kraft pr. 1. januar 2016, hvorved de fleste ejendomsselskaber har været omfattet af de nye krav til deres seneste årsrapport.

Ejendomsmarkedet er defineret i afsnit om afgrænsnings- og metode. Markedet består af 981 virksomheder i Danmark. Markedsundersøgelser tager udgangspunkt i 101 virksomheder, for at udarbejde en omfattende analyse af virksomhederne har implementeret de nye krav ifølge årsregnskabsloven, ifølge deres officielle årsrapporter. Virksomheder som er omfattet af markedsundersøgelsen er jf. bilag 6.

10.1 Markedsforhold

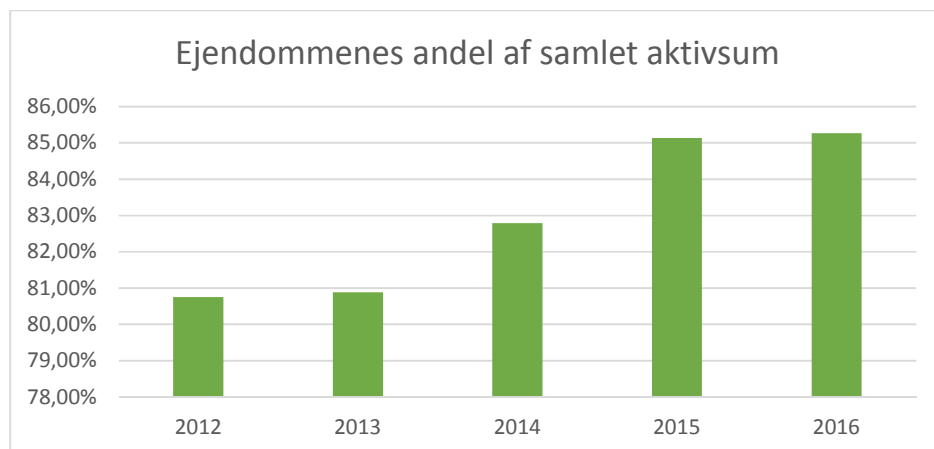
Udvalgte virksomheder til analysebrug er ejendomsselskaber med en ejendomsportefølje minimum 50 millioner kroner og maksimalt 1 milliard kroner. Det gennemsnitlige ejendomsselskab har 227 millioner kroner i ejendomsportefølje i 2016.



Figur 39, kilde forfatterne

Som illustreret ovenfor har et gennemsnitligt ejendomsselskab øget porteføljen fra 156 millioner til 227 millioner set for en 5-årige periode. Dette svarer til en gennemsnitlig forøgelse på 9% eller ca. 14,3 millioner årligt.

Som illustreret nedenfor har kombinationen af prisstigningerne på ejendomsmarkedet kombineret med det mulige afkast betydet at ejendommene udgør en større del af den samlede aktivsum hos selskaberne.



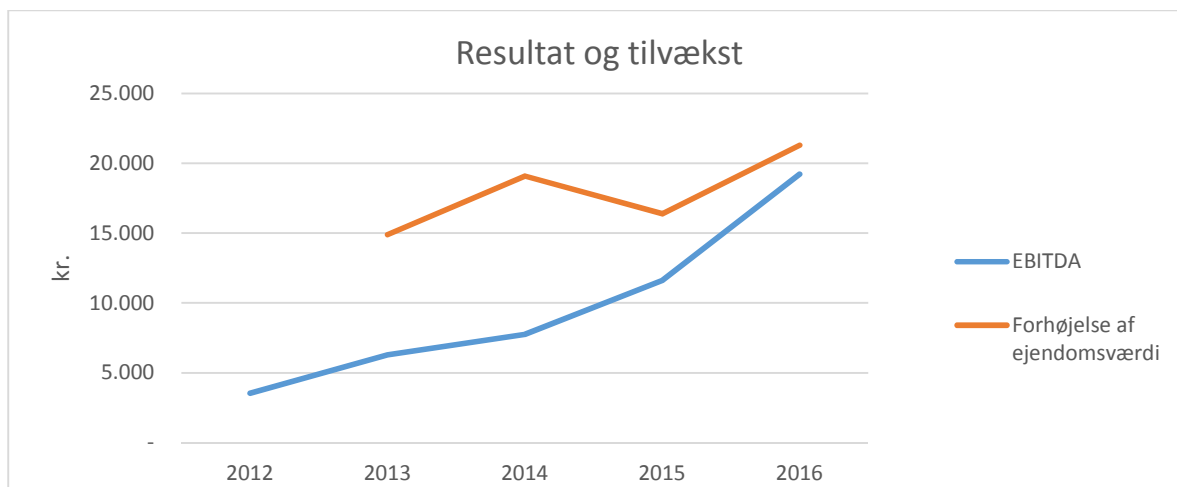
Figur 40, kilde forfatterne

Som vist er der en løbende stigning fra i 2012 udgjorde ejendommenes værdi ca. 156 millioner kroner ud af samlet aktiver for 193 millioner kroner, hvilket svarende til 80,8% mod at udgøre 227 millioner ud af 266,7 millioner kroner i 2016, svarende til 85,3%.

Ejendomsmarkedet har generelt været stigende i Danmark de seneste 5 år²⁵, særligt omkring de større byer. Afkastkravene er som følge heraf været faldende, hvorved afkastkravet i større byer ligeledes er lavere end tidligere.

Grundlæggende betyder dette at selv ved en uændret ejendomsportefølje over de seneste 5 år, har der været grundlag for opskrivning af allerede eksisterende ejendomsporteføljer. Dette influerer naturligt både på resultat og tilvækst i ejendomsporteføljerne.

²⁵ Ifølge DST: <http://www.dst.dk/da/Statistik/nyt/NytHtml?cid=24226>



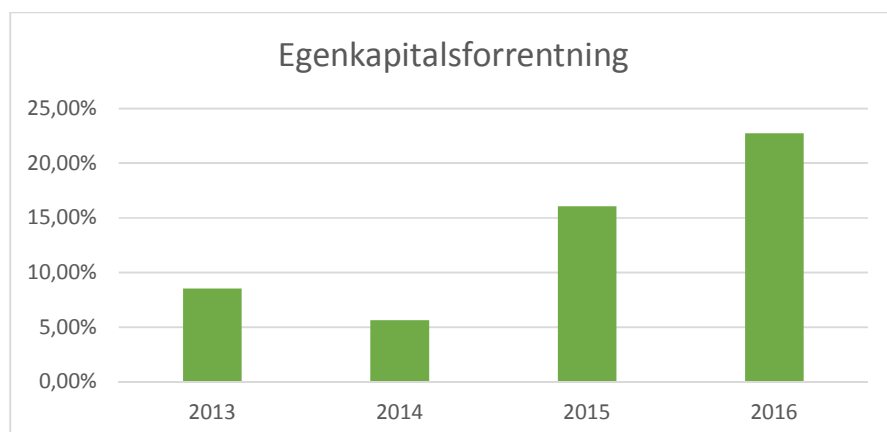
Figur 41, kilde forfatterne

Som grafen viser, så har EBITDA for selskaberne steget fra 3,6 millioner kroner i 2012 til 19,2 millioner i 2016, hvilket er en samlet forhøjelse på 15,6 millioner kroner eller 54% pr. år.

I perioden fra 2013 til 2016 har tilvæksten i ejendomsporteføljen nominelt været højere end nominel udvikling i EBITDA. Værdireguleringer på ejendomme indgår i EBITDA og derfor vil end en tilvækst i ejendomsporteføljen uden tilkøb af ejendomme påvirke resultatopgørelse med tilsvarende beløb. Resultatopgørelsen vil indeholde periodens driftsresultat tillagt dagsværdireguleringer. Derfor vurderes det at såfremt tilvækst i ejendomsporteføljen er højere end EBITDA betyder dette at virksomhederne har erhvervet nye ejendomme.

Grundet ikke attraktive renteniveauer og mangelfulde alternative til investeringer med lav risiko har gjort at en række af investorer har påbegyndt investeringer i fast ejendom. Ejendomsmarkedet er attraktivt fordi der tilbydes et fast driftsafkast målt mod markedsrisici kombineret med muligheder for høj grad af fremmed finansiering i form af realkredit finansiering, som er med til at reducere det samlede afkastkrav end ved alternative investeringer.

Dette afspejler sig ligeledes i egenkapitalsforrentningen i selskaberne, som er illustreret nedenfor:

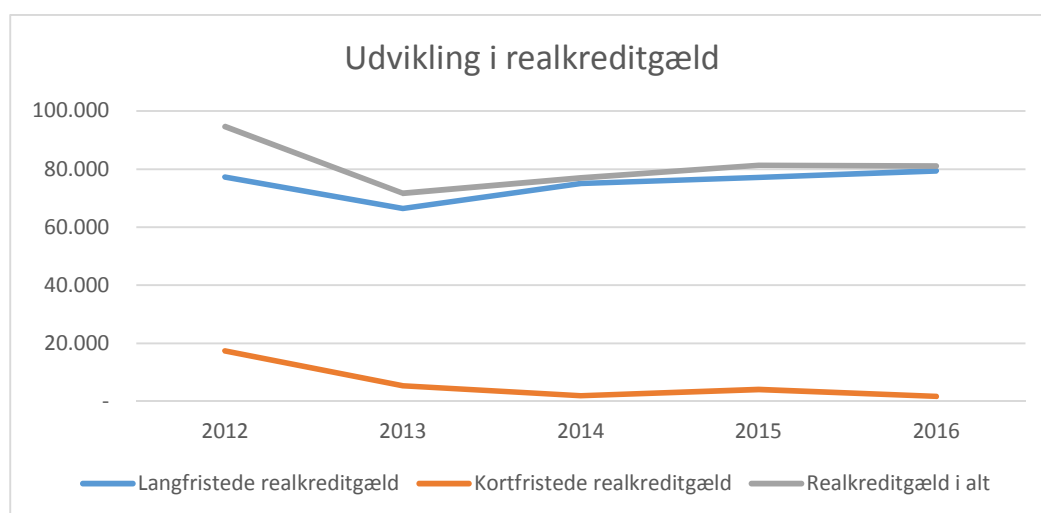


Figur 42, kilde forfatterne

Som der kan aflæses er der sket en stigning i egenkapitalsforrentningen især i 2015 og 2016, som har været de år med mest vækst på ejendomsmarkedet. I 2013 var egenkapitalforrentningen på 8,6% mod 22,7% i 2016. Dette er en næsten 3-dobling af afkastet samt et afkast som er svært at opnå med øvrige investeringer med samme risiko.

Netop da afkastet er markant højere end lånerenten, hvor lån som tidligere illustreres kan lånes ned til 2,5% i rente for en 30-årige og til 0,5% i rente for en 10-årige obligation, så er der mulighed for at opnå et højere afkast på ejendomsinvesteringer for lånte penge, hvilket har gjort det attraktivt for investorer.

Dette kan ligeledes ses i udviklingen af restgælden som illustreret nedenfor.



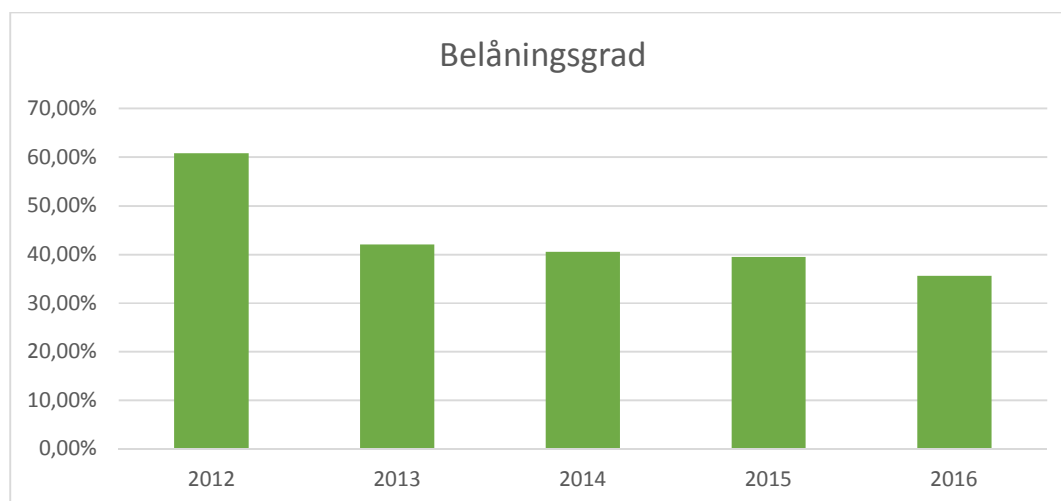
Figur 43, kilde forfatterne

Som illustreret ovenfor har den samlede realkreditgæld været stigende i perioden fra 2013 til 2016.

Udviklingen fra 2012 til 2013 ses et fald i den samlede realkreditgæld sammenholdt med i samme år var belåningsgraden højere end øvrige år i analysen. Dette kunne indikere at der var virksomheder i markedet med overbelånte ejendomme, som effekten af finanskrisen.

I perioden er der fin harmoni mellem en stigning i den samlede gældsforpligtelser og den tilvækst som der er sket i ejendomsporteføljerne. Dette er også med til at indikere at der er sket tilkøb af nye ejendomme.

Ejendomsporteføljerne er steget mere end realkreditgælden, hvilket illustreres ved belåningsgraden.



Figur 44, kilde forfatterne

Som vist er belåningsgraden faldet fra ca. 60,8% i 2012 til 35,6% i 2016. Belåningsgraden tager udgangspunkt i regnskabsmæssige værdier, hvorved den reelt set bør være lavere da ejendomme til kostpris formodeligt kan have et opskrivningspotentiale, som ikke er medtaget. Alligevel indikerer graferne en klar udvikling i at der er mindre gæld i ejendommene end tidligere.

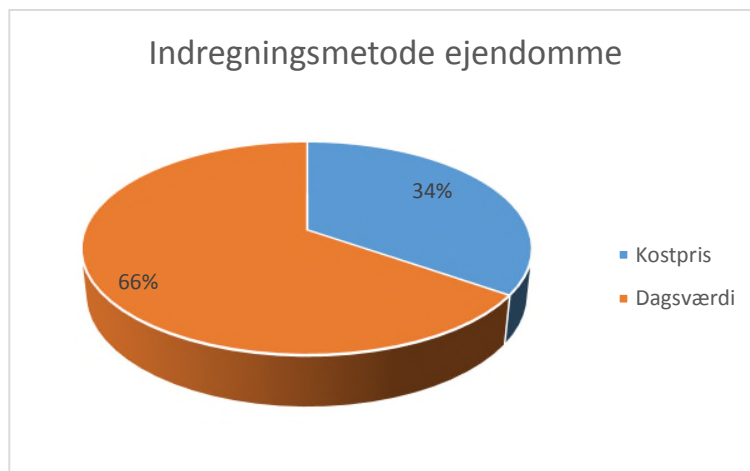
Netop at gælden er mindre skal ses i lyset af at der fra politisk side er gjort mere for at kontrollere boligmarkedet med flere bankpakker, som gør at der er mere kontrol fra finanstilsynets side i forhold til udlån hos bankerne. Årsagen til dette må formodes at være at ejendomsmarkedet var en markant medspiller under finanskrisen for 10 år siden, hvor priserne faldt markant og gik eller var tæt på konkurs indenfor ejendomsbranchen.

10.2 Analyse af indregnings- og målemetoder

Ejendomsselskabernes valg af indregnings- og målemetode har en væsentlig betydning for de regnskabsmæssige tal i årsrapporten. Valg af kostpris gør at der ikke foretages løbende opskrivninger af ejendomme i modsætning til dagsværdi. Derfor har det været relevant at se på fordelingen mellem kostpris og dagsværdi som illustreret nedenfor:

Som vist er det 66% af populationen som har valgt at indregne ejendomme til dagsværdi mod 34% til kostpris.

Der er bred enighed blandt ekspertinterviewene at dagsværdi er den mest retvisende metode at anvende indregning af ejendomme.²⁶



til

Figur 45, kilde forfatterne

Jesper Winholt nævner bl.a. *"Det er vigtigt at få dagsværdierne frem i lyset, specielt i en situation hvor disse måske falder igen."*, Emil Buch-Andersen er enig, men tilføjer også: *"Jeg synes som udgangspunkt at ejendomsselskaber bør indregne deres ejendomme til dagsværdi. Dog synes jeg at det er fair at selskaber som ejer ejendomme som led i deres egen drift eller som domicil ikke er tvunget til at beregne en dagsværdi, da værdien og meningen med arbejdet ikke givet en reel mening for virksomheden, og dens påtænkte brug af ejendommen."* Hermed der en klar holdning til at dagsværdierne skal frem i lyset samt at værdiansættelsen skal ses i lyset af, hvad ejendommens konkrete formål er.

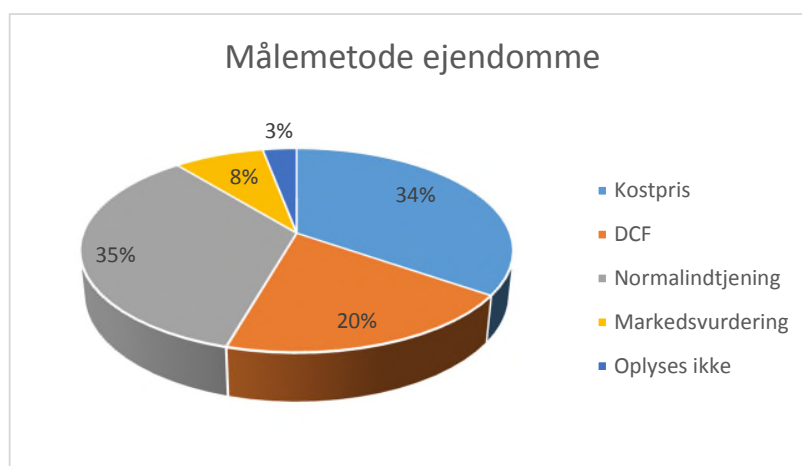
Årsagen til kostprisen menes ikke at være retvisende skyldes at opskrivningerne ikke tages med på samme måde som ved dagsværdi, hvilket betyder at der reelt kan stå ejendomme i regnskaberne for kostpris, som har været købt for 20 år siden samt kan være mere end det dobbelte værd nu. Der skal dog foretages en nedskrivningstest af kostprisen, så i teorien bør værdierne falde hvis markedet falder.

²⁶ Bilag 7-10 – interviews med ejendomsinvestor, kreditgiver og fagekspert

Jespers kommentar omkring dette fra tidligere kan indikere at det ikke altid sker i praksis. Dette betyder at regnskabsposter udover ejendommene som selskabernes egenkapital samt nøgletal som egenkapitals forrentning, belåningsgrad mv. ikke er retvisende i regnskabet.

Blandt de selskaber som har indregnet til dagsværdi er der også en forskellighed i valg af dagsværdimetoder, som illustreret nedenfor.

Som vist ovenfor udgør ca. 35% (53% af alle som vælger dagsværdi) af den samlede population selskaber som anvender normalindtjeningsmetoden som målemetode, mod 20% (30% af alle som vælger dagsværdi) af populationen anvender DCF-modellen



Figur 46, kilde forfatterne

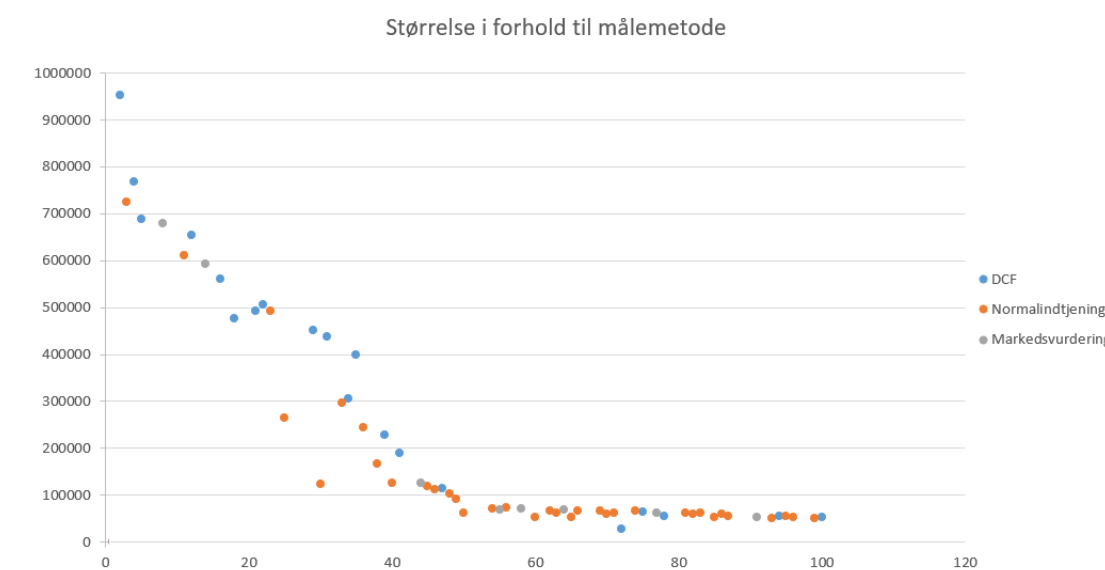
og 8% (12% af alle som anvender dagsværdi) anvender en markeds- eller valuarvurdering. De resterende 3% (5% af alle som anvender dagsværdi) oplyser ikke valg af målemetode til trods for det er et krav i årsregnskabsloven.

I forhold til valg af målemetoder er der uenighed omkring det blandt vores interviewpersoner. Emil Buch-Andersen og Jesper Winholt har den holdning at DCF-modellen er den mest retvisende, da den tager udgangspunkt i det fremtidige cashflow, mens at Flemming Olesen mener at normalindtjeningsmetoden er mest retvisende. Flemming underbygger sin argumentation med at der er stor usikkerhed forbundet med at bruge DCF-modellen, hvor en stor del af værdiansættelsen er baseret på budgetteret tal i terminalperioden. Derfor anvender BRF kredit selv normalindtjeningsmetoden til værdiansættelse af ejendomme, da usikkerheden ved denne metode er mindre.

Set i forhold til vores eksempel ejendom viser det netop også at DCF-modellen er mere følsom overfor ændring i afkastkrav mv., hvorved det kan betragtes at normalindtjeningsmetoden er mere forsigtig at benytte. Emil og Jesper mener at DCF-modellen er mest retvisende hvis de budgetteret tal og

forudsætninger er realistiske, mens det er der Flemming mener at der er usikkerhed forbundet, da selskabernes ledelse kan være for optimistiske i deres forudsætninger for at anvende modellen. Netop fordi DCF-modellen i højere grad er baseret på skøn, som er det disse forudsætninger som der menes fra både Flemming og Anne, som er afgørende for det retvisende billede over ejendommen.

Valget af målemetoder indenfor dagsværdi kan illustreres ved nedenstående graf:



Figur 47, kilde forfatterne

Som der illustreres er der en sammenhæng mellem valget af målemetode og størrelsen af selskabernes ejendomsportefølje. Grafen følger nogenlunde en normalfordeling, hvor flere af de største selskaber anvender DCF-modellen, mens at normalindtjeningsmetoden anvendes af de mindre selskaber i porteføljen. Dem som anvender markedsvurdering er der ikke en direkte størrelsessammenhæng til.

Årsagen til at der er en sammenhæng mellem størrelse og valg af målemetode må formodes at skyldes ejendomsselskabernes kompetencer. Desto flere ejendomme selskabet besidder desto større og formodeligt mere kompetent ledelse og regnskabsafdeling er tilknyttet selskaberne. DCF-modellen er baseret på fremtidige budgetter og dermed skøn, som er svære at kalkulere end normalindtjeningsmetoden, omvendt kan den være mere retvisende, hvis den udfyldes helt korrekt. Større ejendomsselskaber må formodes at have en større bevågenhed og interesse i at anvende DCF-modellen hvilket dette illustrerer.

Omvendt de selskaber som anvender en markedsvurdering må det alt andet lige skyldes at de vurderer at selskabets regnskabsafdeling og ledelse er ude af stand til at foretage en retvisende vurdering af ejendommene samt dermed hellere vil betale sig for det. Derfor er der ikke en direkte størrelsessammenhæng tilknyttet dette.

Flemming Olesen nævner bl.a. *”Generelt er jeg for dagsværdiopgørelser, men en korrekt opgørelse af denne er vigtig. Her ser vi stor forskel på dokumentation og argumentation for værdiansættelsen mellem store og mindre selskaber.”*

Dette som Flemming nævner med dokumentation og argumentation forskellen mellem større og mindre selskaber er også det som afspejler sig i grafen. Flere af de større selskaber anvender en DCF-model som er mere omfattende samt kræver mere dokumentation end normalindtjeningsmodellen.

10.3 Analyse af ændret regnskabspraksis og indregning af gæld.

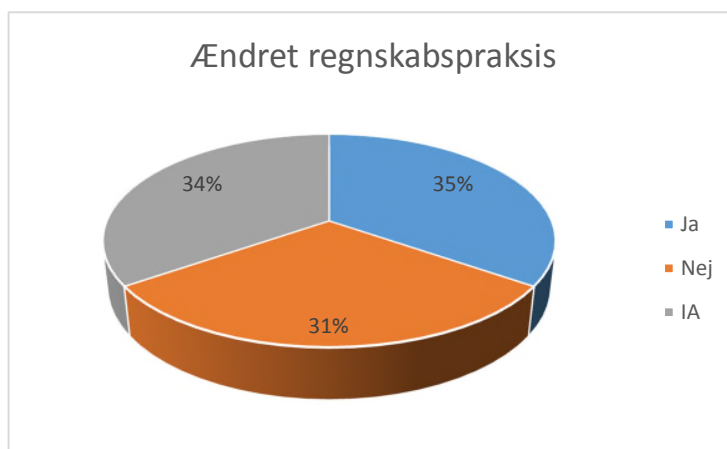
Den nye årsregnskabslov giver anledning for nogle selskaber til at ændre regnskabspraksis for enten indregning- og måling af ejendomsporteføljen eller for måling af gældsforpligtelser.

For indregning- og måling af ejendomsporteføljen er der sket en ændring af regnskabsklasserne og hvorledes ejendomsselskaberne fremadrettet fordeles i regnskabsklasserne. Kravene omkring at dagsværdireguleringer medtages som en del af omsætning kan have betydning for at nogle selskaber bliver omfattet af regnskabsklasse C i stedet B som tidligere. Dette har den betydning at de vil være tvunget til at anvende dagsværdi fremfor eventuelt kostpris.

I forhold til gældsforpligtelser er det nu et krav at indregne til amortiseret kostpris fremfor dagsværdi. De selskaber som førhen har anvendt kostpris til indregning af ejendomme har almindeligvis anvendt amortiseret kostpris, hvorved det primært vil være de selskaber som har anvendt dagsværdi både på ejendomme og gæld som bliver ramt.

Vores gennemgang af selskaber har vist at følgende har ændret anvendt regnskabspraksis.

Som cirkeldiagrammet viser har ingen af selskaberne som har anvendt kostpris tidligere anvendt princip, hverken på ejendomsporteføljen eller på realkreditgælden. Derfor kan der nævnes at der som udgangspunkt ikke er nogen som har været tvunget væk fra kostpris, som følge af ændringerne for regnskabsklasse.

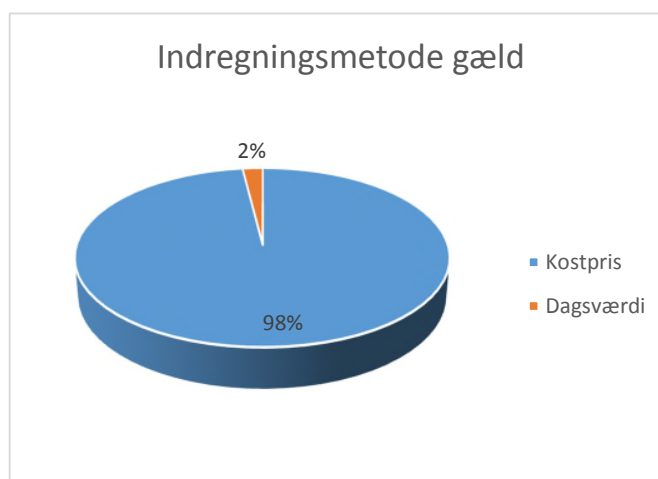


Figur 48, kilde forfatterne

Samtidig har dem som har anvendt kostpris tidligere alle anvendt amortiseret kostpris, som de skulle. Blandt de resterende selskaber som har anvendt dagsværdi har 35% ændret anvendt regnskabspraksis, mens at 31% ikke har. Blandt dem som har ændret anvendt regnskabspraksis er det kun på realkreditgælden. Blandt disse selskaber som har ændret praksis, er den mest almindelige anvendelse at henvise til at der er trådt en ny årsregnskabslov i kraft, samt at de har anvendt overgangsbestemmelsen om at dagsværdi fra tidligere år kan anvendes som en ny amortiseret kostpris primo.

Som følge af at det ikke er alle selskaber som umildbart har ændret regnskabspraksis har det givet anledning til at analysere antallet af selskaber som har tilpasset sig de nye regnskabsregler om amortiseret kostpris som illustreret.

Cirkeldiagrammet viser at næsten alle har tilpasset deres årsrapporter til den nye årsregnskabslov med 98% som anvender amortiseret kostpris mod blot 2% som anvender dagsværdi.



De 2% udgør to selskaber, hvoraf de to selskaber er OT Bolig- og Erhvervsudlejning ApS og Bravo ApS. Figur 49, kilde forfatterne

For OT Bolig- og Erhvervsudlejning ApS

er det en årsrapport, hvor selskabet har en ejendomsportefølje for 58,6 millioner og realkreditgæld for 42 millioner. Der fremgår af selskabets anvendte regnskabspraksis at gældsforpligtelser til realkreditgæld måles til dagsværdi. Der fremgår ingen oplysninger i årsrapporten omkring at de har tilvalgt IFRS eller betragter gældsforpligtelserne som finansielle instrumenter og samtidig ingen oplysninger omkring realkreditgældens sammensætning. Der må derfor formodes at det er en fejl og at de ikke har fået opdateret regnskabet til den seneste årsregnskabslov.

For Bravo ApS er det en årsrapport, hvor selskabet har en ejendomsportefølje for 51,5 millioner og realkreditgæld for 20 millioner. Der fremgår af anvendt regnskabspraksis at realkreditgæld måles til dagsværdi, men ingen forklaring eller uddybning heraf. Selskabet har ingen revisorpåtegning og der må derfor formodes at ledelsen ikke er opdateret i forhold til den nye årsregnskabslov.

Derfor er det efter vores vurdering sandsynligvis fejl hos begge selskaber at deres regnskabspraksis ikke er tilpasset de nye regler.

I forhold til ændring af reglerne for indregning- og måling af realkreditgæld har vi spurgt ekspertpersonerne om hvad de mener er mest retvisende mellem dagsværdi og amortiseret kostpris for realkreditgæld. Alle 4 er enige om at dagsværdi er mest retvisende og Emil Buch-Andersen nævner følgende når vi spørger om ændringen er retvisende: *"Jeg synes som udgangspunkt det er misvisende. Når det så er sagt, så er forskellen kun relevant hvis man spekulere i gæld. Men det danner grundlag for et skyggeregnskab ved vurdering af soliditet"*

Flemming Olesen nævner følgende omkring ændringen: *"Vi ser det som en regnskabsmæssig bogføring, hvor vi som långiver "igen" ser på dagsværdien af gælden."* og Anne underbygger med *"Det er lidt underligt, da der ikke længere er direkte sammenhæng mellem indregningen af ejendommen og gælden., især i forhold til at gælden indfries til dagsværdi. Derfor er dem som kreditvurderer meget opmærksomme på denne ændring samt hvilke yderligere oplysninger skal indhentes."* På baggrund af dette er der ingen tvivl om at udgangspunktet er at dagsværdi er mest retvisende og reelt den eneste værdi realkreditselskaberne forholder sig til ved engagementet.

Vi har spurgt Flemming yderligere i forhold til løbetid af lån mv., hvor han nævner at der er meget få lån som reelt holdes til udløb. Et lån holdes i gennemsnit 8 år og har en løbetid på mellem 20 til 30 år.

Samtidig nævner han at de mest anvendte lån er rentetilpasningslån på mellem 1 til 5 år. I forbindelse med dette er det også Flemmings holdning at regnskaberne skal indeholde mere information omkring gældsætningen. Når vi spørger ham til hvilke oplysninger der skal fremgå, så nævner han at der skal være et skematisk krav omkring at de enkelte realkreditlån, dets type, rente, opsigelsesmuligheder, følsomhed mv., bør fremgå.

Når vi sammenholder dette med den følsomhed, som analyseret ved den konkrete ejendom specialet er opbygget omkring, så viser det klart at der er en stor følsomhed udviklingen i et almindeligt fastforrentet lån. Når Flemming nævner at der bør være disse krav, så er det et af de områder som de fokuserer på ved optagelse af lån og omlægning af disse. De er formentlig den interessant med størst interesse i kredittelen af regnskabet, hvorfor det selvfølgelig giver god mening at de vil have flest mulige oplysninger på dette område med.

10.4 Analyse af de nye notekrav omkring centrale oplysninger for ejendomsporteføljen

De nye notekrav om centrale oplysninger for ejendomsporteføljen. Kravene er ikke specificeret konkret i årsregnskabsloven, hvorfor der ikke er skematiske krav eller lignende. Vi har derfor spurgt i interviewene til netop, hvilke oplysninger de mener er mest centrale. Emil-Buch Andersen nævner følgende: *"I nævnt rækkefølge: 1. Afkastkrav, 2. Beliggenhed, 3. Ejendomstype, 4. Strukturel tomgang, 5. Administrationsniveau, 6. Lejeniveau, 7. Driftsomkostninger. Yderligere i DCF-baseret beregning også følgende: 1. Lejestigning, 2. Inflation, 3. CAPEX-investeringer."*

Jesper Winholt nævner følgende: *"Afkastkrav/tilbagediskonteringsprocent, Oplysninger om lejemål (varighed, antal m.v.), Ekstern vurdering eller intern og Følsomhedsanalyse ved ændret afkastprocent"*

Flemming Olesen nævner følgende: *"Afkastkrav, indtægter, omkostninger og vedligeholdelse – og i den prioriterede rækkefølge."* Anne nævner også følgende forhold: *"Afkastkrav, type af ejendom (beboelse/erhverv), beliggenhed, ejendommens stand, alternative anvendelsesmuligheder, men flere af disse fremgår jo typisk ikke af årsrapporten."*

Så i bund og grund er de enige om at grundlæggende er det vigtige at informationsniveauet omkring ejendommene forbedres, hvor alle sammen har nævnt afkastkrav. Emil har et fokus på de fleste parametre som indgår en værdiansættelsesberegning, hvilket indikerer at det er nærmest hele

værdiansættelsen han er interesseret i at kunne genskabe. Jesper har et fokus på mere de overordnet forhold, som er grundlæggende og mest betydningsfulde faktorer i beregningen. Flemmings fokus er mere rettet mod budgetteringsdelen ved konkret at vide, hvilke indtægter og omkostninger mv., som er medtaget i beregningen. Deres tilgang til dette vurderes at være lidt forskellig som følge af deres baggrund. Når vi spørger Flemming ind til nogle af de øvrige faktorer, som beliggenhed, type, antallet af lejere, uopsigelighed mv., så nævner han følgende: *"Vi foretager en rating af ejendommene ved et fysisk besøg hos ejendommene ved finansiering, hvor disse forhold påses. Vi har kompetencerne til at vurdere ejendommen og bruger derfor ikke detaljerne i årsrapporten."* Anne nævner også: *"Det har en stor betydning at se ejendommene, herunder stand, forhold mv. fysisk, hvorfor de ekstraoplysninger der kan komme i årsrapporten vil ikke nødvendigvis gøre arbejdet mindre i kreditprocessen."*

På baggrund af interviewene indikerer det tydeligt at der er en enighed omkring en række af de centrale oplysninger. Som både Anne og Flemming kommer ind på, vil de ekstra oplysninger ikke nødvendigvis tilføje en merværdi for realkreditinstitutterne, da disse forhold blot kan skabe noget ekstra administration. Anne nævner blandt andet i forhold til om der er over- eller underreguleret: *"De informationer der skal gives er ikke overreguleret, de er nødvendige. Vi kunne godt tænke sig flere informationer, men fra politisk side er der ikke et fokus på at presse selskaberne mere rent administrativt og derfor lettet kravene for regnskabsklasse B selskaber generelt. Da vi alligevel spørg kunderne omkring relevante informationer. Derfor er de heller ikke underreguleret."* Både Emil, Flemming og Jesper mener ligeledes ikke at markedet er over- eller underreguleret.

Derfor er det tydeligt at der fra kreditgiverside ikke er et stort pres på for at få yderligere oplysninger i årsrapporten, da de blot selv forespørger oplysningerne hos deres kunder og at det giver dem en bedre komfort ved at have en fysisk person ud og se de pågældende ejendomme, som der ydes finansiering til. Derfor har vi spurgt banken i forhold til sammenligning på tværs af branchen, som kan være relevant i deres analytiske vurdering af ejendommen. Her nævner Flemming. *"Teoretisk set, ja. Der er dog mange individuelle forhold som porteføljesammensætningen, som eksempelvis lejesammensætning, ejendomstyper, beliggenheder og størrelse af ejendommen ud over den regnskabsmæssige værdiansættelse ligesom der er mange små ejendomsselskaber i Danmark og nogle hvor ejendommen er en domicielejendom til egen anvendelse."* Anne underbygger Flemmings svar ved: *"Det er svært at sammenligne på tværs på brancher kan være besværligt. Ved ejendomsselskaber er det svært at*

sammenligne på grund af beliggenhed mv., som er afgørende. Der kan ikke sammenlignes afkastkrav mv. ved ejendomme ved forskellige forudsætninger. Derfor anvendes områdekendskab mv., hos dem som kreditvurderer. Jesper nævner ”Jeg mener det er muligt at foretage en sammenligning, men det er de centrale forhold som afkastkrav mv., som gør det muligt at kunne sammenligne på tværs af branchen.” Emil er enig med ovennævnte og nævner at det grundlæggende er vigtigt at forudsætningerne for sammenligningen foreligger.

Derfor indikerer det tydeligt at det på nuværende tidspunkt er svært at foretage en sammenligning på tværs af branchen og at det afhænger af hvorledes selskaberne oplyser de rette forudsætninger som afkastkrav, beliggenhed, ejendomstype mv., i årsrapporter. For at gøre ejendomsbranchen mere gennemsigtig og årsrapporterne mere brugbare for interessenterne må der derfor vurderes at det giver god mening at skabe en fælles praksis i branchen, som netop gør det muligt at forstå selskabernes ejendomssammensætning kombineret med at muliggøre det at i højere grad at kunne sammenligne på tværs i branchen.

I markedsanalysen har vi inddelt selskaberne i 3 kategorier, som er opfyldes, opfyldes delvist og opfyldes ikke.

Kategorierne er sammensat som beskrevet nedenfor.

Opfyldes

De selskaber som betragtes som opfyldes indeholder alle de forhold som vurderes at være relevante for regnskabsbruger på baggrund af de anbefalinger som fremgår af regnskabsvejledningen og PWC's regnskabshåndbog kombineret med eksperternes svar. Konkret betyder det at selskaberne som minimum skal oplyse følgende for at være med i kategorien:

- Beliggenhed
- Ejendommenes type
- Afkastkrav for de enkelte ejendomme eller i kategorier hvis muligt
- Følsomhed ved ændring i afkastkravet

Hermed er det helt overordnet de mest centrale forhold generelt i branchen som der tages højde for. Der kan være ejendomme, hvor der er specifikke forhold som tomgang, investeringsbehov eller lignende,

som ikke er medtaget i vurdering som følge af at det er individuelt pr. ejendom og det kræver et dybdegående kendskab til de enkelte ejendomme.

De informationer som er nævnt ovenfor er samtidig i god overensstemmelse med de forhold eksperterne nævner i interviewene.

Opfyldes delvist

For at blive placeret i denne kategori kræver det at selskaberne som minimum oplyser hvilket afkastkrav som har været anvendt. Udover afkastkravet vil kategorien også indeholde selskaber som har en eller flere af forholdene under ”opfyldes” med, men ikke har tilstrækkelige informationer med til at betragtes som ”opfyldes”.

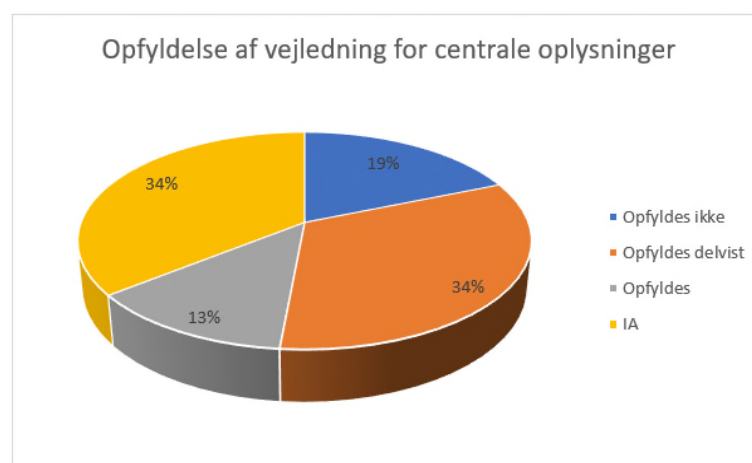
Opfyldes ikke

Denne kategori er selskaber som enten ikke har nogle centrale oplysninger med eller har oplysninger med i så minimal grad at det ikke giver regnskabsbrugeren nogen indsigt. Det kan være et selskab som blot oplyser beliggenhed, men ikke afkastkravet, hvorved de ikke vil være en del af minimumskravet til kategorien opfyldes delvist.

Opfyldelse af centrale forhold årsrapporterne

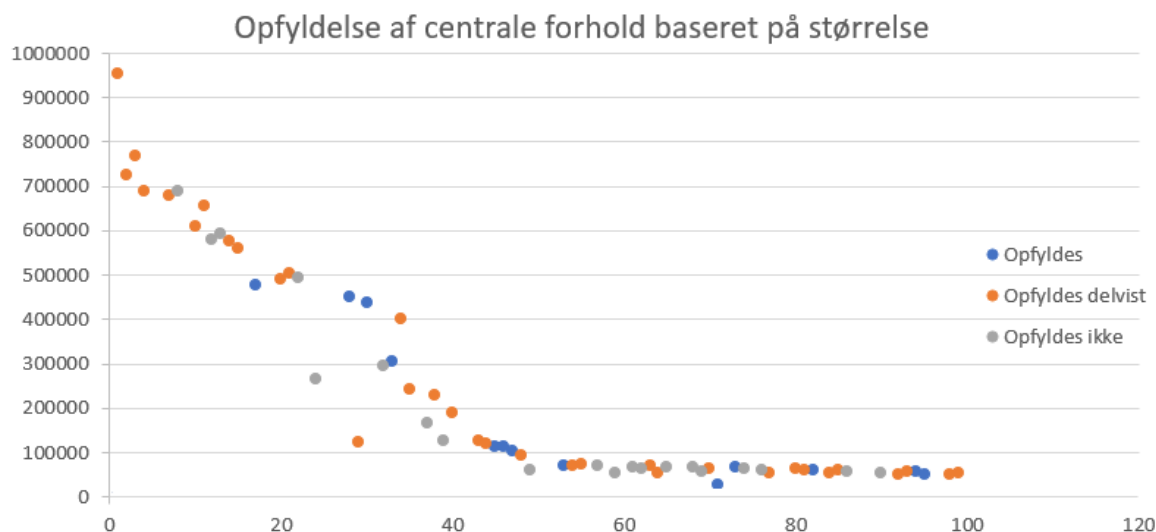
Markedsanalysen illustrerer en fordeling mellem de forskellige kategorier som vist nedenfor.

Som illustreret er der ikke krav omkring centrale forhold for selskaber som indregner til kostpris, hvorfor disse er præsenteret som ikke aktuelle.



Figur 50, kilde forfatterne

Blandt de resterende er det 13% (20% af dagsværdi) som opfylder det fuldt ud, mens 34% (52% af dagsværdi) som kun er delvist og 19% (28% af dagsværdi) som ikke opfylder kravene. Dette er en uventet fordeling, da mindre tallet reelt set opfylder de krav, som er kategoriseret. Denne er ligeledes illustreret ved nedenstående graf.



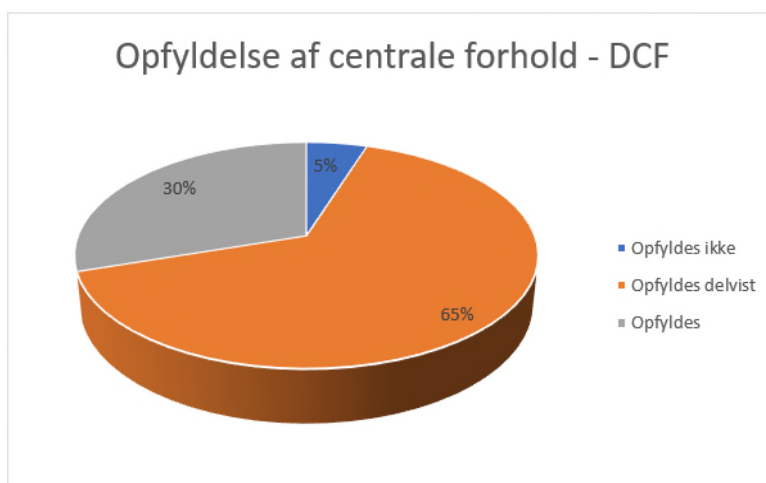
Figur 51, kilde forfatterne

Som illustreret i grafen er der ikke en direkte sammenhæng mellem opfyldelse af centrale forhold og selskabernes størrelse af ejendomsportefølje. Dette indikerer at størrelsen af selskaberne ikke betyder hvorvidt de er fuldt opdateret omkring den nye årsregnskabslov, ligeledes indikerer det at det nærmere tilfældigt, hvem som opfylder kravene til de centrale forhold og ej. Dermed kan det meget vel være afhængig af forhold som om selskabernes revisor har opdateret selskabets ledelse omkring forholdene samt haft fokus på det eller ej.

Fordelingen mellem opfyldes og opfyldes delvist er fordelt nogenlunde ligeligt mellem størrelserne, mens at opfyldes ikke har en mindre hovedvægt blandt de helt små selskaber i porteføljen.

Som følge af fordelingen mellem størrelser sammenholdt med at flere af de større ejendomsselskaber som tidligere analyseret anvender DCF-modellen er det relevant at analysere fordelingen mellem opfyldelse af centrale forhold og valg af dagsværdi modeller som illustreret nedenfor.

Som illustreret i cirkeldiagrammet, opfylder 30% af selskaberne som anvender DCF-modellen kravene omkring centrale forhold, mens 65% gør det delvist og kun 5% ikke gør. Hermed er der 10%-point flere i opfyldes kategorien samt 13%-point flere i kategorien opfyldes delvist og samtidig 23%-point færre i opfyldes ikke kategorien end gennemsnittet, som analyseret tidligere.



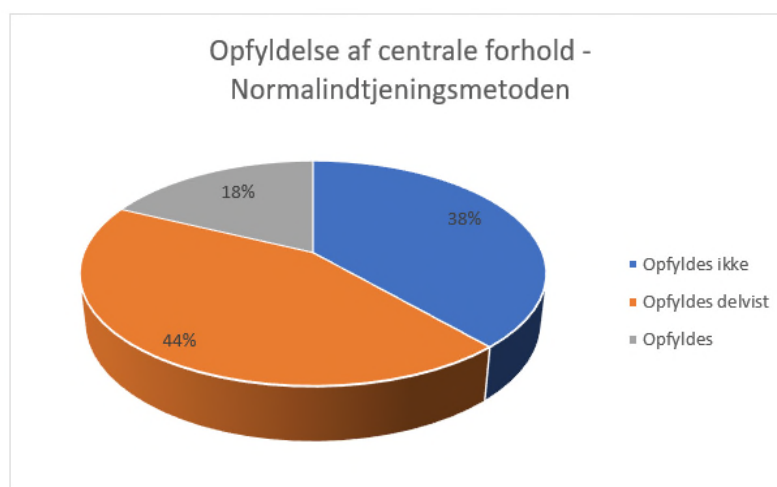
Figur 52, kilde forfatterne

Selskaberne som anvender DCF-modellen foretager en lang række af forudsætninger for at foretage budgetteringer og beregninger til modellen. Dermed kræver det et højere kompetenceniveau at udføre denne model korrekt

sammenholdt med de andre.

Derfor giver det mening at en større andel af selskaberne i både opfyldes og opfyldes delvist end gennemsnittet.

Som illustreret i cirkeldiagrammet opfylder 18% af selskaberne de forudsatte centrale forhold, når de anvender normalindtjeningsmodellen.

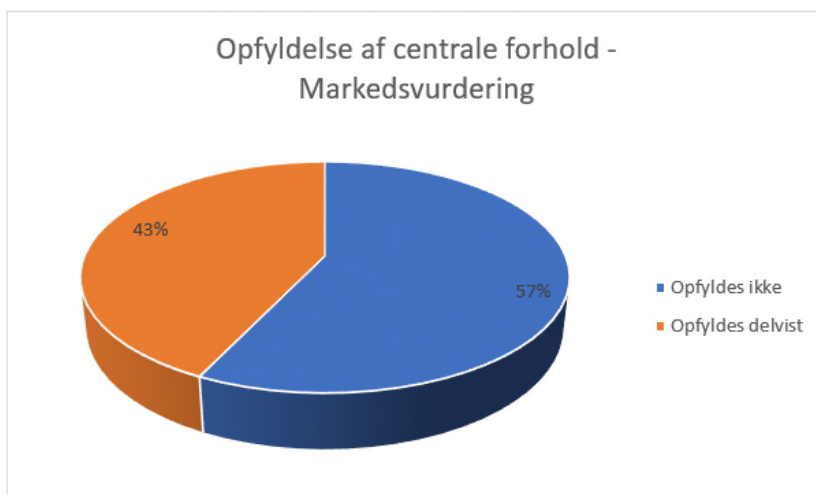


Figur 53, kilde forfatterne

Dette er 2%-point mindre end gennemsnittet som illustreret tidligere. I delvist kategorien er der 44% som opfylder kriterierne, hvilket er 8%-point mindre end gennemsnittet. Samtidig er der hele 38% som ikke opfylder kravene overhovedet, hvilket er 10%-point mere end gennemsnittet.

Fordelingen i manglende opfyldelse af centrale forhold ved brug af normalindtjeningsmetoden, indikere at de virksomheder som anvender denne metode, i mindre grad en gennemsnitligt, opfylder kravene til oplysning. Ved inddragelse af foretagende interview af Flemming Olesen og Anne Kronborg, er en afkastbaseret model mere simpel og konservativ. En afkastbaseret model benyttes hovedsageligt blandt de mellemstore ejendomsselskaber, hvor de større i analysen, benytter DCF-modellen. Fordelingen ser anderledes ud for markedsvurderinger som illustreret i figur 54.

Her illustreres det, at der er ingen af analyserede virksomheder, som opfylder kravne ved brug af markedsvurderinger, mod at der er 43% som gør det delvist, hvilket er 7%-point mere end gennemsnittet. Samtidig er der hele 57%



Figur 54, kilde

som overhovedet ikke opfylder det, hvilket er 29%-point

forfatterne mere end gennemsnittet. Dette indikere at virksomheder som vælger brug af ekstern markedsvurdering, gør dette, fordi de ikke internt har hverken kompetencer til opgørelser eller forståelse for de regnskabsmæssige regler. Det er derfor konstateret en klar sammenhæng mellem valg af metode samt overholdelse af de krav som årsregnskabsloven stiller, i forbindelse med indregning af investeringsejendomme til dagsværdi.

10.5 Sammenfatning af markedsforshold

Markedsforholdene giver en klar indikation af at de gennemsnitlige ejendomsporteføljer hos selskaberne er steget kontinuerligt over de seneste 5 år, hvilket hænger sammen med at ejendomsmarkedet generelt er steget, hvor der hos selskaberne som anvender dagsværdi til indregning af investeringsejendommen har løbende fået foretaget en opskrivning af ejendommene. Samtidig viser det at selskaberne generelt investerer mere i ejendomme, hvor den gennemsnitlige del af ejendomme udgør en større procentuel andel af den samlet aktivsum.

Realkreditbelåningen af ejendommene er ligeledes steget i samme periode, men ikke procentuelt i samme grad som ejendomsporteføljerne, hvilket indikerer på baggrund af belåningsgraden af

ejendomsporteføljen indikerer at selskabernes låneforhold er blevet sundere og derved bedre kan stå i mod et fald i markedet sammenlignet med tidligere.

Netop i forhold til indregning og måling af gæld, i tilknytning til investeringsejendomme, er der sket en ændring i årsregnskabsloven, til at indregning skal ske til amortiseret kostpris. Markedsanalysen viser at hovedparten af markedet har implementeret dette i årsregnskaberne, mens et minimalt antal ikke har ændret praksis eller omtaler dette i årsrapporterne. Det må konstateres, at markedet som helhed har forstået ændringen og har ændret regnskabspraksis, således at den nu er tilpasset ændret lovgivning. Ingen af virksomhederne, som er udvalgt til analysebrug, har tilvalgt internationale bestemmelser for indregning- og måling af gæld.

I tillæg til markedsanalysen, er inddraget interview fra interessenter, hvor der er bred enighed blandt respondenterne. Respondenterne mener alle at det er mest retvisende gældsforpligtelser måles til dagsværdi frem for amortiseret kostpris. Dette underbygges også med at, et gennemsnitligt realkreditlån indfries efter 8 år og derved holdes lånene ikke til udløb.

Ved en analyse af markedet for ejendomsselskaber, kan det konstateres at de fleste vælge af måle deres investeringsejendomme til dagsværdi – 66% af analyserede virksomheder. Grundlæggende giver dette god mening, da en investeringsejendom, er selskabernes primære aktiv og hele ”driveren” for indtjeningen i selskabet. Foruden dette illustreres faktiske værdi af investeringsejendomme, såfremt denne blev forsøgt afhændet, indenfor rimelig tid. På denne måde kan regnskabsbruger, herunder bank og investor følge udviklingen, i afkastet, af investeringen. En rimelig antagelse er derfor også, at både det løbende driftsafkast og værdireguleringer er essentielt for at vise selskabets finansielle performance, som helhed. En større andel af markedet benytter kostpris ved måling af ejendommene, dette indikerer at en del af branchen ikke mener at, det er væsentligt for regnskabsbruger at kende dagsværdien af selskabernes ejendomme. Analysen viser, at der ikke er sammenhæng mellem størrelse på virksomheden og valg af målingsmetode. Analysen viser til gengæld, at der er en sammenhæng mellem valg af værdiansættelsesmetode, og størrelsen på ejendomsselskabet. Hovedvægten af de større virksomheder anvender DCF-modellen, som har større usikkerhed og flere elementer at skøn involveret end ved brug af normalindtjeningsmetoden. Hovedparten af de analyserede virksomheder måler dagsværdien ved brug af normalindtjeningsmodellen. I flg. Regnskabsvejledning eller årsregnskabsloven, er det forskellige krav eller forslag til oplysning, alt efter hvilken model som

anvendes. Markedsanalysen viser derfor også, at der er stor forskel på, dels hvilke oplysninger der gives, men også om de oplyser disse på dele eller hele ejendomsporteføljen, som helhed. Det kan også konstateres, at der ikke er sammenhæng mellem størrelse og overholdelse af lovgivningen. Det kan derfor konkluderes, at de større virksomheder anvender en mere kompliceret metode, til opgørelse af dagsværdien, men dette betyder ikke at de i højere grad end de mindre virksomheder, oplyser de centrale forudsætninger som ligger til grund for opgjorte værdier. Dette kan indikere, at de større virksomheder har større kompetencer i relation til opgørelse af værdier, altså ved brug af DCF-modellen, men at virksomhederne ikke har de fornødne regnskabsmæssige kompetencer, til at oplyse relevante forudsætninger mv. De større virksomheder, vil typisk have en større interessent-base, fordi der kan være flere investorer med i projektet samt en række forskellige banker som har ydet finansiering til ejendommene. Derfor vurderes der øget behov for skematiske krav ved brug af tilvalg fra måling til dagsværdi ÅRL §38, således at alle interessenter bliver tilgodeset.

Vores adspurgte respondenter har forskellige holdninger til, hvilke metoder som er mest retvisende. Ejendomsinvestor, Emil-Buch Andersen og revisor og fagekspert, Jesper Winholt er mener at DCF-metoden er mest retvisende. Modsat mener, afdelingsdirektør, Flemming Olesen at normalindtjeningsmetoden, er mest retvisende. Flemming mener dette, fordi følsomheden i de forudsætninger som er forudsætningen, for brug af DCF-modellen, er for stor. Men de rigtige forudsætninger og kompetencer kan DCF-modellen, godt være mere retvisende og derved tættere på den reelle markedspris i handel mellem uafhængige parter, men Flemming har blot stor skepsis overfor dette i praksis. Han mener ikke at kompetencer nødvendigvis er tilstede og derved er normalindtjeningsmetoden mere konservativ og benyttes ligeledes internt hos BRF Kredit, ved egne opgørelser af dagsværdier.

I forhold til opfyldelse af de nye centrale forhold i årsregnskabsloven er det tydeligt at overholdelsen af den ikke afhænger af størrelsen af selskaberne, men derimod kompetencerne og kendskabsgraden til årsregnskabsloven i selskaberne. De selskaber som anvender den mere kompliceret DCF-metode overholder de centrale forhold, i højere grad end de øvrige to metoder, dog uden sammenhæng til virksomhedernes størrelse. For dem som anvender normalindtjeningsmetoden er der stor spredning i graden af overholdelse af de centrale forhold. Mens at dem som anvender en markedsvurdering, generelt ikke overholder kravene. Dette indikerer at, ved indhentelse af ekstern vurdering, til brug for

opgørelse af dagsværdi, mangler virksomhederne dels kompetencerne til opgørelsen men også den regnskabsmæssige forståelse for oplysningskrav mv.

Af de 101 analyserede virksomheder, er der ingen af virksomhederne der oplyser de centrale forhold på ejendomsniveau, men alene på dele af eller hele porteføljen. Foruden dette er der ingen af de analyserede virksomheder som oplyser dagsværdien af gælden i noter, ligesom ingen af de analyserede virksomheder giver oplysninger om låntype, varighed, løbetid, vigtige covenants eller øvrige forhold. På baggrund af dette kan det konkluderes, at ved inddragelse af långiver i markedsanalysen, er det svært at se denne type interessant bliver tilgodeset på lige fod med investor. Investor modtager information af resultat og ejendomsværdi, hvorimod kreditgiver, hvis kerneforretning er udlån af penge, gives der et minimalt oplysningsniveau for gæld, i tilknytning til investeringsejendomme. Således kan kreditgiver ikke se om der er anden gæld, væsentlige covenants eller andet som kan have betydning for kreditgiveres syn på årsregnskabet, hvorimod investor har udvikling i portefølje samt finansielt resultat som grundlag for beslutning. Dette understreges også af, at banker og kreditinstitutter beder om løbende interne rapporteringer, og regnskaber på ejendomsniveau, således at de løbende kan følge udviklingen heri. Men som Flemming Olesen fortæller, så er årsregnskabet et vigtigt redskab i forhold til valideringen af det talgrundlag som benyttes på årsbasis, da dette typisk er forsynet med en revisionspåtegning. Beregninger til kontrol af overholdelse af covenants sker også typisk på årsbasis, på baggrund af offentlige årsregnskab og derfor er det fortsat et nødvendigt redskab for kreditgiver, uden at årsregnskabet, nødvendigvis giver alle de oplysninger som er essentielle, for dem som interessant.

11 Konklusion

Afhandlingen har redegjort for ændringerne i årsregnskabsloven, både for investeringsejendomme til dagsværdi samt tilhørende gæld. I forlængelse heraf er der, med udgangspunkt i en eksempelejendom, illustreret følsomhed ved brug af forskellige metoder, herunder opgørelse af forskellig dagsværdi, ved brug af samme forudsætninger samt hvilke forudsætninger som er centrale for opgørelse.

Afslutningsvist, er der udarbejdet en omfattende markedsanalyse af 101 virksomheder, med henblik på at undersøge, hvordan markedet har implementeret den nye årsregnskabslov samt om analyserede virksomheder vurderes, at overholde de skærpede krav til oplysninger i denne forbindelse. De

efterfølgende afsnit er opdelt i, en konklusion vedrørende observationer og analyser på investeringsejendomme, hvilket er efterfulgt af tilsvarende konklusion på gældsforpligtelser.

11.1 Konklusion ved investeringsejendomme

Grundlæggende er vores konklusion, at der er stor forskel på valg af metode for opgørelse af dagsværdien, for investeringsejendomme. I forbindelse med vores analyse, har vi undersøgt forskellene mellem normalindtjeningsmodellen og DCF-modellen, med udgangspunkt i samme forudsætninger. Årsregnskabsloven kræver derfor også at der oplyses, i enten anvendt regnskabspraksis eller i noter til årsregnskabet, hvilke metoder som er benyttet til opgørelse af dagsværdi. Foruden dette er det et krav at de ”væsentligste forudsætninger” som ligger til grund for beregningen, skal oplyses i årsregnskabet, men det er ikke præciseret yderligere, i loven, hvordan dette skal opfattes. Så selvom DCF-modellen er mere kompleks, fordi der er flere skønsmæssige variable end ved brug af normalindtjeningsmodellen, så er der ingen krav for forskellig oplysning, alt efter brug af metode. Derfor er de efterfølgende konklusionsafsnit opdelt i betydningen for indregnings og målemetoden, samt anvendelsen i markedet og afslutningsvist affødte anbefalinger til at imødekommende markedsudfordringer, i relation til afhandlingens observationer.

11.1.1 Betydning af valg af indregnings- og målingsmetode

Indregnings- og målingsmetoden er en afgørende faktor i forhold til den indregnet og målte værdi i årsrapporten. Som analyseret ved eksempel ejendommen i Lyngby kan der være en betydelig forskel på værdierne afhængig af, hvilken metode som anvendes.

Kostprismetoden er den mest konservative ved at der ikke foretages løbende opskrivninger af ejendommen og dermed kun foretages nedskrivning, når det er relevant. Dermed er denne metode den mest konservative og derfor i mange tilfælde ikke direkte retvisende for ejendommens reelle værdi.

Normalindtjeningsmetoden er den simpleste dagsværdi metode, som tager udgangspunkt i allerede kendte faktorer omkring ejendommen. Dette gør at metoden er mere forsigtig sammenholdt med DCF-metoden, som er baseret på budgetteret fremtidige pengestrømme. Netop dette gør at normalindtjeningsmetoden er den foretrukne metode hos blandt andet BRF Kredit. DCF-metoden er derimod mere foretrukket blandt vores adspurgte ejendomsinvestor og fagekspert, da deres fokus mere er rettet mod at det er et fremtidigt investeringsobjekt, hvorved de fremtidige pengestrømme er en

vigtig faktor. Gennem analyse af følsomheden af de forskellige metoder viste det et klart billede af at DCF-metoden ligeledes er mest prislelsom sammenholdt med de øvrige metoder. En ændring af afkastkravet fra 3,25% til 5,25%, svarende til 2%-point gav en ændring på 81,1 millioner for DCF-metoden, 49 millioner for normalindtjeningsmetoden og 30,4 millioner for kostpris. Dette er alt sammen på en ejendom som værdimæssigt vil blive målt til mellem 78,3 til 159,4 millioner afhængig af valgt metode og om afkastkravet er 3,25 eller 5,25%. Denne følsomhed har en direkte indflydelse på øvrige forhold i regnskabet. De nye regnskabsregler omkring valg af regnskabsklasse, gør at positive værdistigninger som på dagsværdien skal medtages i nettoomsætningen. Dette betyder at hvis et selskab kontinuerligt har markante opskrivinger kan de blive omfattet af regnskabsklasse C i stedet for klasse B, hvor det kan diskuteres om det er retvisende at indregne ejendomme til kostpris, når virksomheden er så stor og typisk har en bred kreds af interessenter.

Samtidig har det en direkte indflydelse på øvrige hoved- og nøgletal i selskabet. Egenkapitalen påvirkes med samme effekt, da resultatet vil blive disponeret hertil. Eftersom at der ikke skal ske en binding på egenkapitalen, så kan selskabet i princippet udlodde udbytte på baggrund af en opskrivning. Herudover vil en række af relevante nøgletal som blandt andet egenkapitalforrentningen, belåningsgraden mv., blive påvirket en hel del. Ledelsens skøn og forudsætninger for anvendelse af metoderne er afgørende for den endelige dagsværdi. Som de adspurgte eksperter hos BRFkredit, redegøre for så opleves der typisk at ledelsen er mere optimistiske omkring "fremtiden", hvilket influerer terminalværdien en del i DCF-modellen. Derfor anvender BRF og Jyske Bank selv en afkastbaseret metode til brug for egne opgørelse af ejendommens dagsværdi. I praksis betyder det at regnskabet blot ved en ændring på 1-2%-point i afkastkravet opfattes helt forskelligt fra en ekstern regnskabsbruger. Netop derfor er der etableret nye krav i årsregnskabsloven omkring centrale forhold, som selskaberne skal oplyse. Kravet er fremsat således at virksomheder, som anvender dagsværdimetoder skal oplyse omkring centrale forhold, som er relevante i indflydelsen af værdiansættelsen.

På baggrund af afhandlingens analyser, kan det konkluderes, at der er enighed om hvilke forhold, som er mest centrale for et ejendomsselskab. Dette er; beliggenhed, ejendommens type, afkastkrav og følsomhed ved ændring i afkastkravet. Denne viden, er benyttet til at undersøge om markedet overholde krav til oplysning. Som følge af dette, er de 101 analyserede virksomheder opdelt i

kategorier efter dette, for at vurdere de informationer som selskaberne giver i årsrapporterne overfor relevante interessenter, som konkluderes under anvendelse i markedet.

11.1.2 Anvendelse i markedet

Anvendelsen i markedet viser at 66% af markedet anvender dagsværdi til indregning- og måling af investeringsejendomme, mens 34% anvender kostpris, hvilket hænger godt overens med vores adspurgte eksperter som er enige om at dagsværdi er mest retvisende. Der er en naturlig størrelsesforskel mellem dem som anvender kostpris og dagsværdi.

Af analyserede virksomheder, der måler ejendomme til dagsværdi, er der en klar overvægt af brug af normalindtjeningsmetoden, som også er den simple af de mest anerkendte dagsværdimetoder. En tredjedel af analyserede virksomheder, benytter DCF metoden, mens kun et fåtal anvender en ekstern vurdering som grundlag for måling af investeringsejendomme til dagsværdi.

Markedet anvender derfor forskellige metoder til opgørelse af dagsværdier, hvilket ikke i sig selv, er en udfordring. Dog er der ikke forskel på krav jf. årsregnskabsloven, på hvilke oplysninger der skal gives alt efter hvilken metode som benyttes. Dvs. at det er op til ”regnskabsaflægger”, at vurdere hvilke krav som er ”den centrale”. Det gør at der generelt gives forskellige oplysninger og det kan også konstateres, at der for en række ejendomsselskaber, mangler oplysninger som interessenter og eksperter, finder centrale. Dette underbygges ligeledes ved, at opgavens markedsanalyse viser at kun 20% af de 101 analyserede virksomheder, overholder de grundlæggende krav til oplysning og 28% af undersøgte virksomheder overholder ikke krav, ved slet ikke at give nogen oplysninger. Størstedelen af undersøgte virksomheder opfylder delvist anbefalingerne i regnskabsvejledningen og de grundlæggende krav til oplysning.

Da lovgivningen er ny og 2016 har været et implementeringssår, må det også forventes, at det over de kommende år, bliver bedre, fordi virksomhederne generelt bliver mere komfortable med ny lovgivning. Dog syntes andelen af analyserede virksomheder, som delvist eller ikke overholder lovgivning, at være højt, svarende til 80% af virksomhederne. Dette tyder på, at der er behov for yderligere konkretisering af dette i lovgivningen, således at der i højere grad gives samme oplysninger i virksomhederne.

11.1.3 Forslag til ændringer

Vores analyse af markedet for investeringsejendomsselskaber viser tydeligt, at de analyserede selskaber har haft svært ved at implementere den nye årsregnskabslov, i relation til at give centrale oplysninger ved opgjorte dagsværdier. På baggrund heraf, anbefales det, at der udarbejdes skematiske krav direkte i loven, således at der er et minimumskrav til oplysninger, ved måling af ejendomme til dagsværdi. Årsregnskabsloven, foreskriver på nuværende tidspunkt, at oplysningerne kan gives for en del af porteføljen, såfremt disse ejendomme er sammenlignelige. Analysen viser også at denne vurdering er svær for regnskabsbruger at forholde sig til, da ingen af de analyserede ejendomsselskaber, oplyser centrale forhold på ejendomsniveau. Og selvom to ejendomme ligger i Odense, så behøver ejendommene ikke være sammenlignelige. Så det anbefales ligeledes, at såfremt selskaberne, i forbindelse med regnskabsaflæggelsen, vurderer at to ejendomme er så identiske på forudsætninger, at de kan oplyses samlet, skal det oplyses fordi dette er tilfældet. To naboejendomme, kan have forskellige forudsætninger for udlejning, efterspørgsmål, lejersammensætning, mulighed for alternative udlejningsforhold osv. Derfor bør det i højere grad præciseres, hvilke kriterier ledelsen ligger til grund for deres vurdering af ejendommens sammenlignelighed.

Der er et naturligt niveau for at hvilke administrative byrde, man fra politisk side, kan pålægge virksomheder. Dog mener forfatterne, at det er rimeligt at øge krav yderligere, da investeringsejendomme er eneste aktiv som kan opskrives til frie midler og derved resultere i udlodning af udbytte mv. Derfor er det rimeligt, at den nye årsregnskabslov har skærpet kravene hertil, dog vurderer forfatterne at loven kunne have gået videre end det og skærpet området yderligere.

Med udgangspunkt i forespurgte respondents svar og erfaringer samt analyserede forhold, er det forfatternes opfattelse, at et skematisk krav hvor der oplyses generiske forhold, vil være gavnligt for branchen samt interessenterne. Det vil være gavnligt for branchen, fordi at skønnet, om hvilke oplysninger der skal gives, ikke vil ligge hos virksomhederne, men være konsistente for konsekvente for hele branchen. Det vil være gavnligt for interessenterne, fordi det give mulighed for at følge virksomhedens performance år for år. Såfremt der gives samme oplysninger år for år, kan regnskabsbruger se om der er sket væsentlige ændringer i forudsætninger som er lagt til grund for dagsværdiopgørelser. Foruden dette, vil det give forskellige interessenter mulighed for at vurdere

realismen i opgjorte oplysninger, dette gælder både kreditgiver og investor/ejer. Lejere, vurderes ikke i denne sammenhæng, at have indsigt eller kompetencerne til at vurdere dette uanset hvad.

Nedenfor der illustreret hvorledes sådan et skematisk krav kan se ud, med udgangspunkt i anvendte eksempelejeendommen jf. bilag 3:

Beliggenhed	Ejendomstype	M2	Ejendomsværdi	Afkastkrav	Følsomhed ved
					ændring af 1%-p
Torvet 111, 2800 Lyngby	Privat beboelse	2.186	98.352.941	4,25%	18.733.893
		2.186	98.352.941	4,25%	18.733.893

Skemakravet taget udgangspunkt i, at oplysninger gives på ejendomsniveau. For ejendomsselskaber med mange ejendomme vil dette medføre yderligere noter end ved nuværende lov. På nuværende tidspunkt, forskriver årsregnskabsloven, at der skal oplyses hvilke værdiansættelsesmetoder som er anvendt i regnskabspraksis eller i noter. Jf. vores markedsanalyse, har de fleste virksomheder oplyst dette under anvendt regnskabspraksis, hvilket antages at blive gjort ved ovenfor angivet eksempel. Angivne eksempel, er opgjort ved brug af normalindtjeningsmodellen. Beliggenhed og ejendomstype bør oplyses, således at regnskabsbruger har den fornødne indsigt til at forstå baggrunden for valgte afkastkrav. Der er stor forskel på om det er en erhvervsjendom med 1 lejer eller om det er en boligejendom i midten af en storby. Forfatterne anbefaler at dette indarbejdes som fast punkt sammen med ejendomsværdien, afkastkrav samt følsomhed ved ændring i 1%-point. I tillæg hertil bør kvadratmeter angives, således at regnskabsbruger kender størrelsen på konkrete ejendom, herunder har mulighed for beregning af kvm-pris.

Det er overvejet, om der bør være forskelle i oplysningskrav, alt efter hvilke metode virksomhederne anvender til dagsværdiopgørelse. Eksempler herpå, kunne være at der ved anvendelse af DCF-model, skal angives Terminalværdi samt forventet vækst i terminalperiode. Det kunne også være budgetterede vedligeholdelsesprojekter eller forbedringer på ejendommen, herunder muligheden for yderligere tilbygning på ejendommen osv. Forfatterne mener dog, der fortsat skal være en naturlig balance mellem interessenternes behov for information samt ejendomsselskabernes fortrolighed. Hvis der gives yderligere oplysninger end ovenfor anførte, vurderer forfatterne at dette bliver grundlæggende forretningsforhold for ejendomsselskaberne. Denne type af data, skal naturligt ikke være offentlig

tilgængelig, da dette i eksempelvis salgssituationer, kan give køber fortrolige oplysninger som kan danne grundlag for bud eller andet, som vil være uhensigtsmæssigt for sælger af ejendommen.

Forfatterne mener derfor på baggrund af analyserede markedsforhold og eksempelejendom, at der er behov for en yderligere præcisering af lovgivningen. Dette vurderes at kunne gøres, både i relation til at sikre ejendomsselskabernes forretningshemmeligheder og ønsket om en naturlig fortrolighed, samtidig med at tilgodese ønsket og hensigten med lovgivningen, nemlig at øge transparensen og forståelsen for indregnede ejendomme i selskabernes årsregnskaber.

11.2 Konklusion ved tilhørende gældsforpligtelser

Grundlæggende er det konklusionen, at gældsforpligtelser til amortiseret kostpris ikke bidrager til et korrekt billede af selskabets finansielle stilling. Tidligere har gældsforpligtelser i tilknytning til investeringsejendomme været målt til dagsværdi. Fremadrettet ændres lovgivningen herfor, således at gældsforpligtelser indregnes til amortiseret kostpris. Afhandlingen har behandlet forskellene mellem dagsværdi og amortiseret kostpris, både på redegørende og analyserende niveau og det er tydeligt, at kursudsving i gæld ikke fremadrettet vil være afspejlet i årsregnskaberne og derved vil indregnede gældsforpligtelser ikke være i overensstemmelse med faktiske restgæld til kreditgiver. Trods ændringer i indregnings- og målemetoder for gældsforpligtelser, er der ikke sket ændret eller skærpede krav til noteoplysning herom. Dette medvirker at selvom der fremadrettet ændres princip, så vil regnskabsbruger ikke kunne aflæse faktiske gæld til kreditgiver i årsregnskabet. I nogle tilfælde, vil denne forskel være uvæsentlig og derved ikke påvirke regnskabsbrugers syn på årsregnskabet, men det kan ikke udelukkes, at i andre tilfælde, kan det være væsentligt. Dette afhænger af en konkret udvikling i obligationerne på virksomhedens individuelle lån. Det er forfatterens opfattelse, at lånegiver er en af de væsentligste interessenter for et investeringsejendomsselskab og derfor kan det overvejes om de reelt tilgodeses i forbindelse med den nye årsregnskabslov. Såfremt et ejendomsselskab, har flere banker, har kreditgiver ikke mulighed for at se aktuelle restgæld til andre banker sammenholdt med at lovgivningen ikke stiller krav til oplysning om væsentlige lånevilkår. På denne måde kan det være svært for regnskabsbruger at se det reelle ”gælds billede” og eventuelle krav fra øvrige långivere hertil.

Det er derfor forfatterens overordnede anbefaling, at der indarbejdes en skærpelse til nuværende lovgivning, som sikre at der sker oplysning af gældsforpligtelser til dagsværdi i noter til årsregnskabet sammenholdt med at væsentligste lånevilkår, herunder covenants skal oplyses sammen med.

11.2.1 Betydning af valg af indregnings- og målingsmetoden

Betydningen af indregnings- og målingsmetoden for realkreditgæld er blevet mere relevant end tidligere eftersom at der er blevet ændret fra amortiseret kostpris til dagsværdi for realkreditgæld.

Det har været almindeligt kendt tidligere at amortiseret kostpris skulle anvendes, hvis et lån holdes til udløb eller hvis ejendommen har været indregnet til kostpris, men nu er det blevet praksis i forhold til årsregnskabsloven uanset lånet holdes til udløb eller ej. I praksis oplyser eksempelvis BRF, at deres kunder indfrier i gennemsnit deres lån efter 8 år. På denne måde kan der argumenteres for at, såfremt dette er en generel tendens i branchen, er der behov for en løbende afspejling af dagsværdien i årsregnskabet, da gælden ikke holdes til udløb.

Som analyseret betyder dette at mange virksomheder har ændret deres regnskabspraksis for gældsforpligtelser, hvor der er kommet en overgangsbestemmelse om at tidligere års dagsværdi kan anvendes som amortiseret kostpris primo ved overgang til de nye regler.

Ændringen i årsregnskabsloven, vil fremadrettet betyde at hvis renteniveauet i samfundet ændrer sig, herunder de underliggende obligationer i forbindelse med udstedelse af realkreditlån, vil dette ikke blive afspejlet dels i resultatopgørelsen men heller ikke i den faktiske forpligtelser i årsregnskabet. Eksempelvis vil, med udgangspunkt i eksempel i afsnit 6, en renteændring på 1%-point, resultere i en kursændring, svarende til 4,2 millioner kr. Fremadrettet ville denne kursændring ikke påvirke årsregnskabet, hvorved der ikke er direkte sammenhæng mellem gældens værdi under passiver og den reelle indfrielsesværdi. Vi har adspurgt alle respondenter samt analyse i øvrigt, vurderes det mest retvisende at indregne gældsforpligtelser til dagsværdi for gældsforpligtelser. Derfor kan det diskuteres om denne ændring reelt anfægter årsregnskabslovens generelle klausul, om et retvisende billede. Herunder muligheden for at fravige fra lovgivningen, hvis dette vurderes mere retvisende.

11.2.2 Anvendelse i markedet

I forbindelse med markedsanalyse af 101 ejendomsselskaber, er det konstateret af størstedelen af virksomhederne har implementeret overgangen til amortiseret kostpris. Det må derfor konstateres, at de analyserede virksomheder har forstået lovgivningen, herunder de nye krav til indregning og måling af gældsforpligtelser i tilknytning til investeringsejendomme til dagsværdi. Samtidig er det konstateret at historisk set, er det ganske få af virksomhederne som har haft optaget gælden til amortiseret kostpris,

men at langt de fleste har ændret regnskabspraksis. Dette betyder grundlæggende, at virksomhederne ikke tidligere har vurderet at de ønskede at fastholde lånene til deres udløb.

I forbindelse med markedsanalyse, er det også konstateret at ingen af de analyserede virksomheder, har oplyst særlige gældsforhold, herunder covenants og ej heller oplyst yderligere på gældsforpligtelser end de basale krav jf. årsregnskabsloven. Dette betyder ligeledes, at ingen selskaber har oplyst aktuelle dagsværdi af gæld. Dette kan skyldes, at forskellen er uvæsentlig og derfor ikke har vurderet at dette var vigtigt for regnskabsbruger. Det kan også skyldes, at loven ikke stiller krav hertil og derfor er dette ikke gjort. Altså at der er en sammenhæng mellem hvad lovgivningen stiller af krav og hvilke oplysninger virksomhederne giver. I sammenhæng til dette, bør det derfor overvejes at tilføje notekrav til nuværende årsregnskabslov.

11.2.3 Forslag til ændringer

Det er forfatterens anbefaling, at der bør tilføjes et note- og oplysningskrav til årsregnskabsloven. Dette krav bør indeholde relevante oplysninger, til brug for regnskabslæser. På baggrund af specialets analyse og observationer, er følgende forslag hertil, udarbejdet:

Realkreditgæld	Type	Rentesats	Udløb	Varighed	Kursværdi
Nordea Kredit	Fastforrentet obligationslån	0,5%	2028	2	<u>65.341.320</u>
					<u>65.341.320</u>

Dette skal alene opfattes som en tilføjelse, og derved skal der fortsat være oplysningskrav vedrørende forfald indenfor 1 og 5 år mv. som tidligere beskrevet i specialet. Forfatterne er ligeledes bekendt med, at indførelsen er sket som led i en øget harmonisering mod international lovgivning, og derfor kan der, realistisk set, ikke skal tilbage-tilpasning af indregnings- og målemetoder. Forfatterne mener dog, at det vil være hensigtsmæssigt at give flere oplysninger i tilknytning til indregnede gæld. I tilknytning til ovenstående bør der ligeledes skulle angives væsentligste lånevilkår, herunder covenants og beregnet nøgletal eller ratio som led i dette. Således får regnskabsbruger, både indsigt i faktiske dagsværdi af gældsforpligtelsen ligesom regnskabslæser får indsigt i de mest centrale lånevilkår. Forfatterne mener at dette kan gøres under hensyntagen til virksomhedernes administrative byrder samt ønsket om fortrolighed fra ejendomsselskabernes side.

12 Perspektivering

Specialets indhold og endelige konklusioner blev som først antaget. Det var forfatterens antagelse at der vil være en væsentlig forskel i værdierne ved brug af forskellige værdiansættelse modeller samt deres følsomhed overfor ændring i forskellige faktorer. Det var ligeledes forfatterens antagelse at der var en stor del af virksomhederne i markedet, som ikke havde tilpasset deres årsrapport i forhold til at overholde de gældende krav omkring centrale forhold mv. som er indført i årsregnskabsloven. Samtidig var det forfatterens opfattelse af ændringen fra amortiseret kostpris til dagsværdi for realkreditgæld i regnskaberne ikke var et ønske blandt alle regnskabsbrugere samt at der vil være regnskabsbrugere, som vi ønsker at der var krav omkring yderligere information i årsrapporterne omkring virksomhedernes gældssammensætning for at kunne opnå et retvisende billede over virksomhedens passiver og finansielle stilling.

Vi har gjort en række af overvejelser i forbindelse med specialet omkring, hvordan og hvorledes specialet skulle opbygges. Nedenfor gennemgår vi de punkter, hvor vi har haft overvejet i processen.

Reel ejendom i stedet for en eksempelejendom

Vi har valgt en eksempelejendom i stedet for en reel ejendom i ejendomsmarkedet, hvilket har været ud fra at beregne og analysere nogle forhold, som vi mener er relevante generelt for ejendomsbranchen.

Forfatterens overbevisning er at eksempel ejendommen ligger tæt op af virkeligheden, da vi har anvendt afkastkrav, tomgang og generelle oplysninger som ligger sig op af virkeligheden. Formålet ved at kombinere eksempel ejendommen med de faktiske forhold fra markedsanalysen gør, at vores beregninger af den eksempelejendom kan sammenholdes med forholdene på markedet. Netop i den forbindelse er der tydeligt at der er en overensstemmelse mellem eksempelejendommen og markedsdataet. Derfor mener vi ikke at det havde ændret på konklusionen, hvis vi alligevel havde udvalgt en eller flere ejendomme som er faktiske ejendomme i markedet.

Mindre virksomheder med i markedsanalysen

Som et led af markedsanalysen har vi valgt at fokusere på virksomheder med en samlet aktivmasse på mindst 50 millioner kroner. Dermed er der mindre ejendomsvirksomheder, som ikke indgår i markedsanalysen. Vi har overvejet om det vil gøre en forskel i forhold til det endelige output, hvis vi havde udvalgt selskaber blandt den mindre del målt på aktiver. Her er det vores overbevisning at det

kan ændre på outputtet af de enkelte statistikker, men ikke på den overordnet konklusion. Årsagen til dette er, at vi har en formodning om at flere af de mindre selskaber vil anvende kostpris som indregningsmetode, og blandt dem med dagsværdi vil flere anvende ekstern vurdering eller normalindtjeningsmetoden, som følge af et mindre kompetenceniveau i virksomhederne i forbindelse med regnskabsaflæggelsesprocessen. Samtidig forventer vi ikke at der er flere som har overholdt kravene til centrale oplysninger, nok nærmere omvendt.

Spørgeskemaer i stedet for interviews

Hvis vi havde valgt spørgeskemaer i stedet for interviews, vil det blive en kvantitativ i stedet for kvalitativ undersøgelse. Ved interviews har vi muligheden for at få et godt indtryk af de personer, som interviews samt deres faglighed til at besvare de konkrete spørgsmål, mens at ved et spørgeskema vil der være en større risiko i forhold til de faglige besvarelser, men omvendt involvere flere respondenter. Vores overbevisning er at hvis vi havde valgt respondenter til spørgeskemaer med samme erhvervsmæssige baggrund som dem vi har adspurgt via interviews, så vil det ikke ændre på de udarbejdet ændrings forslag, men det er muligt at der vil komme flere forslag til udformningen og informationsbehovet i noterne.

Foretage flere interviews

I forhold til at foretage flere interview, mener vi at det godt kan give et mere dybdegående og bredere syn på, hvordan de væsentligste interessenter anser ejendomsvirksomhederne. For eksempel kunne det være relevant at spørge flere realkreditinstitutter i forhold til deres syn og brug af de officielle årsrapporter. Omvendt har vi haft et fokus på at spørge meget konkret samt følge op på de svar vi har fået på de foretaget interviews.

Vi har i opgaven for eksempel adspurgt en afdelingsdirektør og regnskabsanalytiker fra BRFkredit, hvilket godt kan underbygges ved at spørge nogle fra et andet kreditinstitut. Vi er bekendt med at kreditinstitutterne er omfattet af skarpe krav i forhold til deres dokumentation ved ejendomsbelåning og derfor har vi en opfattelse af at processerne samt deres interesse i årsrapporterne er meget ens kreditinstitutterne i mellem.

13 Litteraturliste

Materiale via internettet

Ny årsregnskabslov i forhold til ejendomsselskaber:

<https://www.pwc.dk/da/nyt/2015/aendringer-konsekvens-ejendomsvirksomheder.pdf>

<https://www.google.dk/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0ahUKEwjBxKy4qqTWAhXGIpoKHRnmCukQFggUgMAE&url=https%3A%2F%2Fwww2.deloitte.com%2Fcontent%2Fdam%2FDeloitte%2Fdk%2FDocuments%2Faudit%2FNy-AARL-3-juni-2015.pdf&usq=AFQjCNGIeSiZN7wegecnWgYzszEUfp1fRw>

Indsigt i årsregnskabsloven:

[http://www.ey.dk/Publication/vwLUAssets/EY_-_Indsigt_i_aarsregnskabsloven_2017-18/\\$FILE/EY-indsigt-i-aarsregnskabsloven-2017-18.pdf](http://www.ey.dk/Publication/vwLUAssets/EY_-_Indsigt_i_aarsregnskabsloven_2017-18/$FILE/EY-indsigt-i-aarsregnskabsloven-2017-18.pdf)

Regnskabsklasser:

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/audit/Ny-AARL-1-juni-2015.pdf>

<https://www.pwc.dk/da/nyt/finance/regnskab/aendringer-til-aarsregnskabsloven-forhoejelse-af-stoerrelsesgraenser-medfoerer-flere-b-virksomheder.html>

Modelregnskaber og regnskabsvejledningen

http://www.fsr.dk/Faglige_informationer/Publikationer/Publikationer-liste/Copy%20of%20RV%20for%20klasse%20B%20og%20C_ny%20opdateret%20version_040416

Årsregnskabsloven:

<https://www.retsinformation.dk/forms/r0710.aspx?id=175792#id43513f07-7fbc-45e9-9a55-1f5f73b509d6>

Bekendtgørelse med ændring af årsregnskabsloven pr. 1. januar 2016:

<https://www.retsinformation.dk/pdfPrint.aspx?id=175792>

Regnskabshåndbogen:

<https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/pwc-regnskabshaandbogen-2017.pdf>

Værdiansættelsesmodeller:

https://ejendomsforeningen.dk/media/176669/vaerdians_ttelse_af_investeringsejendomme4.pdf

https://ejendomsforeningen.dk/media/176642/introduktion_til_dcf-modellen.pdf

Kurser og rente:

<https://www.brf.dk/erhverv/kurser>

Officielle årsrapporter

De seneste officielle årsrapporter for alle virksomheder som fremgår i bilag 6 pr. 01.10.2017

Markedsdata

Colliers Markedsrapport for 3. kvartal 2017:

https://cdn2.hubspot.net/hubfs/2205918/COLLIERS_PULS_status%20p%C3%A5%20ejendomsmarkedet_Q3_2017.pdf?submissionGuid=50b92795-fb79-4d90-9594-953fba0dbf9f

Artikler:

<https://penge.dk/bolig/boligpriser-naermer-sig-historisk-top>

<https://www.bt.dk/erhverv/ecb-fastholder-rekordlav-rente-0>

Bøger:

Finansiell Rapportering – Teori og regulering, Jens O. Elling, 3. udgave 2012

Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En Praktisk tilgang, Ole Sørensen, 4. udgave 2012

Research Methods and Methodology in Finance and Accounting, Ryan et al., 2. Udgave 2002

Den skinbarlige virkelighed, I. Andersen, 2008

Undervisningsmateriale fra:

Regnskab 2, Cand.merc.aud. studiet (CCMA010260)

Regnskab 1, Cand.merc.aud. studiet (CCMA010220)

Eksternt regnskab, HD i regnskab studiet (HD)

14 Bilag

14.1 Bilag 1 – Stamoplysninger omkring ejendom

	2016
Anskaffelsespris	110.000.000
Gæld	66.000.000
Omkostninger vedr. stiftelse	800.000
Tomgang	10%
Udlejningsprocent	90%
Maksimalt lejeindtægt	9.500.000
Pristalsregulering/inflationsrate	3%
Levetid på ejendom	60
Tilvækst i terminalperioden	1,32%
Beliggenhed	Lyngby centrum
Ejendomstype	Privat beboelse
Opført	2015

14.2 Bilag 2 – Budgettering og beregninger til DCF-modellen:

Driftregnskab, Investeringsejendom		Budgetperiode				Terminalperiode
	2016	B, FY17	B, FY18	B, FY19	B, FY20	Terminalværdier
Maksimalt lejeindtægter	9.500.000	9.785.000	10.078.550	10.380.907	10.692.334	11.013.104
Udlejningsprocent	90%	92,0%	94%	96%	98%	98%
Faktiske indtægter	8.550.000	9.002.200	9.473.837	9.965.670	10.478.487	10.792.842
Indtægter i alt	8.550.000	9.002.200	9.473.837	9.965.670	10.478.487	10.792.842
Ejendomsskat	(1.600.000)	(1.648.000)	(1.697.440)	(1.748.363)	(1.800.814)	(1.854.839)
Reparation og Vedligeholdelse	(1.600.000)	(1.680.000)	(1.764.000)	(1.852.200)	(1.944.810)	(2.003.154)
El, vand og varme, aconto	(1.000.000)	(1.050.000)	(1.102.500)	(1.157.625)	(1.215.506)	(1.251.971)
El, vand og varme, opkrævning ejere	1.000.000	1.050.000	1.102.500	1.157.625	1.215.506	1.251.971
Ejendomsomkostninger	(3.200.000)	(3.328.000)	(3.461.440)	(3.600.563)	(3.745.624)	(3.857.993)
Andel af indtægter	37,4%	37,0%	36,5%	36,1%	35,7%	35,7%
Personaleomkostninger	(1.500.000)	(1.545.000)	(1.591.350)	(1.639.091)	(1.688.263)	(1.738.911)
Advokat	(200.000)	(210.000)	(220.500)	(231.525)	(243.101)	(250.394)
Økonomisk assistance	(200.000)	(210.000)	(220.500)	(231.525)	(243.101)	(250.394)
Administrationsomkostninger	(1.900.000)	(1.965.000)	(2.032.350)	(2.102.141)	(2.174.466)	(2.239.700)
Resultat før renter og skat	3.450.000	3.709.200	3.980.047	4.262.967	4.558.397	4.695.149
Antal af indtægter	40%	41%	42%	43%	44%	44%
Skat	(759.000)	(816.024)	(875.610)	(937.853)	(1.002.847)	(1.032.933)
Skatteprocent	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Resultat før renter	2.691.000	2.893.176	3.104.437	3.325.114	3.555.550	3.662.216
Ændringer i nettoarbejdskapital	-	-	-	-	-	-
Nettoinvesteringer i fast kapital	-	-	-	-	-	-
Årets nettolejeindtægter	2.691.000	2.893.176	3.104.437	3.325.114	3.555.550	3.662.216
Vækst i Nettolejeindtægter		7,5%	7,3%	7,1%	6,9%	3,0%
År der skal tilbagediskonteres	1	2	3	4	5	6
Diskonteringsfaktor	1,00	0,9794	0,9395	0,9012	0,8644	0,8292
Pengestørrelse	2.691.000	2.833.589	2.916.545	2.996.514	3.073.552	3.036.699
Nutidsværdi		2.833.589	2.916.545	2.996.514	3.073.552	3.036.699

Værdi af budgetperiode	14.856.899
Værdi af terminalperiode	105.009.664
Markeds-/dagsværdi af ejendom efter DCF	119.866.563

14.3 Bilag 3 - Budgettering og beregninger ved normalindtjeningsmodellen

Driftregnskab, Investeringsejendom				
	90%		95%	97%
Faktiske indtægter	8.550.000		8.550.000	8.550.000
Regulering til forventet markedsleje			-	-
Tomgang	950.000		950.000	950.000
Indtægter i alt	9.500.000		9.500.000	9.500.000
Reparation og Vedligeholdelse	(1.600.000)		(1.600.000)	(1.600.000)
Vedligeholdelse	(1.600.000)		(1.600.000)	(1.600.000)
Personaleomkostninger	(1.500.000)		(1.500.000)	(1.500.000)
Advokat	(200.000)		(200.000)	(200.000)
Økonomisk assistance	(200.000)		(200.000)	(200.000)
Administrationsomkostninger	(1.900.000)		(1.900.000)	(1.900.000)
Ejendomsskat	(1.600.000)		(1.600.000)	(1.600.000)
El, vand og varme, aconto	(1.000.000)		(1.000.000)	(1.000.000)
EL, vand og varme, opkrævning ejere	1.000.000		1.000.000	1.000.000
Andre omkostninger	(1.600.000)		(1.600.000)	(1.600.000)
Budgetteret driftsafkast	4.400.000		4.400.000	4.400.000
Afkastkrav	4,25%		4,25%	4,25%
Dagsværdi ved fuldudlejning	103.529.412		103.529.412	103.529.412
Tomgangseffekt	(10.352.941)		(5.176.471)	(3.105.882)
Dagsværdi ved normaliseret udlejning	93.176.471		98.352.941	100.423.529

14.4 Bilag 4 – Lånetilbud fra Nordea på em 0,5% fastforrentet obligation

Nordea Kredit Obligationslån på 66.000.000,00 DKK

Lånet er forudsat udbetalt 25. oktober 2017 med en løbetid på 10 år og 3 måneder og med en afdragsfri periode på 0 år.

Ved nævnte kurs og omkostninger udbetales 63.486.582,68.

Kursen er 99,0020, svarende til en kursværdi på 65.341.320,00.

Lånets pålydende rente er 0,5000%.

Bidrag pr. år er 0,8332 og regnes som % af pantebrevsrestgælden fra beregningsdato. Den endelige sats er afhængig af lånets placering indenfor ejendommens vurderede værdi.

I beregningerne efter skat er anvendt følgende skatteprocent svarende til København kommunes skatteprocent på 25,80% i 2017. Skatten nedsættes i beregningerne årligt med 1 pct point frem til 2019. For resten af lånets løbetid anvendes den samme skattesats som 2019.

I beregningen er den effektive rente 0,7323% og ÅOP 2,1%

I lånets hovedstol er indregnet følgende omkostninger:

Kurtage	65.077,32
Kursskæring	132.000,00
Lånesagsgebyr	3.000,00
Stiftelsesprovision	660.000,00
Tinglysningsafgift	991.660,00
Bankomkostning	3.000,00
Omkostninger udenfor ÅOP	0,00
Omkostninger i alt	<u>1.854.737,32</u>

Beregningen er foretaget på de nævnte forudsætninger og ud fra Nordea Kredits beregningsmetoder. Hvis der sker ændringer i forudsætningerne, vil lånets udbetalte beløb og faktiske amortisering blive anderledes.

14.5 Bilag 5 – Lånetilbud Nordea på en 1,5% fastforrentet obligation

Nordea Kredit Obligationslån på 66.000.000,00 DKK

Lånet er forudsat udbetalt 25. oktober 2017 med en løbetid på 10 år og 3 måneder og med en afdragsfri periode på 0 år.

Ved nævnte kurs og omkostninger udbetales 63.250.538,96.

Kursen er 98,6440, svarende til en kursværdi på 65.105.040,00.

Lånets pålydende rente er 1,5000%.

Bidrag pr. år er 0,8332 og regnes som % af pantebrevsrestgælden fra beregningsdato. Den endelige sats er afhængig af lånets placering indenfor ejendommens vurderede værdi.

I beregningerne efter skat er anvendt følgende skatteprocent svarende til København kommunes skatteprocent på 25,80% i 2017. Skatten nedsættes i beregningerne årligt med 1 pct point frem til 2019. For resten af lånets løbetid anvendes den samme skattesats som 2019.

I beregningen er den effektive rente 1,8084% og ÅOP 3,2%

I lånets hovedstol er indregnet følgende omkostninger:

Kurtage	64.841,04
Kursskæring	132.000,00
Lånesagsgebyr	3.000,00
Stiftelsesprovision	660.000,00
Tinglysningsafgift	991.660,00
Bankomkostning	3.000,00
Omkostninger udenfor ÅOP	0,00
Omkostninger i alt	<u>1.854.501,04</u>

Beregningen er foretaget på de nævnte forudsætninger og ud fra Nordea Kredits beregningsmetoder. Hvis der sker ændringer i forudsætningerne, vil lånets udbetalte beløb og faktiske amortisering blive anderledes.

14.6 Bilag 6 – Virksomheder udvalgt ved markedsanalysen

CVR-nr.	Firmanavn
32775926	Aaa United Danmark A/S
34462380	Mainland ApS
31756138	Dan Mark Ejendomme A/S
43229028	A. Fønnesbech A/S
30174054	Egnsinvest Tyske Ejendomme A/S
27090664	Nine United Properties Denmark A/S
10089468	Stenbjerg Ejendomme A/S
36459824	Distreal 1 Høje-Taastrup ApS
32068456	Ejendomsselskabet Lautrupparken 40-42 A/S
70965216	Tibirg ApS
35375678	Mka Ejendomme af 2013 ApS
26536162	Klp Ørestad 5g A/S
56912614	Aktieselskabet Matr. Nr. 363 Vestervold Kvarter
33158270	Onsgaarden ApS
36443545	Nygade 1-3 ApS
32344593	N5 Porcelænsghaven ApS
28122268	Ejner Hessel Ejendomsselskab A/S
31061008	Ejendomsselskabet Vejle A/S
34887209	Cirkuspladsen I ApS
28292996	Cet Ejendomme ApS
35402632	Kbm Ejendomme A/S
31764696	M. Goldschmidt Ejd., Ringsted ApS
29818746	Portefølje I ApS
28147066	Copenhagen Towers ApS
53806228	Cervogruppen ApS
35514368	Retreal 1 Holte ApS
21094234	Cih Royal Hotel A/S
32163025	Ejendomsselskabet Moesgård A/S
30357876	Milton Property A/S
24203786	Fagus A/S
34603383	Klp Østergade 8-12 A/S
24205630	Ejendomsselskabet Skt. Petri A/S
25591666	Remien Holding ApS
28861850	Humblebo Ejendomme A/S
28864027	Cph Business Park ApS
25213378	J.H. Invest 2000 A/S
31280699	Bec Ejendomsselskab A/S
33636806	Fb Erhvervsejendomme ApS
32079628	Ejendomsselskabet Treleddet ApS

29320462 Knh Gruppen A/S
34581290 Randers Leisure Ejendomsselskab A/S
32780105 Glostrup Stationscenter ApS
10080568 Sjælland Ejendomme A/S
31279763 Ejendomsselskabet af 5. Maj 2014 A/S
26154901 Ørbæk Ejendomme ApS
28110537 Boligforeningen Midtbyen ApS
27352758 Højfyns Ejendomme ApS
33145470 Danish Properties A/S
29853797 Ejendommen Tronholmen 5 ApS
35229809 Anwar Properties ApS
29617228 Sole Ejendomme A/S
35672869 Selu Virum ApS
12512236 Kbj Ejendomme ApS
34710341 Malmø Invest ApS
31751799 Ejendomsselskabet Kobbekhusene ApS
32935796 Ejendomsselskabet Hillerød A/S
31049261 Lars Fogh Ejendomme ApS
18928647 Ejendomsselskabet Trøjborg ApS
31185688 Sirius Ejendomme A/S
30350472 Ejendomsselskabet Bagsværd Park ApS
27108067 Via Biler Ejendomme ApS
27213170 Living Invest A/S
28655002 Aalborgdk ApS
35854053 Ejendomsaktieselskabet A1eltorv
27236804 Jo-Kri Ejendomme A/S
27180647 Vesterport Ejendomme ApS
28312156 Dine1 Ejendomme ApS
36470534 Söze Invest ApS
31935040 Bls Ejendomme 1 ApS
27282792 Ot Bolig- og Erhvervsudlejning ApS
33366329 Christiansfeldvej 103 ApS
30201019 Multi-Erhvervsnejendomme A/S
27765335 Venstrupparken 8b A/S
31175429 Finsensvej ApS
26480507 Lb Ejendomme ApS
28851340 Elias Ejendomme ApS
32357490 Thyholm ApS
27076297 Ejendomsselskabet Mimergade A/S
26530652 Hjere Ejendomme A/S
29318271 På Den Anden Side ApS

28864116 Jfh Ejendomme ApS
 29514410 Gram Ejendomme ApS
 34084564 Børsen II Esbjerg ApS
 25631064 Rauff Ejendomme A/S
 26717035 Billund Erhvervsudlejning ApS
 30542541 B. S. Ejendomme ApS
 32670253 Joe ApS
 36545127 Lk Ejendomme Danmark A/S
 32662927 Hammerhus ApS
 51436113 H. Daugaard Ejendomme A/S
 35633138 Elro Park ApS
 32280285 Ejendommen Marsvej 10 ApS
 26993865 Bravo ApS
 28281129 Evang Ejendomme ApS
 32778747 Ejendomsselskabet Vb Parken A/S
 27966446 Ejendomsselskabet 2100 ApS
 31260175 Efb Ejendom A/S
 32300367 Newani Ejendom ApS
 24221822 Ejendomsselskabet Amerika ApS
 30576977 3b Estate A/S
 32887864 Jp Ejendomme 2 A/S

14.7 Bilag 7 – Interview med Emil-Buch Andersen

Hvilken jobtitel har du?

Økonomidirektør

Hvor meget erfaring har du med ejendomsselskaber og i hvilken sammenhæng?

Jeg har 7 års erfaring med revision af ejendomsselskaber, hvor jeg over tid har specialiseret mig inden for branchen, det sidste år af min revisor karriere brugte jeg ca. 80 % af min tid på revision og rådgivning af ejendomsinvestorer, deres investeringer eller deres administratorer.

Derudover har jeg siden 2008 været investor i et ejendomsselskab og siden 2010 siddet i ledelsen i en ejendomskoncern. Først som bestyrelsesmedlem, senere som bestyrelsesformand og siden 1. september 2017 som direktør.

Hvordan bruger i ejendomsselskabernes offentlige årsrapporter? Afhænger brugen af størrelsen på virksomheden?

Vi handler ikke med ejendomsselskaber, udover i forbindelse med køb/salg af ejendomme.

Vores brug af selskabernes årsrapporter afhænger i den forbindelse meget af transaktionens form og type. Vores interesse for årsrapporterne er størst i forbindelse med transaktioner som omhandler køb af selskabet. Her er vi selvfølgelig interesseret i oplysninger som vi kan bruge i vores vurdering af den eller de ejendomme som selskabet ejer.

Vores brug af årsrapporten er ikke afhængig af virksomhedens størrelse, men nærmere transaktionens type.

Hvad er din holdning til at ejendomsselskaber i de mindre regnskabsklasser fri kan vælge mellem at indregne til kostpris eller dagsværdi?

Jeg synes som udgangspunkt at ejendomsselskaber bør indregne deres ejendomme til dagsværdi. Dog synes jeg at det er fair at selskaber som ejer ejendomme som led i deres egen drift eller som domicil ikke er tvunget til at beregne en dagsværdi, da værdien og meningen med arbejdet ikke givet en reel mening for virksomheden, og dens påtænkte brug af ejendommen.

Hvad mener du er mest retvisende kostpris eller dagsværdi for indregning af ejendomme?

Dagsværdi – Herunder mener jeg af en DCF-baseret beregningsmodel er mere retvisende end en afkastbaseret.

I jeres årsrapport har i valgt at indregne ejendomme til dagsværdi selvom at i har valgfrihed mellem kostpris og dagsværdi. Hvad er årsagen til jeres valg?

Det er en central del af vores forretning at tjene penge på både drift og investering i fast ejendom. Derfor også en central del af vores resultat. Hvis vi ikke skulle indregne værdiforøgelser/-forringelser når de realiseres, skal vi have et skyggeregnskab overfor vores kreditgivere omkring hvilke værdier vores ejendomme er værd for at kunne illustrere vores soliditet.

Vi arbejder med vores kreditgivere med væsentligste måleinstrument soliditet, herunder realiseret afkast i forhold til ejendommenes værdi.

Hvilke oplysninger mener du er de mest centrale for værdiansættelse af en ejendom?

1. Afkastkrav
2. Beliggenhed
3. Ejendomstype
4. Strukturel tomgang
5. Administrationsniveau
6. Lejeniveau
7. Driftsomkostninger niveau

I nævnt rækkefølge.

Yderligere i en DCF-baseret beregning også følgende:

1. Lejestigning
2. Inflation
3. CAPEX-investeringer

Hvad er din holdning til den nuværende lovgivning om værdiansættelse af ejendomme set i lyset af at ejendomsmarkedet var en medvirkende faktor til finanskrisen?

Jeg synes grundlæggende ikke at det er lovgivningen der i givet fald er skyldige i ejendomsmarkedets indflydelse på finanskrisen. Som udgangspunkt var ejendomsmarkedet desværre blevet en smule opblæst. Det skyldes efter min mening mest af alt nogle ejendomsinvestorer og kreditgiveres uforsigtige og store risiko villighed.

Der blev skrevet udlån efter udlån med minimal sikkerhed. Mange kreditgivere led og gik konkurs efterfølgende.

Jeg er af den umiddelbare opfattelse at markedet på kreditgivers side er blevet reguleret lovgivningsmæssigt, således at finanskrisen ikke bliver påvirket på samme måde af ejendomsbranchen.

Hvad er din holdning til at gæld i forbindelse med ejendomme fremadrettet skal indregnes til amortiseret kostpris i stedet for dagsværdi?

Jeg synes som udgangspunkt det er misvisende. Når det så er sagt, så er forskellen kun relevant hvis man spekulere i gæld. Men det danner grundlag for et skyggeregnskab ved vurdering af soliditet.

Hvad mener du er mest retvisende amortiseret kostpris eller dagsværdi for indregning af tilhørende gæld?

Det afhænger af investors tilgang til lånoptagelse og -indfrielse. Hvis investor spekulerer i lån, er dagsværdi det mest retvisende. Hvis investor har salg for øje er dagsværdi det mest retvisende. Hvis investor som udgangspunkt har varigt eje, så er dagsværdi det mest retvisende øjebliksbillede, men driften er mere retvisende ved amortiseret kostpris, da dagsværdi udsving i gælden ikke forstyrrer billedet.

Hvilken betydning har det for jer at reglerne for indregning af gældsforpligtelser i relation til ejendomme er ændret fra dagsværdi til amortiseret kostpris?

Vi har brugt lempelsesbekendtgørelsens regler i forbindelse med overgangen. Men det betyder at vi nu har 3 forskellige måder vi skal styre vores lån. Samtidig at der er en periode hvor vi har en indregnet gæld som hverken følger det ene eller andet princip i den bogstaveligste forstand.

I den nye årsregnskabslov præciseres i forbindelse med den seneste ændring af årsregnskabsloven. I den forbindelse skal virksomhederne oplyse centrale forhold som er en forudsætning for værdiansættelse af ejendomsselskaber. Hvilken betydning har det for ejendomsselskabernes årsrapporter fremadrettet?

Det er svært at sige. Men jeg håber det betyder at der kommer en større gennemsigtighed i markedet.

Hvilken betydning har det for jer at årsregnskabsloven er blevet præciseret i forhold til at oplyse centrale forhold i jeres offentlige årsrapport?

Vores årsrapporter omfatter væsentligt flere oplysninger i 2016/17 end tidligere. Jeg håber andre i branchen følger trop.

I har i jeres senest offentlig tilgængelige årsrapport for 2015/16 har i valgt en beskrivelse af jeres ejendomsportefølje i ledelsesberetningen, men ingen til regnskabslæseren om indregning og måling af de enkelte ejendomme. Hvad er baggrunden for dette?

I al væsentlighed skyldes det en interesse for at fortælle en helhedshistorie, derudover har der ikke været nogle krav herom, ligesom der fortsat ikke er det.

Vi har i 2016/17 i større grad oplysninger på ejendomsniveau – fortsat uden at have oplysninger som isoleret set omhandler en ejendom der hvor der er muligt.

I 2016/17 har vi på selskabsniveau inddelt vores oplysninger i områderne:

- København og Københavns omegn
- Østsjælland
- Syd- og Vestsjælland

Områdebetegnelserne er taget fra Ejendomstorvet.dk.

Herefter har vi opdelt oplysningerne i Bolig og Erhverv. Og giver for hver kategori følgende oplysninger:

- Afkastkrav
- Strukturel tomgang
- Administration

Oplysninger omkring lejeindtægter og driftsomkostninger er givet på selskabs-/portefølje niveau.

Når i skal købe eller sælge en ejendom i hvor høj grad anvender i de andre ejendomsselskabers offentlige årsrapport? Hvad ligger i vægt på i deres offentlige årsrapport?

Når vi skal sælge, bruger vi dem som udgangspunkt meget lidt. Dog afhængig af hvordan køber gerne vil købe vores ejendom(me). Såfremt køber er interesseret i at bruge os som mellemfinansiering, ved pantebrev eller lignende, ville vi lave en analyse af købers økonomiske forhold. Det er dog aldrig sket at vi har solgt under de forudsætninger og vi er som udgangspunkt ikke interesserede i at gøre det.

Som køber bruger vi sælgers årsrapporter i den indledende fase, hvor vi endnu ikke nødvendigvis er gået i forhandling, men alene sondere og overvejer et eventuelt køb. Her er årsrapportens information og specifikationsniveau særdeles relevant. Senere i købsprocessen foretager vi vores egne beregninger og værdiansættelser.

Hvis vi køber selskabet, bruger vi tid på finansiell due diligence, hvor vi detail gennemgår væsentlige oplysninger i regnskabet (både historiske og aktuelle).

Hvis vi køber ejendommen ville vores gennemgang af selskabets årsrapport primært omhandle specifikke oplysninger vedrørende ejendommen.

Mener du at den nuværende årsregnskabslov giver mulighed for at foretage en sammenligning af ejendomsselskaber på tværs af branchen? Hvad mener du gør dem sammenlignelige eller ikke-sammenlignelige på tværs af branchen?

Både ja og nej.

Jeg synes at oplysningskravene er formuleret for overordnet til at det giver mulighed for at sammenligne på tværs. Men det er et skridt i den retning.

Man kunne komme tættere på ved at kræve oplysningerne på en bestemt måde.

I forhold til ændringerne af den seneste årsregnskabslov er det din holdning at området nu er over- eller underreguleret i forhold til krav til årsrapporten?

Området er overreguleret i forhold til andre brancher, men jeg synes det er på sin plads henset til branchens indvirkning på nationale og internationale økonomiske forhold historisk.

Hvad mener du bør tilpasses i årsregnskaberne for at gøre dem mere venlige overfor interessenter eller virksomheden selv i forhold til informationsværdi og at det giver det mest retvisende billede?

Hvis vi skal et spadestik dybere i forhold til retvisende billede og samtidig gøre det lettere for interessenter og virksomheder at overholde, bør noteoplysningskravene suppleres med skemakrav omkring hvad noten skal indeholde, ikke omtalt som "centrale forhold" men konkret hvilke oplysninger samt hvordan de skal gives.

14.8 Bilag 8 – Interview med Flemming Olesen

Hvilken jobtitel har du?:

Afdelingsdirektør (for engelske kunder: Vice President)

Hvor meget erfaring har du med ejendomsselskaber og i hvilken sammenhæng?:

Har arbejdet 20 år med realkreditfinansiering af erhvervsejendomme og hovedsageligt med finansiering ejendomsselskaber

Hvordan bruger i ejendomsselskabernes offentlige årsrapporter? Afhænger brugen af størrelsen på virksomheden?:

Anvendelsen sker med forskellige vinkler som, identifikation af potentielle kundeemner; analyse af regnskaber ifbm. etableringen af et nyt kundeforhold eller ved ændringer i eks. engagementet som udvidelse af engagementet/ændrede lånevilkår/skift i rente og de afdragsfrie perioder for lån samt årlige prolongationer/gennemgange af regnskaberne.

I forbindelse med långivning, indarbejder i så converants som kan have indflydelse på jeres brug af årsrapporterne og i så fald hvilke?

Årlig opfølgning – typisk årsregnskaber

ICR: Hvor meget lejeindtægten skal være – renteudgifter (radio) Net operating income – likviditet er et faktum

Soliditet parametre: få

Lovkrav på ejendoms side: Complaiance – SDO vurdering (særligt dækkede obligation) – skal værdiansættelse kontorejendomme – hvis værdien falder skal i reservere kapital

Boligudlejning: værdiansættelse hver tredje år

Mest i opfølgende proces!

Koncernstruktur og soliditet

Revisor – anerkendt revisor - kvalitetsbehov

Hvordan håndteres en traditionel kreditvurderingsproces? Herunder hvilke informationer indhenter i til brug herfor?:

Seneste årsregnskaber, revisions protokoller, interne regnskaber, budgetter (drifts- likviditets- og balance budgetter), koncernregnskaber, koncerndiagram op til de ultimative ejere + oplysninger om aktivernes sammensætning helt ned på ejendomsniveau også for så vidt angår. Gæld hvis der er en sådan ud over realkreditlån.

Hvad er din holdning til at ejendomsselskaber i de mindre regnskabsklasser fri kan vælge mellem at indregne til kostpris eller dagsværdi?:

Generelt er jeg pro dagsværdiopgørelsen – men en korrekt opgørelse af denne er vigtig. Her ser vi stor forskel på dokumentation/argumentation for værdiansættelsen hos mindre vs. Store selskaber. Vi forholder os meget ofte til alle ejendomme som selskabet ejer, også selv om vi ikke har belånt hele porteføljen – for at kvalificere egenkapitalen.

Oplever i at de store selskaber er bedre til at dokumentere deres værdiansættelser, herunder være mere realistiske i deres anskuelser?

JA – villige til at købe hjælp og vurderingsopgaver i højere grad - specialiseret hjælp – store mæglerkæder.

Har virksomhedens værdiansættelsesmetoder i offentlige årsrapporter betydning for hvor mange ressourcer i bruger på vurdering af kundeengagementet?:

Det gør ikke den store forskel.

Er det fordi i ikke tillægger eksterne årsrapporter den store værdi i forbindelse med jeres indledende og løbende vurdering af engagementet?

JA – største fundament – er udarbejdet i årsrapport – værdiansættelse af ejendomme er kernebusiness – korrigerer egenkapital og udskudt skat.

Hvad mener du er mest retvisende kostpris eller dagsværdi for indregning af ejendomme?

En korrekt dagsværdi.

Hvilken metode for opgørelse mener du er mest retvisende – DCF eller normalindtjeningsmodel?

Afkastbaseret model benyttes af RD-institutter. Usikkerheden forøges ved DCF-modellen – terminalværdier.

Hvilke oplysninger mener du er de mest centrale for værdiansættelse af en ejendom?:

Afkastkrav/Indtægter/omkostninger/vedligeholdelse – og i den prioriterede rækkefølge.

Hvad beliggenhed og type (Privat eller erhverv), antallet af lejere og uopsigelighed på største lejer eller andet?

Rating af ejendomme: Overordnet stand og beliggenhed, genudlejningsmuligheder.

Banken har kompetencerne til at vurdere dette og bruger derfor ikke detaljerne.

Hvad er din holdning til den nuværende lovgivning om værdiansættelse af ejendomme set i lyset af at ejendomsmarkedet var en medvirkende faktor til finanskrisen?:

Jeg skønner selv krisen i større grad skyldtes en meget stor kreditappetit hos långiverne og et marked hvor priserne byggede mere på værdistigninger på ejendomme end løbende driftsoverskud end regnskabsregler.

Hvad er din holdning til at gæld i forbindelse med ejendomme fremadrettet skal indregnes til amortiseret kostpris i stedet for dagsværdi?

En regnskabsmæssig bogføring, hvor vi som långiver ”igen” ser på dagsværdien af gælden.

Hvordan oplever du så at i som banker at stillet frem for andre interessenter – hvis i ikke kan bruge denne del af årsrapporten? Bør virksomhederne noteoplyse både amortiseret kostpris og dagsværdien af gælden?

Ja – det kunne give mening – men oplyses – fylder intet hos jer.

Hvad mener du er mest retvisende amortiseret kostpris eller dagsværdi for indregning af tilhørende gæld?

Dagsværdi også jfr. overfor...

I forhold til realkreditlån for ejendomsselskaber. Hvor stor en del af de optaget lån holdes til udløb?

Meget få, gennemsnit løbetid 8 år hvor vi tilbyder 20/30 løbetid på lånet.

Hvad er den mest anvendte låntype indenfor for ejendomsselskaber?

RTL1-5, nogle få institutionelle udenlandsk ultimativt ejede ønsker finansielle løsninger som SWAPS, og typisk når det ønsker 6-10 rentefixing.

I den forbindelse skal virksomhederne oplyse centrale forhold som er en forudsætning for værdiansættelse af ejendomsselskaber. Hvilken betydning har det for ejendomsselskabernes årsrapporter fremadrettet?

For de mindre og mellemstore selskaber kan det måske kompetencemæssigt være en styrkelse også for andre interessenters læsning af regnskaberne.

Mener du i denne forbindelse at der skal være skematiske krav til, hvilke centrale oplysninger der som minimum skal gives, i så fald hvilke?

Specifikationer på gæld – RD gæld, banklån – rentefixing, fastrente – opgørelse af dagsværdi af Gæld – opsigelsesmuligheder og coverant.

Mener du at den nuværende årsregnskabslov giver mulighed for at foretage en sammenligning af ejendomsselskaber på tværs af branchen?

Teoretisk set, ja. Der er dog mange individuelle forhold (som portefølje mix. eks. lejesammensætning, ejendomstyper, beliggenheder og størrelse af ejendom ud over den regnskabsmæssige værdiansættelse) ligesom der er mange små ejendomsselskaber i Danmark og nogle hvor ejendommen er en domicilejendom til egen anvendelse.

Sammenligninger i selskaber på tværs og bruger dette som generelt markeddata?

Nej – vi analyserer på lejer-niveau

Specialiseret ejendomsselskaber. – Dansk super marked vs. Coop – Aldi vs. Lidl.

Hvad mener du gør dem sammenlignelige eller ikke-sammenlignelige på tværs af branchen?

Se overfor.....

I forhold til ændringerne af den seneste årsregnskabslov er det din holdning at området nu er over- eller underreguleret i forhold til krav til årsrapporten?

Generelt er der tale om gode intentioner, svaret er alt efter hvilken interessent rolle og eller anvendelse der tales om. Vi har egen kompetence og korrigerer regnskabstallene efter vores analyser og skøn.

Influere reguleringen ikke på hvordan bruger årsrapporterne – altså betyder den seneste ændrede lovgivning ikke noget for jer, som vel i de fleste tilfælde sammen med aktionærer er væsentligste interessent?

Vi beder ofte om de underliggende specifikationer til værdiansættelserne, som med fordel måske kunne være transparente for hele markedet.

Så jeg hører dig sige, at loven i sin nuværende form ikke favner jer som interessenters behov og informationsværdi?

Ja – vi har kompetencerne selv til at varetage disse behov.

Reference-pkt. Som årsrapport er mega vigtigt!

14.9 Bilag 9 – Interview med Anne Kronborg Friis – supplement til Flemming Olesen

Hvilken jobtitel har du?

Regnskabsanalytiker Kreditaftdeling, underafdeling med regnskabsanalyser, segment: største engagementer på tværs af brancher. Heriblandt en stor del ejendomsselskaber. Overordnet ansvar omkring ændring i lovgivning i forhold til årsregnskabsloven.

Hvor meget erfaring har du med ejendomsselskaber og i hvilken sammenhæng?

Regnskabsanalyse af ejendomsselskaber af og til. Jeg har desuden talt med en kollega, der har meget erfaring med analyse af ejendomsselskaber. Har arbejdet med regnskabsanalyse i en årrække.

Hvad er din holdning til de nye krav omkring centrale forhold?

Der er kommet mere indhold, men plads til forbedring. Større virksomheder er bedre til at komme med oplysninger. Deres forudsætninger for beregningen er ikke nødvendigvis bedre.

Hvordan bruger i ejendomsselskabernes offentlige årsrapporter? Afhænger brugen af størrelsen på virksomheden?

Vi bruger dem til regnskabsanalyse. Ønsker også intern årsrapport hvor muligt.

I forbindelse med långivning, indarbejder i så covenants som kan have indflydelse på jeres brug af årsrapporterne og i så fald hvilke?

Ikke mit område.

Regnskabsanalytisk forholder de sig ikke til covenants, men derimod dem som sidder med udfyldelse af bevilligen. Covenants er relevant i forhold til mange kunder. Årsrapporten ligger til grund for covenants, med den modifikation af, hvor der systematisk generes hoved- og nøgletal. Dermed er de ikke nødvendigvis ens med dem, som står i årsrapporten.

De har lagt sig tæt op at finansforeningens nøgletal.

Hvordan håndteres en traditionel kreditvurderingsproces? Herunder hvilke informationer indhenter i til brug herfor?

Jeg bidrager kun til noget af processen; regnskabsanalysen, hvor vi indhenter årsrapport, specifikationer, revisionsprotokollat hvis muligt, og nogle informationer om ejendommene hvis muligt.

Hvad er din holdning til at ejendomsselskaber i de mindre regnskabsklasser fri kan vælge mellem at indregne til kostpris eller dagsværdi?

Dagsværdi giver forventeligt et mere retvisende billede, men det kan i nogle situationer give mening ikke at bruge ressourcer på at beregne dagsværdi.

Oplever i at de store selskaber er bedre eller dårligere til at dokumentere deres værdiansættelser, herunder være mere realistiske i deres anskuelser?

Store selskaber er generelt bedre til at oplyse – men ikke nødvendigvis mere realistiske i deres anskuelser.

Har virksomhedens værdiansættelsesmetoder i offentlige årsrapporter betydning for hvor mange ressourcer i bruger på vurdering af kundeengagementet?

Ikke mit område

Hvor meget værdi tillægger i indholdet af de officielle årsrapporter? Både indledningsvis og løbende til vurdering af engagementet?

Vi analyserer én gang om året og vi tillægger informationen i årsrapporten stor værdi på den historiske del. Engagementerne er generelt baseret på dette, men samtidig er budgetter mv. også en vigtig del.

Hvad mener du er mest retvisende kostpris eller dagsværdi for indregning af ejendomme?

Dagsværdi er forventeligt mest retvisende, men der kan være situationer, hvor det ikke giver mening at bruge ressourcer på at beregne dagsværdi eller kompetencer ikke er til stede, og så er kostpris bedre fremfor en urealistisk dagsværdi.

Hvilken metode for dagsværdi mener du er mest retvisende? Normalindtjeningsmetoden eller DCF?

Hverken eller. Der er større usikkerhed ved flere faktorer/forudsætninger (DCF-model). På kort sigt er den førstnævnte model nok mest retvisende.

De har ikke en holdning til det. DCF er forbundet med skøn og dermed usikkerhed. Den afkastbaseret model er mere til at overskue.

Der er ikke forskel på brugte ressourcer i forhold til valgte model. De beskriver de gældende forhold, herunder de centrale forhold.

Hvilke oplysninger mener du er de mest centrale for værdiansættelse af en ejendom? Og hvilke synes du bør fremgå af de officielle årsrapporter?

Afkastkrav, type af ejendom (beboelse/erhverv), beliggenhed, ejendommens stand, alternative anvendelsesmuligheder, men flere af disse fremgår jo typisk ikke af årsrapporten.

Årsrapporten mangler indhold i forhold til bankens formål i forhold til oplysninger omkring ovennævnte. Derfor har de også en ude og vurdere ejendommen, men vil alligevel være rart at vide

noget generelt omkring alle ejendomme i selskabet via årsrapporten. Derfor er skematiske krav være at foretrække.

Om der foretages yderligere arbejde ud over, hvis dette skematiske krav vil afhænge af den enkelte kundesituation.

Historisk information omkring afkastkrav mv., vil kunne bruges i en sammenligning over flere år.

Realkreditinstituttet får ikke tilstrækkelig information i årsrapporten i nuværende form.”

Har ejendomsselskab generelt flere banker?

Ikke usædvanligt at ejendomme er belånt hos forskellige realkreditinstitutter. Kan f.eks. være ved skrift af kundeengagement, hvor der overtid flyttes realkreditgæld.

Loft over hvor meget de må låne hos de enkelte realkreditinstitutter og hvor meget et realkreditinstitut er meget eksponeret overfor en enkel kunde.. Så meget store porteføljer er tvunget til at fordele rundt.

Hvad er din holdning til den nuværende lovgivning om værdiansættelse af ejendomme set i lyset af at ejendomsmarkedet var en medvirkende faktor til finanskrisen?

Det var nok mere en afledt effekt af de gunstige lånemuligheder, afdragsfrihed mv. at ejendomsmarkedet steg.

Hvad er din holdning til at gæld i forbindelse med ejendomme fremadrettet skal indregnes til amortiseret kostpris i stedet for dagsværdi?

Det er lidt underligt, da der ikke længere er direkte sammenhæng mellem indregningen af ejendommen og gælden., især i forhold til at gælden indfries til dagsværdi.

Derfor er dem som kreditbehandler er meget opmærksomme på denne ændring samt hvilket information som indhentes.

Hvad mener du er mest retvisende amortiseret kostpris eller dagsværdi for indregning af tilhørende gæld?

Se ovenfor. Evt. oplyse dagsværdien af gælden i årsrapporten som ekstra info.

Synes at det er mærkeligt at gælden ikke indregnes til dagsværdi. Havde drøftelse med et større revisionshus omkring dette.

Noteoplysning omkring dagsværdi vil være at foretrække.

Hvilke oplysninger mener du at virksomheden bør oplyse i noten i årsrapporten omkring realkreditgæld for at give det mest retvisende billede?

Det ville være rart at vide hvor meget der er variabelt forrentet og i hvor lang tid. Amortisering og valutakursregulering af gæld. Rentefølsomhed.

Mener du at den nuværende årsregnskabslov giver mulighed for at foretage en sammenligning af ejendomsselskaber på tværs af branchen?

Ikke mit område. Vi foretager analyser på enkelte virksomheder og ikke på tværs af branchen.

Hvad mener du gør dem sammenlignelige eller ikke-sammenlignelige på tværs af branchen?

Ikke mit område.

Hvad gør de i forhold til regnskabsanalyse?

Foretages på de enkelte virksomheder og ikke ejendomsbranchen separat. Dem som kreditbehandler sammenholder med benchmarks.

Sammenlignelighed Det er svært at sammenligne på tværs på brancher kan være besværligt. Ved ejendomsselskaber er det svært at sammenligne på grund af beliggenhed mv., som er afgørende. Der kan ikke sammenlignes afkastkrav mv. ved ejendomme ved forskellige forudsætninger. Derfor anvendes områdekendskab mv., hos dem som kreditvurderer.

I forhold til ændringerne af den seneste årsregnskabslov er det din holdning at området nu er over- eller underreguleret i forhold til krav til årsrapporten?

Hverken eller. De informationer der skal gives er ikke overreguleret, de er nødvendige. Vi kunne godt tænke sig flere informationer, men fra politisk side er der ikke et fokus på at presse selskaberne mere rent administrativt. Da vi alligevel spørg kunderne omkring relevante informationer. Derfor er de heller ikke underreguleret.

Det har en stor betydning at se ejendommene, herunder stand, forhold mv. fysisk, hvorfor de ekstraoplysninger der kan komme i årsrapporten vil ikke nødvendigvis gøre arbejdet mindre i kreditprocessen.

Hvilken indflydelse har den nye lovgivning haft på jeres brug af årsrapporterne?

Mere brugbar information i noter/regnskabspraksis omkring forudsætninger anvendt ved dagsværdiberegningen, herunder værdiansættelsesmetoder.

Afdækker indholdet af årsrapporterne det behov af informationer i har brug fra omkring virksomhederne? Eller er der yderligere indhold, som du mener bør fremgå?

Indholdet i årsrapporten er historisk og kun en lille del af kreditvurderingsprocessen.

14.10 Bilag 10 – Interview med Jesper Winholt

Hvilken jobtitel har du?

Partner og ansvarlig for PwC's branchegruppe Real Estate.

Hvor meget erfaring har du med ejendomsselskaber og i hvilken sammenhæng?

+10 år revision, rådgivning og særligt de senere år rigtig mange transaktioner, både på selskabsniveau samt enkeltstående ejendomme.

Hvad er din holdning til at ejendomsselskaber i de mindre regnskabsklasser fri kan vælge mellem at indregne til kostpris eller dagsværdi?

I praksis ser vi kun dagsværdi og i nogle tilfælde hvis der er en konstruktionsmæssig årsag til at anvende kostpris, så sker det naturligvis også. Dette kan være i tilfælde af at selskabet som ejer ejendommene er ejet af udenlandsk selskab som i koncernen anvender kostpris som princip. Men hovedsagligt ser vi mest at Danske selskaber, både større og mindre indregner deres ejendomme til dagsværdi.

Hvad mener du er mest retvisende kostpris eller dagsværdi for indregning af ejendomme?

Dagsværdi (DCF) – specielt når de supplerende oplysninger følger med

Jeg syntes grundlæggende at der er korrekt at tage ejendommen op til dagsværdi, særligt henset til at årsrapporten skal give et retvisende billede af selskabets aktiver, drift osv. Dette giver investor viden om hvordan ejendommen forventes at blive drevet samt hvilket driftsafkast der ligger på deres investering.

DCF er mere kompliceret end en afkastbaseret model og terminalværdien fylder i det fleste tilfælde forholdsmæssigt meget, hvilket gør at forudsætninger og følsomhed i helt essentielle at oplyse, hvis en virksomhed anvender denne model for indregning og måling af deres investeringsejendomme.

Hvilke oplysninger mener du er de mest centrale for værdiansættelse af en ejendom?

Oplysning om grundlaget for vurderingen, herefter:

Afkastkrav/tilbagediskonteringsprocent

Oplysninger om lejemål (varighed, antal m.v.)

Ekstern vurdering eller intern

Følsomhedsanalyse ved ændret afkastprocent

Hvad er din holdning til den nuværende lovgivning om værdiansættelse af ejendomme set i lyset af at ejendomsmarkedet var en medvirkende faktor til finanskrisen?

Vigtigt at få dagsværdierne frem i lyset – specielt i en situation hvor disse måske falder igen.....

Jeg tvivler dog på at den finansielle krise skyldes den regnskabslovgivning der foreligger. Krisen skyldes umiddelbart i at kreditgiver har lagt nogle forkerte forudsætninger til grund for kreditvurderingen. Det er min overbevisning, at bankerne i højere selv foretager denne vurdering selv og derved ikke benytter værdierne mv. i eksterne årsrapporter hertil.

Hvad er din holdning til at gæld i forbindelse med ejendomme fremadrettet skal indregnes til amortiseret kostpris i stedet for dagsværdi?

Ville hellere have dagsværdi og så kunne amortiseret kost oplyses i en note

Dette skyldes at udviklingen i dagsværdien af gælden ligeledes er vigtig for regnskabslæser, særligt fordi at gældsinstrumenter og generelt overvågning af gældsforpligtelser også er en stor del af

ejendomsselskabernes drift – særligt de større. Det er ligeledes min overbevisning at gældsforpligtelser sjældent holdes til udløb og derfor giver en løbende afspejling af dagsværdien bedre mening – når det tilhørende aktiv behandles til dagsværdi.

Det er ganske fint at den danske lovgivning nu i højere grad følger de internationale standarder, jeg mener dog at det vil være hensigtsmæssigt at oplyse både amortiseret kostpris og dagsværdi i noter.

Hvad mener du er mest retvisende amortiseret kostpris eller dagsværdi for indregning af tilhørende gæld?

Dagsværdi

I den nye årsregnskabslov præciseres i forbindelse med den seneste ændring af årsregnskabsloven. I den forbindelse skal virksomhederne oplyse centrale forhold som er en forudsætning for værdiansættelse af ejendomsselskaber. Hvilken betydning har det for ejendomsselskabernes årsrapporter fremadrettet?

De vil helt sikkert blive mere informative, så det er et godt skridt.

Mon ikke det alt andet lige har den effekt at det som man i dag kalder best practice, nærmere bliver en fællesnævner på tværs af landets investeringsejendomsselskabers eksterne regnskaber. Men det vil vise sig hvordan praksis vil anvende den ændrede lovgivning. PricewaterhouseCoopers Statsautoriseret Revisionspartnerselskab vil umiddelbart ikke tolke en væsentlig ændring ved deres arbejdsgang på området, men vi er også gået langt i vores tolkning af tidligere regler og ser derfor kun den nye formulering som en præcisering af gældende regler og ikke en egentlig skærpelse.

Mener du at den nuværende årsregnskabslov giver mulighed for at foretage en sammenligning af ejendomsselskaber på tværs af branchen? Hvad mener du gør dem sammenlignelige eller ikke-sammenlignelige på tværs af branchen?

Ja det mener jeg grundlæggende – og det er de supplerende oplysninger om afkastniveau m.v. der muliggør sammenligningen

Jeg synes vel egentlig at de informationer som ligger i årsregnskaberne sammenholdt med de informationer som ligger i offentlige markedsrapporter, at investorer er rimelig godt klædt på. Info

omkring lejesammensætning og indtægtsstrømmen kunne dog godt styrkes. Dette kommer selvfølgelig også anden på om ejendomsselskabet blot oplyser forudsætningerne for værdiansættelse, fælles for hele porteføljen eller om de er pr. ejendom. I praksis ser vi ganske få som oplyser pr. enkelt ejendom.

Hvilke udfordringer har været størst for virksomhederne ved overgangen til de nye krav i årsregnskabsloven?

At vænne sig til at afgive yderligere oplysninger samt om de giver regnskabsbruger, som i væsentlig grad kan udelukkes til kreditgiver og investor (ejerreds), yderligere brugbar information. På nuværende tidspunkt giver regnskabsvejledning mulighed for at ”pulje” sammenlignelige ejendomme, hvilket jo er et skøn. Dette kan gøre det svært fremadrettet og vide om det reelt giver en ”merværdi”.

I forhold til ændringen af den seneste årsregnskabslov, i hvilken grad vurderer du at det har påvirket ejendomsselskaberne samt hvilke tiltag har påvirket mest?

De forøgede oplysningskrav som har øget professionalismen i forbindelse med regnskabsaflæggelsen.

Hvilken indflydelse mener du de nye krav i forhold til noteoplysninger på investeringsejendomme har for en regnskabsbruger samt deres opfattelse af virksomheden? Oplever du at regnskabslæser får en bedre forståelse for hvordan de enkelte ejendomme er værdiansat?

Det giver et væsentligt bedre grundlag og dermed også bedre forståelse for værdiansættelsen, dog jf. bemærkninger ovenfor.

Hvilken indflydelse har det haft for selskaber at kravene omkring hovedaktivetsbegrebet er fjernet?

Jeg tror ikke dette har haft væsentlig indflydelse.

Hvilken indflydelse har det for ejendomsselskaber at størrelseskravene for regnskabsklasserne er ændret kombineret med bl.a. at dagsværdireguleringer mv. på ejendomme i den sammenhæng betragtes som nettoomsætning? Regnskabslæser får et mere retvisende billede af den samlede driftsaktivitet. Et ejendomsselskab er jo kendetegnet ved en høj balancesum, lav omsætning og få medarbejdere. Derfor vil de fleste ejendomsselskaber ligge i Klasse B. Med de nye regler vil dette ændre sig, da dagsværdireguleringer nu tages med, hvilket giver rigtig god mening, da dette også afspejler deres kerneaktivitet. Nemlig udlejning af ejendomme samt værdiforøgelse af erhvervede aktiv.

I forhold til ændringerne af den seneste årsregnskabslov er det din holdning at området nu er over- eller underreguleret i forhold til krav til årsrapporten?

Jeg synes det matcher fint nu – Det skal dog altid tages i betragtning om de øgede oplysningskrav giver regnskabsbruger oplysninger som giver bedre beslutningsgrundlag eller det bare er lovgiver som ønsker større transparens.

Hvad mener du bør tilpasses i årsregnskaberne for at gøre dem mere venlige overfor interessenter eller virksomheden selv i forhold til informationsværdi og at det giver det mest retvisende billede?

Synes faktisk at nuværende status er et fornuftigt kompromis mellem brugernes informationsbehov og aflæggers naturlige hensyn til fortrolighed samt arbejdsomfang.