

Investeringsejendomme til dagsværdi

Informationsværdien af oplysninger i årsregnskabet set fra en regnskabsbrugers perspektiv



Udarbejdet af: Jesper Brøndahl
Vejleder: Karsten Andersen
Anslag: 154.819
Afleveringsdato: d. 15.05.2018

Indholdsfortegnelse

Executive summary	3
1. Indledning	4
1.1. Problemstilling	5
1.1.1. Problemformulering	6
1.1.2. Underspørgsmål	6
1.1.3. Hypoteser.....	7
1.2. Afgrænsning	7
1.3. Metode	9
1.4. Opgavens struktur	10
2. Regnskabsteori.....	11
2.1. Regulering og fortolkningsbidrag	11
2.1.1. Årsregnskabsloven vedrørende investeringsejendomme målt til dagsværdi	11
2.1.1.1. Indregning og måling	11
2.1.1.2. Oplysninger, noteoplysninger og anvendt regnskabspraksis	13
2.1.2. Internationale regnskabsstandarder som fortolkningsbidrag.....	16
2.1.2.1. IAS 40 - Investeringsejendomme.....	17
2.1.2.2. IFRS 13 - Dagsværdimåling	18
2.1.3. FSR regnskabsvejledning for virksomheder i regnskabsklasse B og C	22
2.1.3.1. Indregning og måling	22
2.1.3.2. Oplysninger.....	23
2.2. Definitioner.....	24
2.2.1. Definition af afkastkrav	25
2.2.2. Definition af regnskabsbruger.....	26
2.2.3. Regnskabsbrugernes informationsbehov	29
2.2.4. De primære regnskabsbrugeres anvendelse af årsrapporten.....	30
2.3. Værdiansættelsesmodeller og metode	33
2.3.1. Dagsværdi på baggrund af normalindtjeningsmodellen	34
2.3.2. Dagsværdi efter DCF-modellen	36
2.3.3. Dagsværdi ud fra ekstern vurderingsmand	38
2.3.4. Opsummering	38
3. Analyse	40
3.1. Datagrundlag	40
3.2. Stikprøveudvælgelse	42
3.3. Generelle oplysninger	44
3.3.1. Ledelsesberetningen	44
3.3.2. Anvendt regnskabspraksis.....	46
3.3.3. Anlægsnote.....	49
3.4. Specifikke oplysningskrav.....	50
3.4.1. Oplysninger om centrale forudsætninger for opgørelse af dagsværdi	50

3.4.2.	Relevante oplysninger jf. IFRS 13	56
3.5.	Anvendelse af ekstern vurderingsmand	57
3.6.	Årsrapportens oplysninger sammenholdt med gældandelens størrelse	59
3.6.1.	Oplysninger ved en gældsandel under 25%.....	60
3.6.2.	Oplysninger ved en gældsandel over 75%.....	62
3.7.	Opsummering	63
4.	Konklusion	65
5.	Perspektivering.....	70
6.	Litteraturliste	71
6.1.	Love, vejledninger, høringssvar mv.....	71
6.2.	Bøger og publikationer.....	71
6.3.	Anvendte hjemmesider	73
7.	Bilag.....	74
7.1.	Stikprøvens gældsandel	74

Executive summary

This thesis is written with the objective of an analysis of the usefulness of information regarding investment properties measured at fair value viewed from an accounting user's perspective. The analysis is based on statistics prepared on basis of a representative population of companies annual reports.

The fact that annual reports are considered to be the most important source of information for investors and lenders raises questions to some of the changes made in the Danish act to the annual accounts after implementing the EU Accounting Directive, which aimed to reduce the administrative burden for certain companies.

Critics argue that it is correct there has to be a right balance between the administrative burden for companies under the process of producing the annual report. But these critics also argue that in order to maintain the accounting users' reliability to the annual report, there has to be more exact requirements regarding measurements at fair value where there is uncertainty associated with the recognition and measurement.

If the right balance between the administrative burden and information value is not kept, one of the consequences may be that accounting users will nevertheless require companies to obtain the information that is omitted in the annual reports. Which will mean that the administrative burden for the companies will be the same or even more as it was before implementing the EU Accounting Directive.

The uncertainty associated with fair value measurement increases the risk that the accounting user receives incorrect information as a basis for making financial decisions. The risk of misleading information can be reduced by formulating more concrete requirements to the information that has to be given in the annual reports when companies measure investment properties at fair value.

Companies that hold investment properties and want to make further investments have often the need for external funding. Therefore another consequence may be that, due to increased uncertainty and lack of information, the company will suffer from a poorer credit rating which will cause the lender to demand more expensive loan terms or at very least, cause the company to have no lending options.

1. Indledning

Folketingen vedtog den 21. maj 2015 en ny årsregnskabslov. Ændringen er den mest omfangsrige ændring af dansk regnskabslovgivning siden 2001. Årsagen til ændringerne er primært på grund af europaparlamentets vedtagelse af EU-direktivet af 26. juni 2013, der har til hensigt at lette de administrative byrder for mindre virksomheder, samt et ønske fra dansk side om tilpasning til de internationale regnskabsstandarder inden for de rammer det nye direktiv giver mulighed for.

Indregning af investeringsejendomme til dagsværdi er baseret på den formueorienterede tilgang til finansiell rapportering. Tilhængere af den formueorienterede tilgang argumenterer for, at en vurdering af virksomhedens evne til at skabe overskud ud fra økonomiske ressourcer og fordringer, vil give størst beslutningsnytte hos de primære regnskabsbrugere.¹

Modsat argumenterer tilhængere af den præstationsorienterede tilgang, at der ved den præstationsorienterede tilgang til virksomhedernes finansielle rapportering opnås en større sammenhæng mellem indtægter og omkostninger, som tilhængerne påstår er en forudsætning for, at den finansielle rapportering giver de primære regnskabsbruger stort mulig beslutningsnytte².

Den nye årsregnskabslov har ingen ændringer til principperne for indregning og måling af investeringsejendomme. Det er stadig muligt for virksomheder at vælge mellem indregning af ejendomme til dagsværdi eller kostpris.

Derimod er kravet om hovedaktivitet blevet fjernet, og en virksomhed kan fremover måle investeringsejendomme til dagsværdi med værdiregulering over resultatopgørelsen, selvom virksomheden ikke har investering i ejendomme som hovedaktivitet. Det betyder at bestemmelsen i ÅRL § 38 er udvidet og nu gælder for alle virksomheder og ikke kun professionelle investeringsvirksomheder.

Værdiansættelsen af investeringsejendomme til dagsværdi er en kompliceret proces, som kræver de fornødne kompetencer. Set i det lys kan ændringen til ÅRL § 38 medføre en øget usikkerhed ved at ikke professionelle investeringsvirksomheder ikke har de fornødne kompetence til at opgøre en pålidelig dagsværdi. Usikkerheden er forsøgt reduceret ved at der i den nye årsregnskabslov er blevet vedtaget en betydelig udvidelse af kravene til oplysningerne der gives i årsregnskabet, ved anvendelsen af bestemmelse i ÅRL § 38 for måling af investeringsejendomme til dagsværdi.

¹ Finansiell Rapportering – teori og regulering, Jens O. Elling, s. 174.

²

1.1. Problemstilling

Under lovgivningsarbejdet udgav Erhvervsstyrelsen rapporten "Brugen af årsrapporter for mindre virksomheder". Rapporten er en analyse foretaget af DAMVAD for Erhvervsstyrelsen i juni 2014. Det dokumenteres i analysen, at årsrapporten anses som den mest betydningsfulde kilde til information i forbindelse med vurdering af en virksomhed. Det gælder på tværs af analytikere, banker, kreditinstitutioner, kunder, leverandører, private og professionelle investorer.³

Set i lyset af, at årsregnskaber anses som den mest betydningsfulde kilde til information for investor og långivere, er det paradoksalt at nogle ændringer i den nye årsregnskabslov har reduceret informationsværdien i årsregnskaberne, hvilket kan have uhensigtsmæssige konsekvenser for både regnskabsbrugeren og virksomheden selv.⁴

En af konsekvenserne kan være, at regnskabsbrugerne formodentlig alligevel vil stille krav til virksomhederne om at få de informationer, som undlades i årsregnskabet og derfor vil virksomhederne skulle udarbejde de informationer under alle omstændigheder.

Ofte er værdiansættelse til dagsværdi ikke baseret på observerbare inputs og derfor kan der være usikkerhed forbundet med dagsværdiansættelsen. Usikkerheden forbundet med dagsværdiansættelsen øger risikoen for at regnskabsbrugeren modtager forkert information som grundlag til at foretage økonomiske beslutninger. Risikoen for misvisende information kan formindskes ved at stille større oplysningskrav til virksomheder i forbindelse med investeringsejendomme, der indregnes og måles til dagsværdi i virksomhedernes årsregnskaber.

Virksomheder der besidder investeringsejendomme har ofte behov for ekstern finansiering til at foretage yderligere investeringer. Derfor kan en anden konsekvens være, at der ved øget usikkerhed og manglende information vil medføre en dårligere kreditvurdering af virksomheden fra långivers side. En dårligere kreditvurdering af virksomheden vil få långiver til at kræve dyrere lånevilkår eller i yderste fald, medføre at virksomheden ikke har muligheder for at låne.

Ovenstående paradokser sammenholdt med ÅRL overordnede målsætning om at virksomheders finansielle rapportering skal udformes således at regnskabsbruger opnår størst mulig beslutningsnytte er nedenstående problemformulering, underspørgsmål og hypoteser blevet formuleret.

³ FSR Regnskabsvejledning for klasse B- og C-virksomheder, 2016.

⁴ FSR Høring vedrørende udkast til forslag til lov om ændring af årsregnskabsloven mv. d. 7 dec. 2014.

1.1.1. Problemformulering

Med udgangspunkt i den beskrevet problemstilling tilstræbes der, at foretage en fyldestgørende analyse ud fra et regnskabsbrugerperspektiv, af de oplysninger virksomhederne giver i årsregnskaberne, når investeringsejendomme indregnes og måles til dagsværdi efter ÅRL § 38.

Problemformulering:

har ændringen til bestemmelsen i ÅRL §38 medført en øget informationsværdi for de primære regnskabsbrugere?

Perspektivering og den endelige konklusion på opgavens problemformulering udarbejdes på baggrund af behandling af relevant teori, hvortil der er opstillet en række underspørgsmål samt en række opstillede hypoteser, som enten be- eller afkræftes i opgavens analyse.

1.1.2. Underspørgsmål

Teoriafsnittet redegør for relevante bestemmelser i ÅRL samt fortolkningsbidrag og anbefalinger til de enkelte bestemmelser i ÅRL. Herudover redegør teoriafsnittet for relevante definitioner af begreber i ÅRL samt fortolkningsbidrag og anbefalinger samt begreber og specifikke værdiansættelsesmodeller, der ikke direkte bliver defineret i ÅRL eller fortolkningsbidrag og anbefalinger.

Underspørgsmål til teorien er som følgende:

1. Hvilke relevante bestemmelser er der i årsregnskabsloven vedrørende investeringsejendomme målt til dagsværdi?
2. Hvilke internationale regnskabsstandarder kan anvendes som fortolkningsbidrag til udfyldelse af årsregnskabslovens bestemmelser vedrørende investeringsejendomme?
3. Hvilke anbefalinger giver den danske regnskabsvejledning som supplement til ÅRL?
4. Hvordan defineres afkastkravet og hvilke faktorer påvirker afkastkravet?
5. Hvem er regnskabsbruger?
6. Hvad er regnskabsbrugerens informationsbehov?
7. Hvordan anvender de primære regnskabsbrugere årsregnskabet til beslutningsformål?
8. Hvilke værdiansættelsesmodeller og metoder kan anvendes til måling af dagsværdiansættelsen af investeringsejendomme?
9. Hvilke centrale forudsætninger bygger værdiansættelsesmodellerne på?

Det overordnede formål med teoriafsnittet er at give læseren et indblik i reguleringen og de fortolkningsgrundlag samt begreber og beregningsmetoder der ligger bagved de forhold der analyseres på i opgaven. Derfor bliver underspørgsmålene udelukkende behandlet i opgavens teoriafsnit dog med henvisninger hertil, hvor det vurderes hensigtsmæssigt i opgavens analyse afsnit.

1.1.3. Hypoteser

Som grundlag for konklusion på opgavens problemformulering er der forud for analysen opstillet en række hypoteser.

Hypoteserne vil i analysen, hver i sær blive be- eller afkræftet på baggrund af den indsamlede datamængde. I analysen vil dataene bliver illustreret ved hjælp af figurer og tabeller. Analysen vil afslutningsvis blive brugt som grundlag for konklusion på opgavens problemformulering:

1. Informationsværdien ved tilvalg til ledelsesberetningen er stor ved usikkerheder vedrørende indregning og måling, hvorfor en stor del af stikprøvens regnskabsklasse B virksomheder, følger anbefalingerne i regnskabsvejledningen til ledelsesberetningen.
2. På trods af regnskabsvejledningens anbefaling om at DCF-modellen giver den mest pålidelige dagsværdiberegning, anvender en stor del af stikprøvens virksomheder normalindtjeningsmodellen.
3. Informationsværdien ved tilvalg om at vise en anlægsnote er stor, hvorfor en stor del af stikprøvens regnskabsklasse B virksomheder vælger at følge anbefalingen i regnskabsvejledningen og fortolkningsbidragene.
4. Informationsværdien ved at anvende en ekstern vurderingsmand til at underbygge dagsværdiansættelsen er stor, hvorfor et stor antal af stikprøven anvender ekstern vurderingsmand.
5. Der er en sammenhæng i informationsniveauet alt efter, hvor stor en gældsandel virksomhederne har i forhold til virksomhedens balancesum.

Hypoteserne vil blive be- eller afkræftet i analyseafsnittets opsummering.

1.2. Afgrænsning

Af hensyn til opgavens emne, indhold og struktur og til sikring af en dybdegående behandling af den beskrevne problemstilling, herunder de opstillede underspørgsmål til teorien og hypoteser til analysen, er det nødvendigt at foretage nogle afgrænsninger.

Opgaven omhandler udelukkende oplysningskravene til investeringsejendomme. Det betyder at andre ejendoms kategorier og virksomheder med andre aktiviteter ikke vil blive behandlet i opgaven. For virksomheder med både investeringsejendomme og andre aktiviteter, vil der udelukkende blive fokuseret på oplysningerne der vedrører investeringsejendomme.

Tidsmæssigt er der afgrænset til perioden efter vedtagelsen af den nye årsregnskabslov den 21. maj 2015. Den nye årsregnskabslov trådte i kraft for virksomheder med årsafslutning efter den 1. januar 2016. Opgaven behandler og analyserer nygger derfor på regnskaber med årsafslutning efter den 1. januar 2016 og kun gældende lov, gældende internationale regnskabsstandarder og anbefalinger. Der vil kun, hvor det vurderes relevant i teoriafsnittet blive nævnt på forskelle mellem den gamle og den nye årsregnskabslov.

Analysens fokus er lagt på praksis vedrørende oplysningskravene til investeringsejendomme i årsregnskabet. Der vil derfor ikke blive inddraget generelle internationale regnskabsstander. Kun internationale regnskabsstandarder specifikt vedrørende investeringsejendomme (IAS 40) og dagsværdimåling (IFRS 13) vil blive anvendt.

Der vil udelukkende blive analyseret på virksomheder, der befinder sig i ÅRL regnskabsklasse B og C, hvorfor virksomheder såsom enkeltmandsvirksomheder, I/S'er, P/S'er, samt børsnoterede virksomheder ikke vil blive teoretisk behandlet og ej heller fungere som en del af analysens datagrundlag.

ÅRL indeholder to forskellige bestemmelser vedrørende måling til dagsværdi, hhv. § 41 og § 38. Der vil i opgaven blive afgrænset fra virksomheder, der indregner ejendomme efter ÅRL § 41.

I analysen er der afgrænset fra yderligere krav for regnskabsklasse C dog vil der blive draget sammenligning til specifikke krav til regnskabsklasse C, hvor bestemmelsen har en direkte tilknytning til investeringsejendomme og der er konstateret tilvalg af disse bestemmelser i stikprøvens regnskabsklasse B. Det betyder at der f.eks. ikke er foretaget afgrænsning fra kravet til at vise en anlægsnote jf. ÅRL § 88 og kravene til ledelsesberetningen omtalt i ÅRL § 99.

Investering i ejendomme er kapitalkrævende. I opgaven er der dog afgrænset fra præsentationen og oplysninger vedrørende gældsforpligtelser tilknyttet erhvervelsen af investeringsejendomme. Der vil her kun i teoriafsnittet blive nævnt, hvilken ændring der er sket på området.

Herudover er der foretaget en specifik afgrænsning fra ÅRL § 59, §64 og § 94 (for regnskabsklasse C), fordi det vurderes at der kun vil kunne foretages en konstatering af om virksomhederne overholder de nævnte bestemmelser eller ej. Da der ikke kan foretages en analyse af rigtigheden i de specifikke oplysninger vurderes det ikke at ville bidrage til at styrke analysen som helhed.

Der er afgrænset fra det interne regnskab, fordi der ikke er direkte adgang til disse. Der vil derfor ikke blive analyseret på den informationsasymmetri, der er mellem blandt andet nuværende og potentielle kapitalindskydere.

De afledte skattemæssige problemstillinger ved investering i ejendomme vil ikke blive behandlet. Derfor er der afgrænset fra den aktuelle skat ved driften af investeringsejendomme og den udskudte skat som følge af ændringer i dagsværdiansættelsen af investeringsejendomme.

Som grundlag for analysen er der foretaget en dataindsamling af virksomheders årsregnskaber. Beskrivelsen af afgrænsningen af datamængden til at frembringe en overkommelig population og der ud fra udvælge en repræsentativ stikprøve er beskrevet under afsnittet "datagrundlag".

1.3. Metode

Opgaven er dels udarbejdet på baggrund af kvalitativ data i form af faglitteratur, offentliggjorte publikationer, der omhandler de for opgaven relevante emner, lovttekster, herunder lovbemærkninger og høringssvar, internationale regnskabsstandarder og nationale anbefalinger. Den anvendte litteratur er oplistet i opgavens litteraturliste og der er løbende indsat referencer som fodnote eller direkte angivelser i teksten.

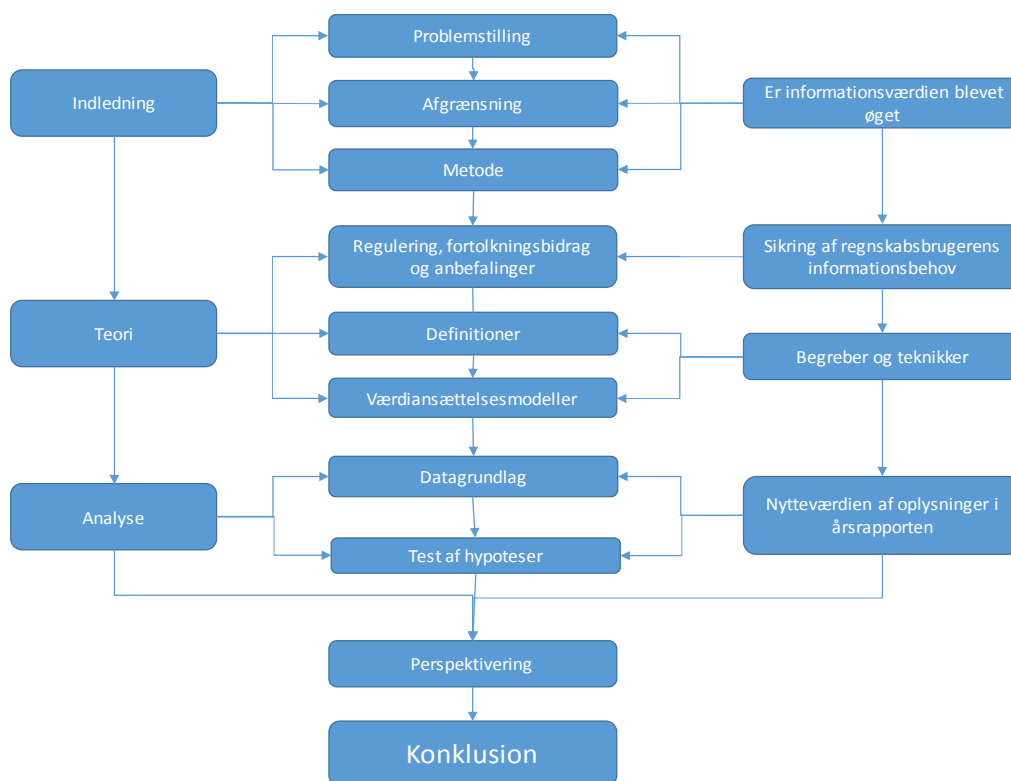
De anvendte publikationer er udarbejdet af etablerede og anerkendte revisionshuse og vurderes at være af høj kvalitet og derfor brugbare som kilde.

Herudeover er der indsamlet offentliggjorte årsregnskabet fra virksomheder, der er blevet gennemgået for oplysninger om investeringsejendomme. Oplysningerne er blevet kvantificeret for at gøre det muligt at frembringe statistiske data til brug for analysen.

1.4. Opgavens struktur

Nedenfor i figur 1 er der givet en illustration af, hvordan opgaven er struktureret. Til venstre ses de overordnede taksonomiske niveauer. I midten ses opgavens delementer og til højre ses en kort beskrivelse af delementernes indhold.

Figur 1: Opgavens struktur.



Kilde: Egen tilvirkning.

Opgaven er opbygget således, at indledningen beskriver opgavens hovedproblem og hvilken metode, der er anvendt til besvarelse her af samt hvilke afgrænsninger der er foretaget for at kunne fokusere på opgavens hovedproblem.

I teorien redegøres der for den relevante regnskabsteori i forhold til opgavens hovedproblem, underspørgsmål, hypoteser og afgrænsning. Opgavens teori, definitioner og begreber skal give en bedre forståelse af de forhold virksomhederne oplyser om i årsregnskabet.

Fordi analysen er bygget på indsamlede årsregnskaber som grunddata. Datagrundlaget er omdannet til kvantitative data til fortolkning der skal kunne be- eller afkræfte de opstillede hypoteser forud for analysen.

Teoriafsnittet og analyseafsnittet vil hver i sær blive afsluttet med et opsummeringsafsnit, som vil blive anvendt i opgavens perspektivering og konklusion.

2. Regnskabsteori

Følgende kapitel er en redegørelse af den relevante teori til underbyggelse og forståelse af opgavens analyse, der har til hensigt at danne grundlag for en fyldestgørende konklusion på opgavens hovedproblem formuleret i opgavens indledningsafsnit.

2.1. Regulering og fortolkningsbidrag

I dette afsnit bliver der først givet en redegørelse af ÅRL bestemmelser dels generelle bestemmelser, der indirekte vedrører investeringsejendomme og specifikke bestemmelser vedrørende investeringsejendomme. Første afsnit giver dermed svar på underspørgsmål 1.

I andet afsnit vil der blive redegjort for, hvilke internationale regnskabsstander, der kan anvendes som fortolkningsbidrag til ÅRL og hvorledes fortolkningsbidragene kan anvendes til udfyldelse af ÅRL bestemmelser. Andet afsnit giver dermed svar på underspørgsmål 2.

Afslutningsvis vil der i tredje afsnit blive redegjort for hvilke anbefalinger der gives i den danske regnskabsvejledning til udfyldes af ÅRL bestemmelser inden for området vedrørende investeringsejendomme målt til dagsværdi. Tredje afsnit giver dermed svar på underspørgsmål 3.

2.1.1. Årsregnskabsloven vedrørende investeringsejendomme målt til dagsværdi

EU direktivet af 26. juni 2013 er blevet implementeret i Danmark ved Folketingets vedtagelse af den nye årsregnskabslov d. 25 maj 2015. Dermed har direktivet haft betydning for danske virksomheders årsregnskaber fra den 1. januar 2016.

2.1.1.1. Indregning og måling

ÅRL § 33 fastsætter kriterierne for indregning af aktiver og forpligtelser i balancen. Jf. ÅRL § 33 skal et aktiv indregnes i balancen, når det er sandsynlig, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden og aktivets værdi kan måles pålideligt. Stk. 4 nævner yderligere at der ved indregning og måling af aktiver skal tages hensyn til alle forhold, herunder forudsigelige risici og tab, der fremkommer inden tidspunktet for regnskabsudarbejdelsen og som be- eller afkræfter forhold, som er opstået senest på balancedagen.

Bestemmelsen i ÅRL § 36 fastlægger at første indregning og måling af aktiver og forpligtelser skal ske til kostpris. For aktiver defineres kostprisen i ÅRL Bilag 1, D, nr. 6, som *"det beløb, der er ydet som vederlag for aktivet..."*. Efter første indregning følger det af ÅRL § 38 *"... kan investerings-ejendomme løbende reguleres til dagsværdi."*

Ifølge EU direktivet af 26. juni 2013, og som implementeret i ÅRL kan bestemmelsen i ÅRL § 38 ikke længere anvendes på finansielle instrumenter. Det betyder at bestemmelsen i ÅRL § 38 nu kun kan anvendes på investeringsejendomme og biologiske aktiver. Før var det et krav, at de til investeringsejendommen forbundne finansielle forpligtelser ligeledes skulle indregnes og måles til dagsværdi med værdiregulering over resultatopgørelsen. Kravet er jf. ovenstående ÅRL § 38 nu fjernet, hvilket betyder at finansielle forpligtelser tilknyttet til investeringsejendommen fremover skal måles til amortiseret kostpris.

Ligeledes ved implementering af EU-direktivets artikel 8, stk. 1, i ÅRL § 38 er kravet om at virksomheden skal drive investeringsvirksomhed som hovedaktivitet blevet fjernet. Det betyder at almindelige handels- og produktionsvirksomheder nu kan måle investeringsejendomme til dagsværdi via resultatopgørelsen, selvom virksomheden ikke har investering i ejendomme som hovedaktivitet.

Bestemmelsen i ÅRL § 38 kan således anvendes for alle virksomheder og ikke kun investeringsvirksomheder. I modsætning til IFRS er det dog fortsat muligt for danske virksomheder at vælge de almindelige opskrivningsregler via egenkapitalen med fortsat afskrivning efter reglerne for materielle anlægsaktiver.

Implementeringen af EU direktivet og den deraf ændring i ÅRL § 38 giver virksomheder med en enkelt eller nogle få investeringsejendomme mulighed for at måle virksomhedens investerings-ejendomme til dagsværdi med værdiregulering via resultatopgørelsen. Det betyder at dagsværdireguleringer af investeringsejendomme ikke længere skal bindes på egenkapitalen, hvilket medfører at dagsværdireguleringer nu kan anvendes som udbytteudlodning.

Hvor virksomheder har ændret regnskabspraksis og overgået til bestemmelsen i ÅRL § 38 har det betydet at virksomheder har skulle overføre eventuelle tidligere opskrivninger af ejendomme til dagsværdi via egenkapitalen fra "reserve for opskrivninger" til de frie reserver.

I koncernforholdet medførte hovedaktivitetskravet, at hvis en dattervirksomhed havde investeringsejendomme med udlejning til lejere uden for koncernen og anvendte ÅRL § 38, skulle datterselskabets årsregnskab tilpasses til koncernens regnskabspraksis ved konsolidering i koncern-

regnskabet, hvis koncernen ikke havde investeringsaktivitet som hovedaktivitet. Ved fjernelse af hovedaktivitetskravet giver det nu mulighed for, at også koncernregnskabet kan følge rammebestemmelsen i ÅRL § 38, selvom investeringsvirksomhed ikke er hovedaktiviteten på koncernbasis. Hvis datterselskabets ejendom(me) udlejes til andre koncernforbundne selskaber, er der derimod på koncernbasis tale om domicilejendomme og ikke investeringsejendomme.

Der er med ændringerne til ÅRL § 38 for investeringsejendomme sket en tilpasning i bestemmelserne til de gældende regler efter IFRS' regnskabsstandard IAS 40. Det fremgår af lovbemærkningerne, at ÅRL § 38 er en rammebestemmelse, hvor den internationale regnskabsstandard IAS 40 udfylder definitionen af, hvad der er en investeringsejendom og klassifikationen her af.⁵

2.1.1.2. Oplysninger, noteoplysninger og anvendt regnskabspraksis

ÅRL § 53 foreskriver, at der skal redegøres for de indregningsmetoder og målegrundlag, der er anvendt på posterne i balancen, resultatopgørelsen, noter og ledelsesberetningen og videre stk. 2, a, de værdiansættelsesmodeller- og teknikker, som er anvendt ved opgørelsen af dagsværdi når ÅRL § 38 er anvendt.

Som tidligere nævnt kan der efter første indregning af investeringsejendomme ske måling til dagsværdi. Dagsværdi defineres i ÅRL bilag 1, D, nr. 2 som *"det beløb, hvormed et aktiv kan udlignes ved transaktioner mellem af hinanden uafhængige parter."*

ÅRL angiver ingen specifikke krav til, hvilke værdiansættelsesmodeller der skal anvendes til opgørelse af dagsværdien, men det anføres i lovbemærkningerne, at IFRS 13, kan anvendes til at udfylde bestemmelsen.

IFRS 13 stiller heller ingen krav til hvilke værdiansættelsesmodeller, der skal anvendes i specifikke situationer, men foreslår, hvilke værdiansættelsesmodeller der kan anvendes. Det er jf. IFRS 13 ledelsens ansvar at vurdere, hvilken metode der i den givne situation er mest hensigtsmæssig.

ÅRL § 58 a er indført ved den nye årsregnskabslov. Mens ÅRL § 53 som ovenfor nævnt, er bestemmelsen om anvendt regnskabspraksis, vedrører ÅRL § 58 a væsentlige skønselementer i at anvende regnskabspraksis.

⁵ Lovforslag nr. L 117, lovbemærkning til pkt. 27, s. 47.

Bestemmelsen er en delvis gennemførelse af artikel 16, stk. 1, i regnskabsdirektivet og omfatter blandt andet aktiver, der måles til dagsværdi over resultatopgørelsen efter ÅRL § 38 og hvis dagsværdi ikke kan opgøres på grundlag af observerbare priser i et aktivt marked eller indirekte på grundlag af forudsætninger som kan observeres i aktive markeder. Til ÅRL § 58 a nævnes det i lovbemærkningerne at der skal oplyses om følgende forudsætninger ved investeringsejendomme der måles efter ÅRL § 38:

- Afkastkrav
- Forventet inflation
- Tomgang
- Beskrivelse af principper for opgørelse af afkast- eller diskonteringsgrundlag⁶

I lovbemærkningerne anføres det, at der skal gives tilstrækkeligt med oplysninger om alle de forudsætninger, som er nødvendige for at regnskabsbrugeren kan vurdere virksomhedens beregninger. Oplysningerne skal være kvantitative og ikke blot nævnes som at være væsentlige forudsætninger i den foretagne beregning.⁷

Som supplement til yderligere relevante oplysninger der kan oplyses om til udfyldelse af bestemmelsen, henvises der i lovbemærkningerne til IFRS 13, der operer med et dagsværdihierarki i tre niveauer.⁸

Oplysningskravene i IFRS 13 omfatter centrale forudsætninger for opgørelse af dagsværdien af aktiver, der værdiansættes på baggrund af input, der befinder sig i niveau 3 i IFRS 13' dagsværdihierarki, hvilket vil sige at der kræves omtale af de centrale forudsætninger for dagsværdiberegningen for de aktiver, hvor der er en høj grad af usikkerhed ved målingen. Senere i opgaven vil der blive redegjort for oplysningskravene i IFRS 13.

Bestemmelsen i ÅRL § 58 a skal ses i sammenhæng med bestemmelsen i § 53, stk. 2, nr. 1, der som tidligere beskrevet, indeholder krav om oplysninger om de værdiansættelsesmetoder og teknikker, der er anvendt ved opgørelsen af dagsværdien.

⁶ Lovforslag nr. L 117, lovbemærkning til pkt 88, s. 74.

⁷ Karnov, kommentarer til årsregnskabsloven, s. 627.

⁸ Lovforslag nr. L 117, lovbemærkning til pkt. 27, s. 47.

Som udgangspunkt er oplysningskravet i ÅRL § 58 a, stk. 1, et krav for hvert enkelt aktiv. Udgangspunktet modificeres dog i paragraffens stk. 2, hvor det nævnes at *"...oplysningerne kan gives samlet for en kategori eller en gruppe af aktiver, hvis de centrale forudsætninger for dagsværdiberegningen i henholdsvis kategorien og gruppen af aktiver ikke afviger væsentlig indbyrdes."*

Det vil f.eks. sige at, hvis en virksomhed har flere investeringsejendomme af samme type, eksempelvis kontorejendomme, med nogenlunde samme geografiske placering, lejekontrakter m.v. kan oplyse om de centrale forudsætninger samlet for gruppen af kontorejendomme. Derimod, hvis ejendommenes type og placering afviger for meget fra hinanden, skal der ske en opdeling af oplysningerne og dermed skal de centrale forudsætninger oplyses særskilt for hver ejendomsgruppe.

Der er både for regnskabsklasse B og C krav til at årsregnskabet skal indeholde en ledelsesberetning. Minimumkravet til ledelsesberetningen er reguleret i ÅRL §76a og ÅRL § 77. For regnskabsklasse C er der yderligere krav til ledelsesberetningen i ÅRL § 99.

For regnskabsklasse B er minimumskravet, at ledelsesberetningen skal indeholde en beskrivelse af virksomhedens væsentligste aktiviteter. Beskrivelsen af virksomhedens aktiviteter skal være af klar og præcis så regnskabsbrugeren er i stand til at forstå, hvad virksomhedens aktiviteter består af og kunne vurdere risikoen forbundet med virksomhedens aktiviteter. Virksomheder i regnskabsklasse C, skal yderligere i ledelsesberetningen redegøre for Væsentlige ændringer i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold, usikkerhed ved indregning og måling mv.

Det overordnede krav til ledelsesberetningen er at den ud over minimumskravene, skal indeholde en retvisende redegørelse af forhold som ledelsen vælger at berette om. Med en retvisende redegørelse menes der at der skal være en sammenhæng mellem ledelsesberetningen og de oplysninger der gives i årsregnskabet, som danner et retvisende billede af virksomhedens finansielle stilling.

Jf. ÅRL § 64, skal virksomheden ligeledes i noterne give oplysninger om eventualforpligtelser og sikkerhedsstillelser, hvis virksomheden har stillet pant eller anden sikkerhed i investeringsejendommen. Bestemmelsen gælder for både virksomheder i regnskabsklasse B og C. Endvidere gælder for virksomheder i regnskabsklasse C, at der skal gives oplysninger om de pantsatte aktivers regnskabsmæssige værdi, specificeret for de enkelte poster, såfremt der er stillet pant eller anden form for sikkerhed i investeringsejendommen. Paragraffen er en udvidelse af ÅRL § 64, som er gældende for både regnskabsklasse B og C.

Af ÅRL § 88 følger et krav om at virksomheder i regnskabsklasse C skal vise en anlægsnote og der er dermed ikke krav om at virksomheder i regnskabsklasse B skal vise en anlægsnote i årsregnskabet.

For hver post under anlægsaktiver, skal virksomheder i regnskabsklasse C vise en anlægsnote. I anlægsnoten skal der fremgår kostpris, herunder til- og afgang, samt oveførsler mellem andre poster. Endvidere skal der fremgår opskrivninger og ned- og afskrivninger. Stk. 2 i bestemmelsen nævner, at der med de fornødne tilpasninger også er krav om at vise en anlægsnote ved materielle anlægsaktiver, der løbende reguleres efter ÅRL § 38.

Stk. 2 i ÅRL § 88 er indført, fordi der ved investeringsejendomme indregnet efter ÅRL § 38 årligt skal foretages en vurdering af dagsværdien på statusdagen. Denne vurdering vil ofte føre til en værdiregulering, enten positiv eller negativ. Investeringsejendomme har ligesom, andre materielle anlægsaktiver en begrænset levetid. Men hvor der ved andre materielle anlægsaktiver og ved indregning til dagsværdi efter ÅRL § 41, foretages årlige afskrivninger, skal der som nævnt, ved indregning efter ÅRL § 38 ske en værdiregulering. Derfor tilpasses anlægsnoten til dette princip.

2.1.2. Internationale regnskabsstandarder som fortolkningsbidrag

ÅRL indeholder ikke en definition på investeringsejendomme, hvorfor fortolkningen skal tage udgangspunkt i definitionen af investeringsejendomme i IAS 40, der indeholder mere detaljerede regler om investeringsejendomme, herunder blandt andet eksempler på ejendomme, der kan anses for investeringsejendomme og modsat eksempler på ejendomme, der ikke kan anses for investeringsejendomme.

Med den nye ÅRL og de ændringer den medførte, er der som nævnt sket en tilpasning til international regnskabslovgivning og det er således i et stort omfang muligt for regnskabsaflægger at anvende IFRS eller dele af IFRS til udfyldelse af ÅRL rammebestemmelser på områder, hvor IFRS ikke direkte er i strid med ÅRL ordlyd.⁹

Tilpasningen af ÅRL til de international regnskabsstandarder ses blandt andet ved at ÅRL i modsætning til tidligere nu lægger et større fokus på relevans frem for nøjagtig verifikation. Det betyder at lovens definitioner af regnskabs balanceposter i langt højere grad bliver styrende. Endvidere lægger ÅRL, ligesom IFRS vægt på sammenlignelighed.¹⁰

⁹ Overblik over den nye årsregnskabslov af 2015, KPMG, s. 5.

¹⁰ Kommentarer til årsregnskabsloven, H. Steffensen, L. Skødt m.fl. s. 205.

IAS 40 giver ligesom ÅRL mulighed for enten at måle investeringsejendomme til dagsværdi med værdiregulering over resultatopgørelsen eller de almindelige regler for måling af materielle anlægsaktiver.

2.1.2.1. IAS 40 - Investeringsejendomme

IAS 40, pkt. 5 definerer investeringsejendomme som ejendomme ” (grunde eller bygninger – eller en del af en bygning – eller både grunde og bygninger), som besiddes for at opnå lejeindtægter, kapitalgevinst eller begge dele, frem for ejendomme, som:

- a. *Anvendes i produktion, til levering af varer eller tjenesteydelser eller til administrative formål, eller*
- b. *Vidersælges som led i det normale forretningsforløb.*

Ud fra definitionen er formålet med investeringsejendomme altså at opnå afkast af den investerede kapital i form af et løbende driftsafkast og/eller kapitalgevinst ved videresalg.¹¹

Afkastet ved investering i ejendomme består ud fra definitionen af investeringsejendomme i IAS 40 af indtægter ved udlejning af ejendommen med fradrag af de omkostninger, der er forbundet med udlejningen/videresalget.

Ud fra ovenstående definition gives følgende eksempler på investeringsejendomme:¹²

- 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.

Og eksempler på ejendomme der ikke er investeringsejendomme er:¹³

¹¹ IAS 40 – Investeringsejendomme, afsnit 5.

¹² IAS 40 – Investeringsejendomme, afsnit 8.

- Ejendomme under opførelse, der fremtidig skal anvendes som investeringsejendomme.
- Domicilejendomme.
- Ejendomme under opførelse for tredjemand.

Visse ejendomme omfatter arealer, der anvendes til udlejning eller for at opnå kapitalgevinst, samt arealer, der anvendes til produktion, administration eller salg af varer og tjenesteydelser. Hvis de enkelte arealer kan frasælges separat, behandles hvert areal separat regnskabsmæssigt. Hvis hvert areal ikke kan sælges separat, behandles ejendommen kun som investeringsejendom, hvis kun en uvæsentlig del anvendes til produktion, administration eller salg af varer og tjenesteydelser.¹⁴

I visse tilfælde ejer en dattervirksomhed en ejendom, der er lejet ud til modervirksomheden eller anden dattervirksomhed. En sådan ejendom kan indregnes til dagsværdi med værdiregulering over resultatopgørelsen i dattervirksomhedens regnskab. I koncernregnskabet og ved indregning i moderselskabet af dattervirksomheden til indre værdi kan sådan en ejendom ikke indregnes til dagsværdi med værdiregulering over resultatopgørelsen, fordi ejendommen får status som domicilejendom for koncernen som helhed. Datterselskabets regnskab skal i disse tilfælde omarbejdes inden indregning i koncernregnskabet og i moderselskabets regnskab.¹⁵

2.1.2.2. IFRS 13 - Dagsværdimåling

IFRS 13 anses jf. lovbemærkningerne for velegnet til at udfylde bestemmelserne i ÅRL for, hvordan dagsværdi skal måles idet begrebet dagsværdi i ÅRL anvendes synonymt med begrebet "fair value", der anvendes i IFRS sammenhænge.¹⁶

IFRS 13 indeholder konkrete definitioner og forudsætninger til, hvordan værdiansættelses modeller kan anvendes ved dagsværdimålingen af aktiver og forpligtelser. IFRS 13 tager ikke stilling til, hvilke aktiver og forpligtelser, der regnskabsmæssigt kan måles til dagsværdi. Derfor skal der i forbindelse med investeringsejendomme anvendes IAS 40, der jf. tidligere nævnt specifikt omhandler investeringsejendomme og jf. lovbemærkningerne kan anvendes til at udfylde bestemmelsen i ÅRL § 38.¹⁷

¹³ IAS 40 – Investeringsejendomme, afsnit 9.

¹⁴ IAS 40 – Investeringsejendomme, afsnit 10

¹⁵ IAS 40 – Investeringsejendomme, afsnit 15.

¹⁶ Lovforslag nr. L 117, lovbemærkning til pkt. 27, s. 47

¹⁷ Lovforslag nr. L 117, lovbemærkning til pkt. 53-56, s. 62.

Jf. IFRS 13 defineres dagsværdi som:

*"Den pris, som vil blive modtaget ved salg af et aktiv eller betalt for overdragelse af en forpligtelse i en regulær handel mellem markedsdeltagere på balancedagen."*¹⁸

Ud fra definitionen er dagsværdien altså en markedsbaseret måling og formålet med dagsværdimålingen er ved beregning at opnå den værdi, som ville bruges i en regulær transaktion mellem to uafhængige parter, som udveksler et aktiv eller en forpligtelse på balancedagen med de gældende markedsvilkår og betingelser.

Virksomheden skal i forbindelse med dagsværdimålingen vurdere en række parametre. I forbindelse med dagsværdimåling af investeringsejendomme skal virksomheden vurdere, hvilken værdiansættelsesmetode, der er mest hensigtsmæssig på baggrund af de data virksomheden skal anvende som inputs og som afspejler de forudsætninger markedet ville lægge til grund ved opgørelsen af dagsværdien af investeringsejendommen.

Hverken ÅRL eller IFRS 13 angiver specifikke metoder, der skal anvendes til opgørelse af dagsværdien i konkrete situationer, men IFRS 13 giver et generelt forslag til, hvilke værdiansættelsesmodeller der kan anvendes.

Dette skyldes, at det er virksomheden, som skal vurdere, hvilken værdiansættelsesmetode, der er mest relevant og vil give den mest pålidelige dagsværdi i en given situation. IFRS 13 nævner således jf. pkt 61 *"at virksomheden skal anvende de værdiansættelsesmetoder, der er relevante i situationen, og for hvilke der foreligger tilstrækkelig data til at måle dagsværdien, så anvendelsen af observerede inputs maksimeres, og anvendelsen af ikke observerbare inputs minimeres."*¹⁹

Dagsværdimålingen skal ifølge IFRS 13 foretages med udgangspunkt i de særlige karakteristika der kendetegner det specifikke aktiv eller forpligtelse. Det betyder for investeringsejendomme skal dagsværdimålingen tage udgangspunkt i ejendommens beliggenhed, størrelse (antal kvadratmeter), type (anvendelse), vedligeholdelsesstand m.v.

¹⁸ IFRS 13 – dagsværdimåling pkt. 9.

¹⁹ IFRS 13 – dagsværdimåling pkt. 61.

Herudover inderholder IFRS 13 også en række specifikke oplysningskrav til virksomheder, som måler aktiver til dagsværdi og kan således også anvendes som vejledning til, hvorledes ÅRL generelle oplysningskrav kan opfyldes.²⁰

ÅRL opstiller i § 37 et dagsværdihierarki, der dog udelukkende kan anvendes på finansielle instrumenter. I IFRS 13 er der også opstillet et dagsværdihierarki, der inddeler og kategoriserer de forskellige inputs, der kan anvendes i værdiansættelsesmetoderne til fastsættelse af dagsværdien.

Dagsværdihierarkiet i IFRS 13 er opdelt i tre niveauer, hvor inputs til værdiansættelsen prioriteres som nævnt i rækkefølgen nedenfor. Dagsværdihierarkiet kan være relevant for virksomheden at bruge som fortolkning af, hvor stort et omfang af oplysninger der skal gives ved måling af investeringsejendomme til dagsværdi efter ÅRL § 38:

1. Noterede priser på aktive markeder
2. Direkte eller indirekte observerbare inputs
3. Ikke-observerbare inputs²¹

I praksis vil dagsværdiansættelsen af investeringsejendomme ofte være baseret på væsentlige ikke-observerbare input, svarende til niveau 3 i dagsværdihierarkiet. Dagsværdihierarkiet skal sikre konsistens og sammenlignelighed så regnskabsbruger har mulighed for at sammenligne forskellige dagsværdimålinger.

De primære formål med oplysningskravene i IFRS 13 er, at regnskabet skal indeholde information, som gør regnskabsbrugerne i stand til at vurdere følgende:

- Metoder og input, der er anvendt ved dagsværdiberegningen af de aktiver og forpligtelser, der måles til dagsværdi i balancen
- Påvirkningen, som de tilbagevendende dagsværdimålinger, der i et væsentligt omfang gør brug af ikke-observerbare input (niveau 3 i dagsværdihierarkiet) har haft på resultatopgørelsen eller anden totalindkomst i den pågældende periode²²

²⁰ Lovforslag nr. L 117, lovbemærkning til pkt. 88, s. 74.

²¹ IFRS 13 – dagsværdimåling pkt. 76

²² IFRS 13 – dagsværdimåling pkt. 91.

IFRS 13 omtaler tilbagevende og ikke-tilbagevendende dagsværdiurderinger. Tilbagevendende dagsværdimålinger skal forstås som målinger der foretages ved afslutningen af hver regnskabsperiode. Ikke-tilbagevendende dagsværdimålinger skal forstås som målinger, som under specielle omstændigheder tillades at indregne, men som formentlig ikke vil forekomme igen i den efterfølgende regnskabsperiode.

Mængden af oplysninger der skal gives i relation til dagsværdiberegningen afhænger dels af, om der er tale om en årlig tilbagevendende dagsværdimåling eller en ikke-årlig tilbagevendende dagsværdi måling af regnskabsposten og dels om der er tale om et aktiv eller en forpligtelse, der ikke indregnes i balancen, men kun noteoplyses.

Det er virksomheden selv der jf. IFRS 13, pkt. 92 a skal vurdere den specifikke detaljegrad, der er nødvendig for at opfylde oplysningskravene, men IFRS 13 indeholder en række specifikke oplysningskrav til virksomheder, som måler aktiver eller forpligtelser til dagsværdi. Disse specifikke krav kan anvendes som vejledning til opfyldelse af ÅRL oplysningskrav.

IFRS 13 afsnit 83 a nævner at der skal gives oplysninger om aktivets tilstand og placering. Herudover nævnes der i IFRS 13 afsnit 93 dm for at der skal gives kvantitative oplysninger om de væsentlige ikke observerede inputs (niveau 3 inputs) anvendt til dagsværdiansættelsen. Yderligere nævnes det i afsnit 93 h, at der skal oplyses om følsomheden.

Med følsomhedsoplysninger menes følsomheden for tilbagevendende målinger foretaget med inputs fra niveau 3 i dagsværdihierarkiet. Følsomhedsanalysen skal beskrive, hvor følsom målingen er overfor ændringer i uobserverbare input og sammenhængen mellem de uobserverbare inputs samt hvilke effekter disse sammenhænge kan have.

Med udgangspunkt i IFRS13 kan følgende specifikke oplysninger være relevante at give i årsregnskabet, til ydfyldelse af ÅRL § 58 a:

- Afkastkrav
- Beliggenhed
- Størrelse (antal kvadratmeter)
- Type af ejendom
- Tomgang
- Følsomhed

2.1.3. FSR regnskabsvejledning for virksomheder i regnskabsklasse B og C

De danske regnskabsvejledninger bliver udarbejdet som et supplement til ÅRL. ÅRL er som sagt en rammelov, hvilket betyder, at ÅRL ikke består af detaljerede bestemmelser, der beskriver og omtaler alle situationer, der kan opstå.

FSR udarbejder de danske regnskabsvejledninger i samarbejde med det regnskabstekniske udvalg (REGU). Den seneste regnskabsvejledning er ajourført med de nye regler i ÅRL vedtaget af Folketinget d. 21. maj 2015. Forud for udgivelsen af regnskabsvejledningen har regnskabsvejledningen været sendt til høring hos en bred kreds af organisationer, blandt andet Regnskabsrådet samt medlemmer af FSR.

FSR regnskabsvejledning (herefter regnskabsvejledningen) er udarbejdet inden for rammerne af ÅRL og under hensyn til de internationale regnskabsstandarder udstedt af IASB. Regnskabsvejledningen har til hensigt at give et bud på, hvordan informative og retvisende årsrapporter kan udarbejdes.

Regnskabsvejledningen giver en mere detaljeret beskrivelse af anbefalinger til, hvordan ÅRL og de internationale regnskabsstandarder overholdes i specifikke situationer samt, hvordan informationsværdien i årsregnskabet kan øges under hensynstagen til ressourcerne virksomheden skal bruge til at fremskaffe disse oplysninger.

I det følgende gives der en redegørelse for, hvilke anbefalinger regnskabsvejledningen beskriver for at virksomhederne opfylder bestemmelserne i ÅRL vedrørende investeringsejendomme der indregnes efter ÅRL § 38.

2.1.3.1. Indregning og måling

Jf. regnskabsvejledningen skal dagsværdien for investeringsejendomme, hvor der ikke er et effektivt marked, fastlægges ved beregning af en kapitalværdi. Beregningen skal foretages på baggrund af anerkendte og dokumenterede værdiansættelsesmetoder baseret på tilbagediskonterede pengestrømsprognoser, regnskabsvejledningen anbefaler at anvende DCF-modeller.

Ved anvendelse af DCF-modellen nævnes det at diskonteringsraten skal afspejle aktuelle markedsvurderinger af usikkerhed forbundet med fremtidige pengestrømme som f.eks. lejeindbetalinger, genudlejning af ikke-udlejede lokaler samt afholdelse af reparationer og vedligeholdelsesom-

kostninger vedrørende investeringsejendommen skal fastsættes efter pålidelige skøn af de fremtidige ind- og udbetalinger.²³

Regnskabsvejledningen nævner, at det er muligt at anvende f.eks. normalindtjeningsmodellen, men kun i tilfælde, hvor ledelsen vurderer, at den estimerede værdi dagsværdi er pålidelig, hvilket kræver at der ved dagsværdiansættelsen korrigeres for særlige forhold, så grundlaget kan betegnes som normalt. Regnskabsvejledningen anbefaler derfor, at der ved anvendelse af normalindtjeningsmodellen dokumenteres, at der foretages de fornødne reguleringer.²⁴ I forlængelse her af anbefales der ikke at gøre brug af multipler som pris pr m² og pris pr. lejlighed.²⁵

Det betyder at dagsværdien skal afspejle de nuværende og markedets forventninger til de fremtidige lejeindtægter og markedets vurdering af ejendommens nuværende stand uden hensynstagen til eventuelle planlagte ombygninger.

Anvendes normalindtjeningsmodellen, hvor der for ejendommens værdi bliver taget udgangspunkt i et beregnet normalafkast kapitaliseret med en kapitaliseringsfaktor, kan det kun ske, hvis der dokumenteret korrigeres for manglende udgifter og andre væsentlige forhold som f.eks. udskudt vedligeholdelse og tomgangsleje. Der må således ikke medtages omkostninger til større reparationer som f.eks. tag, vinduer og altaner.

Selve værdireguleringen af investeringsejendommen foretages med udgangspunkt i ejendommens primo værdi tillagt årets forbedringer og modposteres på en særskilt linje i resultatopgørelsen.

2.1.3.2. Oplysninger

I anvendt regnskabspraksis skal der oplyses om de værdiansættelsesmodeller og –teknikker, der er anvendt ved opgørelsen af dagsværdien af investeringsejendommen, hvilket svarer til bestemmelsen i ÅRL.

Hvor ÅRL har et minimumskrav til ledelsesberetningen for virksomheder i regnskabsklasse B, der nævner, at virksomhederne som minimum skal omtale virksomhedens væsentligste aktiviteter, så anbefaler regnskabsvejledningen virksomheder i regnskabsklasse B om at tilføje redegørelse af væsentlige ændringer i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold, usikkerhed ved indregning og måling og andre væsentlige forhold af betydning for regnskabsbrugeren mv.

²³ FSR regnskabsvejledning pkt. 15.3.3. s. 55.

²⁴ FSR regnskabsvejledning pkt. 15.3.6. s. 55.

²⁵ FSR regnskabsvejledning pkt. 15.3.7. s. 56

Hvor IFRS 13 ikke angiver et specifikt krav til placeringen af omtale af følsomhed, så anbefaler regnskabsvejledningen, i tilfælde af der er en vis usikkerhed forbundet med dagsværdimålingen, at omtale følsomheden i ledelsesberetningen jf. pkt. 15.7.7.

Regnskabsvejledningen anbefaler at der i noterne gives oplysninger om de centrale forudsætninger, der er anvendt ved beregningen af dagsværdien af investeringsejendomme. De centrale forudsætninger skal oplyses for hver af de forskellige ejendomstyper, som f.eks. erhvervsejendomme, boligejendomme mv. Herunder skal der eksempelvis oplyses om anvendte afkastkrav, forventet inflation, tomgang m.v. samt om forudsætningerne for opgørelse af afkastsatserne på de enkelte ejendomme jf. regnskabsejledningen pkt. 15.7.2.

Hvis virksomheden besidder flere ejendomme af samme type, kan der oplyses om de centrale forudsætninger for dagsværdiberegningen samlet for en gruppe af ejendomstype, med mindre disse afviger væsentligt i forhold til hinanden. Endvidere anbefales det i regnskabsvejledningen, at der skal fremgå oplysninger om, hvilke dagsværdier af investeringsejendomme, der er målt ved medvirken af ekstern vurderingsmand.²⁶

For regnskabsklasse C-virksomheder er det jf. ÅRL et krav at specificere årets til- og afgang samt værdireguleringer af investeringsejendomme i en anlægsnote. Dette er ikke et krav for virksomheder i regnskabsklasse B, men regnskabsvejledningen anbefaler, at virksomheder i denne regnskabsklasse ligeledes viser oplysningerne i en anlægsnote jf. regnskabvejledningens pkt. 15.7.5.

Herudover skal der gives oplysninger i noterne om begrænsning i ejendomsretten, og omfanget af pantsætninger m.v. I forlængelse her af anbefaler regnskabsvejledningen, at der også gives oplysninger i tilfælde af kontraktlige forpligtelser til erhvervelse af investeringsejendomme.

Anbefalingerne i regnskabsvejledningen minder i det store hele om de anbefalinger der angives i lovbemærkningerne til ÅRL. FSR fraviger dog på enkeltområder, med yderligere anbefalinger ud over bestemmelserne i ÅRL til virksomheder i regnskabsklasse B.

2.2. Definitioner

Afsnittet svarer på underspørgsmål 4 – 7 ved at redegøre for definitioner af relevante begreber, der anvendes i opgavens analyseafsnit. Nogle af definitionerne defineres ikke direkte i ÅRL eller fortolkningsbidragene.

²⁶ FSR Regnskabsvejledningen for virksomheder i regnskabsklasse B og C, pkt. 15.7.2.

Først defineres afkastkravet, dernæst defineres regnskabsbrugeren i en bred forstand, hvorefter der følger en definition af regnskabsbrugernes informationsbehov. Afslutningsvis vil de primære regnskabsbrugere af årsregnskaber med investeringsejendomme til dagsværdi og deres anvendelse af årsregnskabet som informationskilde blive defineret.

2.2.1. Definition af afkastkrav

Afkastkravet kan defineres som compensation investor modtager ved at påtage sig den risiko, der er forbundet ved investering i en given ejendom. Det betyder når risikoen forbundet med en ejendom stiger, vil kompensationen, altså afkastkravet, også stige og omvendt når risikoen forbundet med en ejendom falder, vil komensationen falde.

Hvordan investor vurderer og håndterer risikoen forbundet med en ejendom kan være meget individuel fra investor til investor. Det er derfor praktisk talt umuligt at lave en udtømmende liste over de risikofaktorer på ethvert tidspunkt, som investor vurderer på. Derfor er definitionen lavet ud fra en generel vurdering af, hvilke risikofaktorer investor vurderer på som motivation for at investere i en ejendom eller ej.

Afkastkravet bliver påvirket af en række ejendomsrelaterede faktorer og en række makroøkonomiske faktorer som er oplyst nedenfor.

- Markøkonomiske faktorer
 - Risikofri rente
 - Inflation
- Ejendomsrelaterede faktorer
 - Ejendommens type
 - Beliggenhed
 - Lejers bonitet
 - Udbud og efterspørgsel

Afkastkravet sammenlignes med afkastet af en alternativ risikofri investering, som ofte er definitionen på den effektive rente på statsobligationer.²⁷ Når renten er stigende vil afkastkravet som regel stige og modsat falde, hvis renten er faldende.

²⁷ Værdiansættelse af investeringsejendomme, s. 7, Ejendomsforeningen Danmark, marts 2013.

Ejendommens type påvirker risikoen forbundet med ejendommen og dermed også afkastkravet. Risikoen ved ejendommen forøges og det samme vil afkastkravet i tilfælde, hvor ejendommen kun er egnet til begrænsede formål. Derimod, hvis anvendelsesmulighederne er mange for ejendommen så formindskes risikoen og afkastkravet.

En god beliggenhed vil alt andet lige medføre at afkastkravet vil ligge på et lavere niveau end en ejendom med dårlig beliggenhed. Beliggenhed har betydning for udlejningsmulighederne og reducerer sandsynligheden for at der opstår længerevarende tomgangsperioder.

Lejernes bonitet er et udtryk for lejernes evne til at leve op til sine økonomiske forpligtelser. Lejere med ringe finansiell styrke udgør en driftsrisiko, som medfører et højere afkastkrav.

Udbud og efterspørgsel på ejendomsmarkedet påvirker også afkastkravet. Hvis der er mange ejendomme til salg af samme type uden tilstrækkelig efterspørgsel efter specifikt den type ejendom, vil prisen på ejendomme alt andet lige falde. Et stort udbud og en lav efterspørgsel øger risikoen ved ejendommen og dermed øges afkastkravet i disse situationer. Modsatte effekt afspejles i afkastkravet når der er stor efterspørgsel og et lavt udbud af specifikt en type ejendomme. Her vil risikoen på ejendommen, alt andet lige, være lavere, hvilket reducerer afkastkravet.

2.2.2. Definition af regnskabsbruger

ÅRL stiller nogle overordnede krav til de oplysninger årsrapporten skal indeholde for at leve op til kravet om det retvisende billede. Kravene forudsætter nogle typiske informationsbehov hos regnskabsbrugerne. ÅRL § 12, stk. 2 nævner at *"årsrapporten skal udarbejdes således, at den støtter regnskabsbrugerne i deres økonomiske beslutninger. De omhandlende regnskabsbrugere er personer, virksomheder, organisationer, og offentlige myndigheder m.v., hvis økonomiske beslutninger normalt må forventes at blive påvirket af en årsrapport, herunder nuværende og mulige virksomhedsdeltagere, kreditorer, medarbejdere, kunder, alliancepartnere, lokalsamfundet samt tilskudsgivende og fiskale myndigheder..."*

ÅRL § 12, stk. 2, henvender sig jf. ovenstående til en bred kreds af regnskabsbrugere og følger et stakeholder-perspektiv. Listen af regnskabsbrugere er angivet blandt andet for at undgå en for snæver opfattelse af målgruppen hos regnskabsaflægger.²⁸

²⁸ Kommentarer til årsregnskabsloven, H. Steffensen, L. Skødt m.fl. s. 202.

Den internationale regnskabsregulering, IASB er derimod opbygget ud fra et shareholder-perspektiv. IASB anser kapitalindskydere, som de væsentligste regnskabsbrugere. IASB anser således investorens informationsbehov som værende så omfattende, at de øvrige regnskabsbrugeres informationsbehov bliver dækket af kapitalindskydernes.²⁹

På trods af den nævnte forskel mellem ÅRL's stakeholder-perspektiv og IASB's shareholder-perspektiv, anser begge regnskabsreguleringer, at der er en bred vifte af regnskabsbrugere med forskellige behov. Det ses ved at IASB har defineret følgende:

- Investorer
- Ansatte
- Långivere
- Leverandører og andre kreditorer
- Kunder
- Offentlige myndigheder
- Offentligheden³⁰

Kredsen af regnskabsbrugere som IASB har defineret stemmer i det store hele overens med kredsen af nævnte regnskabsbrugere i ÅRL § 12, stk. 2.

2.2.2.1. Definition af de primære regnskabsbrugere af årsregnskaber med investeringsejendomme indregnet til dagsværdi

I afsnit 2.1.1. blev investeringsejendomme defineret som ejendomme, der besiddes med henblik på at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende driftsafkast og/eller langsigtet kapitalgevinst ved videresalg. Endvidere blev der i afsnit 2.1.1. givet eksempler på investeringsejendomme. Eksemplerne viser at afkast ved investering i investeringsejendomme fremkommer som en effekt af udlejning eller videresalg.

Baseret på den givne definition og eksemplerne oplistet, er regnskabsbrugere af årsregnskaber fra virksomheder med investeringsejendomme følgende:

- Kunder i form af lejere
- Ansatte

²⁹ Finansiell Rapportering – teori og regulering 4. udgave, Jens O. Elling, s. 27.

³⁰ Finansiell Rapportering – teori og regulering 4. udgave, Jens O. Elling, s. 222.

- Leverandører af varer og tjenesteydelser såsom f.eks. håndværksvirksomheder, forsyningsvirksomheder og ejendomsmæglere.
- Offentlige myndigheder
- Kapitalindskydere i form af virksomhedsejere
- Långivere i form af kreditforeninger og pengeinstitutter m.v.

Lejere er for virksomheder med investeringsejendomme ofte væsentlig, fordi det er afgørende at kunne udleje sin investeringsejendom for at virksomheden kan genere et tilfredsstillende afkast, med mindre virksomhedens fokus er på at skaffe et tilfredsstillende afkast i form af kapitalgevinst ved et salg af ejendommen. Fra lejernes perspektiv, er behovet for regnskabsoplysninger dog begrænset. Specielt for privatpersoner der ønsker at leje sig ind i boligejendomme. Erhvervsvirksomheder der ønsker at leje sig ind, kan have et større behov for regnskabsoplysning i forhold til at vurdere om lejeomkostningerne svarer til markedsprisen, men fordi lejere ikke i alle henseender har et informationsbehov vurderes lejerne ikke at være primære regnskabsbrugere.

Administration og drift af virksomheder, der ejer investeringsejendomme, kræver ikke en stor organisation. Mindre virksomheder, der ejer en eller få ejendomme administreres ofte alene af virksomhedens ejer(e) og virksomheder med flere ejendomme behøver ofte kun et begrænset antal ansatte til at varetage administrationsopgaver, byggeprojekter og servicefunktioner som f.eks. vicevært. På baggrund af et begrænset behov for ansatte i denne type virksomheder anses ansatte ikke for at være primære regnskabsbrugere.

Håndværksvirksomheder der bidrager med opførelse, renovering og vedligehold af investeringsejendomme anses ikke for at være primære regnskabsbrugere, fordi de kun er nødvendige i en begrænset periode mens projekterne er under udførelse. Andre leverandører som f.eks. forsyningsvirksomheder er heller ikke primære regnskabsbrugere, fordi forsyningsvirksomheders tilgodehavender hos virksomheder med investeringsejendomme, antages at være af en begrænset størrelse. Endvidere anses ejendomsmæglere heller ikke for primære regnskabsbrugere, fordi der jf. afsnit 2.1.1. vil være tale om handelsejendomme, hvis ejendomme anskaffes med salg for øje.

Offentlige myndigheder som f.eks. SKAT anses heller ikke som primær regnskabsbruger. Selvom skattemyndighederne er brugere af driftsøkonomiske regnskaber, forudsættes myndighedernes hovedbehov for oplysninger med henblik på skatteligningen ikke at skulle dækkes fuldt af årsrapporten.³¹

³¹ Kommentarer til årsregnskabsloven, Karnov . s. 203.

For virksomheder der ønsker at anskaffe sig investeringsejendomme, er det ofte en forudsætning at der er en långiver, som er villig til at stille kapital til rådighed. Nærværende opgave tager udgangspunkt i virksomheder tilhørende ÅRL regnskabsklasse B og C, hvor der antages at være tale om relativt store ejendomsinvesteringer for virksomheder der anskaffer sig investeringsejendomme. Derfor formodes det også, at virksomhederne vil have relativt store engagementer med kreditforeninger og pengeinstitutter m.v. Med de skærpede lovkrav til kreditforeninger og pengeinstitutter blandt andet til sikkerhedsstillelser for at minimere risikoen for tab før der kan træffes beslutning om villigheden til at stille kapital til rådighed for finansiering af ejendoms køb anses kreditforeninger og pengeinstitutter for at være primære regnskabsbrugere.

Kapitalindskydere er enten nuværende eller potentielle ejere, som indskyder risikovillig kapital i forbindelse med køb af ejerandele i virksomheden. Kapitalindskydere har interesse i at opnå et så højt afkast som muligt forbundet med mindst mulig risiko.³²

I nogle tilfælde kan kapitalindskydere indskyde en så betydelig kapital, at der ikke er behov for fremmed finansiering af investeringer. Der kan også være tale om, at nuværende ejere, der tidligere har indskudt kapital, har ladet den oparbejdede kapital forblive i virksomheden og dermed ikke har behov for fremmed finansiering af investeringer. Derfor anses kapitalindskydere, både nuværende og potentielle, som primære regnskabsbrugere.

2.2.3. Regnskabsbrugernes informationsbehov

Årsrapporten skal støtte regnskabsbrugere i deres økonomiske beslutninger. Endvidere i § 12, stk. 2 i ÅRL opregnes hvad regnskabsbrugernes beslutningsopgaver omhandler. ...”*De omhandlede beslutninger vedrører*

1. *placering af regnskabsbrugerens egne ressourcer*
2. *ledelsens forvaltning af virksomhedens ressourcer*
3. *fordeling af virksomhedens ressourcer...*”

Opbygningen med de tre ovenstående beslutningsopgaver, er baseret på antagelser om finansielle regnskabsbrugeres betydeligste informationsbehov.³³ Beslutningsopgaverne kaldes i nævnt rækkefølge for henholdsvis prognoseopgaven, forvaltningsopgaven og fordelingsopgaven.

³² Finansiell Rapportering – teori og regulering 4. udgave, Jens O. Elling, s.

³³ Kommentarer til årsregnskabsloven, Karnov, s. 201.

Ad stk. 2, nr. 1, kaldet prognoseopgaven, skal årsrapporten udgøre en egnet støtte for regnskabsbrugeren til brug for regnskabsbrugeren beslutning om, hvorvidt den pågældende vil investere eller fortsætte med at investere sine egne midler/ressourcer i virksomheden eller måske i stedet allokere disse ressourcer til en anden virksomhed. For denne gruppe af regnskabsbrugere vil det være relevant at sammenligne, hvor stort et afkast investeringen vil give i forhold til de væsentligste andre investeringsmuligheder regnskabsbrugeren har og hvor stort et afkast, det kan forventes at investeringen vil give fremadrettet.

Ad stk. 2, nr. 2, kaldet forvaltningsopgaven, forudsætter at regnskabsbrugerne ved årsrapporten modtager den information, der er behov for, til at danne grundlag for en vurdering af om virksomhedens ledelse forvalter virksomhedens ressourcer forsvarligt. Hensigten med årsrapporten i relation til forvaltningsopgaven, er at årsrapporten skal medvirke til at sikre ledelsens adfærd.

Ad stk. 2, nr. 3, kaldet fordelingsopgaven, skal årsrapporten hjælpe regnskabsbrugeren til at træffe beslutning om fordeling af virksomhedens midler til interessegrupperne. Det drejer sig om, hvor stor en del af overskuddet, der kan uddeles til ejerne, eller det drejer sig om ledelsens vederlag er passende i forhold til arbejdsindsats og resultat.

2.2.4. De primære regnskabsbrugeres anvendelse af årsrapporten

Generalklausulen i ÅRL § 11 skal sikre at årsrapporten give et retvisende billede. For at årsrapporten kan give et retvisende billede skal årsrapporten indrettes efter regnskabsbrugergruppernes typiske informationsbehov.³⁴ Derfor opstiller ÅRL en række kvalitetskrav jf. ÅRL § 12, stk. 3 *"...Årsrapporten skal udarbejdes således, at den oplyser om forhold, der normalt er relevante for regnskabsbrugerne, jf. stk. 2. Oplysningerne skal desuden være pålidelige i forhold til, hvad regnskabsbrugerne normalt forventer."* Kvalitetskravene skal fungere som støtte for regnskabsaflægers overvejelser om valg af anvendt regnskabspraksis og behovet for at supplere de lovkrævede oplysninger med yderligere oplysninger eller eventuelt i ganske særlige tilfælde fravige lovens bestemmelser jf. § 11, stk. 3.

Informationernes grad af relevans og pålidelighed kan variere over tid f.eks. for et aktiv, hvor der først efter noget tid opstår et aktivt marked, vil dagsværdien for aktivet kunne opgøres med en større grad af pålidelighed i forhold til inden der opstod et aktivt marked.

³⁴ Kommentarer til årsregnskabsloven, H. Steffensen, L. Skødt m.fl. s. 201.

Derfor skal regnskabsaflægger løbende (hvert år) vurdere informationernes relevans og pålidelighed. ÅRL sondre derfor mellem førstegangsindregning § 36 og efterfølgende indregninger § 38 for investeringsejendomme indregnet til dagsværdi.

Relevans skal forstås som, at informationen dækker de informationsbehov regnskabsbruger har for at kunne træffe sin beslutning. Det vil med andre ord sige, for at informationen har relevans for regnskabsbruger, så skal forholdet der oplyses om i regnskabet have en prognoseværdi.

Relevans er dog i sig selv ikke tilstrækkeligt til at støtte regnskabsbrugerens beslutningsformål. Regnskabsbrugeren skal have tillid til den information der bliver givet. De samlede oplysninger skal derfor afspejle virkeligheden så vidt muligt. Pålidelighed dækker endvidere over, at informationen i rimeligt omfang skal kunne verificeres.

ÅRL lægger også vægt på sammenlignelighed. Sammenlignelighed er en funktion af flere af ÅRL konkrete krav. F.eks. kravene om konsistens og kontinuitet i ÅRL § 13. Kravene om sammenlignelighed dækker over, at regnskabsbruger ofte vil have et behov for at kunne sammenligne enten en given virksomheden over en årrække eller flere virksomheder i et givent år eller over en årrække.

2.2.4.1. Långivers anvendelse af virksomheders årsregnskab med investeringsejendomme indregnet til dagsværdi

Långivere indskyder som nævnt lånekapital til rådighed mod til gengæld at modtage renter som betaling samtidig med at lånet afdrages. Långivere er derfor interesserede i regnskabsoplysninger, der gør det muligt for dem at vurdere, om der er en betydelig risiko for at deres udlån og de hermed forbundne renter ikke vil blive betalt.

Långivere stræber altså efter at sikre deres udlån i videst mulig omfang ved at kræve sikkerhedsstillelser. For virksomheder med investeringsejendomme kan der f.eks. stilles pant i ejendomme som sikkerhed for tilbagebetaling af deres udlån. Afdrages lånene ikke til tiden vil långiver kunne opnå ret til betaling i forbindelse med realisering af salg af ejendommen. Her kan der både være tale om at virksomheden frivilligt har valgt at sælge ejendommen eller at ejendomme ultimativt er blevet solgt på tvang i forbindelse med likvidation.

Derfor har långivere brug for oplysninger om, hvilke forudsætninger der ligger til grund for dagsværdiansættelsen af investeringsejendomme.

Ved at modtage information om de bagvedliggende forudsætninger vil långiver have dokumentation for dagsværdiansættelsen og være i stand til at vurdere om virksomhedens dagsværdiansættelse er for optimistisk eller pessimistisk i forhold til, hvad ejendommen rent faktisk kan realiseres til ved en handel mellem to uafhængige parter.

Risikoen for långiveren ligger i at den faktiske salgsværdi ikke er tilstrækkelig i forhold til at kunne indfri udlånet. Långiver har stillet til rådighed eller overvejer at stille til rådighed. For långivere der er villige til at løbe en højere risiko med deres udlån, vil prisen for virksomheden for at modtage dette udlån, alt andet lige være højere i form af f.eks. højere renter, bidragssatser eller større sikkerhedsstillelser.

Långiver udfører altså en prognoseopgave, hvor långiver har behov for oplysninger om de bagvedliggende forudsætninger i virksomhedens dagsværdiansættelse. Oplysningerne anvender långiver som et led i en vurdering af, om virksomheden er i stand til at genere det afkast der kræves for at virksomheden kan betale de renter og afdrag der vil være i forbindelse med udlånet.

Forvaltningsopgaven som långiver udfører er en helheds vurdering af ledelsens evne til at forvalte virksomhedens ressourcer. Her vurderer långiver om ledelsens forvaltning af ressourcerne i virksomheden indikerer en forøget risiko i forhold til at være i stand til at overholde de forpligtelser der for virksomheden er forbundet ved at stille kapital til rådighed.

Endvidere anvender långiver også årsrapporten til at udføre en fordelingsopgave. Långiver vurderer i fordelingsopgaven om virksomhedens fordeling af ressourcer er hensigtsmæssig. F.eks. hvis kapitalejeren har stillet et udlån til virksomheden til rådighed fremfor at indskyde yderligere risikovillig kapital, eller hvis der er en skæv fordeling mellem i forvejen eksisterende aktiver og forpligtelser, eller hvis der tidligere er blevet udloddet udbytte af midler, som långiver vurderer burde være forblevet i virksomheden.

En uhensigtsmæssig fordeling af virksomhedens ressourcer kan ligeledes skabe tvivl om virksomhedens evne til at betale renter og afdrag. Långiver kan mod at yde et udlån stille fremadrettede krav til virksomhedens ressourcefordeling eller kræve at virksomheden stiller yderligere pant i ejendommen til sikkerhed for udlånet.

2.2.4.2. Kapitalejers anvendelse af virksomheders årsregnskab med investeringsejendomme indregnet til dagsværdi

Kapitalindskydere stiller risikovillig kapital til rådighed mod til gengæld at opnå ejerandele og muligheden for at modtage udbytte og evt. kursgevinst som belønning. Kapitalindskydere og disses rådgivere interesserer sig såvel for den med deres investeringer forbundne risiko som med afkastet af deres investering. Kapitalindskydere har derfor behov for information til hjælp ved beslutning om, hvorvidt de skal købe, beholde eller sælge kapitalandele. Aktionærer er ligeledes interesserede i information, der hjælper dem til at vurdere virksomhedens evne til at udbetale udbytte. Årsrapporten kan derfor anvendes af både nuværende og potentielle kapitalejere.

Kapitalindskydernes afkast af den indskudte kapital sker ved virksomhedens udbytteudlodning eller ved realisering af afkast ved salg af kapitalandele. Kapitalindskydere både nuværende og potentielle har derfor brug for indsigt i de centrale forudsætninger af dagsværdivurderingen af ejendommen til at udføre prognoseopgaven ved at vurdere på det potentielle fremtidige afkast og om grundlaget for udbytteudlodning er forbundet med betydelig risiko. Udbytteudlodningen kan være forbundet med betydelig risiko, hvis det f.eks. viser sig at der er behov for en nedskrivning af ejendommen, som vil reducere egenkapitalens frie reserver og dermed midlerne til udlodning af udbytte.

Kapitalindskyderne anvender også årsrapporten til forvaltningsopgaven, hvor kapitalindskyder kigger på det afkast virksomheden har præsteret og vurderer om afkastet er tilfredsstillende i forhold til den risiko der er ved at indskyde kapital.

Långiver stræber som nævnt efter at få stillet så stor sikkerhed for sit udlån som muligt. I fordelingsopgaven har kapitalindskyder dog ikke de samme muligheder som långiver for at opnå sikkerhed af sine ressourcer. Risikoen for kapitalindskyder ligger i at kapitalandelene ikke kan realiseres til en lige så høj pris som de blev købt for. Endvidere er der heller ikke en garanti for at virksomheden fremadrettet vil have midlerne til at udlodde udbytte. Det er dog muligt for kapitalindskyder at indgå aftale om retningslinjer for udlodning af udbytte og ejer-aftaler med en sikringskurs af de købte kapitalandele ved et salg.

2.3. Værdiansættelsesmodeller og metode

For at opgøre en troværdig dagsværdi, skal de rette forudsætninger i videst muligt omfang afspejle virkeligheden. Den mest præcise værdiansættelsesmetode er salgsprisen, som enten kan fremkomme ved at investeringsejendommen rent faktisk er solgt i den mellemliggende periode fra sta-

tusdagen og godkendelse/offentliggørelsen af virksomhedens årsregnskab, eller ved gennemførte handler af investeringsejendomme af tilsvarende type, i sammen stand, samme beliggenhed og anvendelsesmuligheder m.v. Hvis der ikke foreligger disse muligheder, skal der foretages et skøn af investeringsejendommens dagsværdi.

Der vil i dette afsnit blive svaret på underspørgsmål 8 og 9 ved kort at redegjøre for de mest udbredte værdiansættelsesmodeller og teknikker for at give et indblik i, hvilke forudsætninger den enkelte værdiansættelsesmodel er bygget op på til at øge forståelsen af de oplysninger, der bliver analyseret på i opgavens analyseafsnit.

2.3.1. Dagsværdi på baggrund af normalindtjeningsmodellen

Normalindtjeningsmodellen er baseret på den normale indtjening, der generes på en investeringsejendom årligt. Normalindtjeningsmodellen tager udgangspunkt i ejendommens forventede driftsafkast for det kommende år, samt i et afkastkrav, der er fastsat på baggrund af vurderede risikoforhold ved ejendommen og den generelle udvikling af markedrenten og konjunktoren. Derudover reguleres der for eventuelle særlige forhold ved de enkelte ejendomme.

Normalindtjeningsmodellen kan deles op i 3 faser:³⁵

Fase 1: Ejendommens driftsafkast

Fase 2: Fastsættelse af afkastkrav

Fase 3: Tillæg og fradrag for særlige forhold

Fase 1 er fastsættelsen af ejendommens driftsafkast, som opgøres med udgangspunkt i det forventede driftsafkast for de kommende 12 måneder. Driftsafkastet skal være baseret på den viden der er omkring ejendommen på opgørelsestidspunktet og skal afspejle det der kan betegnes som et normalt driftsår for ejendommens drift. Det budgetterede driftsafkast kan opgøres ved følgende fremgangsmåde:

+	Årlig forventet lejeindtægt iflg. indgåede kontrakter
+/-	Regulering til forventet markedsløje
+	Skønnet årlig markedsløje på u-udlejede arealer
-	Gennemsnitlig årlig vedligeholdelsesudgift
-	Administrationsomkostninger

³⁵ Værdiansættelse af investeringsejendomme, Ejendomsforeningen Danmark, 2013, s. 15.

- Ejendomsskatter, afgifter og andre omkostninger
- = Budgetteret driftsafkast

Først tillægges den forventede lejeindtægt fra allerede indgåede lejekontrakter for de kommende 12 måneder. Herefter skal der foretages en regulering af den forventede markedsleje. Det sker ved et tillæg eller et fradrag i lejeindtægten, alt efter om det vurderes at der er forskelle i den reelle lejeindtægt i forhold til, hvad der generes på sigt med en anden lejekontrakt. Denne regulering vil være nødvendig i tilfælde, hvor der er indgået langsigtede lejekontrakter med vilkår, der gør at lejen ikke ændre sig i takt med markedslejen.

Endvidere skal der tillægges et estimat på lejeindtægt af u-udlejede arealer, såfremt det vurderes at disse vil blive udlejet inden for det kommende år.

Den årlige forventet lejeindtægt med tillæg eller fradrag for regulering til forventet markedsleje tillagt skønnet årlig markedsleje svarer til at ejendommen er fuldt udlejet til den aktuelle markedsleje. Herefter skal der fratrækkes de omkostninger der er i forhold til at drive ejendommen og opretholde den stand ejendommen har på opgørelsestidspunktet. Det betyder, at de gennemsnitlige vedligeholdelsesomkostninger der er ved ejendommen skal fratrækkes. Grunden til at der skal være tale om et gennemsnit, er fordi vedligeholdelsesprojekter kan variere relativt meget i omkostningsniveau fra år til år, alt efter, hvilke vedligeholdelsesprojekter der udføres i et givent år. Derfor vil vedligeholdelses omkostninger for det kommende år, isoleret set, ikke give et retvisende billede af et normalt driftsår og derfor skal der opgøres et gennemsnit.

Såfremt lejer ikke afholder udgifter til forbrug som f.eks. el, vand og varme og ejendomsskatter m.v. skal disse indregnes i driftsafkastet idet udlejer i tilfælde her af, vil have dækket disse udgifter ved at lejeindtægten er tilsvarende højere. Afholder lejer derimod selv disse omkostninger skal de ikke medregnes i driftsafkastet.

Det er kun omkostninger der har direkte tilknytning til den ordinære drift af ejendommen der skal medregnes i driftsafkastet på ejendommen. Derfor skal finansielle omkostninger, som hidrører fra ejendommens gæld ikke medregnes i driftsafkastet.

Fase 2 er fastsættelse af afkastkravet. Afkastkravet skal revurderes på ny, hver gang der foretages en ny værdiansættelsesberegning af ejendommen. Afkastkravet skal afspejle risikoforholdene ved

den enkelte ejendom på værdiansættelsestidspunktet ud fra en række ejendomsrelaterede faktorer og en række makroøkonomiske faktorer.³⁶

I fase 1 og 2 tages der ikke højde for særlige regulering. I modellens fase 3 bliver der derfor korri-
geret for herfor inden den endelige værdiansættelse.

Eksempler på særlige forhold kan være:

- Fradrag for tab af lejeindtægt på ikke udlejede arealer (tomgang)
- Tillæg/fradrag for periode indtil regulering af markedsleje
- Fradrag for udgifter til udskudte vedligeholdelsesprojekter
- Fradrag for udgifter til klargøring af u-udlejede lokaler
- Tillæg for kapitaliseret værdi af renteindtægt af modtagne deposita og faste for-
udbetalinger
- Tillæg for byggeretter

Værdiansættelsen af ejendommen skal give udtryk for ejendommens værdi i det aktuelle marked på opgørelsestidspunktet. Derfor skal foretages fradrag for tab af lejeindtægter ved tomgang, samt for forskellen mellem markedslejen og den reelle lejeindtægt.

Fradrag for tomgang skal opgøres ud fra en vurdering fra opgørelsestidspunkt og frem til tidspunk-
tet for, hvornår lejemålet forventes genudlejet. Vurderingen her af, bør være baseret på tidligere
erfaringer eller ved kendskab til tomgangsperioder i sammenlignelige lejemål.

2.3.2. Dagsværdi efter DCF-modellen

Ved anvendelse af DCF-modellen opgøres værdien af ejendomme dels på baggrund af værdien af
de fremtidige pengestrømme i en budgetperiode og dels på baggrund af terminalværdien i et ter-
minalår. Terminalåret bestemmer værdien af ejendomme efter budgetperioden.

Beregningerne i DCF-modellen kan opdeles i følgende trin:

Trin 1: Bestemmelse af cash flow i budgetperioden

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

Trin 3: Bestemmelse af terminalværdi

Trin 4: Tilbagediskontering af terminalværdi til i dag

³⁶ Værdiansættelse af fast ejendom, Ejendomsforeningen Danmark, 2006, s. 11.

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

Trin 1 opgøres markedsværdien ud fra det forventede fremtidige frie cash flow fra ejendommens drift. I budgetperioden foretages derfor en detaljeret budgettering for driften i hvert enkelt regnskabsår. Det frie cashflow omfatter lejeindtægter og lejereguleringer. Lejereguleringer foretages efter vilkårene i lejekontrakterne og forventningerne til fremtidens markedsleje. Ud over indtægter, skal der også tages højde for udgifterne til f.eks. vicevært, administration, ejendomsskatter, forsikringer, forventede tomgang, vedligeholdelse og investeringer, der skal foretages for at lejen kan hæves.

Budgetperioden skal fastsættes til en længde, hvor det frie cash flow fra ejendommen er stabiliseret. Det vil sige en længden, hvor særlige projekter på ejendommen kan indregnes i det frie cash flow inden budgetperiodens udløb. Typisk anvendes der en 10-årig periode.³⁷

Trin 2 foretages der en tilbagediskontering af cash flowet fra budgetperioden år for år til udgangspunktet. Dette skal gøres for at kunne bestemme ejendommens værdi. Tilbagediskonteringen gøres ved hjælp af en diskonteringsrente, der fastsættes for den enkelte ejendom. Diskonteringsrenten afhænger både af ejendomsrelaterede faktorer og makrorelaterede faktorer. Diskonteringsrenten i DCF-modellen er ikke at sammenligne med afkastkravet i den afkastbaserede model. Dette skyldes, at inflation er inkluderet i diskonteringsrenten i DCF-modellen, men afkastkravet i den afkastbaserede model ikke tager højde for inflationen.

Ved trin 3 skal der bestemmes en terminalværdi. Terminalværdien er en betegnelse for at det frie cash flow antages at være konstant efter budgetperiodens udløb. Den konstante værdi efter udløbet af budgetperioden bliver opgjort i et terminalår. Cash flowet i terminalåret skal således være et udtryk for gennemsnittet over de fremtidige driftsår. Værdien i terminalåret findes ved et afkastkrav uden inflation og svarer til beregningsmetoden i den afkastbaserede model.

I trin 4 skal der foretages en tilbagediskontering af terminalværdien, på samme måde som tilbagediskonteringen af cash flowet i budgetperioden i trin 2.

³⁷ Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen, s. 7

Slutteligt i trin 5 kan der fastsættes en værdi for ejendommen. Værdien af ejendommen svarer dermed til summen af det tilbagediskonterede cash flow fra budgetperioden og den tilbagediskonterede terminalværdi.

2.3.3. Dagsværdi ud fra ekstern vurderingsmand

Nogle virksomheder vælger at anvende en ekstern vurderingsmand såsom valuar eller ejendomsmægler til fastsættelse af dagsværdien på en ejendom. I disse tilfælde har virksomhedens ledelse dog stadig ansvar for, at forholde sig til dagsværdiberegningen og de forudsætninger der ligger til grund for beregningen. Derfor skal virksomhedens ledelse kende de forudsætninger som den eksterne vurderingsmand anvender i beregningen af dagsværdien. Kendskabet er også nødvendigt i forhold til at overholde oplysningskravene i årsregnskabet.

Den eksterne vurderingsmand skal vurdere ejendommens værdi ud fra forholdene på balancedagen og må derfor ikke inddrage fremtidige investeringer i sine forudsætninger for måling af ejendommens værdi.

2.3.4. Opsummering

I første afsnit blev der givet en redegørelse af relevante bestemmelser i ÅRL når virksomheder indregner investeringsejendomme til dagsværdi. De relevante bestemmelser, er vist i tabel 1 nedenfor.

Tabel 1. Oversigt over relevante bestemmelser og fortolkningsbidrag vedrørende investeringsejendomme til dagsværdi.

	ÅRL regnskabklasse B	ÅRL regnskabklasse C	Fortolkningsbidrag
Indregning og måling:	§33 §36 §37 §38	§82	IAS 40 - definition IFRS 13 - måling FSR regnskabsvejledning
Præsentation og oplysninger:	§53 §58a §64	§88 §94	IFRS 13 - oplysninger FSR regnskabsvejledning

Kilde: Egen tilvirkning.

Ud over de relevante bestemmelser i ÅRL, blev der redegjort for, at IAS 40 kan anvendes til at udfylde bestemmelserne i ÅRL §38 vedrørende indregning af investeringsejendomme, mens IFRS 13 kan anvendes som fortolkningsbidrag til at udfylde bestemmelsen i ÅRL vedrørende måling af

dagsværdi. Herudover kan IFRS 13 ligeledes anvendes til at udfylde ÅRL § 58 a omhandlende oplysningskravene når investeringsejendomme indregnes og måles til dagsværdi med input fra niveau 3 i dagsværdihierarkiet.

I forhold til opgavens senere analysere er det her relevant at fremhæve lovbemærkningerne til ÅRL § 58 a, samt oplysningskravene i IFRS 13 og anbefalingerne jf. regnskabsvejledningen. I relation her til, fremhæves det at de centrale forudsætninger, der bør oplyses om, ved dagsværdiansættelse er følgende: Afkastkrav, forventet inflation, tomgang, beliggenhed, størrelse, type og en beskrivelse af principper for opgørelse af afkast- eller diskonteringsgrundlaget. Yderligere kræver IFRS 13, at give oplysninger om følsomheden.

Hverken ÅRL eller de internationale regnskabsstandarder angiver specifikke værdiansættelsesmodeller eller metoder til dagsværdiansættelsen. IFRS 13 nævner blot at det er virksomhedens ansvar at vælge den mest hensigtsmæssige værdiansættelsesmetode og anvende de forudsætninger som markedsdeltagere ville anvende ved prisfastsættelsen.

Regnskabsvejledningen anbefaler specifikt DCF-modellen til beregning af dagsværdien, men anerkender også at normalindtjeningsmodellen kan anvendes i de tilfælde, hvor der ikke er væsentlige usikkerheder forbundet med fastsættelsen af afkastgrundlaget. Til dagsværdiansættelsen anbefaler regnskabsvejledningen at der kan gøres brug af en kompetent ekstern vurderingsmand, men det vil i de tilfælde stadig være ledelsens ansvar at oplyse om de væsentlige forudsætninger den eksterne vurderingsmand har anvendt i sine beregninger. Endvidere anbefaler regnskabsvejledningen, at der gives oplysninger om anvendelse af ekstern vurderingsmand eller ej, og i givet fald, på hvor stor en andel af virksomhedens ejendomsportefølje.

ÅRL stiller ikke krav om at regnskabsklasse B skal vise en anlægsnote og opstiller blot et minimumskrav til ledelsesberetningen. Regnskabsvejledningen anbefaler uagtet, hvilken regnskabsklasse virksomheden tilhører, at viser en anlægsnote med primo, årets bevægelser og reguleringer samt ultimo værdi samt tilføje punkter som f.eks. usikkerhed ved indregning og måling samt følsomhed i ledelsesberetningen.

Afkastkravet kan defineres som compensation investor modtager ved at påtage sig den risiko, der er forbundet ved investering i en given ejendom. Afkastkravet påvirkes af en række makroøkonomiske og ejendomsrelaterede faktorer, der vil blive behandlet mere dybdegående i analysen.

ÅRL henvender sig til en bred kreds af regnskabsbrugere. Ved definition af de primære regnskabsbrugere, blev det fastlagt at de primære regnskabsbrugere af årsregnskaber med investeringsejendomme til dagsværdi er kapitalindskydere og långiver. Kapitalindskydere og långiver kan under et betegnes som investorer. Investorerne anvender årsregnskabet til at træffe økonomiske beslutninger og investorernes informationsbehov er så omfattende, at det dækker øvrige regnskabsbrugeres informationsbehov, hvorfor virksomhederne skal sikre at de primære regnskabsbrugeres informationsbehov er dækket.

3. Analyse

Baggrunden for vedtagelsen af den nye årsregnskabslov i 2015, var som tidligere skrevet, EU-direktivet fra 2013, der sigter mod at lette de administrative byrder for især mindre virksomheder i forbindelse med regnskabsaflæggelsen. Derfor er der sket en række lempelser i den nye årsregnskabslov. Men når det gælder indregning af aktiver til dagsværdi, er der sket en skærpelse til oplysningskravene virksomheden skal give i årsregnskabet.

Formålet med ÅRL er overordnet set at fungere som rammelov for at sikre, at danske virksomheders årsregnskaber er brugbare som grundlag for økonomiske beslutninger for regnskabsbrugeren. Derfor er det relevant at foretage en analyse af, om de relevante bestemmelser og fortolkningsbidrag for virksomheder der indregner investeringsejendomme efter ÅRL § 38 bidrager til at virksomhedernes årsregnskaber kan fungere som et informativt beslutningsgrundlag.

Formålet med analysen er dels at skabe et veldokumenteret grundlag til at vurdere, i hvilket omfang oplysningerne i virksomhedernes årsregnskaber vedrørende investeringsejendomme, set fra et brugerperspektiv, er tilstrækkelig til at træffe økonomiske beslutninger og dels om virksomhederne opfylder relevante bestemmelser og fortolkningsbidrag ved indregning af investeringsejendomme efter ÅRL § 38.

3.1. Datagrundlag

Analysen er foretaget på baggrund af virksomheders årsregnskaber indsamlet ved brug af databasen fra LassoX. Årsregnskaberne er blevet gennemgået for oplysninger om investeringsejendomme. Derefter er oplysningerne omformuleret til kvantitative data, således at det muliggør at nuancere virksomhedernes oplysninger om investeringsejendomme i årsregnskabet.

Populationen af virksomheders årsregnskaber er udvalgt ved først at trække data ud fra følgende kriterier.

- Branchekode: *643030 - investeringsselskaber, 682030 – anden udlejning af bolig, 682040 – udlejning af erhvervsejendomme.*
- Virksomhedsform: *ApS, A/S.*

Ved ovenstående kriterier, giver søgningen et dataudtræk på 24.812 virksomheder. Dataudtrækket består af virksomheder der er regnskabspligtige og i selskabsform i form af ApS eller A/S og som enten har investering i ejendomme eller udlejning af ejendomme som hoved- eller biaktivitet.

I analysen er der valgt at afgrænse til følgende revisionsvirksomheder:

- Revisor: *BDO, Beierholm, Deloitte, Ernst & Young og PwC.*

Afgrænses søgningen med ovenstående revisionsvirksomheder reduceres populationen til 7.106 virksomheder. Disse revisionsvirksomheder går for at være de største på markedet i Danmark og vurderes derfor at kunne give en population der tæller virksomheder i alle dele af spektret inden for den afgrænsede søgning.

Analysen har til hensigt at analysere informationsniveauet ud fra et regnskabsbrugerperspektiv. Som defineret i opgavens teori afsnit specifikt ud fra et investor og långiver perspektiv. Derfor tilføjes endnu en afgrænsning på minimumsværdien af anlægsaktiver for at mindske antallet af virksomheder og for at analysere informationsniveauet på virksomheden der besidder investerings-ejendomme af en relativ betydelig værdi. Kriteriet er som nedenfor angivet:

- Anlægsaktiver: *40.000.000 kr. < ...*

Afgrænset til at virksomheden skal besidde anlægsaktiver for minimum 40 mio. kr. reducerer mængden af virksomheder i dataudtrækket til 1.706. Med sidstnævnte kriterie reduceres populationen blandt andet med virksomheder, der besidder mindre ejendomme og en del af de virksomheder der eventuelt er registreret med forkert branchekode og kun besidder andre anlægsaktiver end investeringsejendomme.

Populationen fordeler sig på revisionsvirksomheder som følgende:

BDO:	219 virksomheder
Beierholm:	280 virksomheder
Deloitte:	446 virksomheder
EY:	329 virksomheder
<u>PwC:</u>	<u>432 virksomheder</u>
I alt:	1.706 virksomheder

Dataudtrækket med de nævnte kriterier og en population på 1.706 virksomheder, vurderes at være hensigtsmæssigt afgrænset, som grundlag for en stikprøveudvælgelse.

3.2. Stikprøveudvælgelse

For at udvælge en stikprøve ud fra populationen som er repræsentativ er der defineret følgende segmenter i dataudtrækkende for henholdsvis kapitalejere og gældsandel af balancesummen:

Gældsandel af balancesum:

$\geq 75\%$ gæld

$25\% < 75\%$

$0 \leq 25\%$ gæld

Kapitalejere:

1-2 ejere = få

3 eller flere ejere = mange

Stikprøven er udvalgt tilfældigt i hvert segment og antallet af udvalgte virksomheder i hvert segment følger i videst muligt omfang segmentfordelingen for hele populationen.

På baggrund af datagrundlaget og de definerede segmenter fordeler analysens stikprøve sig således på de forskellige segmenter:

Gældsandel af balancesum:

$\geq 75\%$ gæld	40 virksomheder
$25\% < 75\%$	49 virksomheder
<u>$< 25\%$ gæld</u>	<u>30 virksomheder</u>
I alt:	119 virksomheder

Kapitalejere:	
1-2 ejere = få	69 virksomheder
<u>3 eller flere ejere = mange</u>	<u>50 virksomheder</u>
I alt:	119 virksomheder

Der er valgt en stikprøve svarende til 7% fra hver revisionsvirksomhed, hvilket betyder at stikprøven ligeledes udgør 7% af den samlede population. Stikprøven er udvalgt således at den i videst muligt omfang følger segmentfordelingen for den samlede population.

Det har ikke været muligt at afgrænse dataudtrækkene fra virksomheder der indregner investeringsejendomme til kostpris og virksomheder der indregner investeringsejendomme efter ÅRL § 41. Det antages at virksomheder der anvender disse bestemmelser i ÅRL udgør en ikke ubetydelig del af populationen.

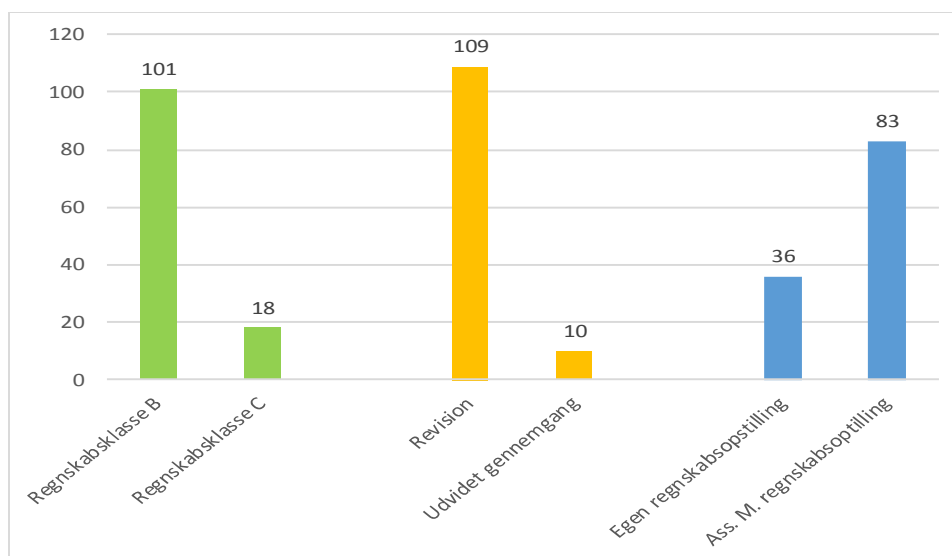
Det har heller ikke været muligt at afgrænse dataudtrækkende fra virksomheder registreret med forkert branchekode og som besidder andre anlægsaktiver end investeringsejendomme til en værdi større end 40 mio. kr.

Figuren nedenfor viser en inddeling af stikprøven. Hver farve giver samlet 119, som er den samlede stikprøvestørrelse. Hver farve viser, stikprøvesammensætningen efter henholdsvis regnskabsklasse, revisor påtegning og assistance eller egen regnskabsopstilling.

Selve stikprøven består jf. opgavens afgrænsningsafsnit kun af virksomheder tilhørende ÅRL regnskabsklasse B og C. Som det fremgår af figuren nedenfor består stikprøven af henholdsvis 103 virksomheder i regnskabsklasse B og 16 virksomheder i regnskabsklasse C. I alt 119 virksomheder. Virksomheder der tilhører regnskabsklasse B og som jf. virksomhedens anvendte regnskabspraksis har foretaget tilvalg af bestemmelser fra regnskabsklasse C, er inkluderet i stikprøven.

Herudover består stikprøven kun af årsregnskaber, hvor der jf. revisor påtegningen enten er udført udvidet gennemgang eller revision. Hovedparten af stikprøven består af virksomheder, hvor der har været udført revision. Således er 109 af stikprøvens årsregnskaber blevet revideret, hvilket betyder at 10 årsregnskaber af stikprøvens samlede population på 119 har fået udført udvidet gennemgang. Regnskabsopstillingen er af 36 virksomheder i stikprøven foretaget af virksomheden selv, mens 83 virksomheder har modtaget assistance med regnskabsopstillingen fra revisor.

Figur 2: Stikprøvesammensætning efter hhv. regnskabsopstilling, revisorpåtegning, regnskabsklasse.



Kilde: egen tilvirkning.

Stikprøven består af virksomhedernes seneste offentliggjorte årsregnskab. For langt de fleste er der tale om årsrapport for 2017, men i tilfælde, hvor virksomheden endnu ikke har offentliggjort årsregnskabet for 2017 er årsregnskabet for 2016 inkluderet som en del af stikprøven. Dette fordi, der analyseres på oplysninger i årsregnskaber aflagt efter vedtagelsen af den nye årsregnskabslov, der trådte i kraft for regnskabsaflæggelsen fra 1. januar 2016.

Med ovenstående in mente, vurderes en stikprøvestørrelse på 7% af populationen at kunne danne et repræsentativt grundlag til at tegne et generelt billede af informationsniveauet i årsregnskaberne og dermed brugbart til en veldokumenteret konklusion på opgavens hovedproblem.

3.3. Generelle oplysninger

3.3.1. Ledelsesberetningen

I følgende afsnit vil der blive analyseret på oplysningerne virksomhederne har givet i ledelsesberetningen for at kunne be- eller afkræfte opgavens hypotese nr. 1.

Formålet med ledelsesberetningen er at virksomheden skal forklare særlige forhold, som dermed øger regnskabsbrugerens forståelse af årsregnskabet.

For regnskabsklasse B er minimumskravet, at ledelsesberetningen skal indeholde en beskrivelse af virksomhedens væsentligste aktiviteter. Beskrivelsen af virksomhedens aktiviteter skal være af

en sådan art og omfang, at regnskabsbrugeren er i stand til at forstå, hvad virksomhedens aktiviteter består af og kunne vurdere risikoen forbundet med virksomhedens aktiviteter.

Regnskabsvejledning anbefaler som nævnt jf. pkt. 6.2.1. dog virksomheder i regnskabsklasse B at følge bestemmelsen for regnskabsklasse C i ÅRL § 99 vedrørende usikkerhed ved indregning og måling.

Herudover anbefaler FSR i regnskabsvejledningen jf. pkt. 15.7.7. at virksomhederne både i regnskabsklasse B og C omtaler følsomhed i ledelsesberetningen. Anbefalingen af følsomhed følger af oplysningskravet i IFRS 13 pkt. 93 i.

Oplysningerne i ledelsesberetningen er væsentlige for regnskabsbrugeren, fordi det giver regnskabsbrugeren et kendskab til, hvad virksomheden beskæftiger sig med og hvorledes virksomhedens indtjening fremkommer. Regnskabsbrugeren bliver derfor bedre i stand til at vurdere virksomhedens risikoprofil.

Af stikprøven er det konstateret at alle virksomheder som minimum indeholder en ledelsesberetning med beskrivelse af virksomhedens væsentligste aktiviteter i henhold til § 76a og der vurderes ikke tilfælde, hvor regnskabsbrugeren, vil være i tvivl om, hvad virksomhedens aktiviteter består af.

56 virksomheder har ud over beskrivelse af virksomhedens væsentligste aktiviteter, som minimum også omtalt usikkerheden forbundet med indregning og måling af investeringsejendomme til dagsværdi.

Af de 56 virksomheder er de 16 virksomheder i regnskabsklasse C. Dvs. 40 virksomheder tilvagt de supplerende krav til ledelsesberetningen for regnskabsklasse C virksomheder og følger dermed anbefalingen i regnskabsvejledningen som nævnt ovenfor.

Omtalen af usikkerheden forbundet med indregning og måling af investeringsejendomme til dagsværdi er relevant for virksomheden at omtale, fordi dagsværdiansættelsen beror på en række skønsmæssige forudsætninger. Omtalen af usikkerheden gør regnskabsbrugeren opmærksom på at ledelsen har en vis kritisk indgangsvinkel til dagsværdiansættelsen og øger dermed pålideligheden til denne.

Eksempler på virksomheder i regnskabsklasse B, hvor ledelsen har tilvalgt at redegøre for forhold nævnt i ÅRL § 99 er f.eks. Ejendomsselskabet CASA A/S, der giver en beskrivelse af ledelsens vurdering af de driftsmæssige risici ved tomgang og øvrige driftsomkostninger forbundet med virksomhedens ejendomme.

Et andet eksempel på brugbar information ud over minimumskravene i ledelsesberetningen er fra Ejendomsselskabet af 1911 A/S, der ligeledes tilhører regnskabsklasse B. Ledelsen redegør her for lejernes bonitet. Ledelsen vurderer, at de kun har stabile lejere i deres ejendomme og vurderer derfor at risikoen forbundet med driften af ejendommene er relativt begrænset.

Ledelsesberetningen kan således ud over at øge regnskabsbrugerens overordnede vurdering af virksomheden også bidrage med information, der øger regnskabsbrugerens mulighed for at vurdere på det fastsatte afkastkrav i forbindelse med dagsværdiansættelsen af virksomhedens investeringsejendomme.

3.3.2. Anvendt regnskabspraksis

Oplysninger om, hvilken værdiansættelsesmodel virksomheden anvender, skal gives i redegørelsen af den anvendte regnskabspraksis på årsregnskabets regnskabsposter. Det følger af ÅRL § 53. Redegørelsen skal give et retvisende billede af den anvendte regnskabspraksis og skal således være korrekt, dækkende og beskrevet med fornøden præcision, så redegørelsen kan forstås af regnskabsbrugeren.

Formålet med bestemmelsen i ÅRL § 53 er at sikre, at regnskabsbrugeren har de fornødne oplysninger til at sammenligne og vurdere forskellige virksomheders regnskabspraksis. Pålideligheden til dagsværdiberegningen og relevansen for den korrekte anvendelse af værdiansættelsesmodel er en væsentlig faktor for investeringsejendommens dagsværdi. Ofte udgør regnskabsposten for investeringsejendommene en ikke ubetydlig andel af virksomhedens balancesum.

Dette ses i stikprøven ved at værdien af investeringsejendomme i 113 tilfælde udgør minimum 50% af den samlede balancesum. Derfor kan valget af den anvendte regnskabspraksis for indregning og måling af investeringsejendomme havde stor indvirkning på regnskabet.

Som beskrevet under redegørelsen af bestemmelserne i ÅRL skal der ligeledes jf. § 53 fremgå en redegørelse af de værdiansættelsesmodeller og – teknikker, der er anvendt til opgørelse af dagsværdien efter § 38.

I stikprøven vurderes der ikke, at være nogle, hvor der kan sås tilstrækkeligt med tvivl om den anvendte værdiansættelsesmodel. Der er nogle enkelte tilfælde, hvor der er stavefejl virksomheder bruger forskellige betegnelser for normalindtjeningsmodellen. Endvidere er der i 9 tilfælde, hvor virksomheden beskriver, at der anvendes DCF-modellen til dagsværdiansættelsen, hvor der i forlængelse her af, ikke oplyses om længden af budgetperioden. Disse virksomheder oplyser heller ikke budgetperioden i tilknytning til noten for investeringsejendommen.

Det kan diskuteres, hvor det er mest hensigtsmæssigt at angive denne oplysning. Erhvervsstyrelsen accepterer, at det er muligt efter ÅRL at beskrive den relevante regnskabspraksis i de relevante noter frem for at have redegørelsen af den anvendte regnskabspraksis i ét afsnit. Erhvervsstyrelsen kræver dog, at årsregnskabet stadig indeholder et afsnit med redegørelse af den generelle anvendte regnskabspraksis.³⁸ Der vurderes derfor ikke at være tale om en fejl, for de virksomheder der angiver budgetperioden i forlængelse af noten, når DCF-modellen anvendes til dagsværdiansættelsen af virksomhedens ejendomme. Oplysningen om budgetperioden i beregningen vurderes dog at være relevant i forhold til at regnskabsbrugeren med denne oplysning får en øget forståelse af virksomhedens dagsværdiberegning.

I opgaven er der afgrænset til virksomheder der tilhører ÅRL regnskabsklasse B og C. Virksomhedens regnskabsklasse skal ligeledes jf. ÅRL § 53 oplyses i den anvendte regnskabspraksis. I stikprøven har alle 119 virksomheder oplyst, hvilken regnskabsklasse virksomheden tilhører. Der er således ingen manglende oplysninger i den henseende. Se figur 2.

I den teoretiske gennemgang af ÅRL og fortolkningsbidragene blev det belyst at virksomhederne kan anvende f.eks. normalindtjeningsmodellen eller DCF-modellen til dagsværdiansættelsen af investeringsejendomme, hvor der ikke er et effektivt marked.

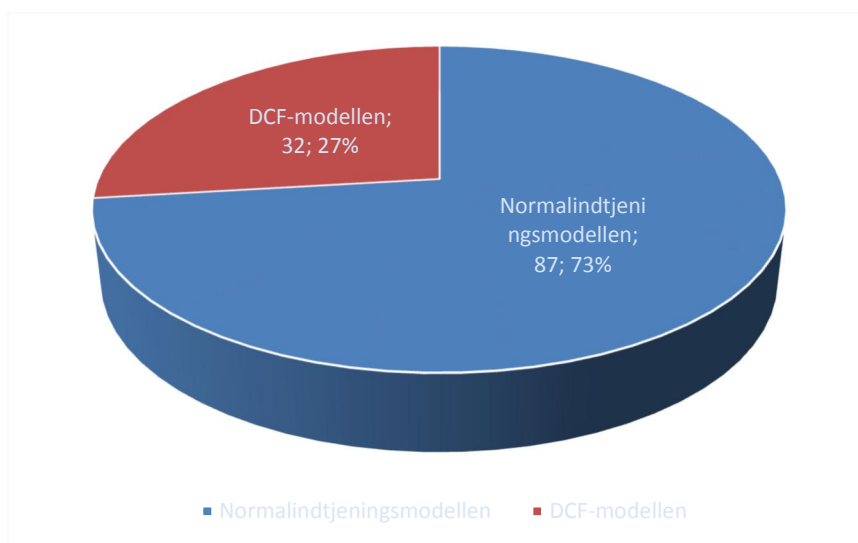
Som nævnt er det virksomheden, der inden for lovens rammer skal vælge, hvilket målegrundlag og indregningsmetode der anvendes. Derfor er det relevant at se nærmere på, hvilke værdiansættelsesmodeller, virksomhederne anvender, samt analysere på, hvilken værdiansættelsesmodel, der er mest relevant og hvad valget af værdiansættelsesmodel betyder for regnskabsbrugers pålidelighed til dagsværdiansættelsen.

³⁸ Karnov, Kommentarer til årsregnskabsloven, s. 611.

Som det fremgår af figur 3 nedenfor er der to værdiansættelsesmodeller virksomhederne primært anvender.

Af de 119 virksomheder i stikprøven viser figuren nedenfor at 32 virksomheder anvender DCF-modellen og 87 virksomheder anvender normalindtjeningsmodellen. Det betyder at alle virksomheder i overensstemmelse med ÅRL § 53, stk. 2 oplyser om den anvendte værdiansættelsesmetode virksomheden har anvendt.

Figur 3: Stikprøve fordeling efter anvendt værdiansættelsesmodel.



Kilde: Egen tilvirkning.

Normalindtjeningsmodellen kan være relevant for virksomheder at bruge, såfremt virksomheder besidder investeringsejendomme af en type, hvor faktorer der påvirker risikoen ved ejendommen vurderes at være stabile fra år til år. Hvis det ikke er tilfældet vil det være mindre relevant for virksomheden at anvende normalindtjeningsmodellen set i relation til at der også skal være en tilstrækkelig grad af pålidelighed til dagsværdiansættelsen.

Stikprøven viser, at langt de fleste virksomheder anvender normalindtjeningsmodellen til dagsværdiansættelsen, selvom der ved normalindtjeningsmodellen er en relativ større sandsynlighed for at der kan begås skønsmæssige fejl, fordi det konstante driftsafkast fastlægges ud fra en meget kort tidsperiode.

Normalindtjeningsmodellen forudsætter at afkastet i investeringsåret er konstant ud i al fremtid og der er således ikke indregnet risikoforhold i driftsafkastet. I normalindtjeningsmodellens fase 3 kan

der dog tages højde for udsving i driftsafkastet ved at tillægge eller fradrage for særlige forhold som f.eks. tomgang og udskudt vedligeholdelse.

Der skal for at opnå en tilstrækkelig grad af pålidelighed til dagsværdiberegningen ved anvendelse af normalindtjeningsmodellen foretages fradrag så de svarer til de reelle fremtidige omkostninger. Ellers vil anvendelsen af normalindtjeningsmodellengive en misvisende dagsværdi for ejendommen.

Hvis der ikke foretages korrekt tillæg og fradrag i normalindtjeningsmodellen vil regnskabsbrugers pålidelighed til dagsværdien blive reduceret.

Ved anvendelse af DCF-modellen er der derimod mulighed for at variere budgettet i budgetperioden. DCF-modellen er derfor relevant at bruge til dagsværdiansættelsen for virksomheder, der besidder investeringsejendomme, der vurderes at ville gennemgå en betydelig udvikling under ejendommens levetid. Udviklingen for en ejendom kan betegnes som forbedringer der foretages til at udnytte ejendommens fulde leje potentiale eller vedligeholdelsesarbejder for at opretholde ejendommens nuværende stand over tid.

DCF-modellen vil være relevant at bruge for virksomheder, hvis de besidder investeringsejendomme, hvor faktorer der påvirker risikoen forbundet med ejendommen ikke kan betegnes som stabile fra år til år. Ved anvendelse af DCF-modellen stilles der dog større krav til de centrale forudsætninger for de fremtidige pengestrømme for at dagsværdiberegningen skal have en tilstrækkelig grad af pålidelighed. Dette fordi, at jo længere periode der skal fastlægges et budget, des større grad af usikkerhed vil der være forbundet med de fremtidige skøn, der skal foretages.

3.3.3. Anlægsnote

Af ÅRL § 88 følger et krav om at virksomheder i regnskabsklasse C skal vise en anlægsnote og der er dermed ikke krav om at virksomheder i regnskabsklasse B skal vise en anlægsnote i årsregnskabet. Regnskabsvejledning anbefaler i pkt. 15.7.5. at virksomheder i regnskabsklasse B viser en anlægsnote.

ÅRL indeholder ikke krav om at anlægsnoten skal indeholde sammenligningstal, mens de internationale regnskabsstandarder stiller krav om sammenligningstal. Forskellen skal ses i lyset af ÅRL implementering af EU-direktivet. EU-direktivet har til formål at reducere de administrative byrder, hvorfor der ikke foreligger krav om sammenligningstal i anlægsnoten.

Af stikprøven fremgår det at alle 18 virksomheder i regnskabsklasse C viser en anlægsnote, mens 98 af 101 virksomheder i regnskabsklasse B viser en anlægsnote. Det betyder at 3 virksomheder i regnskabsklasse B ikke har valgt at følge anbefalingerne i Regnskabsvejledning.

Formålet med anlægsnoten er blandt andet at regnskabsbrugeren får indsigt i om virksomheden har foretaget investeringer i nye ejendomme eller afhændet ejendomme samt dagsværdireguleringen, dels i det pågældende år og de akkumulerede værdier over flere år.

For de virksomheder, som ikke viser en anlægsnote vil regnskabsbrugeren ikke få indsigt i de forhold, på nær dagsværdireguleringen for året og sidste år, hvis disse vises i resultatopgørelsen.

Anlægsnoten er af en relativ stor nytteværdi i forhold til de ressourcer der er for virksomheden ved at vise en anlægsnote i årsregnskabet. Det må formodes at virksomhederne har et intern anlægskartotek, hvor der føres kontrol med de årlige til- og afgang og dagsværdireguleringer mv. Virksomhederne har derfor den nødvendige information til at vise anlægsnoten i regnskabet og dermed øge informationsværdien for regnskabsbrugeren og følge anbefalingen i FSR regnskabsvejledning.

3.4. Specifikke oplysningskrav

Ud over at regnskabsbrugeren skal være i stand til at vurdere selve dagsværdiberegningen skal regnskabsbrugeren også være i stand til at vurdere de centrale forudsætninger der ligger bagved beregningen. Uagtet, hvilken værdiansættelsesmodel virksomheden har vurderet mest relevant og dermed anvendt til dagsværdiansættelsen. Det gælder i særdeleshed de centrale forudsætninger for de ikke observare inputs, dvs. inputs som befinder sig i niveau 3 i IFRS 13' dagsværdihierarki.

3.4.1. Oplysninger om centrale forudsætninger for opgørelse af dagsværdi

I følgende afsnit vil der blive analyseret på, om virksomhederne i tilstrækkeligt omfang, har givet oplysninger om centrale forudsætninger for opgørelse af dagsværdien, der efter lovbemærkningerne og fortolkningsbidrag til ÅRL (IFRS 13 og Regnskabsvejledning) er relevante at oplyse så regnskabsbrugeren har mulighed for at vurdere virksomhedens fastsatte afkastkrav og der dermed skabes pålidelighed til det fastsatte dagsværdiansættelsen.

Faktorerne der påvirker afkastkravet er som nævnt enten ejendomsrelaterede faktorer eller makroøkonomiske faktorer. Ejendomsrelaterede faktorer, er faktorer, der kendetegner en specifik

ejendom, mens de makroøkonomiske faktorer, er faktorer, der påvirkes af den generelle samfundsmæssige udvikling.

Uanset om virksomheden værdiansætter investeringsejendomme ved brug af normalindtjeningsmodellen eller DCF-modellen er en helt central forudsætning for dagsværdiansættelsen, virksomhedens fastsatte afkastkrav.

Nogle af faktorerne er observerbare, mens andre faktorer ikke er observerbare. Derfor beror fastsættelsen af afkastkravet på en række vurderinger af ikke observerbare inputs. Her skal ledelsens vurderinger af de enkelte faktorer afspejle markedets vurdering af de selvsamme faktorer. Det vil sige, samlet set skal fastsættelsen af afkastkravet svare til det afkastkrav investor vil have til ejendommen.

Det anvendte afkastkrav er en helt central forudsætning ved dagsværdiansættelsen af investeringsejendomme og bør derfor altid oplyses i årsregnskabet. Oplysning om afkastkravet og de faktorer der anvendes til fastsættelsen af afkastkravet giver regnskabsbrugeren mulighed for at vurdere om virksomhedens fastsatte afkastkrav efter sin opfattelse afspejler markedets vurdering.

Af tabellen nedenfor fremgår det at 10 virksomheder, svarende til 8,4% af den samlede stikprøve ikke oplyser om afkastkravet i årsregnskabet.

Ses der på, hvilken værdiansættelsesmodel virksomhederne, som ikke oplyser om afkastkravet har anvendt, har 3 af de 10 virksomheder anvendt DCF-modellen og 7 virksomheder har anvendt normalindtjeningsmodellen.

Umiddelbart kan man tro, at der kan være en sammenhæng til at virksomheden ikke har forholdt sig til den eksterne vurderingsmands fastsatte afkastkrav og derfor ikke oplyser om det i regnskabet. 3 af de 10 virksomheder har haft ekstern vurderingsmand til værdiansættelsen af investeringsejendommene, hvorfor det må siges at der ikke her kan drages en direkte sammenhæng.

Hvis virksomhederne ikke oplyser om afkastkravet, er det svært for regnskabsbrugeren i det hele taget at vurdere dagsværdiberegningen og risikoen forbundet med den en specifik ejendomme og den manglende oplysning vil dermed reducere regnskabsbrugeren pålidelighed til dagsværdiansættelsen.

Tabel 2: Oversigt over centrale forudsætninger oplyse om.

	BDO		PwC		Beierholm		Deloitte		EY		I alt
	Nor.	DCF	Nor.	DCF	Nor.	DCF	Nor.	DCF	Nor.	DCF	
Antal virksomheder	15	1	22	7	18	2	21	10	11	12	119
Assistance med regnskabsopstilling	15	1	17	1	17	2	18	7	6	4	88
Afkastkrav	15	1	20	5	13	2	21	10	10	12	109
Antal ejendomme	8	1	10	4	10	2	18	10	4	3	70
Type af ejendom	11	1	11	4	7	2	19	10	5	5	75
Størrelse	4	0	6	2	1	0	18	10	1	2	44
Beliggenhed	14	1	11	4	5	0	19	10	4	4	72
Forventet inflation	0	0	4	1	0	1	2	6	1	4	19
Oplysning om tomgang/udlejningsprocent	8	0	12	3	13	3	16	5	0	5	65
Beskrivelse af principper for opgørelse af afkast- eller diskonteringsgrundlag	13	1	17	5	16	2	21	10	10	8	103
Budgetperiode (kun ved DCF)	-	1	-	4	-	2	-	10	-	9	26
Terminalværdi (kun ved DCF)	-	0	-	0	-	0	-	0	-	2	2

Kilde: Egen tilvirkning, (Nor. = Normalindtjeningsmodellen).

3.4.1.1. Oplysninger om ejendomsrelaterede faktorer

En af de ejendomsrelaterede faktorer, der påvirker afkastkravet er typen af ejendom. Ejendommens type kan være boligejendom eller erhvervsnejendom i form af f.eks. butik, kontor, lager og produktion m.v. Ejendommens type påvirker risikoen forbundet med ejendommen. Risikoen ved ejendommen forøges i tilfælde af at ejendommen kun er egnet til begrænsede formål og modsat, falder risikoen i tilfælde af at anvendelsesmulighederne er mange for ejendommen. Derfor har regnskabsbrugeren interesse i at modtage oplysninger om, hvilken type af ejendom virksomheden besidder.

Af tabellen ovenfor fremgår det at 75 virksomheder, svarende til 63% oplyser om ejendommens type. Det betyder at 44 virksomheder, svarende til 37% ikke oplyser om ejendommens type eller blot beskriver, at der er taget højde for ejendommens type i fastsættelsen af afkastkravet.

Ved at oplyse om ejendommens type giver det også regnskabsbrugeren mulighed for at vurdere, hvor anvendelig ejendommen er til andre formål. Er ejendommen fleksibel i sine anvendelsesmuligheder, vil der være bedre genudlejningsmuligheder og det vil reducere afkastkravet. Hvis ejendommen f.eks. er underlagt særlige begrænsninger i form af restriktioner fra offentlige myndigheder eller indrettet til specielle formål og derfor begrænset i sine anvendelsesmuligheder vil afkastkravet blive forøget, fordi antallet af potentielle lejere vil være færre, eller der vil være store omkostninger forbundet med, at ombygge ejendommen til flere anvendelsesmuligheder.

Ejendommens type påvirker også i nogle tilfælde vurderingen af, hvor god en beliggenhed ejendommen har og i hvor høj grad disse faktorer i kombination skal påvirke risikoen og dermed afkastkravet på ejendommen, enten i den ene eller den anden retning. F.eks. hvis man ser på en butiksejendom. For en butiksejendom, der er indrettet til supermarked vil have en god beliggenhed i et handelsområde eller beboelsesområde, hvor der er stor eller potentiel stor kundetilstrømning. Ligger butikejendommen i et industriområde, blandt lager og produktionsejendomme, så vil ejendommen ikke have en god beliggenhed.

Derfor er en anden ejendomsrelateret faktor, der bør tages højde for i fastsættelsen af afkastkravet, ejendommens beliggenhed.

En ejendom med god beliggenhed i forhold til f.eks. infrastruktur, adgang til arbejdskraft, kunder osv. er mere eftertragtet dels for lejere, men også for investorer.

En god beliggenhed vil alt andet lige medføre at afkastkravet vil ligge på et lavere niveau end en ejendom med dårlig beliggenhed. Beliggenhed har betydning for udlejningsmulighederne og reducerer sandsynligheden for at der opstår længerevarende tomgangsperioder.

En ejendom med god beliggenhed er også mindre følsom over for makroøkonomiske faktorer. F.eks. vil en ejendom med god beliggenhed være mindre følsom overfor konjunktursvingninger. Under lavkonjunktur vil afkastkravet ikke blive påvirket negativt i lige så høj grad som afkastkravet vil blive påvirket ved ejendomme med en dårlig beliggenhed. Yderligere giver ejendomme med god beliggenhed under højkonjunktur muligheder for en større stigning i lejeindtægter.

Derfor er der ved ejendomme med en god beliggenhed en forøget sikkerhed både omkring udlejningsmulighederne og genudlejningsmulighederne, hvorfor investor og långiver er villige til at acceptere et lavere afkastkrav på ejendomme med en god beliggenhed, som følge af den lavere driftsrisiko i forhold til ejendomme med en knapt så attraktiv beliggenhed. Derfor har investor interesse i, at beliggenheden oplyses i regnskabet.

I stikprøven viser det sig at 72 virksomheder, svarende til 61% oplyser om ejendommens beliggenhed, mens 47 virksomheder, svarende til 39%, ikke oplyser om ejendommens beliggenhed eller blot beskriver, at der tages højde for beliggenheden.

I nogle tilfælde er virksomhedens navn et stednavn eller matrikel nummer. Hvor det har været tilfældet, er det blevet vurderet som en manglende oplysning, hvis ejendommens beliggenhed ikke specifikt står angivet i årsregnskabet. Det vurderes som manglende oplysninger, fordi, specielt i tilfælde, hvor der heller ikke oplyses om antallet af ejendomme virksomheden besidder, kan regnskabsbruger ikke være sikker på, hvilken beliggenhed og hvor mange ejendomme afkastkravet skal vurderes ud fra.

Ud over typen og beliggenheden af ejendommen er der også ejendomsrelaterede faktorer såsom lejernes bonitet og markedets udbud og efterspørgsel som kan påvirke afkastkravet og dermed er vigtige faktorer at tage højde for i fastsættelsen af afkastkravet.

Lejernes bonitet er et udtryk for lejernes evne til at kunne betale sine forpligtelser overfor udlejer. Lejere med en svag betalingsevne giver en forøget driftsrisiko og vil derfor medføre et højere afkastkrav. Det er vanskelig for virksomhederne kvantitativt at oplyse om lejernes bonitet. Virksomheden har mulighed for at redegøre for den vurdering af lejernes bonitet i ledelseberetningen, men herudover ligger der for regnskabsbrugeren en implicit vurdering af lejernes bonitet ud fra øvrige oplysninger der bliver givet i årsregnskabet og som kan give nogle indikationer at lejernes bonitet for den specifikke virksomhed.

F.eks. er lejernes bonitet dels afhængig af ejendommens beliggenhed, fordi ejendomme med en god beliggenhed vil være attraktive og det vil afspejle sig i prisen for at leje ejendommen. Des højere pris for at leje ejendommen, des større krav stilles der til lejernes købekraft. Det vil alt andet lige betyde, at risikoen for at lejer ikke er i stand til at opfylde sine forpligtelser overfor udlejer er mindre og derfor vil regnskabsbrugeren få nogle indikationer på lejernes bonitet ved at kende ejendommens beliggenhed. Et stort tilgodehavende i virksomhedens balance kan også indikere nogle lejere med dårlig købekraft.

Situationen på ejendomsmarkedets udbud og efterspørgsel skal der som nævnt også tages højde for i fastsættelsen af afkastkravet. I perioder med et relativt højt udbud af ejendomme vil afkastkravet være højere som følge af den enkelte ejendom vil være vanskeligere at sælge eller udleje.

Endvidere er der en korrelation mellem ejendomsmarkedets udbud og efterspørgsel og ejendommens type. Hvis udbuddet af en specifik ejendoms type er relativt lavt og efterspørgslen af netop denne type ejendom er relativt stort, så skal der korrigeres for det i afkastkravet ved at reducere afkastkravet. Hvorfor oplysninger om ejendommens type implicit kan forbedre regnskabsbrugers

muligheder for at vurdere markedssituationen for den specifikke ejendom og dermed vurdere påvirkningen på afkastkravet.

3.4.1.2. Oplysninger om makroøkonomiske faktorer

Af de makroøkonomiske faktorer der påvirker afkastkravet og som virksomhederne bør oplyse om er forventninger til den fremtidige inflation. Inflationen kan både påvirker fastsættelsen af afkastkravet og det fremtidige cash flow. Inflationen nævnes både i Regnskabsvejledning for virksomheder i regnskabsklasse B og C pkt. 15.7.2 og i lovbemærkningerne til § 58 a, som en af de centrale forudsætninger virksomheden bør oplyse om i noten vedrørende investeringsejendomme.

I tabel 2 i stikprøven viser det sig at 100 virksomheder, svarende til 84%, ikke oplyser om, hvad virksomheden har af forventninger til inflationen. Det betyder at 19 virksomheder, svarende til 16%, oplyser om virksomhedens forventninger til den fremtidige inflation og specifikt, angiver, hvilken procentmæssig inflationsrate virksomheden forventer.

Ved at oplyse om den forventet inflation har regnskabsbrugeren mulighed for at få indblik i, hvordan ledelsen vurderer den fremtidige makroøkonomiske udvikling og sammenligne denne forventning med sin egen.

Inflationen påvirker afkastkravet ved at der under højkonjunktur vil være et større krav til afkastet på en investors investering, mens det modsatte gør sig gældende under lavkonjunktur. Inflation kan dog anses for at være tosidet, forstået på den måde, at investor under højkonjunktur i nogle tilfælde også kan være villig til at acceptere et lavere afkastkrav, fordi investor har en forventning om, at den fremtidig inflation ikke endnu er afspejlet i afkastkravet på investeringstidpunktet. I disse situationer vurderer investor at der fremadrettet vil være stigende huslejeindtægter og en højere udlejningsprocent for ejendommen. Investor vurderer altså her, at de stigende huslejeindtægter fremadrettet vil "indhente" det fastsatte afkastkrav på investeringstidpunktet.

Udviklingen i BNP og beskæftigelse har en væsentlig betydning for de risici, der er forbundet for investor og långiver, ved henholdsvis at investere i ejendomme og stille kapital til rådighed. Det skyldes at der under lavkonjunktur er en større risiko for, at lejer ikke kan leve op til sine økonomiske forpligtelser, mens der under højkonjunktur vil være en lavere genudlejningsrisiko og en forventning om en højere leje på grund af stigenede efterspørgsel.

For virksomheder er det vanskeligt kvantitativt at give oplysninger specifikt omkring særlige faktorer, der er mere samfundsmæssigt bestemte. Jf. ÅRL § 99, bør virksomheder oplyse om særlige

forhold i ledelsesberetningen og det kan derfor være relevant for virksomhedens ledelse at beskrive i ledelsesberetningen, hvordan de vurderer den samfundsmæssige situation, dels på opgørelsestidspunktet og dels den fremtidige udvikling. Som minimum bør ledelsen dog beskrive usikkerheden forbundet med fastsættelsen af afkastkravet, fordi afkastkravet i høj grad bliver fastsat ud fra ikke observebare skøn.

3.4.2. Relevante oplysninger jf. IFRS 13

I det følgende vil der blive analyseret på yderligere oplysninger som kan vurderes relevante ud fra IFRS 13 og som vurderes at være relevante fordi de øger informationsværdien for regnskabsbrugere. Enten ved at oplysningerne bidrager til en større indsigt i risikoen forbundet med ejendommen og dermed pålideligheden til virksomhedens dagsværdiansættelse, eller øger informationsværdien i forhold til at prognosformål og sammenlignelighed til markedet generelt eller andre specifikke ejendomme.

Som det fremgår af tabel 2 side 52 oplyser 44 virksomheder i stikprøven, svarende til 37% om ejendommens størrelse, mens de resterende virksomheder, svarende til 63% ikke oplyser om ejendommens størrelse, eller blot beskriver at virksomheden tager højde for ejendommens størrelse i værdiansættelsen.

Det er relevant at virksomheden giver oplysninger om den enkelte ejendoms størrelse. Ved at informere om ejendommens størrelse giver det regnskabsbrugeren mulighed for at drage sammenligninger til andre ejendomme der på flere parametre ligner den givne ejendom, men afviger i størrelse. Ved at kende størrelsen på ejendommen giver det også regnskabsbrugeren mulighed for at drage sammenligninger til andre potentielle investeringsmuligheder ved at beregne det m²-mæssige afkast og dermed sammenligne med andre ejendomme eller det generelle niveau for markedet.

Antallet af ejendomme er også en relevant oplysning at give regnskabsbrugeren for at øge informationsværdien. I stikprøven oplyser 70 virksomheder, svarende til 58% om antallet af ejendomme virksomheden besidder. Det betyder at 49 virksomheder, svarende til 42%, ikke giver oplysninger om antallet af ejendomme virksomheden besidder.

Manglende oplysninger om antallet af ejendomme, betyder at investor og långiver vil have svært ved at forholde sig til, om der er tale om én ejendom eller flere ejendomme. Det besværliggør vurderingen af den enkelte ejendoms cash flow, hvis regnskabsbrugeren ikke ved om der er tale om

én eller flere ejendomme. Endvidere besværliggør det også mulighederne for at sammenligne med andre ejendomme og markedet generelt.

Virksomhederne har dog med hjemmel i ÅRL § 58 a, stk. 2, mulighed for at oplyse om forudsætningerne samlet for en kategori, dvs. type af ejendom såfremt forudsætningerne for dagsværdiberegningen ikke afviger væsentligt fra hinanden. Set i dette lys er oplysninger om størrelsen af ejendommen og antallet af ejendomme relevant, for at regnskabsbrugeren har muligheder for at opdele den samlede post af en kategori af ejendomme og drage sammenligninger til markedet generelt.

I tilfælde, hvor der er væsentlig usikkerhed forbundet med dagsværdiberegningen, vil følsomhedsoplysninger være påkrævet grundet det generelle krav om, at virksomheder skal supplere regnskabet med de nødvendige oplysninger i forbindelse hermed jf. ÅRL § 11, stk. 2.

Af de 61 virksomheder oplyser 56 virksomheder om usikkerheden forbundet med indregning og måling i ledelsesberetningen, mens yderligere 5 omtaler usikkerheden i en særskilt note.

Kravet om følsomhed følger ligeledes IFRS 13. En følsomhedsanalyse viser, hvor meget f.eks. værdien på en ejendom ændre sig, hvis afkastkravet ændres. Det betyder at følsomhedsanalysen viser, hvor følsom dagsværdiberegningen er for usikkerheder og ændringer på markedet.

Følsomhedsoplysninger er derfor relevant i for regnskabsbrugeren. Følsomhedsanalysen kan dels give et indblik i virksomhedens risikoprofil, samt hvor følsom den enkelte ejendoms dagsværdi er over for ændringer i forudsætningerne for beregningen.

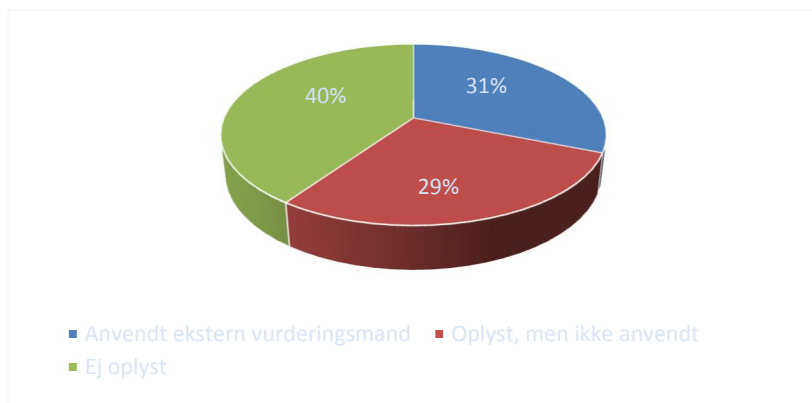
3.5. Anvendelse af ekstern vurderingsmand

Ledelsen i virksomheden har selv ansvaret for at dagsværdien af virksomhedens investeringsejendomme giver et retvisende billede af markedsværdien på statusdagen. Dermed følger også et ansvar for, at ledelsen skal vurdere om virksomheden internt har de fornødne kompetencer til at beregne dagsværdien af virksomhedens ejendomme. Vurderer ledelsen at dette ikke er tilfældet, har virksomheden mulighed for at indhente en vurdering foretaget af en ekstern vurderingsmand. Ledelsen kan også bruge en ekstern vurderingsmand til at understøtte virksomhedens egen dagsværdiberegning.

Anvendelse af ekstern vurderingsmand i forbindelse med målingen fritager jf. lovbemærkningerne ikke ledelsens ansvar for at vurdere dagsværdien og de forudsætninger der er brugt til beregningen.³⁹

I ÅRL fremgår der ikke specifikt krav om, at der skal anvendes ekstern vurderingsmand i dagsværdiansættelsen og heller ikke krav om at give oplysninger om dette. Det følger af IAS 40 pkt. 75, at virksomheden skal give oplysninger om, hvis der er anvendt ekstern vurderingsmand til dagsværdiansættelsen. I forlængelse her af anbefaler FSR regnskabsvejledning i pkt. 15.7.3, at der gives oplysning om, hvilke dagsværdier af investeringsejendomme der er målt ved medvirken af ekstern vurderingsmand og dermed også implicit give oplysning om, hvis der ikke er anvendt ekstern vurderingsmand.

Figur 4: Stikprøvens oplysninger om ekstern vurderingsmand.



Kilde: Egen tilvirkning.

Som det fremgår i figuren 4 ovenfor viser det sig at 31%, svarende til 37 virksomheder i stikprøven, oplyser at der er modtaget bistand fra ekstern vurderingsmand i forbindelse med værdiansættelsen.

Her af angiver 4 virksomheder, der besidder mere end en investeringsejendom, hvor stor en andel, angivet enten i procent eller i bogført værdi, der har været anvendt ekstern vurderingsmand til værdiansættelse. Figuren viser også, at 40% af virksomhederne ikke positivt har oplyst om der er anvendt ekstern vurderingsmand eller ej, mens 29% oplyser at de ikke har anvendt ekstern vurderingsmand til værdiansættelsen.

³⁹ Lovforslag L 117, lovbemærkninger til pkt. 53-56 s. 62.

Det betyder, at 60% af virksomhederne følger anbefalingerne i FSR regnskabsvejledningen pkt. 15.7.3. dog kun 6 af virksomhederne, der følger anbefalingen om at angive, hvor stor en andel af investeringsejendommene der har været anvendt ekstern vurderingsmand. Af de 37 virksomheder, som har modtaget bistand fra ekstern vurderingsmand oplyser 10 virksomheder at de besidder én investeringsejendom og det kan derfor siges, at det for dem ikke bidrager med yderligere nytteværdi at oplyse om, hvor stor en andel af dagsværdierne der er modtaget bistand til at beregne.

Vigtigheden af at virksomhedens ledelse forholder sig kritisk til den eksterne vurderingsmands værdiansættelse er blevet understreget i et notat udarbejdet af Erhvervsstyrelsen i 2009. Forholdet Erhvervsstyrelsen nævner vurderes stadig at være relevant at have for øje ved virksomhedens anvendelse af ekstern vurderingsmand for at dagsværdien kan være retvisende.

Notatet nævner, at der i forbindelse med en række undersøgelser er blevet konstateret situationer, hvor der ved brug af ekstern vurderingsmand er blevet inddraget fremtidige investeringer i forudsætningerne, der ligger til grund for målingen af investeringsejendommens værdi. Til dette forhold nævnes der endvidere i notatet, at der på baggrund af fortolkningsbidragene til ÅRL, ikke kan foretages en vurdering af fremtidige investeringer til brug for måling af ejendomme i årsregnskabet.⁴⁰ I notatet henviser Erhvervsstyrelsen til den tidligere fortolkning i IAS 40 idet, IFRS 13, på tidspunktet for udarbejdelse af notatet ikke var trådt i kraft.

En dagsværdiansættelse på baggrund af en vurderingsmand kan bidrage til, at skabe en øget tillid til dagsværdiansættelsen af investeringsejendommen for regnskabsbrugeren. Men for at en ekstern vurdering, skal kunne bidrage til en øget troværdighed, er det en forudsætning at vurderingsmanden er en for virksomheden uafhængig tredjemand så der ikke kan sås tvivl om værdiansættelsens objektivitet. For det andet skal selve vurderingen være foretaget relativt tæt på virksomhedens statusdag og selve regnskabsaflæggelsen. Ejendomsmarkedet kan undergå væsentlige udsving på en forholdsvis kort tidsperiode og derfor kan der, hvis vurderingen er foretaget for lang tid fra statusdagen, sås tvivl om dagsværdien rigtighed.

3.6. Årsrapportens oplysninger sammenholdt med gældandelens størrelse

Det er relevant at foretage en analyse af, om der er en sammenhæng mellem virksomhedens gældsandel og mængden af oplysninger virksomheden giver idet det kan antages, at jo større gældsandel virksomheden har, jo større behov er der for at få tilført kapital. Enten fra långiver eller kapitalindskyder.

⁴⁰ Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme, Erhvervsstyrelsen, d. 3. april 2009, s. 2.

Virksomhedernes gældsandel er beregnet ud fra den samlede kort- og langfristede gæld. Det må antages at des større gældsandel en virksomhed har, des større afhængig af finansieringskilderne er virksomheden.

3.6.1. Oplysninger ved en gældsandel under 25%

Af stikprøven er der som tidligere nævnt 30 virksomheder med en gældsandel på under 25%. Af disse 30 virksomheder har 18 virksomheder selv forestået regnskabsopstillingen.⁴¹

Årsrapporten for Hobrovej 42, Ålborg, PenSam ApS indeholder meget få oplysninger. Virksomheden har selv forestået regnskabsopstillingen med revision af PwC. Virksomheden tilhører regnskabsklasse B og beskriver i anvendt regnskabspraksis, at dagsværdien beregnes på baggrund af DCF-modellen. Virksomheden opfylder dermed kravene i ÅRL til beskrivelse af værdiansættelsesmetode- og teknikker. Endvidere beskrives det i anvendt regnskabspraksis at dagsværdireguleringen foretages over resultatopgørelsen, hvilket er efter ÅRL § 38.

Virksomheden oplyser ikke om centrale forudsætninger i forbindelse med dagsværdiberegningen ud over i ledelsesberetningen, hvor der oplyses om afkastkrav og ejendommens beliggenhed. I forhold til fortolkningsbidrag i form af IAS 40, IFRS 13 og FSR´ regnskabsvejledning er årsregnskabet fra Hobrovej 42, Ålborg, PenSam ApS begrænset i sit informationsniveau. F.eks. viser virksomheden ikke en anlægsnote over investeringsejendommen som FSR´ regnskabsvejledning anbefaler. Det er ikke et krav i ÅRL for virksomheder i regnskabsklasse B, men det må umiddelbart vurderes, at det ikke vil være en stor administrativ byrde for virksomheden at indsætte en anlægsnote i forhold til den nytteværdi det vil give ved at vise den.

Overordnet følger virksomhedens ÅRL bestemmelser, men det må sige, at der i forhold til at overholde § 58 a, mangler oplysninger om de centrale forudsætninger, specielt set i relation til, at virksomheden anvender DCF-modellen til værdiansættelsen. Det må formodes at der således er tale om en investeringsejendom, der af virksomheden ikke vurderes at have en stabil drift fra år til år og derfor har lagt en række forudsætninger til grund for dagsværdiansættelsen, som regnskabsbrugeren ikke får kendskab til. Det kan således siges, at virksomheden, hverken følger fortolkningsbidragen eller anbefalingerne til ÅRL vedrørende investeringsejendomme målt til dagsværdi efter § 38.

⁴¹ Se bilag 7.1.

Set i lyset af ovenstående må det siges, at det er vanskeligt for regnskabsbruger på baggrund af årsregnskabet fra Hobrovej 42, Ålborg, PenSam ApS alene at træffe økonomiske beslutninger. Generelt set på de resterende 29 virksomheder, der har en gældsandel under 25%, kan der ikke ses nogle afvigelser i forhold til de tidligere fremkomne tendenser i analysen, hvad angår omfanget af oplysninger i forhold til kravene i ÅRL og fortolkningsbidragene.

Ud fra stikprøven kan der ikke bekræftes en entydig sammenhæng til at virksomheder med en relativ lille gældsandel reducerer omfanget af oplysninger, fordi disse virksomheder ikke i lige så høj grad er afhængige af investorer og derfor ikke anser det som nødvendigt at tilpasse den finansielle rapportering til investorenes informationsbehov.

Realdania By & Byg A/S kan bruges som et andet eksempel på en virksomhed med en gældsandel på under 25%, der ligesom Hobrovej 42, Ålborg, PenSam ApS, selv har forestået regnskabsopstillingen dog med revision udført af EY.

Årsregnskabet fra Realdania By & Byg A/S er så omfattende, at den også indeholder oplysninger, der ikke er relevante at inkludere. Indeldningsvis angives der f.eks. nøgletal for en 5 årig periode, efterfulgt af en 12 sider lang ledelsesberetning, der indeholder særdeles omfattende oplysninger om ejendomsporteføljen. Beskrivelse af ejendomsporteføljen inkluderer relevante oplysninger om ejendommens drift, renoveringsprojekter, opsigelsesvilkår, cash-flowet i ejendommene, beskrivelse af risikofaktorer og følsomhedsanalyse.

I anvendt regnskabspraksis oplyser virksomheden at den tilhører regnskabsklasse B. Endvidere redegøres der for at dagsværdiregulering foretages over resultatopgørelsen og i balancepostes beskrives der den anvendte værdiansættelsesmodel, samt det gennemsnitlige afkastkrav for hver ejendomskategori og beskrivelse af hvilke principper afkastkravet er fastsat ud fra.

Beskrivelserne af ejendomsportefølgen foretages på kategorier og ned til ejendommene enkeltvis. Oplysningerne giver regnskabsbrugeren særdeles gode muligheder for at vurdere virksomhedens dagsværdiansættelse og virksomheden må siges at følge bestemmelserne i ÅRL og store dele af fortolkningsbidragene.

Nogle af oplysningerne, er dog mere relevante end andre. F.eks. oplyses der om ejendommens arkitekter og formidling af virksomhedens aktiviteter via sociale medier. Sammeholdt med, at alle

oplysningerne gives en den lange ledelsesberetning er der risiko for at nogle relevante oplysninger for regnskabsbrugeren "drukner" i mængden af informationer.

Generelt se for de 30 virksomheder med en gældsandel på under 25 % følger informationsniveauet den øvrige del af stikprøven. Der kan derfor ikke knyttes en direkte sammenhæng til virksomheder med en gældsandel under 25%. At hypotesen om et reduceret informationsniveau i virksomhedernes årsregnskab med en gældsandel under 25% kan afkræftes må anses for at være godt. Det generelle billede tyder nemlig på, at virksomhederne først og fremmest tilstræber at opfylde ÅRL og følge anbefalingerne ved regnskabsaflæggelsen generel og ikke kun i situationer, hvor virksomheden føler det nødvendigt at give den påkrævede og anbefalede information, når virksomheden f.eks. har behov for at få tilført kapital.

3.6.2. Oplysninger ved en gældsandel over 75%

Af stikprøven er der som tidligere nævnt 40 virksomheder med en gældsandel på over 75%. Af disse 40 virksomheder har 8 virksomheder selv forestået regnskabsopstillingen.⁴²

For årsregnskaberne fra de 40 virksomheder med en gældsandel over 75% kan der drages en sammenhæng til at for de virksomheder, der anvender normalindtjeningsmodellen, svarende til 32 af de 40 virksomheder, så gives der flere oplysninger om centrale forudsætninger end virksomheder med en gældsandel på under 75%. Dog er sammenhængen ikke overvældende og kan derfor ikke betegnes som entydig. Sammenhængen tolkes ud fra, at 11 af de 33 virksomheder, der anvender normalindtjeningsmodellen, giver flere oplysninger om centrale forudsætninger end det generelle billede i stikprøven.

Årsrapporten for JSAÆ ApS som eksempel på en virksomheder, der giver flere oplysninger end generelt for virksomheder i stikprøven, der anvender normalindtjeningsmodellen.

JSAÆ ApS har fået assistance med regnskabsopstillingen og udført udvidet gennemgang af Deloitte. Virksomheden tilhører regnskabsklasse B og beskriver i anvendt regnskabspraksis, at dagsværdien beregnes på baggrund af normalindtjeningsmodellen. Virksomheden opfylder de generelle krav i ÅRL og må siges at overholde oplysningskravet i ÅRL § 58 a.

I ledelsesberetningen oplyses der om usikkerhed vedrørende indregning og måling af investeringsejendomme. Herudover oplyses der i ledelsesberetningen om at virksomheden har modtaget

⁴² Se bilag 7.1.

understøttelseserklæring fra moderselskabet for det kommende år, hvorfor regnskabet aflægges efter going concern.

I noterne, vises en anlægsnote for investeringsejendomme, efter fortolkningsbidragene og FSR's regnskabsvejledningens anbefalinger. I forlængelse af anlægsnoten beskriver selskabet at den har en retailejendom på 2.141 m² beliggende i København. Yderligere oplyses der foruden afkastkravet om ejendommens udlejningsprocent (100%), det årlige normaliserede drifstafkast (4.854 t.kr.), forventet reoveringsomkostninger (200 t.kr.) samt kontraktlængde med en uopsigelighedsperiode på 12 år. Disse oplysninger vurderes at være fyldesgørende i forhold til formålet med oplysningkravene i IFRS 13 pkt. 91.

Regnskabsbrugeren får på baggrund af oplysningerne indtryk af en pålidelig dagsværdiansættelse og regnskabsbrugeren få indblik i det fremadrettede cash flow og risikoen forbundet med ejendommen isoleret set må siges at være relativ lille i form af at ejendommen er 100% udlejet de kommende 12 år. Pålideligheden af dagsværdiansættelsen kunne dog være forøget ved, at virksomheden havde underbygget sin dagsværdiberegning med en ekstern uafhængig vurderingsmand. Virksomheden oplyser at det ikke har været anvendt en sådan en.

Endvidere følger virksomheden IFRS 13 krav om følsomhedsoplysninger. Følsomhedsoplysningerne gives med afkastkravet som benchmark og den der af afledte påvirkning på dagsværdiansættelsen ved ændringer i afkastkravet.

Regnskabsbrugeren få et relativt godt indblik i virksomhedens økonomiske situation både på statusdagen og cash flowet fremadrettet. Virksomhedens økonomiske situationen taget i betragtning, giver regnskabet et relativt velinformeret grundlag for regnskabsbrugeren. Regnskabet må dermed kunne siges at bruges i en eventuel fremadrettet proces, hvor der skal skaffes ekstern finansiering fra tredjemand.

Hvis virksomheder, der er under likviditetsmæssigt pres, ikke giver tilstrækkeligt med oplysninger, vil nytteværdien for regnskabsbrugeren anvendelse af årsregnskabet være mindre og troværdigheden tilsvarende mindre.

3.7. Opsummering

55% af virksomhederne i regnskabsklasse B omtaler usikkerhed forbundet med indregning og måling ved måling af investeringsejendomme til dagsværdi. Informationsværdien for regnskabsbrugere

ren er høj, fordi det tilvag af omtalen vedrørende usikkerheder for indregning og måling tyder på at virksomheden har en kritisk tilgang til dagsværdiansættelsen, hvilket øger regnskabsbrugerens pålidelighed til dagsværdiansættelsen. 55% i denne henseende vurderes som en stor del af stikprøven, hvorfor hypotese nr. 1 kan bekræftes.

Ledelsen har ansvaret for at vælge den relevante værdiansættelsesmodel til dagsværdiansættelsen. Regnskabsvejledningen argumenterer for at DCF-modellen giver den mest pålidelige dagsværdiberegning og anbefaler derfor virksomheder at anvende DCF-modellen. DCF-modellen er dog relativt mere ressourcetrækvende for virksomhederne i forhold til at anvende normalindtjeningsmodellen. 73% af virksomhederne anvender normalindtjeningsmodellen og må af den grund vurdere at deres ejendomme kan betegnes som stabile, hvor normalindtjeningsmodellen med de krævede tillæg og fradrag kan være relevant at bruge. Hypotese nr. 2 kan derfor bekræftes.

97% af virksomhederne har valgt at følge anbefalingerne i regnskabsvejledningen og fortolkningsbidragene om at vise en anlægsnote i årsregnskabet. Anlægsnoten er af en relativ stor nytteværdi i forhold til de ressourcer der er for virksomheden ved at vise anlægsnoten i årsregnskabet. Anlægsnoten giver regnskabsbrugeren indsigt i de investeringer, salg og værdireguleringer virksomheden har foretaget. Hypotese nr. 3 kan derfor bekræftes.

31% af stikprøven vælger at anvende ekstern vurderingsmand, hvilket alt andet lige må være en kilde til øget pålidelighed af dagsværdiansættelsen. Det er som sagt ledelsen der har ansvaret for dagsværdiansættelsen og dermed også ansvaret for at vurdere om virksomheden besidder de rette kompetencer til at opgøre en pålidelig dagsværdi. Selvom der er tale om et frivilligt tilvalg fra virksomhedens side, vurderes 31% ikke tilstrækkeligt til at kunne bekræfte hypotesen. Nyttneværdien kan selvfølgelig diskuteres, hvis virksomheden har de fornødne kompetencer internt, men graden af pålideligheden til dagsværdiansættelsen ved at have en ekstern uafhængig tredjemand til at underbygge dagsværdiansættelsen vurderes at have en relativ høj grad af informationsværdi for regnskabsbrugeren til at hypotese nr. 5 forkastes.

For virksomheder der har en gældsandel under 25% af den samlede balancesum kan der ikke drages en entydig sammenhæng til, at virksomheden har et reduceret omfang af oplysninger der bliver givet i årsregnskabet, som følge af et mindre behov for ekstern finansiering. For virksomheder med en gældsandel over 75% af den samlede balancesum, kan der heller ikke bekræftes en entydig sammenhæng til at virksomheder med en relativ stor gældsandel giver yderligere oplysninger, fordi de har behov for at få tilført kapital. Hypotese 6, kan derfor afkræftes.

4. Konklusion

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

Formålet med afhandlingen er at besvare opgavens problemformulering, som gik på at undersøge om ændringerne til bestemmelsen i ÅRL § 38 har medført en øget informationsværdi for de primære regnskabsbrugere.

Bestemmelsen i ÅRL § 38 tillader virksomhederne at måle investeringsejendomme til dagsværdi og bestemmelsen følger dermed den formueorienterede regnskabsteori, hvor der argumenteres for, at den formueorienterede tilgang til regnskabsaflæggelsen giver et mere retvisende billede af de løbende værdiændringer en investeringsejendom gennemløber og dermed også et mere retvisende billede af virksomhedens udvikling.

Der er med vedtagelsen af den nye årsregnskabslov sket en tilpasning til de internationale regnskabsstandarder. IAS 40, der specifikt omhandler investeringsejendomme anvendes som fortolkning af, hvad der defineres som en investeringsejendom. IAS 40 definerer investeringsejendomme som ejendomme, der besiddes for at afkast i form af lejeindtægter og/eller kapitalgevinst ved salg.

Årsregnskabslovens tilpasning til de internationale regnskabsstandarder ses også ved at IFRS 13, der omhandler dagsværdimåling kan anvendes til udfylde rammerne for, hvordan dagsværdi skal defineres og måles. IFRS 13 definerer dagsværdi som den pris som vil blive modtaget ved salg af et aktiv eller betalt for overdragelse af en forpligtelse i en regulær handel mellem markedsdeltagere på balancedagen. Ud over af IFRS 13 kan anvendes til fortolkning af dagsværdimålingen kan IFRS 13 også anvendes som fortolkning til udfyldelse af oplysningskravene i ÅRL § 58 a, hvor der stilles krav om at oplyse om centrale forudsætninger for dagsværdiberegningen. Af centrale forudsætninger kan nævnes afkastkrav, forventet inflation, tomgang, beliggenhed mv.

Regnskabsvejledningen anbefaler at virksomheder anvender DCF-modellen. Det fremgår af analysen at 73% af virksomhederne vælger ikke at følge regnskabsvejledningens anbefalinger og anvender normalindtjeningsmodellen. Regnskabsvejledningen fraråder ikke direkte at anvende normalindtjeningsmodellen, men pointerer, at normalindtjeningsmodellen er mest relevant at bruge, når der er tale om ejendomme med relativ stabile driftsår.

En helt central forudsætning for dagsværdiberegningen kan nævnes afkastkravet som ledelsen har ansvaret for at fastsætte. Afkastkravet bliver påvirket af en række faktorer, hvoraf nogle ikke er observerbare. Faktorerne der påvirker afkastkravet er makroøkonomiske faktorer i form af den risikofrie rente, inflation og BNP og ejendomsrelaterede faktorer i form af ejendommens type, beliggenhed, lejernes bonitet og markedets udbud og efterspørgsel.

Som supplement til bestemmelserne i årsregnskabsloven har FSR udarbejdet en regnskabsvejledning, der kommer med en række anbefalinger til, hvordan informationsværdien kan øges ved måling af investeringsejendomme til dagsværdi. Nogle af anbefalingerne mere går på at virksomheder i regnskabsklasse B foretager tilvalg af supplerende krav til virksomheder i regnskabsklasse C. Blandt andet anbefaler regnskabsvejledningen, at virksomheder i regnskabsklasse B viser en anlægsnote, fordi nytteværdien er relativt stor i forhold til de ressourcer virksomheden skal bruge ved at vise en anlægsnote i årsregnskabet.

Årsregnskabsloven definerer en bred kreds af regnskabsbrugere for at undgå en for snæver opfattelse af, hvem modtageren er af regnskabsaflæggeren. Kreds af årsregnskabslovens definerede regnskabsbrugere består af investorer, ansatte, långivere, leverandører, kunder, offentligemyndigheder og offentligheden i alt almindelighed.

De primære regnskabsbrugere af årsregnskaber med investeringsejendomme er defineret som investorer i form af kapitalindskydere og långiver, fordi virksomheder med investeringsejendomme ofte er afhængige af den finansiering de stiller til rådighed.

De primære regnskabsbrugere anser virksomhedernes årsregnskaber som den vigtigste informationskilde til beslutningsformål. Regnskabsbrugerens beslutningsopgaver består ifølge årsregnskabsloven af ressourceallokering i form af regnskabsbrugerens egne ressourcer, kaldet prognoseopgaven og ledelsens forvaltning af ressourcer kaldet forvaltningsopgaven samt fordeling af virksomhedens ressourcer, kaldet fordelingsopgaven.

Til prognoseopgaven skal årsregnskabet udgøre en egnet støtte til regnskabsbrugerens beslutning om, hvorvidt regnskabsbruger vil investere eller fortsætte med at investere i virksomheden. Til forvaltningsopgaven skal regnskabsbruger ved årsregnskabet modtage den information der er behov for, til at kunne vurdere om ledelsens forvaltning af ressourcer er forsvarlig og slutteligt til fordelingsopgaven skal årsregnskabet danne grundlag for regnskabsbrugerens vurdering af fordelingen af virksomhedens ressourcer.

De primære regnskabsbrugere har et behov for, at den information de modtager som grundlag til beslutningsformål er relevant og pålidelig. Det betyder, at oplysningerne virksomhederne giver i årsregnskabet, skal have en sådan værdi, at det dækker det behov de primære regnskabsbrugere har til informationsniveauet.

Långiver anvender årsregnskaber fra virksomheder der besidder investeringsejendomme til at vurdere om der er en betydelig risiko for, at virksomheden ikke er i stand til at betale den kompensati on långiver kræver i form af renter i bidragssatser ved at stille et lån til rådighed. Derfor har långiver interesse i at modtage tilstrækkelig med relevante og pålidelige oplysninger for dagsværdiansættelsen for investeringsejendomme, så långiver er stand til at vurdere virksomhedens risikoprofil.

Kapitalindskyder stiller risikovillig kapital til rådighed for virksomheden mod til gengæld at opnå ejerandele og muligheden for at modtage udbytte. Kapitalindskyder anvender derfor årregnskaber fra virksomheder der besidder investeringsejendomme til at vurdere virksomhedens evne til at generere afkast og dermed udbetale udbytte.

Opgavens analyse har bevist, at virksomhederne i regnskabsklasse B foretager tilvalg af bestemmelser til virksomheder i regnskabsklasse C. 55% af virksomhederne har fulgt anbefalingen i regnskabsvejledningen og redegør i anvendt regnskabspraksis for usikkerheden ved indregning og måling af investeringsejendomme i ledelsesberetningen. Tilvalget til ledelsesberetningen har en stor informationsværdi for regnskabsbrugeren, fordi det giver regnskabsbrugeren en pålidelighed til at ledelsen har den fornødne skepsis til dagsværdiansættelsen.

73% af virksomhederne anvender normalindtjeningsmodellen. Normalindtjeningsmodellen er risikabel at anvende til dagsværdiansættelsen på ejendomme der ikke har stabile driftsår, fordi der ligger en sandynlighed for at håndtere tillæg og fradrag i modellens fase 3 forkert. DCF-modellen er mere fleksibel og kan håndtere flere risici end normalindtjeningsmodellen, hvorfor den også er mere ressourcekrævende for virksomhederne at anvende, hvilket ses ved, at det kun er fjerde virksomhed der anvender DCF-modellen til dagsværdiansættelsen.

Virksomhederne i regnskabsklasse B følger endvidere regnskabsvejledningens anbefalinger om at følge bestemmelsen for regnskabsklasse C om at vise en anlægsnote. Det ses ved at 97% af virksomhederne i regnskabsklasse b viser anlægsnoten. Anlægsnoten har en stor nytteværdi, fordi den ikke kræver mange ressourcer for virksomheden at vise og den giver regnskabsbrugeren rele-

vant information i form af virksomhedens investeringer og salg, samt værdireguleringer af investeringsejendommene.

Der kan for virksomheder der har en gældsandel under 25% af den samlede balancesum og for virksomheder der har en gældsandel over 75% af den samlede balancesum, hverken bekræftes en entydig sammenhæng til at virksomheder med en relativ lille gældsandel reducerer omfanget af informationer, fordi disse virksomheder ikke i lige så høj grad er afhængige af investorer eller en sammenhæng til at virksomheder med en relativ stor gældsandel giver yderligere oplysninger, fordi de har behov for at få tilført kapital.

Vedtagelsen af den nye årsregnskabslov har fuldt de seneste års tendenser mod en øget international harmonisering og lempelig regnskabspolitik. F.eks. ved indførelse af de lempelige krav til mikrovirksomheder og en markant forhøjelse af regnskabsklassernes størrelsesgrænser, hvilket betyder at langt over 90%⁴³ af de danske virksomheder befinder sig i regnskabsklasse B.

I modsætning til mange af de lempelige krav, var en afledt effekt af ændringerne til årsregnskabslovens § 38, at der med indførelsen af § 58a blev skærpet krav til oplysningerne ved anvendelse af årsregnskabslovens § 38.

Skærpelsen skal foruden erfaringerne fra finanskrisen og den generelle usikkerhed forbundet ved dagsværdiansættelser baseret på inputs fra niveau 3 i IFRS 12, også ses i lyset af at ejendomsselskaber generelt set, kan besidde nogle ikke uvæsentlige summer i investeringsejendomme og forpligtelser, men stadig befinde sig i regnskabsklasse B, fordi langt de fleste ejendomsselskaber kan have store summer i investeringsejendomme, men stadig holde sig under de andre grænser for, hvornår virksomheden bliver kategoriseret som regnskabsklasse C.

Teorien viste at der i forlængelse af årsregnskabslovens § 38 ikke fremgår specifikke krav til oplysninger om de centrale forudsætninger til trods for, at ejendomsselskaber ofte har regnskabsbrugere, der har en relativ stor økonomisk interesse i virksomheden.

Oplysningskravene i årsregnskabslovens § 58 a er en ramme til fortolkning og det ses i analysen af oplysningerne i virksomhedernes årsregnskaber. Specielt netop i relation til § 58 a, har virksomhederne forskellige fortolkninger af, hvad der er mest pålideligt og relevant at oplyse om, foruden afkastkravet, beliggenhed og type, som der er bred enighed om, bør oplyses.

⁴³ FSR høring vedrørende udkast til lovforslag, s. 3.

Det til trods er der trods alt tale om, at der gives flere oplysninger end, hvis virksomheder indregner og måler investeringsejendomme til kostpris eller dagsværdi efter årsregnskabsloven § 41, hvor § 58a ikke finder anvendelse ligesom der også i analysen blev konstateret at en relativ stor andel af virksomhederne vælger at følge anbefalingerne i regnskabsvejledningen for tilvalg af bestemmelser for regnskabsklasse C og følsomhedsanalysen jf. også IFRS 13.

Alt i alt kan det konkluderes at informationesværdien set fra en regnskabsbrugers perspektiv er blevet øget som følge af ændringerne til ÅRL § 38, hvor andre virksomheder end virksomheder med investeringsaktivitet nu også kan indregne og måle investeringsejendomme til dagsværdi.

Den øgede informationsværdi skal ses i lyset af, at dagsværdier generelt set opfattes som mere retvisende end f.eks. kostpriser. Dagsværdier er en markedsbaseret tilgang og et udtryk for, de fremtidige værdier i virksomheden, hvilket er i investorernes interesse. Derimod er der også en forøget risiko for fejlinformation ved måling af dagsværdier, fordi dagsværdier for investeringsejendomme beror på en række skønsmæssige forudsætninger, som det tyder på er relativt bredt fortolket.

5. Perspektivering

Ejendomsmarkedet og samfundsøkonomien generelt har oplevet stor fremgang den seneste tid, men stikprøven viser at ejendomsselskaberne på trods af opsvinget og indførelse af generelt strængere krav til belåning som følge af finanskrisen, stadig har en relativ stor gældsandel.

Dette sammenholdt med opsvinget på boligmarkedet gør det attraktivt for virksomheder der besidder investeringsejendomme at værdiansætte ejendommene så højt som muligt.

Under et opsving med stigende ejendomspriser forbedre det mulighederne for ejendomsselskaber med en stor gældsandel at foretage låneomlægning og det kan specielt være interessant, hvis virksomhedens gæld består af dyre fastforrentede lån, at foretage låneomlægning til variable, og på nuværende tidspunkt, lav-forrentede lån, i bestræbelserne på at reducere omkostningerne og dermed øge indtjeningen under en højkonjunktur.

Ejendomsselskabernes store gældsandel kan og potentielle muligheder kan dog være en fremadrettet risiko fordi gældstunge virksomheder, der ikke har sikret sig mod pludselig negative udsving på vil være ekstra følsom over for en eventuel lavkonjunktur, hvis ikke driftsafkastet fra ejendommen er tilstrækkeligt til at dække forpligtelserne.

Set i det lys kan indførelsen af årsregnskabslovens § 58 a, med skærpede oplysningskrav være med til at forbedre informationsværdien fremadrettet. Analysen viser, at rammen i § 58 a fortolkes smalt på væsentlige områder og bredt på mindre væsentlige områder, enten fordi man stadig befinder sig i en overgangsfase efter vedtagelsen af den nye årsregnskabslov, eller fordi rammen er formuleret for bredt.

Der vurderes stadig at der kan implementeres yderligere oplysningskrav til med en relativ høj nytteværdi. Der kan være så stor usikkerhed forbundet med dagsværdiansættelsen, at en ramme til fortolkning ikke synes fyldestgørende.

F.eks. kan der implementeres et krav om, nøjagtig, hvilke værdiansættelsesmodeller der skal anvendes ved dagsværdiansættelsen af investeringsejendomme. Et andet forslag kan være at indføre krav, der følger anbefalinger vedrørende anlægsnoten og ledelsesberetningen i regnskabsvejledningen. Forslagene vurderes at have en relativ stor nytteværdi og kunne tilpasses af virksomhederne uden at øge den administrative byrde synderligt for virksomhederne.

6. Litteraturliste

6.1. Love, vejledninger, høringssvar mv.

Lovforslag nr. L 117 – Femsat d. 28. januar 2015 - Forslag om ændring af årsregnskabsloven og forskellige andre love, Folketinget 2014-15.

Link: http://www.ft.dk/RI/pdf/samling/20141/lovforslag/L117/20141_L117_som_fremsat.pdf

LBK 2015-12-10 nr. 1580 Årsregnskabsloven

Link: <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=175792>

IASB – IAS 40, Investeringsejendomme

IFRS 13, Dagsværdimåling

FSR – Danske revisorer, Regnskabsvejledning for klasse B- og C-virksomheder, 2016.

Link: <https://www.fsr.dk/Medlemsfordele/Medlemsfordele/Fagbogbestilling/Regnskabsvejledninger>

Europa-parlamentets og rådets direktiv 2013/34/EU af 26. juni 2013.

Link:

https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/media/det_nye_regnskabsdirektiv_201334eu.pdf

FSR Høring vedrørende udkast til forslag til lov om ændring af årsregnskabsloven mv. d. 7 december 2014.

Link: https://www.fsr.dk/~media/Files/FSR/Faglige_informationer/Regnskaber/Love%20og%20bekendtgørelser/Aarsregnskabsloven/FSR%20Hringssvar%20RL%20hringssag%20H30714.ashx

6.2. Bøger og publikationer

Notat om måling (værdiansættelse) af ejendomme, Erhvervs- og selskabsstyrelsen d. 3 april 2009.

Link: https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/maaling_ejendomme.pdf

RR.7.2016.16 "Investeringsejendomme og ny årsregnskabslov", af Torben Johansen, faglig afdeling BDO Statsautoriseret revisionsaktieselskab.

Link: <https://pro.karnovgroup.dk/document/7000750663/1>

Indsigti i årsregnskabsloven, 4. udgave 2017/18, EY.

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

Værdiansættelse af investeringsejendomme – Definition af forretningskrav, Ejendomsforeningen Danmark, marts 2013.

Link:

[https://ejendomsforeningen.dk/media/176669/vaerdians ttelse af investeringsejendomme4.pdf](https://ejendomsforeningen.dk/media/176669/vaerdians_ttelse_af_investeringsejendomme4.pdf)

Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen, Ejendomsforeningen Danmark, oktober 2006.

Link: [https://ejendomsforeningen.dk/media/176642/introduktion til dcf-modellen.pdf](https://ejendomsforeningen.dk/media/176642/introduktion_til_dcf-modellen.pdf)

Investeringsejendomme – Oplysninger i årsrapporten, Deloitte, 5. december 2017.

Link: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/audit/Downloads/aarl-tema-14-investeringsejendomme.pdf>

Investeringsejendomme, regnskabsmæssig behandling, BDO, marts 2017.

Link: <https://www.bdo.dk/da-dk/faglig-info/revision-og-regnskab/investeringsejendomme-regnskabsmaessig-behandling>

Den "nye" årsregnskabslov – guide til implementering i 2015 og 2016, Beierholm Statsautoriseret Revisionspartnerselskab, 2015.

Link:

[https://www.beierholm.dk/fileadmin/user_upload/pdf/Faglig_udviklingsafd/Beierholm_Guide_til_ny AArsregnskabslov_web.pdf](https://www.beierholm.dk/fileadmin/user_upload/pdf/Faglig_udviklingsafd/Beierholm_Guide_til_ny_AArsregnskabslov_web.pdf)

Overblik over væsentlige forskelle mellem nuværende årsregnskabslov, ny årsregnskabslov og IFRS, KPMG, april 2016.

Link: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/dk/pdf/DK-2016/04/dk-vaesentlige-forskelle-nuv%C3%A6rende-%C3%A5rsregnskabslov-ny-%C3%A5rsregnskabslov-IFRS.pdf>

Finansiell Rapportering – teori og regulering, Jens O. Elling, 4. udgave 2017. (bog)

KPMG Overblik over den nye årsregnskabslov af 2015:

Link: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/04/DK-Overblik-over-den-nye-%C3%A5rsregnskabslov.pdf>

DAMVAD, Brugen af årsrapporter for mindre virksomheder, juni 2014.

Link:

https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/media/undersogelse_af_brugen_af_aarsrapporter.pdf

6.3. Anvendte hjemmesider

www.karnov.dk

www.danskelove.dk

www.retsinformation.dk

www.ft.dk

www.FSR.dk

www.erhvervsstyrelsen.dk

www.deloitte.dk

www.ejendomsforegningen.dk

www.beierholm.dk

www.bdo.dk

www.ey.com

www.kpmg.com

7. Bilag

7.1. Stikprøvens gældsandel

Stikprøvens virksomheder med en gældsandel under 25%

Antal	CVR	Navn	Påtegning	Regnskabsklasse	Revisor	Investeringsjendom	Langfristet gæld	Kortfristet gæld	Gæld i alt	Balance	Gældsandel
1	10130751	REALDANIA BY & BYG A/S	Revision	B	EY	2.055.789.000	264.775.000	442.824	265.217.824	3.524.489.000	7,5%
2	27974295	ALKA EJENDOMME A/S	Revision	B	Deloitte	216.500.000		2.747.000	2.776.000	225.612.000	1%
3	10239702	NORDEA PENSION DANMARK, EJENDOMSSKAB A/S	Revision	C	PwC	7.617.400.000		141.000.000	141.000.000	7.833.300.000	2%
4	35047654	LP Bolig- og Erhvervsjendomme A/S	Revision	B	EY	231.880.499	2.220.349	2.495.340	4.715.689	236.937.116	2,0%
5	24919714	DANICA EJENDOMSSKAB ApS	Revision	C	Deloitte	9.036.000.000	8.000.000	610.000.000	618.000.000	28.151.000.000	2%
6	37181374	IP Europahuset ApS	Revision	B	PwC	280.629.000	3.237.000	4.656.000	7.893.000	296.665.000	3%
7	61793417	EJENDOMSSKABET N.E.M.P. A/S	Revision	B	Beierholm	141.700.000		4.666.444	4.666.444	165.159.009	3%
8	62913614	EJENDOMSAKTI ELSKABET DRONNINGEGÅRDEN	Revision	B	PwC	347.342.000	6.833.000	3.339.000	10.172.000	353.919.000	3%
9	21459313	A/S KJØBENHAVNS EJENDOMSSKAB	Revision	B	PwC	827.946.000	9.097.000	14.853.000	23.950.000	833.054.000	3%
10	10431905	HOBROVEJ 42, ÅLBORG, PENSAM ApS	Revision	B	PwC	84.120.000		2.994.721	2.994.721	88.582.046	3%
11	26840309	GF EJENDOMSSKAB A/S	Revision	B	EY	67.500.000		2.443.000	2.443.000	71.514.000	3,4%
12	43042114	JOMFRU ANEGADES EJENDOMSSKAB A/S	UG	B	BDO	47.218.000		1.968.000	1.968.000	47.897.000	4%
13	51518616	FORSTEDERNES EJENDOMSAKTI ELSKAB	Revision	B	PwC	570.724.000	15.453.000	9.734.000	25.187.000	590.183.000	4%
14	10360781	EDC-PARTNER A/S	Revision	B	Beierholm	51.650.000	2.334.416	4.541.749	6.876.165	152.399.160	5%
15	17261649	ATP-EJENDOMME A/S	Revision	C	Deloitte	1.452.500.000	48.400.000	28.600.000	77.000.000	1.530.700.000	5%
16	20653280	PFA DK Ejendomme Lav A/S	Revision	C	Deloitte	15.889.729.000		885.882.000	885.882.000	16.198.182.000	5%
17	10273080	EJENDOMSSKABET PILE-BO A/S	Revision	B	EY	724.858.413	17.484.608	30.488.312	47.972.920	743.982.608	6,4%
18	47362113	FINSEN EJENDOMME A/S	Revision	B	Beierholm	88.385.300	2.381.931	3.847.457	6.229.388	93.431.797	7%
19	47362113	FINSEN EJENDOMME A/S	Revision	B	Beierholm	88.385.300	2.381.931	3.847.457	6.229.388	93.431.797	7%
20	22071815	BOLIGSELSKABET ØRESUND A/S	Revision	B	EY	535.555.310	25.984.183	8.533.644	34.517.827	493.323.749	7,0%
21	37592137	Matr. Nr. 9 Vestre Kvarter, Kbh., Løj. 1, 2 og 7 ApS	Revision	B	EY	136.738.000	-	12.000.000	12.000.000	140.416.000	8,5%
22	32467644	AP Ejendomme A/S	Revision	C	Deloitte	5.477.924.000		608.344.000	608.344.000	6.733.082.000	9%
23	19141098	M.L. EJENDOMME ApS	Revision	B	Deloitte	47.892.154	4.393.990	656.369	5.050.359	49.450.262	10%
24	27242138	BOLIGSELSKABET AF 1958 ApS	UG	B	Beierholm	83.665.790	5.181.394	8.694.617	13.876.011	95.100.989	15%
25	29763712	EJENDOMSAKTI ELSKABET GARTNERGAARDEN	Revision	B	Beierholm	168.900.000	22.193.935	6.232.421	28.426.356	179.418.825	16%
26	24429113	V. BØRSGAARD TRADING A/S	Revision	C	Beierholm	309.630.000	25.105.181	136.261.383	161.366.564	874.514.620	18%
27	32079067	EJENDOMSSKABET JÆGERPARKEN ApS	Revision	B	EY	110.000.000	19.792.676	1.263.155	21.055.831	114.036.235	18,5%
28	20735090	EJENDOMSSKABET EMILIENSBORG ApS	Revision	B	PwC	194.825.696	382.689	48.521.490	48.904.179	251.670.422	19%
29	54629516	SØREN ENNGAARD A/S	Revision	B	BDO	154.836.000	74.065.000	44.857.000	118.922.000	548.759.000	22%
30	66346528	EJENDOMSSKABET 1911. AKTI ELSKAB	Revision	B	EY	56.973.060	9.240.189	3.748.999	12.989.188	56.980.264	22,8%

Stikprøvens virksomheder med en gældsandel over 75%

Antal	CVR	Navn	Påtegning	Regnskabsklasse	Revisor	Investeringsjendom	Langfristet gæld	Kortfristet gæld	Gæld i alt	Balance	Gældsandel
1	29921458	INDUSTRI INVEST HERNING A/S	Revision	B	Deloitte	45.030.000	42.432.000	10.379.000	52.811.000	45.296.000	117%
2	28116721	A/S DIFKO FREDERIKSHAVN I	Revision	B	PwC	56.600.000	54.681.949	9.132.611	63.814.560	58.481.623	109%
3	32345832	ADMIRAL DS 2 ApS	Revision	B	Deloitte	670.744.000	613.570.000	41.056.000	654.626.000	684.619.000	96%
4	32560830	OBEL-LFI EJENDOMME A/S	Revision	B	EY	1.655.091.000	790.467.000	777.329.000	1.567.796.000	1.658.090.000	94,6%
5	35417222	Domis Voldbjergvej A/S	Revision	B	PwC	121.950.000	97.131.272	16.708.430	113.839.702	122.366.838	93,6%
6	28489641	OSH EJENDOMME ApS	Revision	B	EY	75.800.000	67.786.963	2.205.775	69.992.738	76.410.415	91,6%
7	44798212	ANPARTSSELSKABET AF 22. MARTS 1973	Revision	C	BDO	471.469.000	222.288.000	1.476.214.000	1.698.502.000	1.860.845.000	91%
8	34084564	BØRSEN II ESBJERG ApS	UG	B	Deloitte	62.427.000	55.610.731	2.086.498	57.697.229	69.299.406	91%
9	28720815	FAST EJENDOM DANMARK 1 ApS	Revision	C	EY	805.400.000	700.617.000	28.360.000	728.977.000	815.075.000	89,4%
10	36930004	Sjøjlebøgen A/S	Revision	B	Deloitte	45.200.000	37.351.000	2.805.000	40.156.000	45.369.000	89%
11	35032800	EJENDOMME AF 1. JANUAR 2012 ApS	Revision	B	PwC	73.630.277	37.757.263	31.324.320	69.081.583	78.941.753	88%
12	16724246	EJENDOMSSKABET CITY. 7800 SKIVE ApS	Revision	B	PwC	130.859.207	124.682.588	4.695.194	129.377.782	148.017.762	87%
13	27649785	BIRCH GM ApS	UG	B	Deloitte	69.500.000	15.634.487	53.094.755	68.729.242	79.379.068	87%
14	31780772	JSAÆ ApS	UG	B	Deloitte	114.500.000	59.347.065	43.270.936	102.618.001	118.653.859	86%
15	32290248	TRØJBORGVEJ ApS	Revision	B	PwC	166.985.000	143.773.857	5.785.763	149.559.620	173.446.990	86%
16	33764359	PLANTAS EJENDOMS INVEST A/S	Revision	B	PwC	53.150.000	19.234.960	26.928.823	46.163.783	53.900.033	86%
17	35252509	AFC TANG ApS	Revision	B	PwC	115.294.403	84.827.179	13.190.845	98.018.024	115.418.380	85%
18	32138454	EJENDOMMEN BREDGADE 35 HERNING ApS	Revision	B	BDO	47.583.000	193.000	42.500.000	42.693.000	50.342.000	85%
19	27546439	DTU Science Park a/s	Revision	C	EY	1.280.220.000	1.139.018.000	292.666.000	1.431.684.000	1.691.002.000	84,7%
20	37085030	KLP Sundkrogsvej 7-9 ApS	Revision	B	PwC	327.505.540	292.642.398	5.222.534	297.864.932	351.834.588	85%
21	25974719	FLY INVEST ApS	Revision	B	Beierholm	45.328.385	24.486.479	13.892.846	38.379.325	45.680.827	84%
22	35056300	ADMIRAL DS 1 ApS	Revision	B	Deloitte	717.594.000	596.217.000	27.276.000	623.493.000	750.128.000	83%
23	35416633	SKAKT EJENDOMME ApS	Revision	B	BDO	120.400.000	100.794.000	4.120.000	104.914.000	126.603.000	83%
24	20409533	PITZNER EJENDOMME A/S	Revision	B	Deloitte	576.748.110	446.512.192	33.608.286	480.120.478	583.283.582	82%
25	33599609	TRIFINA EJENDOMME 2 ApS	Revision	B	Deloitte	51.798.815	39.070.639	3.189.156	42.259.795	51.898.660	81%
26	36461586	SKYTTEGAARDEN AALBORG ApS	Revision	B	Beierholm	45.000.000	37.840.231	2.588.462	40.428.693	49.841.483	81%
27	37698822	Cramer & Boll Invest ApS	Revision	B	Beierholm	135.444.000	82.620.993	27.277.407	109.898.400	135.586.568	81%
28	32451241	FALKONER KOLLEGIET ApS	Revision	B	Deloitte	86.250.000	68.273.097	4.787.122	73.060.219	90.186.941	81%
29	31262054	EJENDOMSSKABET CITY NORD, ESBJERG A/S	Revision	B	Deloitte	169.100.000	147.714.000	14.286.000	162.000.000	200.600.000	81%
30	46103114	KIRKEGÅRDS ALLÉ 15, ODENSE ApS	Revision	B	Beierholm	59.972.250	41.218.616	2.812.201	44.030.817	54.556.304	81%
31	33744943	DOMIS JÆGERGÅRDSGADE ApS	Revision	B	PwC	103.000.000	62.641.517	18.624.132	81.265.649	103.016.077	79%
32	27966551	B2 EJENDOMME ApS	Revision	B	BDO	45.400.000	28.909.000	7.136.000	36.045.000	45.884.000	79%
33	29696659	Randersgade 76 ApS	Revision	B	BDO	48.400.000	37.413.000	689.000	38.102.000	48.775.000	78%
34	34801371	Birch GM Søndermarkstøften ApS	Revision	B	Deloitte	52.200.000	40.192.506	4.029.453	44.221.959	56.874.984	78%
35	25052420	H & M INVEST A/S	Revision	B	PwC	64.232.713	37.400.932	12.150.112	49.551.044	64.260.831	77%
36	27698581	H. REIMAR NIELSEN PARKBEVYGGELSE A/S	Revision	B	BDO	409.600.000	4.622.000	307.008.000	311.630.000	410.352.000	76%
37	25484258	DELOITTE Huset A/S	Revision	B	Beierholm	1.235.000.000	885.777.000	87.323.000	973.100.000	1.287.485.000	76%
38	35869360	EJENDOMSSKABET AF 17. JUNI 2014 A/S	Revision	B	Deloitte	143.391.999	101.862.549	10.633.338	112.495.887	149.999.650	75%
39	34462380	MAINLAND ApS	Revision	B	BDO	952.220.000	653.785.000	58.102.000	711.887.000	9.535.930.000	75%
40	36017007	EJENDOMSSKABET VIBY A/S	Revision	B	PwC	62.300.000	45.558.083	1.649.081	47.207.164	63.302.018	75%