



# Værdiansættelse af investeringsejendomme

Afhandling HD2 i Regnskab og Økonomistyring på Aalborg Universitet

Line Nissen Hansen & Lærke Boje Rasmussen

Vejleder: Mads Madsen

Maj 2022

Anslag: 191.674 stk.

Normsider a 2.400 anslag: 79,86 sider

Anslag ekskl. indholds-, tabel-, figur- og kildefortegnelse: 181.763 stk.

Normsider a 2.400 anslag: 75,73 sider

## Abstract

The present project is prepared in connection with the finalization of HD2 in Accounting and Economic management at Aalborg University. The project is prepared in the period between January and May 2022 and has been concluded by reliable information, which primarily exist from legislation relating to the recognition and accounting consequences regarding investment properties. The project is based on the hypothesis that companies with investment properties find it difficult to achieve the general accounting standards regarding “the fair view”, mainly from the Danish Financial Statements Acts if the valuation measurement of the properties are calculated on the behalf of subjective estimates. The project will define the challenges and risks by the valuation measurement of investment properties and the effect it will have on the users of the financial statements.

The first chapters are focused on the general accounting standards regarding investment properties by the Danish Financial Statements Act and some effects from the International Financial Reporting Standard. The accounting standards define fair value as the amount at which the property can change hands between two independent parties. Thus, the fair value is the market value of the property. The fair value can be calculated based on an active market with equivalent assets or it can be calculated based on equivalent assets without an active market. Typically, the fair value of investment properties will be estimated based on DCF models or return calculations, because it is difficult to find equivalent properties with the same market value.

With the knowledge from the first chapters of the project there will be an analysis of 6 companies with an auditor from big 4, and an analysis of 2 companies with a smaller and unknown auditor. The analysis is created on a common framework for fair value measurements, which will contribute to more useful information to users. Companies must have the fair presentation in focus when they present their financial statement. This will help in completing the financial information needs of users and thus reduce the risk factors. This will allow users of financial statements to have relevant and reliable information for their financial decisions and ultimately will contribute to increased confidence and credibility.

With the findings from the analysis there will be a conclusion of whether the fair value accounting and valuation is made accurate and valid to the users and however they meet the rules of information regarding the central conditions of the fair value.

**Indholdsfortegnelse**

1	Forord .....	5
2	Indledning .....	6
3	Problemstilling .....	8
3.1	Interesse for projektskrivning .....	8
3.2	Problemformulering .....	8
3.3	Arbejdsspørgsmål .....	8
4	Afgrænsning .....	9
5	Metodeovervejelser .....	11
5.1	Vidensproduktionsprocessen .....	11
5.1.1	Valg af metode .....	12
5.2	Dataindsamling .....	12
5.3	Kildekritik .....	13
5.4	Disposition .....	13
5.4.1	Den indledende del .....	13
5.4.2	Den behandlende del .....	14
5.4.3	Den konkluderende del .....	15
6	Lovgivning og teori om det eksterne regnskab generelt .....	16
6.1	Grundlæggende krav til årsrapporten .....	16
6.2	Ledelsens ansvar .....	17
6.3	Regnskabsbrugeren .....	17
6.4	Grundlæggende forudsætninger .....	19
7	Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme .....	21
7.1	Indregning og måling af anlægsaktiver .....	21
7.2	Investeringsejendomme .....	23
7.2.1	Regnskabsmæssig indregning og måling af investeringsejendomme .....	24

7.2.2	Metoder til opgørelse af dagsværdi .....	25
8	Metoder til dagsværdiansættelse .....	26
8.1	Metoder til fastsættelse af kapitalværdi – Niveau 3.....	27
8.1.1	Den afkastbaserede metode .....	28
8.1.2	DFC-modellen .....	29
8.1.3	Opgørelse af faktorer medgående i modellerne.....	30
8.1.4	Forskelle mellem metoderne .....	35
8.2	Notekrav og præsentation ved indregning af investeringsejendomme.....	36
8.3	Delkonklusion .....	39
9	Oplysningskrav .....	40
9.1	Lovkrav .....	40
9.2	Fortolkninger hos revisionselskaberne.....	41
9.2.1	EY Godkendt Revisionspartnerselskab.....	41
9.2.2	Deloitte.....	42
9.2.3	PricewaterhouseCoopers .....	43
9.2.4	Fællestræk af fortolkninger .....	44
9.3	Konsekvenser ved manglende overholdelse af oplysningskrav.....	45
9.4	Delkonklusion .....	45
10	Årsrapporter for udvalgte selskaber .....	47
10.1	C.W. Obel Ejendomme A/S.....	47
10.2	Knud Højgaards Fond.....	49
10.3	ATP Ejendomme A/S .....	51
10.4	Agat Ejendomme A/S.....	54
10.5	Parken Sport og Entertainment A/S .....	56
10.6	Danica Ejendomsselskab ApS .....	59
10.7	Delkonklusion .....	61

11	Er der forskel på revisionshusene?.....	62
	11.1 Rent Estate A/S .....	62
	11.2 Escot Fast Ejendom A/S .....	64
	11.3 Risici ved valg af revisor .....	66
	11.4 Delkonklusion .....	67
12	De centrale forudsætningers væsentlighed.....	68
	12.1 Regnskabsbruger .....	68
	12.2 Det retvisende billede .....	68
	12.3 Kvalitetskravet pålidelighed .....	69
	12.4 Delkonklusion .....	69
13	Risici for regnskabsbruger.....	70
	13.1 Udlejningsprocent/Tomgang.....	70
	13.2 Dårlige lejere.....	71
	13.3 Låne risiko .....	71
	13.4 Forsikringsgrundlag.....	72
	13.5 Delkonklusion .....	72
14	Fokus hos Erhvervsstyrelsen?.....	73
	14.1 Delkonklusion .....	77
15	Konklusion.....	78
16	Perspektivering .....	80
17	Figurfortegnelse .....	81
18	Tabelfortegnelse.....	82
19	Bibliografi.....	83

## 1 Forord

Det indeværende projekt er udarbejdet i forbindelse med afslutning af HD2 i Regnskab og Økonomistyring ved Aalborg Universitet i perioden fra januar til maj 2022.

Dette projekt beror på et formål om at demonstrere evnerne til at identificere, analysere, diskutere og vurdere på en kompleks problemstilling indenfor uddannelsens fagområder. Projektet bygger på faget eksternt regnskab med tillæg af dele fra faget regnskabsanalyse og virksomheders finansielle planlægning.

Projektet skal med udgangspunkt i de ovennævnte fag dokumentere og synliggøre færdighederne, som er blevet tilegnet over det samlede HD-studie. Færdighederne indeholder, at kunne anvende videnskabelige teorier, analyserer lovgivninger og det at kunne anvende metoder indenfor det valgte og afgrænsede emne "Værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi". Projektet omhandler derfor en teoretisk og en praktisk behandling af selskabers indregning af investeringsejendomme til dagsværdi, samt hvorledes denne indregning medgår i det retvisende billede.

Derudover skal vejleder Mads Madsen have tak, da han igennem hele processen for projektet har været behjælpelig med faglig sparring og guidning, som dermed har medvirket til muliggørelsen af udarbejdelsen af projektet.

## 2 Indledning

Danmark har igennem mange år været i økonomisk højkonjunktur, hvilket har kunne mærkes i bankerne, hvor opsparingerne i en årrække har været stigende. Danskerne er generelt kendt for at have store opsparinger, og effekterne af den seneste covid-19 pandemi har resulteret i endnu større opsparinger blandt nogle danskere. Covid-19 pandemien og følgerne heraf har resulteret i, at danskeres opsparinger steg kraftigt (Nationalbanken, 2021). En del af forklaringen er, at danskerne grundlæggende har haft svært ved at bruge penge under pandemien grundet restriktioner og smittefrygt. Der har ikke været de samme muligheder for at gå på restaurant, rejse og deltage i kulturlivet. Bestilte rejser, koncertbilletter og lignende er derfor blevet refunderet til danskerne, da de ikke har haft mulighed for at benytte dem grundet restriktioner og nedlukning. Derudover har ændringen i den danske ferielov også haft indflydelse på danskernes opsparing, da der blev åbnet for udbetaling af indefrosne feriepenge. Marts 2021 blev dermed rekorden på danskernes opsparing hos bankerne, da de var på det højeste nogensinde jævnfør offentliggjorte tal fra nationalbanken. De rekordhøje opsparinger giver dog intet afkast, da den negative rente fandt frem i den finansielle sektor (Dansk Erhverv, 2021). De negative renter har for alvor gjort deres indtog i bankerne til stor gene for, ikke mindst de danskere, der har store formuer stående. Den negative sats lyder på 0,75 procent, og det kan hurtigt blive en bekostelig affære at parkere pengene i sikkerhed i banken med tanke på, at både renten og inflationen nu spiser af formuen. Den negative rente skyldes, at bankernes indtjening bliver presset, fordi de selv skal betale 0,75 procent i rente til nationalbanken for at have pengene stående der. Den regning sender man altså i mange danske banker videre til kunderne (Obton, 2020). De negative renter har medført, at flere og flere private personer samt erhvervsdrivende er blevet interesseret i at placere sine penge i investeringer, for at undgå at betale negative renter for at have likvider stående i banken (Dansk Erhverv, 2021).

*”Den negative rente betyder, at man som investor er nødt til at bevæge sig ud af risikokurven for at få noget afkast, og det er ikke nogen let manøvre i øjeblikket. Gør man ingenting, svinder pengene lige så stille i banken,”* siger direktør i analysehuset Aktieinfo John Stihøj.

For at undgå at der bliver spist af formuen i banken, kan man være tvunget til at investere pengene, hvilket også kommer til udtryk i ovenstående udsagn fra direktør John Stihøj. Boligmarkedet har siden sommeren 2020 været kendetegnet ved mange bolighandler og kraftigt stigende priser. På landsplan er priserne allerede steget med 15 procent for enfamiliehuse og 14 procent for ejerlejligheder fra 2. kvartal 2020 til 2. kvartal 2021. De mange handler har reduceret antallet af boliger udbudt til salg,

og liggetiderne er faldet betydeligt. Store prisstigninger på boligmarkedet er en tendens, der ses i mange lande. Stigningerne i boligpriserne har været understøttet af øgede indkomster under pandemien, der blandt andet er holdt oppe af hjælpepakker. Samtidig har renterne været lave og faldende. Boligpriserne er steget mere, end indkomst- og renteutviklingen tilsiger. De kraftige prisstigninger og det faldende antal boliger til salg vurderes i høj grad at være drevet af, at mange husholdninger har prioriteret deres boligsituation højere under pandemien. Mange husholdninger har brugt mere tid i eget hjem som følge af pandemien, og det har sandsynligvis medført en øget efterspørgsel efter mere udendørs areal og plads til hjemmekontor. Den forøgede påskønnelse af bolig vil i sig selv give anledning til stigende priser. Skiftet i boligpræferencer kan desuden lede til tidsmæssige forskydninger i købs- og salgsbeslutninger. Husholdninger, som alligevel havde tanker om at flytte inden for de kommende år, kan have fremrykket beslutninger. Samtidig kan husholdninger, der stod med salgstanke i nærmeste fremtid, have været mere tilbageholdende med at sætte deres bolig på markedet. Det er foreneligt med den meget høje handelsaktivitet og det drastisk faldende antal boliger til salg. Prisstigningerne har gennem det seneste år været på højde med årene op til finanskrisen. Samtidig er boligbyrden lav, og realkreditlån til husholdningerne er indtil nu steget på linje med husholdningernes indkomster, og er således ikke fulgt med boligpriserne op. Det har derfor været interessant at placere sine penge på boligmarkedet, da afkastet potentielt kunne blive lukrativt. Markedsværdien er dermed høj på mange ejendomme, hvilket har medført, at ejendomme der er indregnet til dagsværdi, har høje værdier i de eksterne regnskaber. De kraftige boligprisstigninger kan medføre en hurtig acceleration i kreditvæksten og øger risikoen for efterfølgende store udsving på boligmarkedet, hvilket gør dagsværdierne usikre (Nationalbanken, 2021).



### **3 Problemstilling**

#### **3.1 Interesse for projektskrivning**

Den ovenfor nævnte udvikling i boligmarkedet har vækket en interesse i forbindelse med det daglige arbejde som revisorer. Dette skyldes, at flere kunder begynder at investere i forskellige ting, men i særdeleshed også investeringsejendomme. Det er derfor meget interessant, at denne udvikling i boligmarkedet er meget usikker, og derfor kan afspejle mange forskellige retninger eller billeder af ejendomme i investeringsmarkedet. Dette marked er i øjeblikket med meget høje markedsværdier, som medfører store værdiansættelser samt eventuelle fortjenester på ejendomme. Dette kan ligge som grund til en forkert eller et ikke retvisende billede af indregning af investeringsejendomme i virksomhedernes årsregnskaber. Dette vækker en naturlig interesse hos revisorer, da det retvisende billede er alt overskyggende i aflæggelsen af virksomheders årsregnskaber. Der er derfor en stor interesse i at opretholde det retvisende billede. Dette kan sikres med forskellige metoder til indregning af investeringsejendomme, hvorfor det findes interessant at undersøge disse metoder samt værdiansættelsesmodeller i dette projekt. Der er endvidere en interesse for yderligere udfordringer med indregning af investeringsejendomme, nemlig de oplysninger som regnskabsbruger får i årsrapporterne og om disse er tilstrækkeligt for vurderingen af ejendommene.

#### **3.2 Problemformulering**

Det ønskes, ud fra indledningen samt interessen for investeringsejendomme, at kunne yde rådgivning om investeringsejendomme samtidig med, at det retvisende billede opretholdes og regnskabsbruger får tilstrækkelige oplysninger. Til dette er nedenstående problemformulering udledt.

*“Hvilke udfordringer er der ved værdiansættelse af investeringsejendomme og hvordan opfyldes kravene i årsregnskabsloven samt hvorledes dækkes informationsbehovet for regnskabsbruger?”*

#### **3.3 Arbejdsspørgsmål**

Til besvarelse af problemformuleringen er nedenstående arbejdsspørgsmål udarbejdet:

- Hvilke krav er der til indregning, måling og oplysninger for selskaber, der investerer i investeringsejendomme efter den danske årsregnskabslov?
- Hvilke metoder kan anvendes til værdiansættelsen, og hvilke underliggende faktorer har indflydelse herpå?
- Hvilke oplysninger i årsrapporten er væsentlige for regnskabsbruger til en eventuel vurdering af investeringsejendomme?

## 4 Afgrænsning

Projektet vil hovedsageligt blive udarbejdet på baggrund af de danske regnskabsstandarder jf. årsregnskabsloven. Det er derfor den danske regnskabspraksis, som bliver inddraget i projektet. De danske bestemmelser på dette område er den tidligere IAS 39, hvorefter Erhvervsstyrelsen har anført, at IFRS 13 skal anvendes som fortolkningsgrundlag under loven (EY, 2022). Projektets fokus er herunder som udgangspunkt med udspring i Årsregnskabsloven og dennes bestemmelser, hvorfor der afgrænses fra redegørelse om de indregnings- og oplysningsbestemmelser, der fremgår af IFRS. Problemstillinger og udfordringer ved aflæggelsen under IFRS vil derfor ikke blive behandlet yderligere i projektet.

Indregning af aktiver til dagsværdi kan omfatte flere forskellige slags aktiver herunder både finansielle, immaterielle og materielle aktiver. Der vil i projektet udelukkende blive fokuseret på indregning af investeringsejendomme, hvorfor andre aktiver som fx dattervirksomheder, der også kan indregnes til dagsværdi, ikke vil blive berørt i projektet. Dette skyldes, at udbredelsen af indregning af investeringsejendomme til dagsværdi vurderes at være større end indregning af andre aktiver til dagsværdi.

Der er i projektet tale om en indregningsmetode, der har samme krav og generelle bestemmelser i årsregnskabsloven uanset regnskabsklasse. Det afgrænses derfor fra redegørelse om de forskellige regnskabsklasser, størrelsesgrænser og de andre krav, som der kan være til forskel mellem regnskabsklasserne, da dette ikke vurderes at have en værditilvækst til projektet. Der er endvidere ikke forskel på indregning og oplysninger ved den udvalgte indregningsmetode i et stand-alone regnskab samt i et koncernregnskab. Der kan dog i forbindelse med indregning af dattervirksomheder, som besidder investeringsejendomme, i et koncernregnskab opstå problematikker – disse afgrænses der fra, da det vurderes ikke at have relevans for projektet.

Investeringsejendomme kan dække flere anvendelsesformål end blot ét. Dette kan for eksempel bestå af en blanding af arealer, der anvendes til udlejning og/eller besiddes med henblik på at opnå en løbende lejeindtægt og/eller en langsigtet kapitalgevinst. Der kan i samme ejendom være arealer, der anvendes i virksomhedens administration eller andet i virksomhedens tjeneste. Der vil i projektet kun blive arbejdet med 100% investeringsejendomme, hvorfor der ikke foretages redegørelse, analyse eller diskussion om blandede formåls ejendomme. De problemstillinger der kan være med indregnings- og oplysningsbestemmelser ved disse slags ejendomme vil derfor ikke blive behandlet i projektet.

Det har i analysen af udvalgte selskaber og deres årsrapporter ikke været muligt, at berøre flere end de i projektet udvalgte selskaber henset til begrænsningen af projektets omfang. Der kunne være udfaldet andre konklusioner ved en større udvælgelse. Dette har dog ikke været muligt at medtage i projektet. Det vurderes, at der i projektet er medtaget selskaber af en sådan størrelse, at disse er gode eksempler, hvorfor der afgrænses fra yderligere selskaber hertil.

Der er i analysen af de udvalgte selskaber og deres årsrapporter udelukkende lagt fokus på, hvorvidt disse overholder kravene i Årsregnskabsloven § 58 a. Det har i projektet ikke været muligt at indeholde, berøre eller analysere samtlige oplysninger i årsrapporterne. Dette medfører, at der i de udvalgte årsrapporter er en risiko for andre mangler i forbindelse med overholdelsen af Årsregnskabsloven, som ikke er berørt i projektet. Der er i de udvalgte årsrapporter, hvor det analyserede er et koncernregnskab, endvidere ikke testet konsolidering af hvorvidt ejendommene klassificeres korrekt eller der på anden måde indeholder fejl/mangler. Dette vurderes ikke at være tilfældet, da alle årsrapporter er underskrevet af en uafhængig revisor uden anmærkninger i revisionspåtegningen.

## 5 Metodeovervejelser

Metodevalg, der er foretaget i forbindelse med udarbejdelsen af problemformuleringen og de dertil hørende arbejdsspørgsmål, vil blive defineret og gennemgået i nedenstående afsnit. Der vil hertil forekomme en redegørelse af de overvejelser, der har været fokus på i forbindelse med kildebehandling og struktur igennem projektet. Den videnskabelige metode, som finder anvendelse, defineres og vil have effekt på besvarelsen af problemformulering samt sikre validitet af konklusionen.

### 5.1 Vidensproduktionsprocessen

I ovenstående afsnit vedrørende projektets problemstilling er der fastlagt en problemformulering samt foretaget en afgrænsning af denne problemformulering. Dette afsnit vil derfor redegøre for den metode, der er benyttet i projektet til at tilegne viden. Der er overordnet to metoder, som udspringer af de konventionelle måder, hvorpå der søges at generere ny viden på. Disse to metoder er: Den deduktive metode og den induktive metode (Darmer, Jordansen, Madsen, & Thomsen, 2010).

Den deduktive metode producerer viden med baggrund i de generelle principper, for at kunne konkludere på noget, der er empirisk målbart. Metoden består af gennemførelse af undersøgelse, analysere data ved hjælp af forskellige kvantitative metoder med henblik på at be- eller afkræfte de opstillede hypoteser. De kvantitative tilgange inkluderer, men er ikke begrænset til eksperimenter og surveys samt digitale analyser af store mængder tekst. Kvantitativ forskning forbindes med reduktionisme, tal og statistik. Det er dermed en deduktiv metode med en lav grad af fortolkning og en høj grad af generaliserbarhed. I kvantitativ forskning tilstræbes beskrivelsen af objektive lovmæssigheder. Ambitionen er at beskrive verden så objektiv som muligt ved hjælp af kontrollerede variabler og statistiske analyser (Arhus Universitet, 2022).

Den induktive metode vil fokusere på nogle andre mere kvalitative forhold end dem, der sandsynligvis kan indfanges ved hjælp af kvantitative mål. Dette kunne være et undersøgelsesdesign, som for eksempel casestudier, der muliggør indsamling af data. De kvalitative tilgange inkluderer, men er ikke begrænset til deltagerobservation og semistrukturerede interviews samt fortolkningsbaserede tekstanalyser, men forbindes derimod med komplekst empirisk materiale, sprog og ord. Den induktive metode understøttes af en høj grad fortolkning, en lav grad af generaliserbarhed. I kvalitativ forskning anerkendes det, at der ikke findes en objektiv virkelighed, og at hver kultur konstruerer sin egen virkelighed, som forskeren kan forsøge at forstå gennem kvalitativ forskning (Arhus Universitet, 2022).

### 5.1.1 Valg af metode

Der skelnes traditionelt mellem kvalitative og kvantitative tilgange inden for empirisk forskning. I dette projekt er der lagt vægt på den deduktive metode, da den indledende del og den behandlende del vil blive opbygget af objektive lovmæssigheder ved hjælp af kontrollerede variabler og statistiske analyser. Der vil i forbindelse med diskussionen samt den konkluderende del blive benyttet den induktive metode, da denne del af projektet vil have stor fokus på fortolkning af de tidligere analyser og dermed skabe en lav grad af generaliserbarhed.

## 5.2 Dataindsamling

Der vil i dette afsnit blive redegjort for, hvordan dataindsamlingen til udarbejdelse af projektet vil foregå. Der vil i forbindelse med dataindsamling både blive benyttet kvalitativt og kvantitativt data. Anvendelsen af kvalitativt og kvantitativt data afhænger af projektets disposition. Derudover vil kilder bestå af sekundært data.

Teorien, som benyttes i den indledende del af projektet, vil dermed danne grundlag for projektets analyserende del. Teorien i den indledende del vil hovedsageligt bestå af kvantitativt data i form af lovgivning og regnskabsstandarder. Disse vil blive underbygget af faglige artikler og lignende. Projektets behandlende del tager udgangspunkt i den indledende del. Der vil derfor i forlængelse af den indledende del blive udvalgt praktiske eksempler, som vil tage udgangspunkt i statistikker og regnskaber, som er den primære kvantitative del af projektet. Disse kvantitative data forventes at understøtte de kvalitative data i den indledende del. Den anvendte data vil hovedsageligt bestå af følgende kilder:

- Lovsamlinger (Årsregnskabsloven)
- Udvalgte årsrapporter
- Notater og afgørelser fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen
- Publikationer fra anerkendte revisionshuse og ejendomsforeninger
- Fagbøger
- Fagartikler

Ved anvendelse af disse kilder er der fokuseret på kildernes validitet og reliabilitet, hvorfor det anvendte materiale udelukkende er fra anerkendte fagpersoner. Den benyttede litteratur i projektet er dannet på baggrund af lovgivning og regnskabsstandarder samt bøger, publikationer og artikler. Disse vil fremgå af projektets bibliografi. Det er muligt, at sekundært materiale er underlagt forfatterens

holdninger, hvorfor der er øvrig litteratur i form af flere kilder til understøttelse af projektet. Projektets teori er endvidere understøttet af praktiske eksempler, som blandt andet ses i analysedelen, hvor forskellige virksomheder er udvalgt til test ved valg af værdiansættelsesmodeller samt opfyldelse af oplysningskrav hertil.

### **5.3 Kildekritik**

Dette afsnit har til formål at beskrive de kildekritiske overvejelser, der vil blive foretaget i forbindelse med udarbejdelse af projektet.

Der vil i forbindelse med udarbejdelse af projektet blive foretaget mange kildekritiske overvejelser. Det betyder, at der hovedsageligt vil blive benyttet teoribøger og faglige tidsskrifter. Dette skyldes, at disse kilder har en høj grad af validitet. Der vil også blive indhentet kvantitativt data i forbindelse med indhentelse af tal fra offentliggjorte årsrapporter. Det vurderes også, at denne data har en høj grad af validitet, da denne data skal følge bestemmelserne i blandt andet årsregnskabsloven, bogføringsloven, selskabsloven og lignende. Det er muligt, at sekundært materiale bærer præg af forfatterens subjektive holdning, hvorfor der i disse tilfælde vil blive indhentet yderligere empiri til understøttelse af denne data.

### **5.4 Disposition**

Der vil i dette afsnit blive redegjort for projektets disposition, hvilket er den fremgangsmåde, hvorpå problemformuleringen og de dertilhørende arbejdsopgaver vil blive besvaret. Det vil derfor fremkomme, hvordan strukturen over besvarelsen vil dannes fra problemformulering til konklusion. Projektet er opbygget i tre hovedområder, som består af følgende inddelinger: Den indledende del, Den behandlende del og Den konkluderende del.

#### **5.4.1 Den indledende del**

I den indledende del vil læser blive introduceret til indledningen af projektet, samt hvad der ligger til grund for interessen af dette projekt. Dette vil udlede en problemformulering med dertilhørende arbejdsopgaver, som vil blive besvaret gennem projektets faser. Læser vil opnå en overordnet grundlæggende forståelse for lovgivning indenfor regnskab, herunder det retvisende billede og særlige forhold omkring den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, samt de forskellige metoder til opgørelse af dagsværdiansættelsen af investeringsejendomme. Der vil i den forbindelse udelukkende blive redegjort for den lovgivning, der direkte og indirekte vedrører investeringsejendomme, som er indregnet til dagsværdi. Derigennem vil læser få et indblik i den teoretiske baggrund, som ligger til grund for den behandlende del. Den indledende del vil derfor tage udgangspunkt i en

teoretisk tilgang til årsregnskabslovens bestemmelser samt regnskabsstandarder. Regnskabsstandarderne består af de danske såvel som internationale standarder i forhold til den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme indregnet til dagsværdi. Det vil derfor give læseren et indblik i de regnskabsmæssige problemstillinger, som omhandler investeringsejendomme, der er indregnet til dagsværdi. Den indledende del vil ikke danne grundlag for den endelige konklusion i den konkluderende del, men derimod danne grundlag for den behandlende del af projektet.

#### **5.4.2 Den behandlende del**

Den behandlende del består både af en analyse-del samt en diskuterende-del. I projektets analyserende del vil læser dermed blive introduceret til en dybere introduktion ved indregning af investeringsejendomme til dagsværdi, samt hvilke faktorer der har indflydelse herpå. I den forbindelse vil læser også få et indblik i, hvad der er lovkrav for virksomheder med investeringsejendomme i forbindelse med regnskabsaflæggelse. Derudover vil læser blive introduceret til praktiske eksempler af virksomheder med investeringsejendomme, der er indregnet til dagsværdi, samt hvilke indregningsmetoder og oplysningsgrundlag de har offentliggjort i deres årsrapporter. Denne del af projektet vil bestå af en kvalitativ og kvantitativ analyse af 8 udvalgte selskabers årsrapporter, som er fordelt på 6 store og 2 små revisionselskaber. De regnskabsmæssige værdier af de 6 store selskabers investeringsejendomme gennemgås og analyseres med fokus på beregningen af dagsværdien samt oplysningerne vedrørende beregningen. De 2 små årsrapporter vil udelukkende blive gennemgået for informationsniveauet i årsrapporten, da disse skal understøtte en forudsætning, der foretages i forbindelse med udarbejdelse af analysen. Det vil sige, at der arbejdes ud fra en deduktiv metode. Der vil i den forbindelse blive udarbejdet en kvalitativ analyse, hvor der er fokus på de væsentlige forudsætninger og gennemskuelighed i årsrapporterne. Der vil i den forbindelse blive udarbejdet en gennemgang af oplysningerne, som derefter analyseres i forhold til informationsniveauet i årsrapporten. Disse sammenlignes med regnskabslæserens informationsbehov for at opnå en forståelse af den opgjorte dagsværdi for investeringsejendommene. Derudover vil der være fokus på, hvorvidt der er en forskel på opfyldelse af dette informationsbehov samt informationsniveau afhængig af revisionshus. Der vil i forbindelse hermed være stort fokus på, at de 6 store udvalgte selskabers årsrapporter er reviderede, og underskrevet af en statsautoriseret revisor uden bemærkninger, og dermed ikke behæftet med væsentlige fejl og mangler. Dette gøres for at sikre det bedste grundlag for analysen og derigennem sikre validitet af projektet samt analysen.

I projektets diskuterende afsnit vil det, der er identificeret i forbindelse med udarbejdelse af analysen blive diskuteret. Udfaldet af disse analyser vil blive diskuteret yderligere for at afdække eventuelle

problemstillinger. Der vil i den forbindelse blive fastlagt risici og udfordringer, som både virksomheden og regnskabsbrugeren kan stå overfor samt givet eksempler på, hvordan disse risici og udfordringer kan afdækkes eller formindskes. Heri vil fordele og ulemper ved den nuværende lovgivning blive diskuteret. Derudover vil der blive givet forslag til eventuelle tiltag, der kan forbedre behandlingen af investeringsejendomme i årsrapporten.

### 5.4.3 Den konkluderende del

Den konkluderende del består af en konklusion på problemformuleringen samt de underliggende arbejdsspørgsmål og til sidst en perspektivering af hvorfor dette netop er relevant nu. Der vil i det konkluderende afsnit blive udarbejdet en opsamling på alle delkonklusioner, som er udarbejdet løbende igennem den indledende og den behandlende del, for at kunne konkludere på problemformuleringen. Projektets perspektiverende afsnit vil benyttes til at gennemgå yderligere problemstillinger, som er identificeret i forbindelse med udarbejdelsen af projektet. Disse problemstillinger vil kunne undersøges yderligere for at opnå en endnu bedre forståelse for emnet.

Ovenstående tre hovedområder kan udledes til følgende disposition, som kan afledes i nedenstående figur. Denne figur giver dermed et visuelt overblik over projektets disposition.



Figur 1; Disposition over projektet



## 6 Lovgivning og teori om det eksterne regnskab generelt

Årsregnskabsloven er den grundlæggende lovgivning i forhold til aflæggelse af årsrapporten. Denne er som hovedregel gældende for alle erhvervsdrivende virksomheder. Der er dog undtagelser af visse offentlige- og finansielle virksomheder. Alle danske erhvervsdrivende virksomheder er underlagt årsregnskabsloven uanset virksomhedsform jf. årsregnskabsloven §1. Det er dog ikke alle erhvervsdrivende virksomheder, der er underlagt regnskabspligt. De regnskabspligtige virksomheder er jf. årsregnskabsloven §3 kapitalselskaber, erhvervsdrivende fonde, interessentselskaber, kommanditselskaber samt virksomheder med begrænset ansvar. Der fremgår dog visse undtagelser jf. årsregnskabsloven §4 og årsregnskabsloven §5.

### 6.1 Grundlæggende krav til årsrapporten

De grundlæggende krav til årsrapporten er præciseret i en begrebsramme, der underbygger det retvisende billede for årsregnskabet vedkommende og en retvisende redegørelse for ledelsesberetningens vedkommende. Derudover underbygger de grundlæggende krav en præcisering af regnskabsbrugernes, deres informationsbehov og kvalitetskravene. Det er blandt andet et krav, at medlemmerne af virksomhedens ansvarlige ledelsesorganer skal afgive en ledespåtegning i årsrapporten. Virksomhedens ledelse skal vurdere, om talopstillingerne og oplysningerne i balance, resultatopgørelse, pengestrømsopgørelse, egenkapitalopgørelse og noter er retvisende. De grundlæggende krav giver således generelle retningslinjer for, hvordan en årsrapport skal udformes, så den bliver informativ for regnskabsbrugerne. Årsregnskabsloven indeholder en generalklausul, altså en overordnet målsætning for regnskabsaflæggelsen, som er målsætningen om et retvisende billede (EY, 2022). I loven er generalklausulen formuleret således jf. årsregnskabsloven §11:

***”Årsregnskabet og et eventuelt koncernregnskab skal give et retvisende billede af virksomhedens og, hvis der udarbejdes koncernregnskab, koncernens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet. Ledelsesberetningen skal indeholde en retvisende redegørelse for de forhold, som beretningen omhandler.”***

Årsrapporten skal som udgangspunkt omfatte følgende lovpligtige dele; Ledespåtegning, Erklæringer afgivet af virksomhedens uafhængige revisor, Ledelsesberetning for virksomheden og eventuelt koncern, Årsregnskab og eventuelt koncernregnskab, som skal indeholde resultatopgørelse, balance, egenkapitalopgørelse, pengestrømsopgørelse, noter samt anvendt regnskabspraksis. De lovpligtige dele skal indeholdes i årsrapporten afhængig af, hvilken regnskabsklasse virksomheden

tilhører. Regnskabsreglerne for de enkelte regnskabsklasser fra A til D gør herefter de generelle implementeringsregler mere konkret anvendelige (EY, 2022).

## 6.2 Ledelsens ansvar

Kravene til ledelsesberetningen er også forskellige alt efter hvilken regnskabsklasse, virksomheden er omfattet af. Fælles for alle virksomheder er dog, at der skal udarbejdes en ledelsesberetning, som skal give en retvisende redegørelse. Ledelsesberetningen må derfor ikke indeholde oplysninger, som er i strid med årsregnskabet eller koncernregnskabet. Herudover skal oplysningerne i ledelsesberetningen leve op til lovens generelle kvalitetskrav. Loven præciserer jf. årsregnskabsloven §§8-10 ledelsens ansvar ved aflæggelse af årsrapporten, hvor loven fastslår, at det er virksomhedens ledelse, der har ansvaret for aflæggelsen af årsrapporten og herunder, at årsregnskabet opfylder kravet om et retvisende billede, og ledelsesberetningen opfylder kravet om en retvisende redegørelse. Formålet med erklæringen er at markere ledelsens ansvar for årsrapporten i forhold til revisors ansvar for revisionen. Oplysningerne i ledelsesberetningen må derfor ikke give en ensidig positiv fremstilling af virksomheden, men skal derimod afspejle den reelle situation. Der vil typisk være en udtalelse om ledelsens forventninger til fremtiden, hvor der oplyses om ledelsens bedste bud, som skal kunne sandsynliggøres. Virksomhedens årlige regnskabsrapportering til eksterne brugere skal præsenteres i en årsrapport, der samler årsregnskab, beretninger og påtegninger (EY, 2022).

## 6.3 Regnskabsbrugeren

Kravene baseres på antagelser om regnskabsbrugernes typiske informationsbehov og tilsigter at markere årsrapportens formål og udviklingsretningen for et retvisende billede. Årsrapporten skal, for at give et retvisende billede, indrettes efter regnskabsbrugernes typiske informationsbehov. Efter lov-bemærkningerne jf. årsregnskabsloven §12, stk. 2, omfatter de typiske brugere virksomhedsdeltagere, herunder aktionærer, anpartshavere, interessenter og kommandister, medarbejdere, alliancepartnere, långivere, leverandører, kunder, skattemyndigheder og tilskudsmyndigheder. Opremsningen omfatter en bred kreds af mulige regnskabsbrugere, men kan ikke anses for udtømmende. Kredsen af regnskabsbrugere afhænger af virksomhedens art, størrelse og offentlighedens interesse. Børsnoterede virksomheder har en større og mere forskelligartet kreds af regnskabsbrugere end eksempelvis en enkeltmandsvirksomhed (EY, 2022). De eksterne brugere af årsrapporten for en virksomhed med investeringsejendomme vil typisk være banker, kreditinstitutter, investorer og andre långivere, lejere samt samarbejdspartnere. Det er typisk meget omkostningstungt at drive investeringsejendomme, hvorfor finansiering typisk vil have en signifikant betydning i årsrapporten. Man vil typisk

se store lån til kreditinstitutter, banker og investorer, hvorfor de vil være de primære regnskabsbrugere. De vil være de primære regnskabsbrugere, da de typisk har en interesse i at følge med i virksomhedens drift for at se, hvorvidt det er sandsynligt, at de får deres udlånte penge tilbage inden for de aftaler, de har med virksomheden.

For at årsrapporten kan opfylde regnskabsbrugernes informationsbehov, er det en forudsætning jf. årsregnskabsloven §12, stk. 3, at årsrapporten er indrettet til at kunne anvendes til formålet og er tilstrækkelig pålidelige i forhold til, hvad regnskabsbrugere normalt forventer. Disse kvalitetskrav til regnskabsinformation skal være en støtte for virksomhedernes overvejelser om valg af regnskabspraksis og om behovet for at supplere de lovkrævede oplysninger med yderligere oplysninger, herunder i særlige tilfælde at fravige lovens detailbestemmelser, hvis et retvisende billede ikke kan opnås ved at følge lovens bestemmelser. Kvalitetskravene bygger dermed hovedsageligt på tre grundelementer, nemlig relevans, pålidelighed og sammenlignelighed, som er uddybet nedenfor. Loven følger den internationale udvikling, som bærer i retning af, at relevans opprioriteres i forhold til pålidelighed. Dette ses blandt andet ved, at flere regnskabsposter i stigende omfang måles til dagsværdi fremfor historisk kostpris (EY, 2022).

Relevans vedrører de beslutninger, regnskabsbrugeren skal træffe. Relevante informationer skal medtages i årsrapporten, mens informationer, der til brug for regnskabsbrugeren beslutningsproces er mindre betydende, bør udelades eller have en sekundær placering. Relevante informationer skal medtages, også selvom der ikke kan sættes tal på. Relevans antages at foreligge, hvis regnskabsbrugeren ville disponere anderledes, hvis en udeladt information havde været indarbejdet i årsrapporten (EY, 2022). Relevante informationer for en virksomhed med investeringsejendomme kunne for eksempel være følgende: Udløb på lejeperiode af virksomhedens største og måske eneste lejer, omfattende vedligeholdelse af ejendomme, tinglyste rettigheder på ejendomme, beboelsespligt, byggepligt, udlejningsprocent, lokalplan og lignende.

Pålidelighed indebærer, at oplysningerne i rimeligt omfang kan efterprøves. Årsrapporten må ikke indeholde urealistiske og usandsynlige forhold, som kan forvride regnskabsbrugernes indtryk af virksomheden (EY, 2022). Pålidelighed for en virksomhed med investeringsejendomme kunne for eksempel være dagsværdien af virksomhedens investeringsejendomme. Værdien må ikke fastsættes ud fra urealistiske og usandsynlige forhold, som kan have indflydelse på udfaldet.

Loven omtaler ikke sammenlignelighed særskilt, men krav herom anses som et naturligt kvalitetskrav til regnskabsinformation og synes implicit at være adresseret i lovens grundlæggende forudsætninger.

Sammenlignelighed vedrører både forholdet mellem to eller flere ens poster, når de skal sammenlignes over tid og mellem to eller flere virksomheder eller aktiviteter (EY, 2022). Sammenlignelighed for en virksomhed med investeringsejendomme omfatter f.eks. beregningsgrundlaget af dagsværdien af virksomhedens investeringsejendomme. Det bør være de samme forudsætninger, der danner grundlag for dagsværdiberegningen hvert år, så værdien er sammenlignelig i regnskabet. Det retvisende billede skal dog stadig være opfyldt, så grundlaget kan ændre sig med tiden, men ikke hvert år.

#### **6.4 Grundlæggende forudsætninger**

Loven indeholder nogle grundlæggende forudsætninger jf. årsregnskabsloven §13 for, at årsrapporten kan opfylde sit formål. Disse forudsætninger bygger på klarhed, substans, væsentlighed, going concern, neutralitet, periodisering, konsistens, bruttoværdi, formel kontinuitet og reel kontinuitet. Disse grundlæggende forudsætninger er med til at sikre regnskabslæserens informationsbehov, kvalitetskrav samt sikre det retvisende billede af virksomheden. Regnskabsposterne i resultatopgørelse og balance skal anføres særskilt og i den rækkefølge, som de er angivet i skemaerne jf. årsregnskabsloven §23 vedrørende skemakravet. Opstillingen skal tilpasses, hvis virksomhedens særlige karakter gør det påkrævet. Dette kan være nødvendigt i eksempelvis holdingselskaber og investeringsselskaber (EY, 2022). Der gælder særlige notekrav, når en investeringsejendom ønskes indregnet i årsregnskabet til dagsværdi i stedet for til kostpris med fradrag af af- og nedskrivninger. Det gælder især, hvis der er væsentlig usikkerhed om værdien (BDO, 2020).

En investeringsejendom kan indregnes i årsregnskabet til dagsværdi, også selvom selskabet ikke har investeringsvirksomhed som en af sine væsentligste aktiviteter. Den mulighed gør mange brug af, hvis ejendommens faktiske værdi overstiger kostprisen i væsentligt omfang. Der findes to typer af notekrav i forhold til ejendomme, der indregnes til dagsværdi med regulering over resultatopgørelsen, nemlig noten om de centrale forudsætninger og noten om usikkerhed (BDO, 2020).

Noten om de centrale forudsætninger er et generelt krav for den fastsatte dagsværdi, som der altid skal oplyses i en note. Samtidig skal der under ”Anvendt regnskabspraksis” gives en beskrivelse af de anvendte målemetoder for værdifastsættelsen. Oplysningerne om de centrale forudsætninger for værdiansættelsen vil ofte være placeret i anlægsnoten for investeringsejendomme, hvis denne er medtaget, hvilket er et krav for virksomheder i regnskabsklasse C og D. Kravet om noteoplysning af de centrale forudsætninger for dagsværdifastsættelsen indebærer, at der skal oplyses på en sådan måde, at regnskabslæseren forstår, hvilke faktorer, der har påvirket dagsværdiberegningen. Oplysningerne

skal gives, også selvom dagsværdien beror på en valuar-vurdering. Det er ikke tilstrækkeligt med en overordnet beskrivelse af forudsætningerne. I de fleste tilfælde vil der efter BDO's vurdering som minimum skulle oplyses om følgende forhold: Ejendommens art eller type, Ejendommens beliggenhed, Afkastkrav eller diskonteringsfaktor, Normalindtjening altså den afkastbaserede model (BDO, 2020).

Noten om usikkerhed gælder kun i de tilfælde, hvor der er væsentlig usikkerhed om værdien. I så fald skal der oplyses herom i noten "Usikkerhed ved indregning og måling". Samtidig skal usikkerheden omtales i ledelsesberetningen, fx ved et sammendrag af indholdet af noten og med en henvisning til denne for yderligere information. Hvorvidt der foreligger væsentlig usikkerhed om værdien af en investeringsejendom, der optages til dagsværdi, beror naturligvis på et skøn, men det kan for eksempel foreligge, hvis der i ejendommen er tomme lejemål og dermed usikkerhed om fremtidige forhold. Et andet eksempel kan være en ubebygget grund, der måske ligger i et område, hvor der sjældent handles jord, eller hvor lokalplaner kan have indflydelse på værdien. Noter skal indeholde en beskrivelse af arten af usikkerheden og så vidt muligt en angivelse af den beløbsmæssige betydning af denne (BDO, 2020).

## 7 Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme

Selskaber skal aflægge et regnskab inden for lovens skemakrav. Dette skal indeholde en balance med aktiver, der er opdelt på hovedgrupperne anlægsaktiver og omsætningsaktiver, samt passiver, der er opdelt på hovedgrupperne egenkapital, hensatte forpligtelser, lang- og kortfristede gældsforpligtelser. Virksomheder kan dog alternativt vælge at foretage anvendelse af et IFRS-tilpasset balanceskema, hvor aktiverne opdeles på lang- og kortfristede aktiver, samtidig bliver passiverne opdelt på egenkapital, lang- og kortfristede gældsforpligtelser. Der er valgfrihed i forhold til, hvilket balanceskema virksomheden vælger at anvende. Derudover er det muligt at skifte mellem disse to balanceskemaer, når anvendelsen af det andet skema giver et bedre retvisende billede af virksomhedens balance (EY, 2022).

Som det tidligere er nævnt, består en balance af aktiver, forpligtelser og egenkapital, der alle medgår i regnskabet. Aktiver defineres i årsregnskabsloven i bilag, I, C, nr. 1 således: *”Aktiver er ressourcer, som er under virksomhedens kontrol som et resultat af tidligere begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden.”* Der bliver ved kontrol lagt vægt på, at kontrollen sikrer, at fremtidige økonomiske fordele af aktivet tilfalder virksomheden, og at virksomheden er i stand til at afskære andre adgangen til disse fordele. I årsregnskabsloven § 33 fastsættes kriterierne for, hvornår aktiver, der opfylder definitionen herpå, kan indregnes i balancen. Disse bestemmelser fastslår, at aktiver kun skal og må indregnes i balancen, hvis værdien af disse kan måles pålideligt. Det skal endvidere være sandsynligt, at der vil tilflyde virksomheden fremtidige økonomiske fordele af aktivet, før dette kan indregnes. Dette betyder i praksis, at det skal være mere end 50% sandsynligt, at økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden (EY, 2022).

Lovens udgangspunkt ved første indregning af aktiver i balancen er at disse måles til kostpris. Der er efter første indregning fastsat i loven bestemmelser for den efterfølgende måling af aktiver, der er afhængig af typen af aktivet (EY, 2022). Aktiverne kan som nævnt inddeles i to hovedgrupper nemlig anlægsaktiver og omsætningsaktiver. Anlægsaktiver er defineret som aktiver, der er bestemt til vedvarende eje eller brug for virksomheden. Omsætningsaktiver er afgrænset negativt fra anlægsaktiver ved at være aktiver, der ikke er anlægsaktiver. Omsætningsaktiver omfatter typisk varebeholdninger og tilgodehavender fra salg, disse sælges og realiseres som et led i den normale drift.

### 7.1 Indregning og måling af anlægsaktiver

Anlægsaktiver er i regnskabet opdelt i to kategorier værende immaterielle og materielle anlægsaktiver.

De immaterielle aktiver er identificerbare ikke-monetære aktiver uden fysisk substans (EY, 2022). Der er for alle erhvervede immaterielle aktiver krav om indregning af disse i balancen for virksomheder i regnskabsklasse B, C og D. Endvidere skal egenudviklede udviklingsprojekter indregnes for virksomheder i regnskabsklasse, C (stor) og D. Hvorimod der for regnskabsklasse B og C (mellem) ikke er krav herom, under forudsætningen af at omkostningsførsel af udviklingsomkostningerne ikke modstrider det retvisende billede.

De immaterielle aktiver måles ved første indregning til kostpris, der kan omfatte indirekte produktionsomkostninger samt finansieringsomkostninger udover de omkostninger, der er direkte henførbare til anskaffelsen af aktivet (EY, 2022). Disse aktiver skal afskrives over den fastlagte forventede forbrugstid. Forbrugstiden og restværdien af aktivet skal løbende revurderes, sådanne at dette altid er retvisende. Der skal herudover foretages nedskrivning af aktiverne, såfremt at genvindingsværdien er lavere end den regnskabsmæssige værdi. Genvindingsværdien er den højeste værdi af kapitalværdien eller salgsværdien fratrukket forventet omkostninger ved et salg. Immaterielle aktiver kan endvidere måles til dagsværdi som alternativ til kostpris, såfremt at aktiverne handles på et aktivt marked – der skal dog fortsat afskrives på disse.

De materielle aktiver er fysiske aktiver, der besiddes af virksomheden til brug i produktionen, til distributionen af varer og tjenesteydelser eller besiddes med henblik på udlejning og administrative formål, og som forventes anvendt i mere end én regnskabsperiode (EY, 2022).

Materielle aktiver skal ved første indregning måles til kostpris. Kostprisen for eventuelle egen fremstillede aktiver opgøres som de direkte medgåede omkostninger, men kan derudover også omfatte indirekte omkostninger samt finansieringsomkostninger. Der skal ved indregningen af det materielle anlægsaktiv foretages en dekomponering, således at et aktivs bestanddele behandles som særskilte aktiver, hvis de enkelte bestanddeles brugstider afviger væsentligt fra hinanden. De materielle anlægsaktiver skal afskrives over den fastlagte forventede brugstid. Brugstiden og restværdien af aktivet skal løbende revurderes, sådanne at dette altid er retvisende. Der skal herudover foretages nedskrivning af aktivet, såfremt at genvindingsværdien er lavere end den regnskabsmæssige værdi (EY, 2022).

Materielle aktiver kan endvidere også måles til dagsværdi som alternativ til kostpris. Dette kræver dog, at der foretages konsekvente og systematiske opskrivninger for samtlige aktiver indenfor den samme kategori. Opskrivningerne skal indregnes direkte på egenkapitalen på den bundne reserve for opskrivninger. Såfremt det opskrevne aktiv realiseres, overføres opskrivningsreserven direkte via egenkapitalen til virksomhedens frie reserver.

I materielle aktiver kan der være tale om ejendomme, herunder handelsejendomme, domicilejendomme eller investeringsejendomme. Denne klassifikation af ovennævnte ejendomme skal foretages under hensyntagen til formålet og den forventede anvendelse af aktivet og skal foretages ejendom for ejendom.

## 7.2 Investeringsejendomme

Ejendomme, der opfylder definitionen på en investeringsejendom, kan som alternativ til de almindelige regler om måling af anlægsaktiver indregnes til dagsværdi, hvor dagsværdien løbende reguleres over resultatopgørelsen (EY, 2022).

Definitionen på en investeringsejendom er ikke medtaget i årsregnskabsloven, men hertil benyttes IAS 40, hvor definitionen er følgende: *"En investeringsejendom er en investering i grunde, bygninger, en del af en bygning eller i både grunde og bygninger med det formål at opnå afkast af den investerede kapital i form af leje indtægter og/eller opnå en kapitalgevinst ved videresalg."*

En investeringsejendom besiddes altså med henblik på at opnå et afkast af den investerede kapital. Dette afkast kan bestå af lejeindtægter med fradrag af omkostninger forbundet med udlejning af ejendommen, og/eller den kapitalgevinst der vil være ved et videresalg. I modsætning til en domicilejendom genererer en investeringsejendom pengestrømme, som er stort set uafhængige af virksomhedens øvrige aktiver (EY, 2022).

Det er væsentligt for en bestemmelse af ejendomsklassifikationen, hvilken tidshorisont som investeringen indebærer. Altså om der er tale om en besiddelse af ejendom med henblik på at opnå løbende indtægter i flere år, eller om der blot er tale om en kortsigtet ejerperiode hvor ejendomme ejes med henblik på hurtigt videresalg.

Eksempler på investeringsejendomme kunne være:

- Ejendomme, som ejes med henblik på en langsigtet kapitalgevinst, og ikke med henblik på et kortsigtet salg som en del af den ordinære drift.
- Ejendomme, der endnu står tomme, men som besiddes med henblik på udlejning.

Eksempler på ejendomme, som ikke er investeringsejendomme:

- Handelsejendomme, altså ejendomme som er købt med henblik på hurtigt videresalg, eller ejendomme som er købt med henblik på renovering eller ombygning og derefter videresalg.
- Ejendomme som er under opførsel for tredjemand, altså entreprisekontrakter.



- Domicilejendomme, der ejes med henblik på at huse en virksomheds administration, produktion eller andet i forbindelse med den almindelige drift af virksomheden.

Der kan for nogle virksomheder være ejendomme, som har flere anvendelsesformål end blot ét. Der kan altså i samme ejendom både være tale om investeringsejendom og domicilejendom. Der er til indregning af disse ejendomme en mulighed for opdeling af ejendommen. Såfremt der er tale om, at de enkelte arealer i ejendommen kan opdeles og sælges særskilt, indregnes disse også særskilt. Såfremt ejendommen ikke kan opdeles og sælges særskilt, behandles ejendommen kun som investeringsejendom, hvis en ubetydelig del af denne benyttes som domicilejendom. Der benyttes hertil i praksis en grænse på omkring 10% for bestemmelse af en uvæsentlig andel (EY, 2022).

### 7.2.1 Regnskabsmæssig indregning og måling af investeringsejendomme

Første indregning af en investeringsejendom foretages på det tidspunkt, når fordele og risici ved ejerskabet af ejendommen overgår til køber af ejendommen. Fordelene ved ejerskabet kan omfatte retten til at modtage lejeindtægter eller andre indtægter forbundet med besiddelsen af ejendommen. Overgangen af risici betyder typisk, at forpligtelser kan pålægges køberen, altså fx forpligtelsen til at betale ejendomsomkostninger. Der er i praksis tale om, at fordele og risici for investeringsejendomme oftest overgår fra sælger til køber på overtagelsesdatoen (EY, 2022).

Første indregning af investeringsejendomme sker til kostpris. Kostprisen omfatter for en erhvervet ejendom prisen for grund og bygninger, omkostninger der kan direkte tilknyttes til anskaffelsen samt andre omkostninger, som tilknytter sig anskaffelsen af ejendommen. Derefter tilgår endvidere efterfølgende forbedringer af investeringsejendommen i kostprisen.

Den efterfølgende måling af investeringsejendommen kan ske enten til kostpris med fradrag af afskrivninger samt eventuelle nedskrivninger som de øvrige materielle anlægsaktiver. Der kan også måles til dagsværdi, dog vil der, hvis der i kostprisen indgår transaktionsomkostninger, blive efterfølgende reguleret i resultatopgørelsen for disse. Dette skyldes, at der i dagsværdien ikke kan indeholdes sådanne omkostninger. Dagsværdien af investeringsejendomme vil skulle vurderes ud fra de faktiske forhold, som befinder sig på balancedagen. Reguleringen af dagsværdien vil blive foretaget over virksomhedens resultatopgørelse, samtidig med dette er der intet krav om afskrivninger på investeringsejendomme. Dette skyldes, at den værdiforringelse som foreligger på ejendommen, vil blive medtaget i investeringsejendommens dagsværdi, og dermed ikke igennem løbende afskrivninger. Dette er til trods for at investeringsejendomme, ligesom de øvrige materielle anlægsaktiver har en begrænset økonomisk levetid (EY, 2022).

### 7.2.2 Metoder til opgørelse af dagsværdi

Årsregnskabsloven definerer dagsværdi på følgende måde: ”Dagsværdien er det beløb, hvormed et aktiv kan udveksles eller en forpligtelse kan udlignes ved transaktioner mellem af hinanden uafhængige parter.” Formålet med måling til dagsværdi er at udarbejde et estimat på den pris, som ville bruges i en realiseret transaktion, hvor køber og sælger udveksler et aktiv eller en forpligtelse på balancedagen med de på balancedagen nuværende markedsvilkår og betingelser (EY, 2022).

Der er i årsregnskabsloven ej fastsat metoder til opgørelse af dagsværdien. Dette skyldes, at hver dagsværdi måling er forskellig, og hertil skal det overvejes, hvilken værdiansættelsesmetode som vil give det bedste estimat af værdien samt det mest retvisende billede. Der er dog i IFRS 13 opstillet 3 forskellige overordnet metoder til opgørelse af dagsværdier.

- Markedsmetoden:
  - Denne anvender kurser og andre relevante oplysninger, som er genereret af markedstransaktioner, hvori der indgår identiske eller sammenlignelige aktiver eller forpligtelser.
- Indkomstmetoden:
  - Konverterer fremtidige beløb, fx pengestrømme eller indtægter og omkostninger, til et enkelt diskonteret beløb.
- Omkostningsmetoden:
  - Afspejler det beløb, som på nuværende tidspunkt ville kræves for at erstatte et aktivets genanskaffelsesværdi.

Den metode som benyttes til opgørelse af dagsværdier, skal sikre at der sker maksimal anvendelse af de relevante observerbare input og minimere benyttelsen af ikke-observerbare input. Dagsværdimålingen efter IFRS 13 opstilles i 3 niveauer, hvor niveau 1 er det højest opnåelige, og det dermed tilsigtes at dagsværdi målingen sker på et så højt niveau som muligt (EY, 2022).

Niveau 1: Der er for visse aktiver et aktivt marked med præcis samme aktiver, som dagsværdimålingen kan tage udgangspunkt i, uden at der opstår behov for justering af markedspriserne.

Niveau 2: Når der ikke findes et aktivt marked, kan dagsværdimålingen i stedet tage udgangspunkt i markedspriser for lignende aktiver eller transaktioner på markedet.

Niveau 3: Når der hverken findes markedspriser for samme typer af aktiver eller markedspriser for lignende aktiver, bliver der i praksis ofte anvendt DCF-modeller eller afkastbaserede modeller.

## 8 Metoder til dagsværdiansættelse

Der vil i forlængelse af ovenstående afsnit vedrørende dagsværdiansættelse efter principperne i IFRS 13 blive gennemgået dagsværdihierarkiet i årsregnskabsloven §37 og sammenhængene samt forskellene ved anvendelse af disse to principper i det kommende afsnit.

### Dagsværdihierarkiets niveauer

En investeringsejendom der indregnes til dagsværdi, skyldes oftest en opfattelse af, at en dagsværdi er med til at give et mere retvisende billede af virksomhedens økonomiske stilling end hvis investeringsejendommen var indregnet til kostpris med fradrag af af- og nedskrivninger. Der findes forskellige metoder til indregning af investeringsejendomme til dagsværdi. Dagsværdihierarkiet jf. årsregnskabsloven §37 er alene indarbejdet i loven til brug for værdiansættelsen af finansielle instrumenter, hvilket ikke omfatter investeringsejendomme, hvorfor virksomheden som tidligere nævnt kan finde inspiration i dagsværdimåling efter IFRS 13. Denne er dog identisk med dagsværdihierarkiet jf. årsregnskabsloven §37 bortset fra, at IFRS 13 består af 3 niveauer tilsvarende niveau 1-3 i dagsværdihierarkiet. Det er dermed niveau 4 i dagsværdihierarkiet der udgør forskellen. Nedenstående indledning tager udgangspunkt i dagsværdihierarkiet, som fremgår af årsregnskabsloven §37, der består af følgende fire niveauer: Salgsværdi, der kan konstateres på et aktivt marked. Salgsværdi for enkelte bestanddele eller for lignende aktiver. Kapitalværdi beregnet efter DCF-model, afkastbaseret model eller lignende. Kostpris. Hierarkiet afspejler forskellige værdiansættelsesmetoder oplistet i prioriteret rækkefølge ud fra, hvilken metode, der er bedst. Niveauet vælges på baggrund af de oplysninger, der foreligger på den pågældende ejendom (BDO, 2020). Det er her vigtigt at pointere, at dagsværdien ikke skal reduceres med skønnede salgsomkostninger, samt at regnskabsaflæggere skal søge det højst mulige niveau i dagsværdihierarkiet til måling af dagsværdi og kan derfor ikke vælge niveau 3, hvis der foreligger data til en værdiansættelse efter niveau 1 (EY, 2022).

### Salgsværdi – niveau 1 og 2

Det højst mulige niveau i årsregnskabslovens dagsværdihierarki er ”salgsværdi, der kan konstateres på et aktivt marked”, hvorefter ”Salgsværdi for enkelte bestanddele eller for lignende aktiver” er det næstbedste niveau. Værdiansættelse på basis af observerbare priser i et aktivt marked vil som udgangspunkt ikke være muligt for ejendomme. Der kan dog forekomme i enkelte tilfælde, at salgsværdien for en ejendom, der er direkte sammenlignelig, og som har de samme egenskaber kan bruges som dagsværdi. Hertil hvis en ejendom er solgt umiddelbart efter statusdagen, vil handelsprisen under

normale omstændigheder være udtryk for ejendommens dagsværdi under den forudsætning, at der ikke er sket væsentlige ændringer mellem handels- og statustidspunktet (BDO, 2020).

### Kapitalværdi – niveau 3

Det er typisk ”kapitalværdi beregnet efter DCF-model, afkastbaseret model eller lignende” der bliver anvendt til at fastsætte dagsværdien på en investeringsejendom, da det som tidligere nævnt kan være en udfordring at finde en salgsværdi ud fra niveau 1 og 2. Beregning af kapitalværdi ud fra disse modeller kan eventuelt foretages med assistance fra en valuar, men der er ikke noget krav herom i årsregnskabsloven. Ved brug af disse beregningsmodeller er de valgte forudsætninger afgørende for den endelige værdi. I den forbindelse er især afkastkravet afgørende for investeringsejendommens dagsværdi, hvor selv små udsving kan have en afgørende betydning. Hertil skal der tages stilling til en række forudsætninger, som for eksempel forventet inflation, tomgang i ejendommen, ændringer i huslejeniveau og vedligeholdelse for ejendommen (BDO, 2020). Alt dette vil blive uddybet yderligere senere i rapporten, hvor der vil forekomme en mere uddybende analyse af de forskellige metoder og faktorer til beregning af kapitalværdien af virksomhedens investeringsejendomme.

### Kostpris – niveau 4

Hvis der ikke foreligger de grundlæggende oplysninger vedrørende investeringsejendommen, som skal bruges til at fastlægge ejendommens salgsværdi eller kapitalværdi må kostprisen anvendes som værdien i regnskabet. Det vil sige, at hvis dagsværdien for en investeringsejendom ikke kan opgøres pålideligt, skal aktivet måles til kostpris med fradrag for afskrivninger under de almindelige målingsbestemmelser for tilsvarende aktiver, altså materielle anlægsaktiver (EY, 2022).

## **8.1 Metoder til fastsættelse af kapitalværdi – Niveau 3**

Dagsværdien af investeringsejendomme skal vurderes ud fra de faktiske forhold på balancedagen. Den værdiansættelsesmetode, der anvendes ved måling af dagsværdi, skal sikre maksimal anvendelse af relevante observerbare input og minimere anvendelsen af ikke-observerbare input (EY, 2022). Det er som tidligere nævnt typisk niveau 3, der benyttes til fastsættelse af dagsværdien på investeringsejendomme, hvor DFC-modellen og den afkastbaserede model er de mest anvendte metoder for investeringsejendomme. Det er dermed tilsvarende indkomstmetoden jf. dagsværdimåling efter IFRS 13, hvor der foretages skøn over økonomiske fordele fra investeringsejendommen, hvilket er gennemgået nedenfor i henholdsvis den afkastbaserede metode og DCF-modellen.

### 8.1.1 Den afkastbaserede metode

Målingen af dagsværdien af ikke-finansielle aktiver tager som oftest udgangspunkt i en markedsdeltagers mulighed for at generere økonomiske fordele, herved indkomstmetoden, ved at anvende aktivet til det formål, der giver den højeste og bedste udnyttelse. Det gælder uanset, om virksomheden har intentioner om at anvende aktivet til dette formål (EY, 2022). En afkastbaseret metode til måling af investeringsejendomme til dagsværdi opgøres værdien med baggrund i investeringsejendommens forventede driftsafkast, afkast før renter, og et forrentningskrav, der er fastsat på basis af det generelle renteniveau og individuelle forhold for den enkelte ejendom (Erhvervsstyrelsen, 2009). Fastsættelsen af forrentningskravet afgør virksomhedens værdi og er afhængig af samfundsforhold og ejendomsspecifikke forhold. Samfundsforhold indebærer obligationsrenten, konjunktursituationen, inflationen og den forventede udvikling heri. Ejendomsspecifikke forhold omfatter ejendomstype og anvendelsesmuligheder, beliggenhed, indretning mv. Forrentningskravet er dermed den forrentning, man vil kræve for en ejendom, hvis man skulle købe den. Det betyder altså, at investeringsejendomme, der har en eftertragtet beliggenhed, har et lavt forrentningskrav, da de typisk er nemme at udleje, og man derfor ikke risikerer tomgang. Hvorimod investeringsejendomme, der ofte kræver ombygning, hvis lejer opsiger kontrakten, for at undgå tomgang typisk vil have et højt forrentningskrav (Ejendom Danmark, 2021). Det er dermed forrentningskravet, der er en risiko ved den afkastbaserede metode. Forrentningskravet skal repræsentere den forrentning af investeringen, som det må forventes, at en villig og uafhængig part vil kræve ved køb af ejendommen, hvorfor den hverken må være urealistisk lav eller høj.

Ved benyttelse af den afkastbaserede metode er værdien af en investeringsejendom givet ved hjælp af nedenstående formel, hvor  $V$  er værdien af en investeringsejendom,  $NI$  er nettoindtægter,  $R_{real}$  er forrentningskrav og  $S$  er særlige forhold:

$$V = \frac{NI}{R_{real}} * 100 \pm S$$

Nettoindtægterne,  $NI$ , består af markedsløje fratrukket markedskonforme driftsomkostninger. Forrentningskravet,  $R_{real}$  er individuel for hver investeringsejendom, hvorfor den vil afspejle beliggenhed, risiko, type og lignende, hvilket er beskrevet i det ovenstående afsnit. Særlige forhold,  $S$ , kan for eksempel indebære tillæg for udbetalinger og deposita, tillæg eller fradrag for mer- eller mindreleje, fradrag for tomgang samt fradrag for udskudt vedligeholdelse (Ejendom Danmark, 2021).

Forrentningskravet kan have stor betydning for værdiansættelsen af investeringsejendommen, hvorfor den skal fastsættes efter faste principper, da små afvigelser kan have stor betydning på den regnskabsmæssige værdi. Dette er illustreret i nedenstående eksempel, hvor forrentningskravet varierer med henholdsvis 0,5 og 1 procent. Eksemplet er beregnet under den forudsætning, at forrentningskravet er 5%, nettoindtægter er 650 t.kr. og særlige forhold udgør fradrag for tomgang på 500 t.kr. Disse forudsætninger er indsat i formelen for den afkastbaserede metode, hvilket giver en dagsværdi på:  $V = \frac{650.000}{5} * 100 - 500.000 = 12.500.000 \text{ kr.}$

	Eksempel 1	Eksempel 2	Eksempel 3
Lejeindtægt	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Vedligeholdelse	200.000	200.000	200.000
Administration	50.000	50.000	50.000
Driftsomkostninger	100.000	100.000	100.000
Nettoindtægter	650.000	650.000	650.000
Afkastkrav	5,0	5,5	6,0
Særlige forhold	500.000	500.000	500.000
Dagsværdi	12.500.000	11.318.182	10.333.333

*Tabel 1; Eksempel på den afkastbaserede metode*

Det fremgår af ovenstående eksempel at en afvigelse på 1% i forrentningskravet udgør en forskel i dagsværdien på  $(12.500.000 - 10.333.333) 2.166.667 \text{ kr.}$ , hvilket ender med at give en dagsværdi, der er  $(12.500.000 / 2.166.667 * 100) 5,77\%$  mindre end den oprindelige dagsværdi på 12,5 mio.kr. Forrentningskravet har dermed stor indflydelse på det retvisende billede af den regnskabsmæssige værdi ved indregning af investeringsejendomme til dagsværdi.

### 8.1.2 DFC-modellen

En anden metode til at beregne kapitalværdien af en investeringsejendom er DCF-modellen. DCF er en forkortelse af "Discounted Cash Flow", som er en diskonteret pengestrøm. DCF-modellen er dermed en indkomstbaseret værdiansættelsesmodel, hvor værdien af en virksomhed, et aktiv eller et forretningsprojekt opgøres som den tilbagediskonteret værdi af de forventede fremtidige frie pengestrømme, der kan henføres til det pågældende værdiansættelsesobjekt, som i dette tilfælde er en investeringsejendom (SKAT, 2019).

Ved benyttelse af DCF-modellen er værdien af en investeringsejendom givet ved hjælp af nedenstående formel, hvor V er værdien af en investeringsejendom, NI er nettoindtægter, t er tid, n er analyseperioden, som typisk vil være 5-10 år,  $R_{nom}$  er diskonteringsrenten og  $T_n$  er terminalværdien:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{NI_t}{(1 + R_{nom})^t} + \frac{T_n}{(1 + R_{nom})^n}$$

Diskonteringsrenten,  $R_{nom}$ , er investeringsejendommens nominelle forretningskrav, hvilket består af benchmark afkastkravet inklusive inflation. Denne adskiller sig fra den afkastbaserede metode, hvor diskonteringsrenten er lig forretningskravet fratrukket inflation (Ejendom Danmark, 2021).

Ved anvendelse af DCF-modeller til fastsættelse af dagsværdier på investeringsaktiver, er det afgørende, at der udarbejdes en fornøden dokumentation, der understøtter de enkelte forudsætninger i beregningen, herunder anvendt forretningskrav og de fremtidige pengestrømme (EY, 2022).

### 8.1.3 Opgørelse af faktorer medgående i modellerne

Værdiansættelse af investeringsejendomme er præget af væsentlig usikkerhed, da der er mange faktorer, som indgår i værdiansættelsesmodellerne på niveau 3 i dagsværdihierarkiet. Disse faktorer er opbygget af observerbare input, som er indhentet på grundlag af observerbare markedsdata, men også ikke-observerbare input, hvor markedsdata ikke er til rådighed, men hvor input derimod er indhentet på grundlag af de bedste tilgængelige informationer. Det er essentielt at maksimere anvendelsen af relevante observerbare input og minimere anvendelsen af ikke-observerbare input (EY, 2022). Det er dermed interessant at se nærmere på, hvordan disse faktorer, der benyttes i modellerne, opgøres. De input og faktorer, der indgår i værdiansættelsesmodellerne, er i grove træk identiske, hvorfor de beskrives samlet nedenfor.

#### Nettoindtægter

Virksomhedens nettoindtægter, der fremgår som NI i både DCF-modellen samt den afkastbaserede model, fra investeringsejendomme består som tidligere nævnt af markedsleje fratrukket markedskonforme driftsomkostninger (Ejendom Danmark, 2021). Der er i nedenstående afsnit derfor set nærmere på opgørelsen af markedslejen, som fremgår under afsnittet huslejeindtægter og markedskonforme driftsomkostninger, som fremgår under afsnittet driftsomkostninger.

#### Huslejeindtægter

Huslejeindtægter kan bestå af hovedsageligt tre kategorier: Husleje i henhold til lejekontrakten, Regulering til markedslejen samt Tomgang, hvilket består af skønnet markedsleje for ikke udlejede lokaler. Disse tre kategorier vil blive beskrevet særskilt nedenfor.

Husleje i henhold til lejekontrakten består af den leje, der er aftalt i henhold til allerede indgåede lejekontrakter. Disse huslejeindtægter er defineret under den forudsætning, at alle lejekontrakter på opgørelsestidspunktet løber i 12 måneder. Det er her væsentligt at bemærke, at der er en lille forskel på opgørelsen af den afkastbaserede model og DCF-modellen. Den afkastbaserede model tager udgangspunkt i huslejeindtægterne fra driften i et stabilt år, hvorimod DCF-modellen består af en budgetperiode og en terminalperiode. Det har den effekt, at huslejen budgetteres over en længere årrække i DCF-modellen, hvilket muliggør en høj detaljeringsgrad, i og med huslejeindtægterne kan budgetteres pr. lejemål. I DCF-modellen er det derfor muligt at opstille pengestrømme pr. lejer og hermed tage højde for individuelle lejereguleringer, opsigelsesperioder med videre. Der er dog visse usikkerheder forbundet med budgetperioden i DCF-modellen. En ukendt faktor i forbindelse med budgetperioden ved DCF-modellen vil kunne være ”dårlige lejere”, som ikke betaler deres husleje, hvilket gør metoden en anelse mere usikker, da den er baseret på skøn i en længere årrække.

Regulering til markedslejen opstår, hvis den aktuelle husleje i henhold til lejekontrakten afviger væsentligt fra markedslejen. Hvis virksomheden i den forbindelse forventer, at lejen skal reguleres på et senere tidspunkt, bør der ske en regulering herfor, således den forventede lejeindtægt i opgørelsen afspejler markedslejen. I den afkastbaserede metode indregnes effekten af reguleringen i nettoindtægterne, hvorefter der under særlige forhold korrigeres for den tidsperiode, der fremgår af lejekontrakten indtil markedslejen forventes at finde sted. I DCF-modellen indregnes reguleringen til markedslejen i budgetperioden fra det år, hvor det forventes, at reguleringen til markedslejen finder sted (Ejendom Danmark, 2021).

Tomgang skal medtages i opgørelsen af investeringsejendommens driftsafkast, hvilket fremgår som investeringsejendommens nettoindtægter. Det betyder, at virksomhedens skønnede huslejeindtægt for hele tomgangsarealet indregnes i nettoindtægterne, hvorefter denne trækkes fra i særlige forhold ved den afkastbaserede metode. Den tomgang, der trækkes fra under særlige forhold, er den periode, der forventes at forløbe indtil lejemålet, er genudlejet. I DCF-modellen indregnes tomgangen i pengestrømmene. Lejeindtægterne for perioden, hvor investeringsejendommen ikke er udlejet, skal derfor indregnes fra det tidspunkt, hvor lejemålet forventes genudlejet. Det er her vigtigt at pointere, at usikkerheden ved fremtidig, men ikke kendt tomgang, indgår som en risiko i forrentningskravet. Generelt kan risikoen for tomgang lettere vurderes ud fra uopsigeligheden i den eksisterende lejekontrakt og lejerbonitet. Tomgangsperioden skal vurderes på baggrund af lejemålets stand, størrelse, indretning og beliggenhed, da det har indflydelse på efterspørgslen af investeringsejendommen. En ejendom med flere lejere vil uopsigeligheden i lejekontrakterne typisk være kortere og lejemålene mindre. I



dette tilfælde vil der kunne foretages en gennemsnitsbetragtning i tomgang fra historiske data på markedet (Ejendom Danmark, 2021).

### Driftsomkostninger

Markedskonforme driftsomkostninger for investeringsejendomme indeholder typisk omkostninger til vicevært, administration, forsikringer, ejendomsskat og renovation, forventede omkostninger til tomgang samt vedligeholdelse. Ved den afkastbaserede metode skal nettoindtægterne afspejle et stabilt år, hvorfor de indregnede driftsomkostninger ligeledes skal afspejle et stabilt år. Driftsomkostningerne vil typisk være uden store udsving år for år, men hvis driftsomkostningerne svinger meget over årene, kan det være relevant at se på en periodes gennemsnit til brug for opgørelsen. I DCF-modellen opgøres driftsomkostningerne både for budgetperioden og terminalperioden. I terminalperioden opgøres driftsomkostningerne som de forventede omkostninger pr. år i hele investeringsejendommens forventede levetid. I budgetperioden vil driftsomkostningerne derimod blive budgetteret for hvert år. I praksis vil disse driftsomkostninger kun variere markant i budgetperioden, hvis virksomheden har allerede planlagte vedligeholdelsesprojekter og dermed eventuelle tomgangsperioder. Det betyder, at budgettet for år 1 typisk vil være udgangspunktet, hvorefter de efterfølgende år tillægges en forventet stigning, som for eksempel afspejler inflationen. DCF-modellen kan derfor være mere præcis end den afkastbaserede metode, da den afkastbaserede metode tager udgangspunkt i et stabilt år og dermed ikke kan budgettere for kendte fremtidige vedligeholdelsesprojekter. Denne type omkostninger vil dog fremgå under de særlige forhold i stedet, så der også tages højde for disse ved den afkastbaserede model (Ejendom Danmark, 2021).

Usikkerheden ved driftsomkostningerne afhænger af hvilken type omkostning, der er tale om. Ejendomsskatten er opgjort af SKAT, hvor den opgøres som en fast promille af den afgiftspligtige grundværdi efter fradrag for forbedringer. Da denne er opgjort efter faste principper af en tredjepart, vurderes det ikke, at der er en stor usikkerhed i budgetteringen af denne omkostning. Vedligeholdelse er derimod en omkostning, som er præget af en langt større usikkerhed og skøn, da det kan være svært at forudsige hvilke vedligeholdelsesomkostninger, der vil forekomme på investeringsejendommen i fremtiden. Det kan derfor være oplagt at tage udgangspunkt i historiske data, og derudfra danne et overblik over fremtidige vedligeholdelsesomkostninger. Usikkerheden ved driftsomkostningerne samt effekten af værdiansættelsen afhænger af, hvorvidt omkostningerne skal betales af lejer eller udlejer. Hvis driftsomkostningerne betales af lejer, vil usikkerheden blive mindre, da de ikke vil have effekt på investeringsejendommens pengestrømme, da omkostningen vil blive dækket af lejer.

Usikkerheden ved vedligeholdelsesomkostninger er også præget af ejendommens stand. Hvis investeringsejendommen er gammel, bygget af materialer af dårlig kvalitet eller generelt i dårlig stand vil usikkerheden være stor, da der skal budgetteres med flere omkostninger til vedligeholdelse og renoivering. Det kan samtidig være vanskeligt at budgettere de fremtidige omkostninger, da det ikke vides, hvornår omkostningerne vil falde, for at ejendommen fortsat kan udlejes. Det kan derfor hurtigt blive en subjektiv vurdering, der består af ikke-observerbare input, da der ikke er markedsdata til rådighed, men hvor input er indhentet på grundlag af de bedste tilgængelige informationer, som typisk vil være fra virksomhedens ledelse. Ledelsen har selvfølgelig en holdning til værdiansættelsen af ejendommen, hvorfor ledelsen ikke nødvendigvis vil fremtræde objektivt. Derudover er det vigtigt at sondre imellem vedligeholdelse og forbedringer. Forbedringer vil have en afledt effekt på huslejestigninger, som dermed har effekt på de fremtidige pengestrømme. Disse bør derfor være sandsynlige og velbegrundede (Ejendom Danmark, 2021).

#### Forrentningskrav/diskonteringsrente

Forrentningskravet ved den afkastbaserede metode, fremgår i formlen som  $R_{\text{real}}$ , og diskonteringsrenten ved DCF-modellen, fremgår i formlen som  $R_{\text{nom}}$ , opgøres begge ud fra makroøkonomiske forhold og ejendomsspecifikke faktorer. Fastsættelsen af forrentningskravet afgør investeringsejendommens værdiansættelse. De makroøkonomiske forhold indebærer obligationsrenten, konjunktursituationen, inflationen og den forventede udvikling heri. Ejendomsspecifikke forhold omfatter ejendomstype og anvendelsesmuligheder, beliggenhed, indretning og lignende. Forrentningskravet er dermed den forrentning, man vil kræve for en ejendom, hvis man skulle købe den (Ejendom Danmark, 2021). Alle disse forhold skal vurderes for den enkelte ejendom, der ønskes værdiansat, ved fastsættelse af forrentningskravet. Alle forholdene vægter forskelligt i forhold til forrentningskravet, og er en subjektiv vurdering, der typisk foretages af ledelsen. Det kræver derfor, at ledelsen har kendskab til ejendomsmarkedet, når forrentningskravet skal fastsættes ud fra det retvisende billede. En række ejendomsmæglere udsender dog jævnligt analyser på gennemførte ejendomshandler, der kan anvendes til brug for fastsættelse af forrentningskravet. Analyserne er ofte fordelt på forskellige ejendomstyper samt beliggenheder og kan benyttes som inspiration for et passende niveau for ejendommens forrentningskrav. Alternativt kan en indikator for blandt andet renteniveauet være den lange obligationsrente på realkreditobligationer (EY, 2022).

Generelt er der mulighed for at regulere for risici i både forrentningskravet samt pengestrømmene. Det er dog væsentligt, at der skelnes mellem hvorvidt disse risici medtages i nettoindtægterne og

pengestrømmene eller i forretningskravet, så der ikke er taget højde for de samme risici begge steder. Ejendom Danmark har udarbejdet et skema, som kan benyttes som rettesnor for hvor de forskellige risici skal medtages i forhold til værdiansættelse af investeringsejendomme. Nedenstående tabel viser, hvorvidt de nedenstående risici skal medtages i forretningskravet og diskonteringsrenten eller nettoindtægterne, som fremgår som pengestrømme (Ejendom Danmark, 2021).

	Forretningskrav Diskonteringsrente	Nettoindtægter Pengestrømme
<b>Ejendomsrelaterede faktorer:</b>		
Type af ejendom	X	
Beliggenhed	X	
Lejers bonitet	X	
Kontraktlængde	X	
Faktisk leje ift. markedsleje		X
Genudlejningsrisiko og restværdi		X
Tomgang		X
Indretningsudgifter		X
Deposita		X
Udskudt vedligeholdelse		X
<b>Makroøkonomiske faktorer:</b>		
BNP, beskæftigelse m.m.	X	
Inflation	X	X
Risiko renter	X	
Udbud og efterspørgsel	X	

Tabel 2; Overblik faktorer v. forretningskrav og nettoindtægter

### Terminalværdi

DCF-modellen indeholder som tidligere nævnt en budgetperiode og en terminalperiode. Terminalperioden træder i kraft når budgetperioden ophører. I praksis er der typisk foretaget budgettering i 10 år, hvorefter terminalværdien udgør mellem 40-60 procent af den samlede ejendomsværdi (Ejendom Danmark, 2021). Det er dermed væsentligt, at terminalværdien opgøres så præcis som muligt. Faktorerne, der påvirker terminalværdien, er fremtidige pengestrømme samt diskonteringsrenten i terminalperioden, hvorfor disse er beskrevet nedenfor.

### Fremtidige pengestrømme

De fremtidige pengestrømme i DCF-modellen er et udtryk for de forventede pengestrømme i investeringsejendommens restlevetid. Terminalperioden betragtes som et "normal år", som er et udtryk for perioden, hvor der ikke længere skal indregnes specifikke forhold i nettoindtægterne. DCF-modellens terminalperiode kan derfor sammenlignes med den afkastbaserede models nettoindtægter fra

driften i et stabilt år. Det er derfor vigtigt i DCF-modellen, at alle indtægter og udgifter normaliseres ligesom ved den afkastbaserede model. Det betyder, at hvis driftsomkostningerne til for eksempel vicevært, administration, forsikringer, ejendomsskat og renovation, forventede omkostninger til tomgang samt vedligeholdelse har været højere i budgetperioden, end de forventes at blive i terminalperioden, skal der ikke tages et gennemsnit eller lignende, men fastsættes til den forventede "faste" omkostning i terminalåret. Omkostninger til tomgang skal medtages i opgørelsen af investeringsejendommens pengestrømme i terminalperioden. Den tabte lejeindtægt og omkostningerne til genudlejning, istandsættelse med videre skal derfor opgøres. Dette kan være svært at estimere, hvorfor den baseres på historiske data for tomgang, forventningen til fremtiden samt øvrigt markedskendskab. Terminalperioden udgør dermed driften fra et stabilt år (Ejendom Danmark, 2021). Ved estimering af fremtidige pengestrømme fra investeringsejendomme er det selvfølgelig væsentligt at tage hensyn til, om huslejen kan reguleres med for eksempel inflationen, og om lejen af andre årsager forventes at gå op eller ned. Forventninger om lejeforhøjelser skal således indgå i beregningen af de fremtidige pengestrømme. En reguleringsmekanisme reducerer risikoen i en investering og vil derigennem kunne reducere afkastkravet. På samme måde vil langsigtede lejekontrakter med solide lejere kunne reducere risikoen og dermed afkastkravet. Det er derfor væsentligt, at virksomheden nøje vurderer hvilket forrentningskrav, der er det mest realistiske (EY, 2022).

#### Diskonteringsrenten

Diskonteringsrenten i terminalperioden ved DCF-modellen bør være den samme som i budgetperioden blot fratrukket inflation. Det vil sige, at den er tilsvarende med forrentningskravet ved den afkastbaserede metode. Diskonteringsrenten i terminalperioden kan dog ændres, hvis det forventes, at risikofaktorerne ændres i terminalperioden. Det skal dog udgøre væsentlige ændringer i risici, før diskonteringsrenten bør ændres. Væsentlige ændringer kan for eksempel udgøre store renoveringer, der blandt andet vil forbedre ejendommen og resultere i ændrede lejeindtægter (EY, 2022).

#### **8.1.4 Forskelle mellem metoderne**

Det bør ikke have nogen betydning for værdiansættelsen om virksomheden anvender DCF-modellen eller den afkastbaserede metode. Der skal derfor kunne opnås konsistens mellem de to modeller, hvis input til modellerne behandles ens (Ejendom Danmark, 2021).

Den eneste faktuelle forskel på de to metoder er en forskel på forrentningskravet i DCF-modellen og den afkastbaserede model. Forrentningskravet skal repræsentere den forrentning af investeringen, som det må forventes, at en villig og uafhængig markedsdeltager vil kræve ved køb af det konkrete

aktiv. Fastsættelsen af forrentningskravet afgør aktivets værdi, og selv mindre udsving kan have betydelig effekt på aktivets værdi. Forrentningskravet er som tidligere nævnt baseret på en række samfundsmæssige og konjunkturbetingede forhold, såsom renteniveau og inflation, herunder høj- eller lavkonjunktur, og dels på grundlag af en række individuelle kvalitetsforholde for det enkelte aktiv. Kvalitetsforholde for en investeringsejendom kan udgøre investeringsejendommens beliggenhed, type, lejerens bonitet, vilkår i lejekontrakten, alternative anvendelsesmuligheder samt udbud og efterspørgsel. Renteniveauet kan defineres af den lange obligationsrente på realkreditobligationer (EY, 2022).

Forrentningskravet i den afkastbaserede model er dannet på baggrund af den risikofri realrente og et risikotillæg, som er sammenlagt. Forrentningskravet ved DCF-modellen er dannet på baggrund af den risikofri realrente, forventet inflation og et risikotillæg, som er sammenlagt. Det betyder altså, at det kun er i DCF-modellen, at den forventede inflation er medregnet, og dermed udgør forskellen på de to metoder (Ejendom Danmark, 2021).

## 8.2 Notekrav og præsentation ved indregning af investeringsejendomme

En investeringsejendom kan indregnes i årsregnskabet til dagsværdi, også selvom virksomheden ikke har investeringsvirksomhed som en af sine væsentligste aktiviteter jf. årsregnskabsloven §38. Dette gør mange virksomheder brug af, hvis deres ejendomme faktiske værdi overstiger kostprisen i væsentligt omfang og dermed ikke giver det mest retvisende billede af virksomheden. I den forbindelse findes der to typer af notekrav i forhold til ejendomme, der indregnes til dagsværdi med regulering over resultatopgørelsen (BDO, 2020).

Det ene krav er, at de centrale forudsætninger for den fastsatte dagsværdi altid skal oplyses i en note. Samtidig er det et krav, at der i afsnittet om anvendt regnskabspraksis skal der redegøres for anvendte indregningskriterier og målegrundlag jf. årsregnskabsloven §53. EYs indsigt i årsregnskabsloven har et eksempel på, hvordan en virksomhed med investeringsejendomme kan opfylde lovkravet vedrørende redegørelse for anvendte indregningskriterier og målegrundlag i afsnittet om anvendt regnskabspraksis, hvilket formuleres således:

*”Investeringsejendomme måles ved første indregning til kostpris, og ved efterfølgende måling til dagsværdi. Investeringsejendomme måles ejendom for ejendom til en skønnet dagsværdi. Målingen sker ved anvendelse af en afkastbaseret cash flow-model, hvor de fremtidige pengestrømme ved ejerskab af investeringsejendommene tilbagediskonteres. Afkastkravet (tilbagediskonteringsfaktoren) fastsættes ejendom for ejendom. Omkostninger, der tilfører en investeringsejendom nye eller*

*forbedrede egenskaber i forhold til anskaffelsestidspunktet, og som derved forbedrer ejendommens fremtidige afkast, tillægges kostprisen som en forbedring. Omkostninger, der ikke tilfører en investeringsejendom nye eller forbedrede egenskaber, indregnes i resultatopgørelsen under ejendomsomkostninger. Investeringsejendomme har som øvrige materielle aktiver, bortset fra grunde, en begrænset levetid. Den værdiforringelse, der finder sted, efterhånden som en investeringsejendom forældes, afspejles i investeringsejendommens løbende måling til dagsværdi. Der foretages derfor ikke systematiske afskrivninger over investeringsejendommens brugstid. Værdireguleringer indregnes i resultatopgørelsen under posten "Værdiregulering af investeringsejendomme" (EY, 2022).*

Værdireguleringer af investeringsejendomme til dagsværdi skal sammen med eventuelle gevinster og tab ved salg af sådanne ejendomme vises på en særskilt linje i resultatopgørelsen jf. BDO. Der gælder særlige notekrav, når en investeringsejendom ønskes indregnet i årsregnskabet til dagsværdi i stedet for kostpris med fradrag for af- og nedskrivninger. Dette gør sig specielt gældende, hvis der er en væsentlig usikkerhed vedrørende ejendommens værdi, hvilket leder videre til det andet notekrav. Ved væsentlig usikkerhed om værdien skal der oplyses herom i noten "Usikkerhed ved indregning og måling" samtidig med at denne usikkerhed skal omtales i ledelsesberetningen. Dette kan gøres ved at udarbejde et sammendrag af indholdet af noten og så henvise til noten for yderligere information. Hvorvidt der foreligger væsentlig usikkerhed om værdien af en investeringsejendom, der indregnes til dagsværdi, er fastsat på baggrund af et skøn, men det kan være tilfældet, at der i ejendommen er tomme lejemål og dermed usikkerhed om fremtidige forhold. Det kan også være tilfældet at en ubebygget grund ligger i et område, hvor der sjældent handles jord eller lokalplaner har indflydelse på ejendomsværdien. Noter skal derfor indeholde en beskrivelse af arten af usikkerheden og hvis muligt en angivelse af den beløbsmæssige betydning af usikkerheden (BDO, 2020).

For regnskabsår, der starter 1. januar 2020 eller senere, er der indført et oplysningskrav jf. Årsregnskabsloven §58a, stk. 1, der blandt andet gælder for investeringsejendomme, der måles til dagsværdi, uanset hvilket niveau i dagsværdihierarkiet aktiverne tilhører. For hver kategori af investeringsejendomme, som måles til dagsværdi, skal følgende oplyses i årsregnskabet: Dagsværdien ultimo regnskabsåret, Urealiserede ændringer af dagsværdien, der er indregnet direkte i resultatopgørelsen. Der stilles i paragraffen ikke krav om oplysning vedrørende realiserede gevinster og tab, men sådanne oplysninger kan være relevante at oplyse efter årsregnskabsloven §67a (EY, 2022). Denne paragraf i årsregnskabsloven siger, at virksomheden skal oplyse om størrelsen og arten af indtægts- eller omkostningsposter, som er særlige på grund af deres størrelse eller art. Virksomheden skal i den forbindelse afgive oplysninger om årets nedskrivninger på investeringsejendommen og tilbageførsler af

nedskrivninger på investeringsejendomme (Danske love, 2022). Opdeling af investeringsejendomme i kategorier er ikke lovbestemt, hvorfor det vil være muligt for virksomheden selv at bestemme disse opdelings-kategorier af investeringsejendommene. Kategorierne skal dog forstås som de aktiver og forpligtelser, som på grund af deres fælles karakteristika vil kunne defineres som en kategori. Det kunne for eksempel være boligejendomme og erhvervsejendomme, som er to forskellige kategorier. Det skal dog bemærkes, at jf. årsregnskabsloven §58a, stk. 3, definerer, at oplysningerne kan gives samlet for en kategori af investeringsejendomme eller for en gruppe af investeringsejendomme, hvis de centrale forudsætninger for dagsværdiberegningen i kategorien ikke afviger væsentligt indbyrdes. Der skal derfor foretages en konkret vurdering af, hvorvidt betingelserne for aggregering er opfyldt. Herudover er det bestemt jf. årsregnskabsloven §58a, stk. 2, at opfyldelse af kravene, der er gældende for alle virksomheder i regnskabsklasse B-D, som minimum skal oplyse følgende i årsregnskabet: Den eller de anvendte målemetoder til opgørelse af dagsværdi. Altså hvorvidt den er værdiansat på baggrund af en valuarvurdering, DCF-model, afkastbaseret model, sammenlignelige transaktioner og lignende. Derudover er det også et krav, at der oplyses om de centrale forudsætninger til opgørelse af dagsværdier, hvilket jf. EY vil være; afkastkrav eller diskonteringsfaktor, forventede inflationsrater, diskonteringsperiode og terminalværdi, hvis DCF-model er benyttet, principper for opgørelse af afkast- eller diskonteringsgrundlag, hvilket omfatter tomgang, lejerreserve, vedligeholdelsesomkostninger, deposita og lignende (EY, 2022). Kravet om noteoplysning af de centrale forudsætninger for dagsværdifastsættelsen indebærer, at der skal oplyses på en sådan måde, at regnskabsbrugeren forstår, hvilke faktorer, der har påvirket dagsværdiberegningen. Oplysningerne skal gives, uanset om dagsværdien er fastsat på baggrund af en valuar-vurdering. Det er ikke tilstrækkeligt med en overordnet beskrivelse af forudsætningerne, hvorfor der som minimum skal oplyses følgende jf. BDO: Ejendommens art/type, Ejendommens beliggenhed, afkastkrav eller diskonteringsfaktor, normalindtjening, hvilket er den afkastbaserede model (BDO, 2020).

Det er som nævnt ovenfor et generelt krav, at de centrale forudsætninger for den fastsatte dagsværdi altid skal oplyses i en note, hvorfor denne ofte vil være placeret i anlægsnoten for investeringsejendomme. Dette skyldes, at investeringsejendomme har et oplysningskrav i noterne til årsregnskabet jf. årsregnskabsloven §88, hvor virksomheder i regnskabsklasse C og D skal præsentere anlægsnoter for investeringsejendomme, der er langfristede aktiver. Oplysninger efter årsregnskabsloven §58a om centrale forudsætninger for opgørelse af dagsværdi kan med fordel anføres i tilknytning til denne anlægsnote, så oplysningerne om investeringsejendomme præsenteres samlet, og dermed giver det bedste retvisende billede af virksomhedens investeringsejendomme. Det betyder, at det er

oplysninger, som er nødvendige, for at regnskabsbrugeren skal kunne forstå hvilke faktorer, som har påvirket dagsværdien, samt kunne vurdere, om regnskabsbrugeren er enig i de anvendte forudsætninger, eller om disse eventuelt virker for optimistiske eller pessimistiske (EY, 2022).

### **8.3 Delkonklusion**

Det fremgår af ovenstående afsnit hvilke overvejelser, der bør tages stilling til ved valg af værdiansættelsesmetode efter niveau 3 i dagsværdihierarkiet. Det bør ikke have nogen betydning for værdiansættelsen om virksomheden anvender den ene model fremfor den anden, da der skal kunne opnås konsistens mellem de to modeller, hvis input til modellerne behandles ens. Det kan ud fra modellernes faktorer konkluderes, at der er mange forskellige faktorer, der kan være svære at fastsætte på baggrund af observerbare input. Dette skyldes, at faktorerne indeholder mange forudsætninger, der er præget af skøn. Det kan gøre det svært at fastsætte værdien af en investeringsejendom, da flere faktorer er dannet på baggrund af forudsætninger, der er fremskaffet gennem ikke-observerbare input, da der ikke nødvendigvis er markedsdata til rådighed. Nogle faktorer i værdiansættelsen relaterer sig til ejendommen mens andre skyldes makroøkonomisk data. Det er derfor vigtigt, at værdiansættelsen bliver udarbejdet på baggrund af en grundig analyse af både markedet samt investeringsejendommen. Dette er vigtigt for at opnå den mest præcise værdiansættelse, som vil give det mest retvisende billede af regnskabet. Disse analyser kan foretages på baggrund af historiske data, kontraktuelle forhold, markedsrapporter udarbejdet af tredjemand samt indsigt i makroøkonomiske forhold. Faktorerne kan ikke udarbejdes uden virksomhedens forventninger til fremtiden, hvorfor dette medfører usikkerheder i opgørelsen af disse faktorer. Dette skyldes, at forventningerne udelukkende vil være subjektive, da ingen kan forudsige, hvad der vil ske i fremtiden, men udelukke danne et billede heraf på baggrund af tendenserne i markedet. Det er derfor vigtigt, at virksomheden udarbejder en fyldestgørende beskrivelse af de centrale forudsætninger i årsregnskabet af de faktorer, der indgår i beregningen af værdiansættelsen af virksomhedens investeringsejendomme. Derudover er det vigtigt, at virksomhederne oplyser den anvendte metode vedrørende indregningskriterier og målegrundlag under anvendt regnskabspraksis. Disse oplysninger er essentielle for regnskabsbrugeren og det retvisende billede.



## 9 Oplysningskrav

Der er i det ovenstående afsnit medtaget forskellige oplysningskrav vedrørende aktiver m.v. Det er for investeringsejendomme således, at der i årsregnskabsloven kun er medtaget få krav og dermed opstår der flere forskellige holdninger til, hvad der bør oplyses i årsregnskabet vedrørende dagsværdiansættelsen af virksomheders investeringsejendomme. Disse er forskellige afhængig af, hvilket revisionshus kilden er baseret på. Det er derfor relevant at undersøge, hvad der faktisk er lovkrav i årsregnskabsloven, samt hvad der er et fortolkningsspørgsmål. Dette vil blive sammenlignet over de største revisionshuse i Danmark for at få et indblik i, hvor stor en forskel der er på oplysningskravene. Derudover er det relevant at undersøge, hvilke konsekvenser der vil være ved ikke at overholde disse krav, samt om det har indflydelse på regnskabsbrugeren og derved det retvisende billede.

### 9.1 Lovkrav

Investeringsejendomme er som tidligere nævnt indregnet i årsrapporten til dagsværdi jf. årsregnskabsloven §37, hvorfor der er følgende oplysningskrav jf. årsregnskabsloven §58a; *"for hver kategori af aktiver eller forpligtelser, som måles til dagsværdi jf. Årsregnskabsloven §§37-38, skal oplyse følgende;*

- *Dagsværdien ultimo regnskabsåret*
- *Ændringer af dagsværdien, der er indregnet direkte i resultatopgørelsen, og*
- *Ændringer, der er indregnet i dagsværdireserven, jf. §49, stk. 3, under egenkapitalen"*

Investeringsejendomme måles typisk til dagsværdi på grundlag af kapitalværdien, hvorfor dette ikke er på grundlag af observationer på et aktivt marked. Det er dermed yderligere et lovkrav, at der oplyses om de centrale forudsætninger, som er anvendt ved beregningen. Dette er lovbestemt i årsregnskabsloven §58a, stk. 2, som siger: *"måles aktiver eller forpligtelser til dagsværdi, jf. §§37-38, og måles dagsværdien ikke på grundlag af observationer på et aktivt marked, skal der oplyses om de centrale forudsætninger, som er anvendt ved beregningen."* Det fremgår ikke af årsregnskabsloven hvilke oplysninger, der skal fremgå af de centrale forudsætninger, blot disse som er anvendt ved beregningen. Hvad der udgør de centrale forudsætninger, er derfor et fortolkningsspørgsmål, som er en subjektiv beslutning, virksomheden skal foretage. Dette valg kan i nogen tilfælde træffes sammen med revisor i forhold til, hvad der findes relevant. Det fremgår af oplysninger fra de store revisionshuse, hvilke interne retningslinjer de har, hvorfor disse vil blive gennemgået og sammenlignet i det nedenstående afsnit til brug for den senere analyse.

## 9.2 Fortolkninger hos revisionselskaberne

Der er i forlængelse af de ovennævnte lovkrav og den faktor, at de enkelte revisionshuse har forskellige interne retningslinjer for, hvad der bør oplyses i noten om de centrale forudsætninger, i det kommende afsnit oplyst interne retningslinjer. Disse er opdelt på de større revisionshuse, EY, Deloitte og PwC. Dette betyder dog ikke, at retningslinjerne er ens mellem de store revisionshuse, hvorfor der er udarbejdet en tabel nedenfor, som er baseret på deres offentliggjorte oplysningskrav. Der vil på baggrund heraf blive defineret fælles oplysningskrav, som vil danne grundlag for den senere analyse af udvalgte virksomheder med tilvalgte revisorer fra EY, Deloitte og PwC med henblik på at identificere, hvorvidt retningslinjerne ved oplysningskravene er overholdt.

### 9.2.1 EY Godkendt Revisionspartnerselskab

EY beskriver i deres indsigt i årsregnskabsloven, at for investeringsejendomme der måles til dagsværdi, at den eller de anvendte målemetoder til opgørelse af dagsværdier skal fremgå af oplysningerne. Dette kan være en valuar-vurdering, DCF-model, afkastbaseret model, sammenlignelige transaktioner og lignende. Derudover betyder oplysningskravet efter EYs opfattelse om de centrale forudsætninger, at der som minimum skal oplyses følgende for alle virksomheder i regnskabsklasse B-D (EY, 2021/22):

- Metode
- Vurderingsmand
- Afkastkrav
- Diskonteringsfaktor (DCF-model)
- Forventet inflationsrater (DCF-model)
- Diskonteringsperiode (DCF-model)
- Terminalværdi (DCF-model)
- Principper for opgørelse af afkast- eller diskonteringsgrundlag
  - Tomgang i ejendommen
  - Lejereserve
  - Deposita
  - Vedligeholdelsesomkostninger

EY henviser yderligere til, at virksomhederne bør søge inspiration i oplysningskravene i IFRS 13 om dagsværdimåling, som er følgende (EY, 2021/22):

- Dagsværdi
- Beliggenhed
- Antal kvadratmeter
- Karakteristika f.eks. opførelses år, anvendelse og vedligeholdelsesstand
- Lejeindtægter og driftsomkostninger
- Udlejningsgrad
- Lejekontrakternes løbetid og opsigelsesvarsel for lejemål
- Modtagne sikkerheder for lejeindtægter, garantier, deposita og faste forudbetalinger
- Følsomhedsoplysninger i relation til udsving i dagsværdier ved anvendelse af alternative diskonteringsfaktorer

De interne retningslinjer for hvad EY anser som fyldestgørende oplysninger i årsregnskabet om de centrale forudsætninger udgør ovenstående, hvorfor disse vil blive sammenlignet med de interne retningslinjer for Deloitte og PwC sidst i dette afsnit.

### 9.2.2 Deloitte

Deloitte redegør i et offentliggjort notat for hvilke oplysninger, der efter Deloitte's opfattelse bør medtages i årsrapporten for virksomheder, som besidder investeringsejendomme, der måles til dagsværdi efter årsregnskabsloven §38 med dagsværdireguleringer indregnet i resultatopgørelsen. Det fremgår af deres opsummering, at der skal oplyses følgende (Deloitte, 2017):

- Type / antal
- Antal kvadratmeter
- Beliggenhed
- Udlejningsprocent
- Resterende (gns.) lejeperiode
- Fremtidig udlejningsprocent (DCF-model)
- Fradrag for nuværende tomgang
- Faktisk årlig leje
- Normaliseret driftsafkast (DCF-model)
- Afkastkrav
- Diskonteringsfaktor inkl. inflations indvirkning (DCF-model)
- Følsomhed på afkastkrav

- Følsomhed på diskonteringsfaktor (DCF-model)
- Værdi pr. kvadratmeter
- Anvendelse af vurderingsmand
- Forventede renoveringer (DCF-model)

De interne retningslinjer for hvad Deloitte anser som fyldestgørende oplysninger i årsregnskabet om de centrale forudsætninger udgør ovenstående, hvorfor disse vil blive sammenlignet med de interne retningslinjer for EY og PwC sidst i dette afsnit.

### 9.2.3 PricewaterhouseCoopers

PwC beskriver i deres regnskabshåndbog i ansnittet vedrørende investeringsejendomme, der måles til dagsværdi de generelle lovkrav, hvorefter de skriver et særskilt afsnit vedrørende oplysninger og præsentation, der kun gælder under IFRS. Disse er også medtaget, da de andre revisionshuse har fundet disse relevant for investeringsejendomme målt til dagsværdi. PwC har medtaget nedenstående krav (PWC, 2020):

- Afkastkrav
- Diskonteringskrav (DCF-model)
- Tomgang
- Forventede ændringer i lejeniveau
- Vedligeholdelsesomkostninger
- Type
- Beliggenhed
- Længde af lejeaftaler
- Dagsværdi
- Opgørelsesmetode
- Følsomhedsanalyse
- Anvendelse af vurderingsmand
- Klassifikation af ejendom
- Lejeindtægter
- Driftsomkostninger
- Sikkerhedsstillelser
- Budgetperiode

De interne retningslinjer for hvad PwC anser som fyldestgørende oplysninger i årsregnskabet om de centrale forudsætninger udgør ovenstående, hvorfor disse vil blive sammenlignet med de interne retningslinjer for EY og Deloitte sidst i dette afsnit.

#### 9.2.4 Fællestræk af fortolkninger

De ovenstående interne retningslinjer er fordelt på, hvad de udvalgte revisionshuse anser som fyldestgørende oplysninger i årsregnskabet om de centrale forudsætninger. Disse er sammenlignet i nedenstående tabel, for at se hvorvidt der er sammenlignelighed blandt dem. Der skal dog tages forbehold for, at der er sket ændringer af teksterne, da de forskellige revisionshuse angiver de samme oplysningskrav, men blot med forskellige beskrivelser heraf.

	EY	Deloitte	PWC
<b>Metode for opørelse</b>	X	X	X
<b>Ekstern vurderingsmand</b>	X	X	X
<b>Afkastkrav</b>	X	X	X
<b>Diskonteringsfaktor (DCF-model)</b>	X	X	X
<b>Forventet inflationsrater (DCF-model)</b>	X	X	X
<b>Diskonteringsperiode (DCF-model)</b>	X		X
<b>Terminalværdi (DCF-model)</b>	X	X	
<b>Principper (Tomgang, lejerreserve m.m.)</b>	X	X	X
Dagsværdi	X	X	X
<b>Beliggenhed</b>	X	X	X
Antal kvadratmeter	X	X	
Værdi pr. kvadratmeter		X	
<b>Anvendelse af ejendomme</b>	X	X	X
Lejeindtægter og driftsomkostninger	X	X	X
Udlejningsprocent	X	X	X
Lejekontraktens løbetid og opsigelsesvarsel	X	X	X
Modtagne sikkerhedsstillelser	X		X
<b>Følsomhedsoplysninger</b>	X	X	X

Tabel 3; Fællestræk af krav for oplysninger

Ud fra ovenstående gennemgang kan det konkluderes, at de tre revisionshuse har fællestræk for hvad de vurderer, der er fyldestgørende oplysninger i årsregnskabet om de centrale forudsætninger. Alle tre revisionshuse har taget udgangspunkt i oplysningerne jf. IFRS 13. Overordnet er det samlede overblik, at ejendomsrelevante oplysninger bør oplyses. I den senere analyse af udvalgte virksomheder er der taget udgangspunkt i de oplysningskrav, der er markeret med fed i ovenstående tabel. Disse er udvalgt, da de har indflydelse på beregningen af værdiansættelsen til dagsværdi, samt at de er defineret gennem de interne retningslinjer blandt de store revisionshuse.

### 9.3 Konsekvenser ved manglende overholdelse af oplysningskrav

De centrale forudsætninger er som tidligere nævnt ikke defineret gennem lovbestemte oplysninger, hvorfor det er et fortolkningsspørgsmål. Det findes derfor relevant at undersøge, hvilke konsekvenser der vil være ved ikke at overholde disse krav. Det fremgår af årsregnskabsloven §159 at *”Erhvervs- og selskabsstyrelsen skal stikprøvevis udtage og undersøge modtagne årsrapporter og de hertil hørende revisionspåtegninger, undtagelseserklæringer m.v., som indsendes i stedet for årsrapporter samt halvårsrapporter for statslige aktieselskaber for at konstatere åbenbare overtrædelser af bestemmelser i eller i henhold til denne lov, bogføringsloven, aktieselskabsloven, anpartsselskabsloven, lov om visse erhvervsdrivende virksomheder, lov om erhvervsdrivende fonde, lov om statsautoriserede revisorer og lov om registrerede revisorer.”* Erhvervs- og selskabsstyrelsen har dermed mulighed for at udvælge virksomheder for at undersøge åbenbare overtrædelser. Udvælgelsen til kontrol bliver foretaget på flere forskellige parametre. Dette kan både være fejlmeddelelser i automatiske kontroller, kontrol med børsnoterede virksomheder, temabaserede kvalitetskontroller eller andet. Såfremt en virksomhed bliver udvalgt, hvor der også bliver konstateret fejl, har erhvervs- og selskabsstyrelsen følgende muligheder jf. årsregnskabsloven §161, der siger *”med henblik på at sikre, at den i §159, stk. 1, nævnte lovgivning overholdes, kan erhvervs- og selskabsstyrelsen*

- 1. yde vejledning*
- 2. påtale overtrædelser og*
- 3. påbyde, at fejl skal rettes, og at overtrædelser skal bringes til ophør”*

Hvis virksomheden ikke reagerer på de ovenstående handlingsmuligheder fra erhvervs- og selskabsstyrelsen, kan virksomhedens bestyrelse, direktion eller lignende ansvarligt organ blive pålagt tvangsbøder jf. årsregnskabsloven §162. Det kan dog diskuteres, hvorvidt virksomheden kan blive gjort ansvarlig for manglende oplysninger i de centrale forudsætninger, da der ikke fremgår en klar lovgivning herom. Det kan endvidere diskuteres, hvorvidt Erhvervsstyrelsen har fokus på de centrale forudsætninger, når det ikke fremgår klart af årsregnskabsloven, hvad de centrale forudsætninger bør indeholde.

### 9.4 Delkonklusion

I det ovenstående afsnit kan det konkluderes, at der er fællestræk blandt de interne retningslinjer ved de store revisionshuse i forhold til, hvad de vurderer, der er fyldestgørende oplysninger i årsregnskabet om de centrale forudsætninger. Det kan derudover konkluderes, at der ikke er væsentlige konsekvenser ved ikke at overholde disse oplysningskrav, da de ikke er lovbestemte. Erhvervs- og

Selskabsstyrelsen vil igennem stikprøvekontrol have mulighed for at undersøge åbenbare overtrædelser, hvortil virksomheden vil kunne få en henvendelse om at rette fejlen. Hvis virksomheden ikke reagerer herpå, vil tvangsbøder til virksomhedens bestyrelse, direktion eller lignende ansvarligt ledelsesorgan kunne være en konsekvens. Det kan dog diskuteres, hvorvidt Erhvervs- og Selskabsstyrelsen overhovedet har fokus herpå. I den forbindelse er det undersøgt i nedenstående analyse, hvorvidt de udvalgte virksomheder overholder oplysningskravene med fokus på de centrale forudsætninger, som er anvendt ved beregningen af dagsværdien af virksomhedens investeringsejendomme.

## 10 Årsrapporter for udvalgte selskaber

Der vil i dette afsnit, blive udarbejdet en analyse af årsrapporterne for udvalgte selskaber. Denne analyse udarbejdes med udgangspunkt i, hvorvidt selskaberne overholder de objektive krav, der er i årsregnskabsloven i forhold til oplysninger vedrørende investeringsejendomme, som tidligere er beskrevet i teori afsnittet. Denne analyse vil endvidere inkludere en efterregning af selskabernes dagsværdier på investeringsejendomme, ud fra de tidligere beskrevne metoder samt faktorer, alt efter hvilken metode selskabet har oplyst, de benytter i årsrapporten.

Der er i de udvalgte årsrapporter ikke oplyst om, hvorvidt der i året er tale om et ”normal” år eller om der har været større udsving i de realiserede tal i forhold til den forventede indtjening fremadrettet. Det kan ud fra årsrapportens bestanddele altså ikke udledes, om det er den forventede drift i et normal år, som der benyttes til værdiansættelsen af ejendommene. Det fastsættes dog til den nedenstående analyse, at de realiserede tal i årsrapporterne er sammenlignelige med den forventede drift, hvorfor de realiserede tal benyttes til beregningerne.

### 10.1 C.W. Obel Ejendomme A/S

C.W. Obel Ejendomme A/S er grundlagt i 1991, og er i dag ejet 100% af C.W. Obel A/S, der er ejet 100% af Det Obelske Familiefond (CVR, 2022). Selskabets formål er at eje, opføre, administrerer og udleje fast ejendom. Selskabet investerer aktuelt i ejendomme i Aalborg og København, der både dækker over erhvervsejendomme samt ejendomme til beboelse. Årsrapporten for regnskabsåret 1. januar til 31. december 2021 er aflagt efter bestemmelserne i årsregnskabsloven for store virksomheder i regnskabsklasse C. Selskabets årsregnskab er i 2021 revideret af PricewaterhouseCoopers uden bemærkninger i revisionspåtegningen.

Koncernens resultatopgørelse udviser huslejeindtægter for 298 mio.kr., samt et driftsresultat på 212 mio.kr. Balancen udviser derudover investeringsejendomme for 6.750 mio.kr., hvortil årets værdiregulering udgør 679 mio.kr., da selskabet indregner investeringsejendomme til dagsværdi, er dette selskab udvalgt til analyse af, hvorvidt dette overholder de objektive krav, som der tidligere er redegjort for. Der er i den nedenstående tabel opridset de generelle krav, som er fastsat tidligere, samt hvorvidt C.W. Obel Ejendomme A/S har oplyst disse eller ej.

<b>Krav til oplysning</b>	<b>Oplyst</b>
Metode for opgørelse	Ja
Anvendelse af ejendomme	Ja
Beliggenhed	Ja
Ekstern vurderingsmand	Ja



Afkastkrav	Ja
Tomgang	Ja
Diskonteringsfaktor (DCF)	N/A
Forventede inflationsrater (DCF)	N/A
Diskonteringsperiode (DCF)	N/A
Terminalværdi (DCF)	N/A
Følsomhedsanalyse	Ja

*Tabel 4; C.W. Obel Ejendomme, oplysninger*

Selskabet har oplyst alle de generelle krav i deres årsregnskab. Selskabet benytter sig af den afkastbaserede værdiansættelsesmetode til fastsættelsen af dagsværdien af investeringsejendommene, der er i koncernens besiddelse (C.W. Obel Ejendomme A/S, 2022). Ejendommene benyttes til både erhverv og bolig, under erhverv benyttes disse til kontorudlejning i både Aalborg og København. Det vurderes med disse oplysninger, at kravet om anvendelse af ejendommen samt beliggenhed også opfyldes. Selskabet oplyser, at afkastkravet er forskelligt på ejendommene mellem 3%-6,5%, men at det vægtede gennemsnit udgør 4,17%, samt at dette afkast ikke er fastsat af en ekstern vurderingsperson. C.W. Obel Ejendomme A/S oplyser endvidere hvor meget af erhvervsejendommene, der er udlejet pr. 31. december 2021. Dette er oplyst til 94,6%, hvorfor tomgangen må forudsættes at udgøre 5,4%. Dernæst oplyser selskabet en følsomhedsanalyse, såfremt deres afkastkrav ændres med +/- 0,25 procentpoint. Dette udsving i afkastgraden har en indvirkning på ejendommenes værdiansættelse på +/- 375 mio.kr.

Der vil med baggrund i de ovenstående oplysninger på de grundlæggende faktorer, der er benyttet til fastlæggelsen af dagsværdien, foretages en beregning ud fra den afkastbaserede værdiansættelsesmodel. Denne beregning er foretaget nedenfor, og er opstillet i t.kr.

Huslejeindtægter	297.674
Tomgang, 5,40%	16.074
Ejendomsomkostninger	-70.730
Netto lejeindtægter	243.018
Afkastkrav	4,17%
Ejendommens beregnede bruttoværdi	5.827.779
Depositum	107.201
Ejendommens beregnede værdi	5.934.980
Ejendommens værdi jf. årsrapport	6.570.140
Forskelsværdi	635.160
Forskelsværdi i %	10%

*Tabel 5; Beregning C.W. Obel Ejendomme*

Det fremkommer af ovenstående beregning en forskelsværdi på 635 mio.kr., hvis man ud fra de i årsrapporten angivne oplysninger forsøger at regne sig frem til ejendommens dagsværdi. Denne forskel udgør 10% af den samlede ejendomsportefølje jf. årsrapporten for C.W. Obel Ejendomme A/S, hvilket må antages at være en væsentlig forskel for regnskabsbruger. Forskellen kan dog skyldes, at der i den af selskabet anvendte afkastmodel, er foretaget reguleringer til lejen (C.W. Obel Ejendomme A/S, 2022). Disse reguleringer til lejen er jf. årsrapporten ejendomme, hvor den faktiske leje afviger væsentligt fra markedslejen, eller ved ledige arealer hvor der fastsættes en anslået markedsleje.

Det kan for selskabet C.W. Obel Ejendomme A/S konkluderes, at selskabet overholder samtlige krav vedrørende oplysninger om centrale forudsætninger for værdiansættelsen af investeringsejendomme til dagsværdi. Det kan dog samtidigt vurderes, at det på baggrund af de givne oplysninger i årsrapporten kan være svært at komme frem til den samme værdi, som selskabet har indregnet sine investeringsejendomme til.

## 10.2 Knud Højgaards Fond

Knud Højgaards Fond er grundlagt i 1944, men dog først med virkningsdato fra 1986. Fonden er erhvervsdrivende og har ingen reelle ejere, hvorfor bestyrelsesmedlemmerne anses som reelle ejere. Fondens formål er at støtte erhvervmæssige, kulturelle, videnskabelige, sociale og kunstneriske formål til gavn for Danmark (Knud Højgaards Fond, 2021). Fonden kan bruge op til 10% af fondens årlige disponible nettoindtægt til velgørende formål. Fondens erhvervmæssige aktivitet udøves primært gennem den associerede virksomhed MT Højgaard Holding A/S samt gennem dattervirksomhederne Højgaard Industri A/S, EAS Knud Højgaards Hus og Højgaard Ejendomme A/S. Det er her de to sidst nævnte selskaber der indeholder koncernens investeringsejendomme og dermed dem som vurderes at være relevante. Årsrapporten for regnskabsåret 1. januar til 31. december 2020 er aflagt efter bestemmelserne i årsregnskabsloven for mellemstore virksomheder i regnskabsklasse C. Fondens årsregnskab er i 2020 revideret af EY Godkendt Revisionspartnerselskab uden bemærkninger i revisionspåtegningen.

Ejendomsselskabernes resultatopgørelse udviser nettoomsætning (huslejeindtægter) på 32 mio.kr., samt et resultat før skat på 74 mio.kr. Fonden oplyser endvidere, at driftsudgifterne på ejendommen udgør 6,7 mio.kr. i 2020. Balancen udviser derudover investeringsejendomme for 820,4 mio.kr., hvortil årets værdiregulering udgør 59,9 mio.kr., da fonden indregner investeringsejendomme til dagsværdi, er denne udvalgt til analyse af, hvorvidt fonden overholder de objektive krav, som der

tidligere er redegjort for. Der er i den nedenstående tabel opridset de generelle krav, samt hvorvidt Knud Højgaards Fond har oplyst disse eller ej.

<b>Krav til oplysning</b>	<b>Oplyst</b>
Metode for opgørelse	Ja
Anvendelse af ejendomme	Ja
Beliggenhed	Ja
Ekstern vurderingsmand	Nej
Afkastkrav	Ja
Tomgang	Ja
Diskonteringsfaktor (DCF)	N/A
Forventede inflationsrater (DCF)	N/A
Diskonteringsperiode (DCF)	N/A
Terminalværdi (DCF)	N/A
Følsomhedsanalyse	Ja

*Tabel 6; Knud Højgaard's Fond, oplysnigner*

Fonden har oplyst 6 ud af de 7 generelle krav i deres årsregnskab. Fonden benytter sig af den afkast-baserede værdiansættelsesmetode til fastsættelsen af dagsværdien af investeringsejendommene, der er i koncernens besiddelse. Ejendommene består af 4 udlejningsejendomme beliggende i København og Århus. Det vurderes med disse oplysninger, at kravet om anvendelse af ejendommen samt beliggenhed også opfyldes. Selskabet oplyser, at afkastkravet er forskelligt på ejendommene mellem 4,5%-6,5%, men at det vægtede gennemsnit udgør 5,3%. Fonden oplyser dog ikke, hvorvidt dette afkast er fastsat af ledelsen eller en ekstern vurderingsperson. Fonden oplyser dog, hvor meget den gennemsnitlige udlejningsprocent er for investeringsejendommene, og dermed hvor meget tomgangen kan udregnes til at være. Udlejningsprocenten er oplyst til at udgøre gennemsnitligt 74%, hvorfor tomgangen må vurderes at udgøre 26%. I samme note til årsregnskabet oplyser fonden en følsomhedsanalyse, på både udlejningsprocent, apteringsudgifter og afkastkrav. Det oplyses, at den estimerede dagsværdi ændres i begrænset omfang, hvis enten udlejningsprocenten ændrer sig med +/- 5 procentpoint, eller hvis apteringsudgifter på et givet mio. DKK-beløb. Det oplyses dog mere konkret, at hvis den væsentligste faktor i fastlæggelsen af dagsværdien på ejendommene ændrer sig med +/- 0,25 procentpoint vil ejendommenes dagsværdi i alt ændre sig med +/- 40 mio. kr.

Der vil med baggrund i de ovenstående oplysninger på de grundlæggende faktorer, der er benyttet til fastlæggelsen af dagsværdien, foretages en beregning ud fra den afkastbaserede værdiansættelsesmodel. Denne beregning er foretaget nedenfor og er opstillet i t.kr.

Huslejeindtægter	32.000
Tomgang, 26%	8.320

Ejendomsomkostninger	-6.700
Netto lejeindtægter	<u>33.620</u>
Afkastkrav	5,30%
Ejendommens beregnede bruttoværdi	634.340
Depositum	<u>11.800</u>
Ejendommens beregnede værdi	646.140
Ejendommens værdi jf. årsrapport	820.400
Forskelsværdi	174.260
Forskelsværdi i %	21%

*Tabel 7; Beregning Knud Højgaards Fond*

Det fremkommer af ovenstående beregning en forskelsværdi på 174 mio.kr., hvis man ud fra de i årsrapporten angivne oplysninger forsøger at regne sig frem til ejendommens dagsværdi. Denne forskel udgør 21% af den samlede ejendomsportefølje jf. årsrapporten for Knud Højgaards Fond, hvilket må antages at være en væsentlig forskel for regnskabsbruger. Forskellen kan dog bunde i årets tilgang på investeringsejendomme, samt den omfattende renovering af EAS Knud Højgaards Hus. Denne renovering kommer i 2022 til at have en væsentlig påvirkning på lejeindtægterne i EAS Knud Højgaards Hus.

Det kan for fonden Knud Højgaards Fond konkluderes, at fonden overholder de fleste krav vedrørende oplysninger om centrale forudsætninger for værdiansættelsen af investeringsejendomme til dagsværdi. Det kan dog samtidigt vurderes, at det på baggrund af de givne oplysninger i årsrapporten kan være svært at komme frem til den samme værdi, som selskabet har indregnet sine investerings-ejendomme til. Det kan altså her endvidere diskuteres, hvorvidt den omfattende renovering i EAS Knud Højgaards Hus burde afføde flere oplysninger til de centrale forudsætninger for værdiansættelsen af investeringsejendommen heri. Dette skyldes, at denne renovering har en betydelig indflydelse på dagsværdi indregningen, hvorfor det må vurderes, at yderligere informationer herom kan være væsentlige for regnskabsbruger.

### 10.3 ATP Ejendomme A/S

ATP Ejendomme A/S er grundlagt i 1993 og er ejet 100% af Arbejdsmarkedets Tillægspension. ”Selskabets formål er - efter samme regler, som til enhver tid gælder for Arbejdsmarkedets Tillægspension - direkte eller indirekte at investere i, opføre, eje og drive fast ejendom samt at administrere ejendomsinvesteringer.” (CVR, 2022). Selskabet investerer i ejendomme i de største byer i Danmark til brug for udlejning til erhverv. Segmenterne i udlejningen består af kontor, hotel og detail.

Årsrapporten for regnskabsåret 1. januar til 31. december 2021 er aflagt efter bestemmelserne i årsregnskabsloven for store virksomheder i regnskabsklasse C. Selskabets årsregnskab er i 2021 revideret af Deloitte uden bemærkninger i revisionspåtegningen.

Selskabets resultatopgørelse for 2021 udviser huslejeindtægter for 886 mio.kr., udgifter til lejemål på 142 mio.kr., samt et resultat før skat på 1.302 mio.kr. Balancen udviser derudover investeringsejendomme for 15.424 mio.kr., hvortil årets værdiregulering udgør 595 mio.kr., da selskabet indregner investeringsejendomme til dagsværdi, er dette selskab udvalgt til analyse af, hvorvidt dette overholder de objektive krav, som der tidligere er redegjort for. Der er i den nedenstående tabel opridset de generelle krav, samt hvorvidt ATP Ejendomme A/S har oplyst disse eller ej (ATP Ejendomme A/S, 2022).

<b>Krav til oplysning</b>	<b>Oplyst</b>
Metode for opgørelse	Ja
Anvendelse af ejendomme	Ja
Beliggenhed	Ja
Ekstern vurderingsmand	Ja
Afkastkrav	Ja
Tomgang	Ja
Diskonteringsfaktor (DCF)	N/A
Forventede inflationsrater (DCF)	N/A
Diskonteringsperiode (DCF)	N/A
Terminalværdi (DCF)	N/A
Følsomhedsanalyse	Ja

*Tabel 8: ATP Ejendomme, oplysninger*

ATP Ejendomme A/S har oplyst alle de generelle krav i deres seneste årsrapport. Selskabet benytter sig af den afkastbaserede værdiansættelsesmetode til værdiansættelsen af investeringsejendommene til dagsværdi. Ejendommene benyttes til udlejning til forskellige segmenter, disse segmenter, ejendommenes nøjagtige beliggenhed, samt hvilket segment den enkelte ejendom tilhører, oplyses direkte i selskabets årsregnskab. Dette vurderes i høj grad at dække informationsbehovet, om hvilken anvendelse ejendommene har, samt hvor disses beliggenhed er. Afkastkravet på ejendommene oplyses til at ligge i niveauet fra 3,625% til 8 %, dog med et vægtet gennemsnit på 4,4%. Det oplyses derudover, at afkastkravet er fastsat med udgangspunkt i markedsrapporter fra eksterne vurderingsfolk, men dog at selskabet ikke benytter sig af en ekstern valuar til fastsættelsen af dagsværdien af ejendommene. Den samlede udlejningsprocent på selskabets balancedag udgør 85,6%, dette medfører en tomgangsprocent på 14,4%. Dernæst oplyser selskabet en følsomhedsanalyse, såfremt deres afkastkrav ændres

med +0,25 procentpoint. Dette udsving i afkastgraden har en indvirkning på ejendommenes værdiansættelse på -816 mio.kr.

Der vil med baggrund i de ovenstående oplysninger på de grundlæggende faktorer, der er benyttet til fastlæggelsen af dagsværdien, foretages en beregning ud fra den afkastbaserede værdiansættelsesmodel. Denne beregning er foretaget nedenfor og er opstillet i t.kr.

Huslejeindtægter	886.000
Tomgang, 14,4%	127.584
Ejendomsomkostninger	-142.000
Administrationsomkostninger	-72.000
Afgivne lejerabatter	-95.000
Netto lejeindtægter	<u>704.584</u>
Afkastkrav	4,40%
Ejendommens beregnede bruttoværdi	16.013.273
Depositum	<u>146.000</u>
Ejendommens beregnede værdi	16.159.273
Ejendommens værdi jf. årsrapport	15.424.000
Forskelsværdi	-735.273
Forskelsværdi i %	-5%

*Tabel 9; Beregning ATP Ejendomme*

Det fremkommer af ovenstående beregning en forskelsværdi på -735 mio.kr., hvis man ud fra de i årsrapporten angivne oplysninger forsøger at regne sig frem til ejendommens dagsværdi. Der er i ovenstående beregning medtaget både administrationsomkostninger samt afgivne lejerabatter til forskel for de andre beregninger. Dette er grundet selskabets oplysninger i anvendt regnskabspraksis. Denne forskel udgør -5% af den samlede ejendomsportefølje jf. årsrapporten for ATP Ejendomme A/S, hvilket må antages at være en forskel for regnskabsbruger men ej væsentlig. Forskellen kan dog skyldes, at der i den af selskabet anvendte afkastmodel, er foretaget reguleringer til lejen, samt at der i den endelige værdi kan være yderligere korrigeret for forventede fremtidige vedligeholdelsesomkostninger.

Det kan for selskabet ATP Ejendomme A/S konkluderes, at selskabet overholder samtlige krav vedrørende oplysninger om centrale forudsætninger for værdiansættelsen af investeringsejendomme til dagsværdi. Det kan dog samtidigt vurderes, at det på baggrund af de givne oplysninger i årsrapporten kan være svært at komme frem til den samme værdi, som selskabet har indregnet sine investerings-ejendomme til.

## 10.4 Agat Ejendomme A/S

Agat Ejendomme A/S er stiftet i 1974 og er børsnoteret på Nasdaq Copenhagen med fondskode DK0010258995. Selskabets ejerkreds bestemmes derfor ud fra, hvem som ejer aktierne ud fra salg og køb på Børsen. Selskabet har dog 3 betydelige ejere, som består af Strategic Investments A/S, Kirk og Thorsen Invest A/S og Dava 1 ApS (Agat Ejendomme A/S, 2021). Selskabets formål er at købe, opføre, sælge, udleje, formidle, investere i og rådgive om fast ejendom i ind- og udland. Selskabets ejendomsportefølje af investeringsejendomme består i øjeblikket hovedsageligt af shopping- og outletcentre i flere af store danske byer, som Frederikssund, Køge og Holbæk med flere, samt en ejendom i Polen. Årsrapporten for regnskabsåret 1. februar 2020 til 31. januar 2021 er aflagt i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards (IFRS), samt danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede virksomheder, regnskabsklasse D. Der er imellem IFRS og årsregnskabsloven ingen særlige regler om investeringsejendomme, som adskiller sig væsentligt fra hinanden. Selskabets årsregnskab er i 2021 revideret af Deloitte uden bemærkninger i revisionspåtegningen.

Selskabets note til investeringsejendomme for koncernen udviser huslejeindtægter for 28,2 mio.kr., samt direkte driftsomkostninger på 9,6 mio.kr. Balancen udviser investeringsejendomme for 515 mio.kr., hvortil årets værdiregulering udgør -29,1 mio.kr., da selskabet indregner investeringsejendomme til dagsværdi, er dette selskab udvalgt til analyse af, hvorvidt dette overholder de objektive krav, som der tidligere er redegjort for. Der er i den nedenstående tabel opridset de generelle krav, samt hvorvidt Agat Ejendomme A/S har oplyst disse eller ej.

<b>Krav til oplysning</b>	<b>Oplyst</b>
Metode for opgørelse	Ja
Anvendelse af ejendomme	Ja
Beliggenhed	Ja
Ekstern vurderingsmand	Nej
Afkastkrav	Ja
Tomgang	Ja
Diskonteringsrente (DCF)	Nej
Forventede inflationsrater (DCF)	Nej
Diskonteringsperiode (DCF)	Ja
Terminalværdi (DCF)	Nej
Følsomhedsanalyse	Ja

*Tabel 10; Agat Ejendomme, oplysninger*

Selskabet har oplyst 7 af 11 generelle krav i deres årsregnskab. Selskabet benytter sig af en discounted cashflow-model til fastsættelsen af dagsværdien af investeringsejendommene, der er i koncernens besiddelse. Ejendommene benyttes primært til erhverv indeholdende shopping- og outletcentre i flere

af store danske byer. Det vurderes med disse oplysninger, at kravet om anvendelse af ejendommen samt beliggenhed også opfyldes. Selskabet oplyser, at afkastkravet er forskelligt på ejendommene mellem 4,25-6%, selskabet oplyser dog ikke, hvorvidt dette er fastsat af en ekstern vurderingsperson eller ej. Agat Ejendomme A/S oplyser endvidere, hvor meget af erhvervsejendommene der er udlejet pr. 31. januar 2021, både særskilt pr. ejendom, men altså også som vægtet gennemsnit. Dette er oplyst til 93%, hvorfor tomgangen må forudsættes at udgøre 7%. De yderligere centrale forudsætninger som medgår i DCF-modellen, er diskonteringsrente, forventede inflationsrater, diskonteringsperiode og terminalværdien. Her har Agat Ejendomme kun oplyst, at den benyttede diskonteringsperiode forløber over 10 år. Det må altså herudfra vurderes, at de andre oplysninger ville være væsentlige for regnskabsbruger, som det også vil blive yderligere belyst i genberegningen. Dernæst oplyser selskabet en følsomhedsanalyse, såfremt deres afkastkrav ændres med +0,25 procentpoint. Dette udsving i afkastgraden har en indvirkning på ejendommenes værdiansættelse på -21,8 mio.kr.

Der vil med baggrund i de ovenstående oplysninger på de grundlæggende faktorer, der er benyttet til fastlæggelsen af dagsværdien, foretages en beregning ud fra DCF-modellen. Denne beregning er foretaget nedenfor og er opstillet i t.kr. Det er ved denne beregning forudsat, at diskonteringsrenten er lig afkastkravet og de forventede inflationsrater dermed er fastsat til 0, da selskabet ej har oplyst herom i årsregnskabet, hvorfor de både kan være medtaget i beregningen eller ej, og dermed udgør en ej identificerbar faktor. Selskabet har ikke oplyst et vægtet afkastkrav, hvorfor dette forudsættes til 5,1% ud fra niveauet nævnt ovenfor. Dette giver dog udfordringer for regnskabsbruger, der ikke direkte kan aflede det vægtede gennemsnit, hvorfor den nedenstående beregning kunne være faldet anderledes ud, såfremt det vægtede gennemsnit var oplyst.

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminal periode
Estimeret inflation		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Husleje indtægter	28.200	28.200	28.200	28.200	28.200	28.200	28.200	28.200	28.200	28.200	28.200
Tomgangsleje	1.974	1.974	1.974	1.974	1.974	1.974	1.974	1.974	1.974	1.974	1.974
Nettoleje	30.174	30.174	30.174	30.174	30.174	30.174	30.174	30.174	30.174	30.174	30.174
Driftsomkostninger i alt	9.600	9.600	9.600	9.600	9.600	9.600	9.600	9.600	9.600	9.600	9.600
Driftsoverskud	20.574	20.574	20.574	20.574	20.574	20.574	20.574	20.574	20.574	20.574	20.574
Ejendommens cashflow	20.574	20.574	20.574	20.574	20.574	20.574	20.574	20.574	20.574	20.574	20.574
Diskonteringsfaktor	0,95	0,90	0,86	0,82	0,78	0,74	0,70	0,67	0,64	0,61	
Nutidsværdi af pengestømme	19.571	18.617	17.709	16.846	16.025	15.243	14.500	13.793	13.121	12.481	
Terminalværdi											401.444
Forretningskrav	5,1%										
Diskonteringsrente	5,1%										
Sum af nutidsværdi af pengestømme	157.907										
Nutidsværdi af terminalværdi											243.537
Værdi af ejendommen											401.444
Ejendommens værdi jf. årsrapport	515.000										
Forskelsværdi	113.556										
Forskelsværdi i %	22%										

Tabel 11; Beregning Agat Ejendomme



Såfremt man ud fra de i årsrapporten angivne oplysninger forsøger at regne sig frem til ejendommens dagsværdi, fremkommer der en forskelsværdi på 114 mio.kr. Denne forskel udgør 22% af den samlede ejendomsportefølje jf. Agat ejendomme A/S' årsrapport for 2020/21, hvilket må antages at være en væsentlig forskel for regnskabsbruger. Baggrunden til denne forskelsværdi kan dog ligge i, at der i DCF-modellen er en del yderligere behov for informationer til værdiansættelsen, og dermed må de faktorer, som ej er oplyst i årsrapporten, have en væsentlig indflydelse på beregningen af værdiansættelsen til dagsværdi. Agat Ejendomme oplyser endvidere, at en del af ejendommene har en omsætningsbestemt husleje for butikkerne, som lejer sig ind. Dette kan herudover også have stor indvirkning på værdiansættelsen af ejendommen.

Det kan for selskabet Agat Ejendomme A/S konkluderes, at selskabet ikke overholder samtlige krav vedrørende oplysninger om centrale forudsætninger for værdiansættelsen af investeringsejendomme til dagsværdi. Det kan i forlængelse heraf endvidere vurderes, at det på baggrund af de så afgangne oplysninger i årsrapporten er udfordrende at komme frem til den samme værdi, som selskabet har indregnet sine investeringsejendomme til.

## **10.5 Parken Sport og Entertainment A/S**

Parken Sport og Entertainment A/S er stiftet i 1991 og er børsnoteret på Nasdaq Copenhagen med fondskode DK0010237643 (Parken Sport og Entertainment A/S, 2021). Selskabets ejerkreds bestemmes derfor ud fra, hvem som ejer aktierne ud fra salg og køb på Børsen. Selskabet har dog 3 betydelige ejere, som består af KPS Invest A/S, Seier Capital A/S og ES – Parken ApS, der tilsammen ejer 72,91% af selskabet. Selskabets formål er at drive professionel idræt, primært fodbold og dermed forbundet virksomhed, herunder handel, service og investering, der naturligt kan foretages i forening med professionel idræt. Hertil kommer også at tilbyde ydelser indenfor oplevelsesindustrien, samt anden aktivitet. Formålet med investeringer i ejendomme er at opnå afkast af den investerede kapital i form af løbende driftsafkast ved udlejning og/eller kapitalgevinst ved videresalg. Selskabets ejendomme består af 4 kontortårne, som er opført i tilknytning til Parken i København. Årsrapporten for regnskabsåret 1. januar til 31. december 2020 er aflagt i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards (IFRS), samt danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede virksomheder, regnskabsklasse D. Der er imellem IFRS og årsregnskabsloven ingen særlige regler om investeringsejendomme, som adskiller sig væsentligt fra hinanden. Selskabets årsregnskab er i 2020 revideret af PricewaterhouseCoopers uden bemærkninger i revisionspåtegningen.

Selskabets segmentoplysninger, udviser for koncernen huslejeindtægter for 46,9 mio.kr., samt direkte driftsomkostninger på 5,8 mio.kr. vedrørende investeringsejendommene. Selskabets note til investeringsejendomme for koncernen udviser investeringsejendomme for 627 mio.kr., hvortil årets dagsværdireguleringer udgør 11,1 mio.kr., da selskabet indregner investeringsejendomme til dagsværdi, er dette selskab udvalgt til analyse af, hvorvidt dette overholder de objektive krav, som der tidligere er redegjort for. Der er i den nedenstående tabel opridset de generelle krav, samt hvorvidt Parken Sport og Entertainment A/S har oplyst disse eller ej.

<b>Krav til oplysning</b>	<b>Oplyst</b>
Metode for opgørelse	Ja
Anvendelse af ejendomme	Ja
Beliggenhed	Ja
Ekstern vurderingsmand	Ja
Afkastkrav	Ja
Tomgang	Ja
Diskonteringsrente (DCF)	Nej
Forventede inflationsrater (DCF)	Ja
Diskonteringsperiode (DCF)	Ja
Terminalværdi (DCF)	Nej
Følsomhedsanalyse	Ja

*Tabel 12; Parken Sport og Entertainment, oplysninger*

Selskabet har oplyst 9 af 11 generelle krav i deres årsregnskab. Selskabet benytter sig af en DCF-model til fastsættelsen af dagsværdien af investeringsejendommene, der er i koncernens besiddelse. De 4 ejendomme benyttes udelukkende til kontorejendomme, som er opført i tilknytning til Parken i København. Det vurderes med disse oplysninger, at kravet om anvendelse af ejendommen samt beliggenhed også opfyldes. Selskabet oplyser, at afkastkravet er fastsat til 4,75%, med baggrund i en ekstern vurdering. Selskabet oplyser endvidere, at der ikke er benyttet en ekstern valuar til værdiansættelsen af ejendommene til dagsværdi pr. 31. december 2020.

Parken Sport og Entertainment oplyser endvidere, at selskabet forventer en tomgang på 6% i de løbende år, sammen med en forventet gennemsnitlig lejeindtægt på 1.385 pr. m<sup>2</sup>. Selskabet oplyser i samme note, at der ved brug af DCF-modellen ikke er medtaget inflationskorrigerede pengestrømme samt afkastkrav, hvorfor den forventede inflationsrate må forudsættes at udgøre 0%. Selskabet har benyttet en diskonteringsperiode på 40 år, som er perioden frem til hjemfaldspligten, der forekommer i år 2060. De yderligere centrale forudsætninger, som medgår i DCF-modellen, er diskonteringsrente og terminalværdien. Disse oplysninger er ej givet af Parken Sport og Entertainment. Disse er dog oplysninger, som vil kunne bruges af regnskabsbruger.

Dernæst oplyser selskabet en følsomhedsanalyse på både afkastprocent, tomgang og lejeindtægt. Denne følsomhedsanalyse er oplyst i årsregnskabet med følgende; ”Ved en stigning i afkastprocenten på 0,5 % point vil ejendommenes dagsværdi falde med 42 mio.kr. (2019: 37 mio.kr.). Omvendt vil et fald i afkastprocenten på 0,5 % medføre en stigning i dagsværdien på 47 mio.kr. (2019: 41 mio.kr.). Ved en stigning i tomgangen på 1 % vil ejendommenes dagsværdi falde med 7 mio.kr. (2019: 7 mio.kr.). Omvendt vil et fald i tomgangen på 1 % medføre en stigning i dagsværdien på 7 mio.kr. (2019: 7 mio.kr.). En ændring i den gennemsnitlige lejeindtægt pr. m<sup>2</sup> på kr. 10 vil medføre en ændring i ejendommenes dagsværdi på 5 mio.kr. (2019: 5 mio.kr.)”. Dette vurderes til at være en følsomhedsanalyse, som giver regnskabsbruger en god forståelse af følsomheden på flere parametre, som er brugbare for regnskabsbrugeren.

Der vil med baggrund i de ovenstående oplysninger på de grundlæggende faktorer, der er benyttet til fastlæggelsen af dagsværdien, foretages en beregning ud fra DCF-modellen. Denne beregning er foretaget nedenfor og er opstillet i t.kr. Det er ved denne beregning forudsat, at diskonteringsrenten er lig afkastkravet, og de forventede inflationsrater dermed er 0.

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	År 40	Terminal periode
		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Estimeret inflation												
Nettoleje	44.506	44.506	44.506	44.506	44.506	44.506	44.506	44.506	44.506	44.506	44.506	44.506
Driftsomkostninger i alt	8.470	8.470	8.470	8.470	8.470	8.470	8.470	8.470	8.470	8.470	8.470	8.470
Driftsoverskud	36.035	36.035	36.035	36.035	36.035	36.035	36.035	36.035	36.035	36.035	36.035	36.035
Ejendommens cashflow	36.035	36.035	36.035	36.035	36.035	36.035	36.035	36.035	36.035	36.035	36.035	36.035
Diskonteringsfaktor	0,95	0,91	0,87	0,83	0,79	0,76	0,72	0,69	0,66	0,63	0,16	
Nutidsværdi af pengestrømme	34.401	32.841	31.352	29.930	28.573	27.277	26.041	24.860	23.732	22.656	5.631	
Terminalværdi												758.637
Forretningskrav	4,8%											
Diskonteringsrente	4,8%											
Sum af nutidsværdi af pengestrømme	640.095											
Nutidsværdi af terminalværdi	118.342											
Hjemfaldspligt	-49.900											
Værdi af ejendommen	708.737											
Ejendommens værdi jf. årsrapport	626.951											
Forskelsværdi	-81.786											
Forskelsværdi i %	-13%											

Tabel 13; Beregning Parken Sport og Entertainment

Såfremt man ud fra de i årsrapporten angivne oplysninger forsøger at regne sig frem til ejendommenes dagsværdi, fremkommer der en forskelsværdi på -82 mio.kr. Denne forskel udgør -13% af den samlede ejendomsportefølje jf. Parken Sport og Entertainment A/S' årsrapport for 2020, hvilket må antages at være en væsentlig forskel for regnskabsbruger. Selskabet oplyser i noten til investeringsejendomme, at såfremt et eller flere af kontortårnene sælges separat, effektueres offentlige afgifter, som vil medføre en forøgelse af driftsomkostningerne. Dette oplyses til at være indregnet i værdiansættelsen, hvorfor dette vil kunne påvirke, at den ovenstående forskelsværdi er negativ i forholdet mellem de to værdier.

Det kan for selskabet konkluderes, at de ikke overholder samtlige krav vedrørende oplysninger om centrale forudsætninger for værdiansættelsen af investeringsejendomme til dagsværdi. Det kan i forlængelse heraf endvidere vurderes, at det på baggrund af de så afgivne oplysninger i årsrapporten er udfordrende at komme frem til den samme værdi, som selskabet har indregnet sine investeringsejendomme til. Der er dog mange informationer til regnskabsbruger, som giver et godt indblik i værdiansættelsen af ejendommene, samt hvor følsomme disse er for ændring i underliggende faktorer med videre.

## 10.6 Danica Ejendomsselskab ApS

Danica Ejendomsselskab ApS er grundlagt i 1915 og er ejet 100% af DANICA PENSION, LIVSFORSIKRINGS-AKTIESELSKAB. ”Selskabets formål er at opføre, eje og drive fast ejendom samt udøve naturlig virksomhed knyttet hertil.” (Danica Ejendomsselskab ApS, 2022) Selskabet investerer i ejendomme primært Storkøbenhavn og de andre større byer i Danmark. Selskabets ejendomsportefølje i drift består af tre kategorier nemlig; Detail og shopping centre, erhvervs ejendomme og bolig ejendomme. Årsrapporten for regnskabsåret 1. januar til 31. december 2021 er aflagt efter bestemmelserne i årsregnskabsloven for store virksomheder i regnskabsklasse C. Selskabets årsregnskab er i 2021 revideret af Deloitte uden bemærkninger i revisionspåtegningen.

Selskabets resultatopgørelse for 2021 udviser huslejeindtægter for 819 mio.kr., udgifter til lejemål på 269 mio.kr., samt et resultat før skat på 953 mio.kr. Balancen udviser derudover investeringsejendomme for 17.544 mio.kr., hvortil årets værdiregulering udgør 23 mio.kr., da selskabet indregner investeringsejendomme til dagsværdi, er dette selskab udvalgt til analyse af, hvorvidt dette overholder de objektive krav, som der tidligere er redegjort for. Der er i den nedenstående tabel opridset de generelle krav, samt hvorvidt Danica Ejendomsselskab ApS har oplyst disse eller ej.

<b>Krav til oplysning</b>	<b>Oplyst</b>
Metode for opgørelse	Ja
Anvendelse af ejendomme	Ja
Beliggenhed	Ja
Ekstern vurderingsmand	Ja
Afkastkrav	Ja
Tomgang	Ja
Diskonteringsrente (DCF)	Nej
Forventede inflationsrater (DCF)	Ja
Diskonteringsperiode (DCF)	Nej
Terminalværdi (DCF)	Nej
Følsomhedsanalyse	Ja

Tabel 14; Danica Ejendomsselskab ApS, oplysninger

Selskabet har oplyst 8 af 11 generelle krav i deres årsregnskab. Selskabet benytter sig af en DCF-model til fastsættelsen af dagsværdien af investeringsejendommene, der er i selskabets portefølje. Selskabets ejendomme er spredt i Storkøbenhavn samt i andre større danske byer. Ejendommene benyttes til detail, erhverv og bolig. Det vurderes med disse oplysninger, at kravet om anvendelse af ejendommen samt beliggenhed også opfyldes. Selskabet oplyser, at afkastkravet er ligget i niveauet 3,48% til 8%, denne forventning til afkastkravet modtages halvårligt af eksterne vurderingsmænd. Der er i årsrapporten oplyst, at de direkte ejede ejendomme pr. statusdagen d. 31. december har en udlejningsprocent på 91,3%, hvorfor tomgangen på dette tidspunkt må forudsættes at udgøre 8,7%. Dernæst oplyser Danica Ejendomsselskab i deres anvendt regnskabspraksis, at den langsigtede forventede inflation udgør 2%. De yderligere centrale forudsætninger, som medgår i DCF-modellen, er diskonteringsrente, diskonteringsperiode og terminalværdien. Disse oplysninger er ikke medtaget i årsrapporten. Disse oplysninger, specielt diskonteringsperioden, må vurderes at være væsentlige for regnskabsbruger.

Dernæst oplyser selskabet en følsomhedsanalyse på både tomgang og lånerente i forhold til årets resultat, samt på lejeniveauet og afkastkravet i forhold til investeringsejendommenes værdi. Denne følsomhedsanalyse er oplyst i årsregnskabet med følgende;

Risikoen i porteføljen af direkte ejede ejendomme er følgende:

<i>Effekt på årsresultatet, mio. kr.</i>	
<i>En stigning på fem procent i den gennemsnitlige tomgang</i>	-6
<i>En stigning på en procent i den gennemsnitlige lånerente</i>	-8
 <i>Effekt på aktivernes værdi, mio. kr.</i>	
<i>Et fald på fem procent i det gennemsnitlige lejeniveau</i>	-754
<i>En stigning på en procent i det gennemsnitlige afkastkrav</i>	-2.147

*Figur 2; Følsomhed, Danica Ejendomsselskab, (Danica Ejendomsselskab ApS, 2022)*

Dette vurderes til at være en følsomhedsanalyse, som giver regnskabsbruger en god forståelse af følsomheden på flere parametre, som er brugbare for regnskabsbruger.

Der vil med baggrund i de ovenstående oplysninger på de grundlæggende faktorer, der er benyttet til fastlæggelsen af dagsværdien, foretages en beregning ud fra DCF-modellen. Denne beregning er foretaget nedenfor og er opstillet i t.kr. Det er ved denne beregning forudsat, at diskonteringsrenten er lig afkastkravet tillagt de forventede inflationsrater. Diskonteringsperioden er heller ikke oplyst,

hvorfor denne i nedenstående forsøg på genberegning forudsættes til 10 år. Selskabet har endvidere ikke oplyst en vægтет afkastgrad, hvorfor denne er fastsat til 5%, ud fra niveauet.

	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	År 6	År 7	År 8	År 9	År 10	Terminal periode
Estimeret inflation		0	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Nettolje	890.253	908.058	926.219	944.744	963.638	982.911	1.002.569	1.022.621	1.043.073	1.063.935	1.085.213
Driftsomkostninger i alt	269.000	274.380	279.868	285.465	291.174	296.998	302.938	308.996	315.176	321.480	327.909
Driftsoverskud	621.253	633.678	646.352	659.279	672.464	685.914	699.632	713.624	727.897	742.455	757.304
Ejendommens cashflow	621.253	633.678	646.352	659.279	672.464	685.914	699.632	713.624	727.897	742.455	757.304
Diskonteringsfaktor	0,93	0,87	0,82	0,76	0,71	0,67	0,62	0,58	0,54	0,51	
Nutidsværdi af pengestrømme	580.610	553.479	527.615	502.961	479.458	457.053	435.696	415.336	395.928	377.426	
Terminalværdi											15.146.079
Forretningskrav		5,0%									
Diskonteringsrente		7,0%									
Sum af nutidsværdi af pengestrømme		4.725.562									
Nutidsværdi af terminalværdi		7.699.498									
Værdi af ejendommen		12.425.060									
Ejendommens værdi jf. årsrapport		17.544.000									
Forskelsværdi		5.118.940									
Forskelsværdi i %		29%									

Tabel 15; Beregning Danica Ejendomsselskab

Såfremt man ud fra de i årsrapporten angivne oplysninger forsøger at regne sig frem til ejendommens dagsværdi, fremkommer der en forskelsværdi på 5.119 mio.kr. Denne forskel udgør 29% af den samlede ejendomsportefølje jf. selskabets årsrapport for 2021, hvilket må antages at være en væsentlig forskel for regnskabsbruger. Selskabet oplyser endvidere, at en del af ejendommene har en omsætningsbestemt husleje for butikkerne, som lejer sig ind. Dette kan herudover også have stor indvirkning på værdiansættelsen af ejendommen. Herudover er der mangel på oplysninger i forhold til værdiansættelsen af ejendommene, hvorfor dette også gør det mindre gennemsigtigt at efterregne selskabets ejendomsværdier.

Det kan for selskabet konkluderes, at de ikke overholder samtlige krav vedrørende oplysninger om centrale forudsætninger for værdiansættelsen af investeringsejendomme til dagsværdi. Det kan i forlængelse heraf endvidere vurderes, at det på baggrund af de så afgivne oplysninger i årsrapporten er udfordrende at komme frem til den samme værdi, som selskabet har indregnet sine investeringsejendomme til.

## 10.7 Delkonklusion

Der er i den ovenstående analyse stor forskel på, hvor gode selskaberne er til at medtage de relevante oplysninger samt hvor stor en forskel, der bliver beregnet ved et forsøg på genberegning af ejendomsværdierne. Dette vil blive diskuteret yderligere senere i projektet, da der stilles spørgsmål ved væsentligheden af de centrale forudsætninger, samt hvorvidt der er forskel på revisionselskaberne.

## 11 Er der forskel på revisionshusene?

Der er som tidligere nævnt i projektet forskel på hvilke oplysninger, som PwC, EY og Deloitte mener, er centrale forudsætninger, og hvad der hermed skal oplyses i årsregnskabet. Der er herudover benævnt hvilke risici, der kan være ved valg af revisor. Det er derfor relevant at undersøge, om der for de mindre revisionshuse er samme standarder som ved de større revisionshuse, eller hvorvidt der er en væsentlig forskel, som kan have betydning for regnskabsbruger?

Det er i forlængelse heraf interessant, hvorvidt der er forskel på hvor stor en del af de centrale forudsætninger, som der oplyses i de analyserede virksomheder. Fordelingen imellem den afkastbaserede model og DCF-modellen er således, at der klart oplyses den største del af de fastsatte krav ved den afkastbaserede model. Her oplyses henholdsvis for C.W. Obel Ejendomme A/S 100% af oplysningskravene, Knud Højgaards Fond 86% af oplysningskravene og ATP Ejendomme A/S 100% af oplysningskravene. Dernæst er der for de selskaber, som benytter DCF-modellen oplyst for Agat Ejendomme A/S 64% af oplysningskravene, Parken Sport og Entertainment A/S 82% af oplysningskravene og for Danica Ejendomsselskab ApS 73% af oplysningskravene. Der er ved den afkastbaserede model tale om, at PricewaterhouseCoopers og Deloitte er de bedste i forhold til oplysning af samtlige krav, hvorimod EY kun har oplyst 6 ud af 7 krav. Det er derudover ved benyttelsen af DCF-modellen således, at PricewaterhouseCoopers er de, som oplyser det meste med 9 ud af de 11 krav, hvorimod Deloitte ligger med henholdsvis 7 og 8 ud af de 11 krav. Der er ud fra dette altså ikke nogen af revisionshusene, som ligger klart foran de andre i mellem de 3 største revisionsfirmaer i verden (Vastila, 2021). Men hvad så med de mindre revisionshuse? Medtager de samme grad af oplysninger, eller bliver denne formindsket? Det er ved de mindre revisionshuse forventningen, at der ikke er samme grad af interne retningslinjer samt informationsdeling på tværs af landet eller i branche grupper, hvorfor det forventes, at disse er mindre gode til at medtage oplysninger i årsregnskabet.

Der er til analyse heraf udvalgt to større selskaber med investeringsejendomme indregnet til dagsværdi, der testet for, hvorvidt selskaberne oplyser, det de skal, samt hvilke revisorer der har påtegnet årsregnskabet.

### 11.1 Rent Estate A/S

Rent Estate A/S er stiftet i 1999 og er 100% ejet af Rent Estate Holding ApS, der er familie ejet af Frank Buch-Andersen, og sønnerne Emil og Simon Buch-Andersen. Selskabets formål er at drive udlejning af ejendomme og dermed beslægtet virksomhed. Koncernen investerer i ejendomme til flere formål på det meste af Sjælland. Årsrapporten for regnskabsåret 1. juli 2020 til 30. juni 2021 er

aflagt efter bestemmelserne i årsregnskabslovens for regnskabsklasse B virksomheder. Selskabets årsrapport for 2020/21 er revideret af Revisionsfirmaet Svend Dørffer Registreret Revisionsanpartsselskab uden bemærkninger i revisionspåtegningen. Selskabet er udvalgt på baggrund af, at de pr. 30. juni 2020 havde investeringsejendomme for 737 mio.kr. i balancen samtidig med, at de har tilvalgt revision hos et mindre revisionsfirma, der ikke fremgår af listen over de største revisionsfirmaer i Danmark (Vastila, 2021), hvorfor forventningen vil være, at årsregnskabet indeholder en mindre andel af oplysningskravene end de tidligere analyserede virksomheder.

Koncernens resultatopgørelse udviser huslejeindtægter for 52 mio.kr., samt et resultat for året på 128 mio.kr. Balancen udviser derudover investeringsejendomme for 737 mio.kr., hvortil årets værdiregulering udgør 114 mio.kr. Der er i den nedenstående tabel opřidset de generelle krav i årsregnskabsloven, samt hvorvidt Rent Estate A/S har oplyst disse eller ej.

<b>Krav til oplysning</b>	<b>Oplyst</b>
Metode for opgørelse	Ja
Anvendelse af ejendomme	Ja
Beliggenhed	Ja
Ekstern vurderingsmand	Nej
Afkastkrav	Ja
Tomgang	Ja
Diskonteringsfaktor (DCF)	N/A
Forventede inflationsrater (DCF)	N/A
Diskonteringsperiode (DCF)	N/A
Terminalværdi (DCF)	N/A
Følsomhedsanalyse	Nej

*Tabel 16; Rent Estate, oplysninger*

Koncernen har oplyst 5 ud af de 7 de generelle krav i årsregnskabsloven i deres årsregnskab. Koncernen benytter sig af den afkastbaserede værdiansættelsesmetode til fastsættelsen af dagsværdien af investeringsejendommene, der er i koncernens besiddelse (Rent Estate A/S, 2021). Ejendommene benyttes til både erhverv og bolig. Under erhverv benyttes disse til detail, lager, kontor og værksted fordelt på det meste af Sjælland. Det vurderes med disse oplysninger, at kravet om anvendelse af ejendommen samt beliggenhed også opfyldes. Selskabet oplyser, at afkastkravet er forskelligt på ejendommene, men at det vægtede gennemsnit udgør 7,49%. Selskabet oplyser ikke, hvorvidt dette afkastkrav er fastsat af en ekstern vurderingsperson eller ej. Rent Estate A/S oplyser endvidere hvor meget af erhvervsejendommene, der er i tomgang pr. 30. juni 2021. Dette er oplyst til 7,7%. Det sidste oplysningspunkt er en følsomhedsanalyse, der dog ikke er medtaget for selskabet, hvorfor det er svært at aflæse hvordan bestemte ændringer vil medføre ændringer i indregninger af dagsværdier.



Rent Estate A/S har oplyst 5 ud af 7 krav og dermed 71% af oplysningskravene, dette er dog mindre end de allerede analyserede virksomheder, som også benytter den afkastbaserede metode til værdiansættelsen af investeringsejendomme.

## 11.2 Escot Fast Ejendom A/S

Escot Fast Ejendom A/S er stiftet i 1998 og er familie ejet 100% af Knud Orla Nielsen og sønnen Christian Søndergaard Breck Nielsen. Selskabets formål er at udleje og administrere fast ejendom. Selskabet investerer i ejendomme i det meste af Danmark til benyttelse til forskellige formål, herunder kontor, lager, produktion, detailbutik, håndværkerbutik, showroom og klinikker (Escot, 2022). Årsrapporten for regnskabsåret 1. januar 2020 til 31. januar 2020 er aflagt efter bestemmelserne i årsregnskabslovens for regnskabsklasse B virksomheder. Selskabets årsrapport for 2020 er revideret af Burholt Revision uden bemærkninger i revisionspåtegningen. Selskabet er udvalgt på baggrund af, at de pr. 31. december 2021 havde investeringsejendomme for 759 mio.kr. i balancen samtidig med, at de har tilvalgt revision hos et mindre revisionsfirma, der ikke fremgår af listen over de største revisionsfirmaer i Danmark (Vastila, 2021), hvorfor forventningen vil være, at årsregnskabet indeholder en mindre andel af oplysningskravene end de tidligere analyserede virksomheder.

Selskabets resultatopgørelse udviser en bruttofortjeneste på 86 mio.kr., samt et resultat i 2020 på 55 mio.kr. Balancen udviser derudover investeringsejendomme for 759 mio.kr., hvortil årets værdiregulering ikke fremgår i resultatopgørelsen. Der er i den nedenstående tabel opřidset de generelle krav i årsregnskabsloven, samt hvorvidt Escot Fast Ejendom A/S har oplyst disse eller ej.

<b>Krav til oplysning</b>	<b>Oplyst</b>
Metode for opgørelse	Ja
Anvendelse af ejendomme	Nej
Beliggenhed	Nej
Ekstern vurderingsmand	Nej
Afkastkrav	Ja
Tomgang	Nej
Diskonteringsfaktor (DCF)	N/A
Forventede inflationsrater (DCF)	N/A
Diskonteringsperiode (DCF)	N/A
Terminalværdi (DCF)	N/A
Følsomhedsanalyse	Nej

*Table 17; Escot Ejendomme, oplysninger*

Selskabet har altså opfyldt 2 af de 7 generelle krav i deres årsregnskab. Selskabet benytter sig af den afkastbaserede værdiansættelsesmetode til fastsættelsen af dagsværdien af investeringsejendommene, der er i selskabets besiddelse (Escot Fast Ejendom A/S, 2021). Der er i årsregnskabet ikke

oplyst, hvad investeringsejendommene benyttes til, samt hvor disse er beliggende. Selskabet har dog oplyst et afkastkrav, der ligger i intervallet mellem 5,2% - 9,8%. Det er dog ikke oplyst, hvorvidt dette afkastkrav er fastsat af ledelsen, eller om der er benyttet en ekstern vurderingsmand til denne fastsættelse. Selskabet oplyser endvidere ikke den nuværende tomgangsprocent, og ej heller hvor stor udlejningsprocenten er. Der er herudover heller ikke oplyst en følsomhedsanalyse, der for regnskabsbruger kunne give indblik i, hvordan og hvilke ting der kunne give et større udsving i ejendomsværdierne.

Escot Fast Ejendom A/S har kun oplyst 2 ud af 7 krav og dermed 29% af oplysningskravene. Dette er væsentligt mindre end de allerede analyserede virksomheder, som også benytter den afkastbaserede metode til værdiansættelsen af investeringsejendomme. Det kan endvidere benævnes, at dette selskab ej heller oplyser årets værdiregulering af investeringsejendomme på en særskilt linje i årsregnskabet, hvorfor denne værdiregulering jf. årsregnskabsloven § 58 a punkt 2 ikke fremkommer direkte af årsregnskabet.

De to udvalgte selskaber med revisorer fra et mindre revisionselskab har altså en mindre oplysningsprocent trods betydelige ejendomsværdier på begge over 700 mio.kr. Det kan her altså diskuteres, hvorvidt der er tale om, at dette skyldes valget af revisor eller ledelsen. Det kan på den ene side være grundet, at revisorerne ikke er opdateret tilstrækkeligt på de nyeste regler, eller ikke har samme interne retningslinjer, som de større revisionshuse. Det kan på den anden side blot være, at deres fortolkning af årsregnskabsloven ligger i en lavere grad, og dermed ikke fortolker den til den samme grad af oplysninger. Der er dog også i de to udvalgte årsrapporter en væsentlig forskel på oplysningsniveauet, selvom at begge selskaber har omtrent samme størrelse. Der er for Burholt Revision kigget længere ned i, om de ovenstående oplysninger ved Escot Fast Ejendom A/S er et enkelt tilfælde for lav oplysningsgrad, eller om dette er et kendetegn for flere årsrapporter. Det kan her konkluderes, at der er tale om flere årsrapporter med samme oplysningsgrad som den udvalgte. Denne mangel på oplysninger om centrale forudsætninger vil kunne have en stor påvirkning på regnskabsbruger, som kan risikere, at ville have truffet en anden beslutning på baggrund af regnskabet, såfremt der var medtaget flere oplysninger.

Det kan endvidere også diskuteres, hvorvidt denne stikprøve er af en sådanne størrelse, at der kan konkluderes på, hvorvidt de mindre revisionshuse har færre krav end de større revisionshuse. Dette ville aldrig kunne konkluderes sikkert ud fra en så smal udvælgelse, men det ville kunne konkluderes,

at der er en tendens til, at de mindre revisionshuse ej har medtaget så mange oplysninger, som de største revisionselskaber.

### 11.3 Risici ved valg af revisor

De ovenstående nævnte forskelle på mindre og større revisionselskaber leder videre til spørgsmålet om, hvorvidt der er en yderligere risiko ved valget af revisor. De centrale forudsætninger udgør som tidligere nævnt et fortolkningsgrundlag, som revisor og virksomhed træffer i samarbejde. Dette fortolkningsgrundlag skaber en risiko for regnskabsbrugeren, da det ikke nødvendigvis vil være ens fra virksomhed til virksomhed samt fra det ene revisionshus til et andet. Det skaber derfor en diskussion om, hvad man som regnskabsbruger kan forvente, og hvilke risici der er for regnskabsbrugeren. I den nedenstående diskussion vil nogle af de væsentlige risici blive omtalt og redegjort for.

De centrale forudsætninger er defineret på baggrund af et fortolkningsgrundlag af revisor og virksomhedens ledelse, hvorfor dette har stor indflydelse for regnskabsbrugeren og virksomhedens valg af revisor. Dette skyldes, at det er forskelligt fra det ene revisionshus til det andet, hvilke oplysninger i de centrale forudsætninger, der anses som fyldestgørende. De store revisionshuse har interne retningslinjer for, hvad de anser som fyldestgørende oplysninger i årsregnskabet om de centrale forudsætninger, hvorfor deres årsregnskaber er sammenlignelige internt. Dette betyder dog ikke, at retningslinjerne er ens mellem de store revisionshuse. Dette kan derfor skabe grundlag for, at regnskabsbrugeren foretrækker et revisionshus fremfor et andet afhængig af de interne retningslinjer for de givne oplysninger i de centrale forudsætninger. Derudover må det antages, at de større revisionshuse udarbejder flere regnskaber omkring investeringsejendomme end de mindre revisionshuse, hvorfor de sætter barrieren for, hvad der bør oplyses i de centrale forudsætninger, for at lovens bestemmelse om det retvisende billede opfyldes. Dette skyldes, at de store revisionshuse påtegner årsregnskaber, som både opfylder årsregnskabslovens bestemmelser samt de interne retningslinjer. Det må derfor antages, at de store revisionshuse er sværere at påvirke sammenlignet med et mindre revisionshus, da et mindre revisionshus ikke har interne retningslinjer at opfylde, men derimod kun årsregnskabslovens bestemmelser. Det kan dermed også have indflydelse for virksomheden i forhold til valg af revisor. Da det er et fortolkningsgrundlag, har virksomheden mulighed for at vælge revisor ud fra, hvilken revisor, der er villig til at imødekomme deres hensigter. Der er derfor risiko for, at oplysningerne ikke er objektive og fyldestgørende. Denne risiko ville alt andet lige kunne formindskes markant, hvis der var klare retningslinjer i årsregnskabsloven, som var ens for alle virksomheder, der har investeringsejendomme og aflægger årsregnskab efter årsregnskabslovens bestemmelser.

## **11.4 Delkonklusion**

Der er ved gennemgangen af de to mindre revisionselskaber opdaget en tendens til, at disse medtager færre oplysninger end de større revisionselskaber. Dette vil endvidere kunne have en indvirkning på, at der kan ligge en større risiko ved valg af revisor, såfremt det generelle billede af revisionselskaberne er, at de større er bedre til at sikre, hvorvidt selskaberne oplyser de korrekte forudsætninger, og oplyser regnskabsbruger med de, som de skal bruge for at kunne træffe de rigtige beslutninger på baggrund af regnskabet, hvilket resulterer i det retvisende billede af selskabernes aktiviteter.

## 12 De centrale forudsætningers væsentlighed

Der er fastsat lovkrav vedrørende oplysninger om de centrale forudsætninger i årsregnskabsloven §58a, stk. 2. Det fremgår dog ikke heraf hvilke oplysninger, der udgør de centrale forudsætninger, hvorfor dette er et fortolkningsgrundlag, som revisor og virksomhed træffer i samarbejde. Det udleder derfor en diskussion om, hvorvidt det er relevant for regnskabsbrugeren og det retvisende billede, når der ikke er lovbestemte krav om hvilke oplysninger, der bør gives vedrørende de centrale forudsætninger. Når der i loven ej er fastsatte krav for hvilke oplysninger, der udgør de centrale forudsætninger – hvilken gavn udgør disse oplysninger om centrale forudsætninger så for regnskabsbruger?

### 12.1 Regnskabsbruger

De centrale forudsætninger bør være til gavn for regnskabsbrugeren og det retvisende billede, da det er formålet med virksomhedens aflæggelse af årsregnskabet. Det er derfor essentielt at diskutere, hvem regnskabsbrugeren er for en typisk virksomhed med investeringsejendomme. Der vil kunne være mange regnskabsbrugere for en virksomhed med investeringsejendomme, heriblandt investorer, som har investeret sine penge mod forventning om fremtidigt afkast fra virksomheden. Banker, kreditforeninger og andre långivere, der har finansieret virksomhedens ejendomme med forventning om fremtidige renteindtægter heraf. Helt eller delvis ejede koncerninterne virksomheder, der er koncernforbundet med virksomheden, hvor interne aftaler forventes overholdt. Lejere, der har en interesse i virksomhedens økonomiske forhold. Kreditorer, der foretager handelsaftaler med virksomheden, der forventer, at få betaling for den leverede ydelse eller service. Offentlige instanser, som Erhvervsstyrelsen og skat, der har en forventning om det retvisende billede i forhold til regnskabsaflæggelsen og virksomhedens skatteforhold. Det kan derfor vurderes, at der er en lang række forskellige regnskabsbrugere, som forventer et retvisende billede af virksomhedens regnskab.

### 12.2 Det retvisende billede

Hvordan sikres det retvisende billede af virksomhedens regnskab, hvis regnskabsbruger ikke kan efterregne dagsværdierne ud fra de givne oplysninger i årsregnskabet og heriblandt de centrale forudsætninger. Derudover er det også undrende, at virksomheden skal bruge tid på at beregne og indsamle informationer til disse oplysninger, hvis det gøres halvhjertet og ikke er til gavn for regnskabsbrugeren alligevel. Det vil derfor kunne diskuteres, hvorvidt dette er i overensstemmelse med årsregnskabslovens grundlæggende forudsætninger jf. §13, hvor det herudover fremgår, at årsrapporten skal udarbejdes på en klar og overskuelig måde, for at sikre en vis klarhed. Dertil kan spørgsmålet rejses med hvor stor grad af klarhed, som der bliver givet, hvis ikke der kan efterregnes dagsværdier på

investeringsejendommene ud fra de oplysninger, som gives i årsregnskabet. Det kan dog på den anden side diskuteres, hvor meget klarhed der skal gives til regnskabsbruger – der vil vel også på et tidspunkt blive afgivet for mange oplysninger, og dermed ville selskaberne kunne miste noget konkurrencedygtighed? Såfremt man af regnskabet ville kunne genberegne ejendomsværdien 100%, hvad ville rationale for ikke at have afgivet for mange oplysninger til sine konkurrenter så være? Det er en grænse for oplysninger, som er svær at kende, da man på den ene side som regnskabsbruger kan få for lidt oplysninger, men at der på den anden side kan blive afgivet for mange og dermed skade selskabet. Hvad er så bedst? Klarhed eller konkurrencedygtighed og hvordan rammer man et niveau, som ligger i mellem, og dermed skaber klarhed uden at afgive konkurrencedygtighed?

### **12.3 Kvalitetskravet pålidelighed**

Når de centrale forudsætninger ikke er overskuelige, men er væsentlige for regnskabsbrugeren i forhold til værdiansættelsen af virksomhedens investeringsejendomme, skal regnskabsbruger så sætte sin lid til at virksomheden, Erhvervsstyrelsen og revisionselskabet bag regnskabsaflæggelsen har udarbejdet fyldestgørende dokumentation bag værdiansættelsen, så ejendommen fremgår i regnskabet til den rigtige dagsværdi? Det er her specielt vigtigt, at sikre pålidelighed for regnskabsbrugeren, så regnskabsværdierne ikke består af usikkerheder og forkerte oplysninger. Derudover fremgår det også af årsregnskabslovens kvalitetskrav til regnskabsinformation jf. §12, stk. 3, at oplysningerne i årsregnskabet i rimeligt omfang kan efterprøves i forhold til pålidelighed. Årsrapporten må derfor ikke indeholde urealistiske og usandsynlige forhold, som kan forvride regnskabsbrugeren indtryk af virksomheden (EY, 2021/22).

### **12.4 Delkonklusion**

Det kan diskuteres, hvorvidt oplysningerne vedrørende de centrale forudsætninger er væsentlige for regnskabsbrugeren på nuværende tidspunkt, hvor der ikke er lovbestemte krav om relevante oplysninger. De centrale forudsætninger bør være til gavn for de benævnte regnskabsbrugere, men det kan diskuteres, hvorvidt oplysningerne i de centrale forudsætninger er udarbejdet på en klar og overskuelig måde, samt hvorvidt alle relevante forhold indgår i årsregnskabet, når værdiansættelsen af investeringsejendommene ikke kan efterregnes.

### **13 Risici for regnskabsbruger**

De centrale forudsætninger udgør som tidligere nævnt et fortolkningsgrundlag, som revisor og virksomhed træffer i samarbejde. Dette fortolkningsgrundlag skaber en risiko for regnskabsbrugeren, da det ikke nødvendigvis vil være ens fra virksomhed til virksomhed samt fra det ene revisionshus til et andet. Det skaber derfor en diskussion om, hvad man som regnskabsbruger kan forvente, og hvilke risici der er for regnskabsbrugeren. Det kan ud fra den tidligere analyse af virksomhedernes oplysninger i årsregnskabet diskuteres, hvorvidt de opgivne centrale forudsætninger i virksomhedernes årsrapport er fyldestgørende, hvorfor det kan være vanskeligt at efterregne virksomhedens værdiansættelse af investeringsejendomme. Det er derfor relevant at diskutere, hvorvidt det retvisende billede er opfyldt, da værdiansættelsen tydeligvis er påvirket af en række særlige forhold, som ikke nødvendigvis benævnes eller defineres med en værdi i årsregnskabet. Derudover er der en lang række andre faktorer, som regnskabsbrugeren også skal være opmærksom på, da det ikke nødvendigvis er beskrevet som særlige forhold. I den nedenstående diskussion vil nogle af de væsentlige risici blive diskuteret og vurderet omkring, hvorvidt om disse kan give større gennemsigtighed for regnskabsbruger i forhold til risici ved investeringsejendomme.

#### **13.1 Udlejningsprocent/Tomgang**

Udlejningsprocenten fremgår under virksomhedens centrale forudsætninger, hvilket analysen omkring udvælgelse af virksomheder i praksis også illustrerer. Derudfra er det forudsat, at den resterende procentdel skyldes tomgang. Det fremgår dog ikke af årsregnskaberne, hvorvidt denne tomgang skyldes renovering, dårlig stand, manglende lejere, dårlig forretning eller lignende. Det kan dog diskuteres, hvorvidt dette er en væsentlig oplysning for regnskabsbrugeren eller ej. Det antages dog, at graden af væsentligheden er defineret ud fra, hvor stor udlejningsprocenten er historisk set. Hvis udlejningsprocenten historisk set er høj, er væsentligheden lav, hvorimod hvis udlejningsprocenten historisk set er lav er væsentligheden af, hvad der ligger til årsag for tomgangen høj. Derudover er det også væsentligt for regnskabsbrugeren, hvorvidt tomgangen skyldes fx renovering af investeringsejendommen eller manglende lejere. Manglende lejere er alt andet lige mere væsentligt en renovering, hvis det skyldes, at nogle af investeringsejendommens beboelsesejendomme er i så dårlig stand, at de ikke kan udlejes, hvorfor det må forventes, at der ikke vil kunne findes fremtidige lejere uden større vedligeholdelsesomkostninger eller en gennemgribende renovering. Dette vil ikke nødvendigvis fremgå af årsregnskabet, hvis der er andre beboelsesejendomme, der generelt har et stabil cash-flow. Manglende lejere vil alt andet lige være en væsentlig oplysning for regnskabsbrugeren, da tomgangen ikke

vil ændres uden en indsats fra virksomheden, som kræver yderligere omkostninger, hvorimod en re-  
novering typisk vil have en deadline uden yderligere indsats fra virksomheden.

### **13.2 Dårlige lejere**

Regnskabsbrugeren kan også være opmærksom på risikoen af dårlige lejere ved investeringsejendomme, der består af beboelsesejendomme. Det vil fremgå af ”hensættelse til tab af debitorer”, hvis virksomheden har mange dårlige lejere, der ikke betaler sin husleje, der efterfølgende vil blive afskrevet. Investeringsejendomme til beboelse består typisk af mange lejemål, hvor der kan være nogle dårlige lejere indimellem, som ikke er i stand til at betale. Det vil typisk ikke kunne svare sig for virksomheden at indkræve pengene, da der typisk er flere omkostninger forbundet hermed sammenlignet med tabet af huslejeindtægten. Det er derfor en god ide af regnskabsbrugeren at være opmærksom på størrelsen af debitorer hensat til tab, da dette ville kunne skabe et indblik i, hvorvidt der er en større risiko ved lejere.

### **13.3 Låne risiko**

Regnskabsbrugeren kan også være opmærksom på finansieringen af investeringsejendommene, da disse kan være finansieret på mange måder som fx kreditforeningslån, banklån, mellemregning med privatpersoner eller datterselskaber, der alle skaber risici på hver sin måde og af forskellige størrelser. Umiddelbart er det meget essentielt, hvorvidt lånoptagelsen er foretaget internt eller eksternt, samt hvorvidt det er afdragsfrit lån. Interne lån med privatpersoner eller koncernforbundne virksomheder bør være fastsat på markedsvilkår, men dette vil ikke altid fremgå af årsregnskabet. Det vil dog fremgå af årsregnskabet, hvorvidt der afdrages på lånet, samt om der er store udsving i de finansielle poster. Det vil derfor være en mindre risiko for regnskabsbrugeren, hvis lånoptagelsen er foretaget eksternt, da disse lån ikke vil være påvirket af interne hensigter, som koncernforbundne mellemregninger kan bære præg af. Derudover er det også essentielt for regnskabsbrugeren, hvorvidt virksomheden er i stand til at betale afdrag ud fra investeringsejendommens egen cash-flow, så virksomheden ikke er afhængig af ekstern finansiering eller koncerninterne pengestrømme. Endvidere vil det også være væsentligt for regnskabsbrugeren, om der er store udsving i de finansielle forpligtelser. Det finansielle marked har haft lave renter længe, hvorfor det har været relativt stabilt. Den seneste tid har det finansielle marked dog set nogle større udsving i renterne, hvorfor der vil være en større risiko ved variable renter, som er stigende. Virksomheden skal derfor have frie likvider til at afdække det stigende renteniveau, der er ved et variabelt lån.



### **13.4 Forsikringsgrundlag**

Det kan også være relevant for regnskabsbrugeren, hvorvidt virksomheden har tegnet de rette forsikringer, så de er dækket ved uforudsete skader. Dette vil ikke være nemt at aflede ud fra årsregnskabet, da forsikringsudgifter typisk vil være en del af en større omkostningsgruppe, som for eksempel andre eksterne omkostninger. Regnskabsbrugeren kan dog være opmærksom på, om der er store udsving i andre eksterne omkostninger, da disse typisk vil være meget stabile ved investeringsejendomme med forbehold for vedligeholdelsesomkostninger. Større vedligeholdelsesomkostninger vil dog typisk fremgå af de centrale forudsætninger, hvorfor regnskabsbrugeren kan finde oplysninger om dette i årsregnskabet.

### **13.5 Delkonklusion**

De ovenstående forhold danner grundlag for diskussionen om de mange forhold en regnskabsbruger skal være opmærksom på i forhold til årsregnskabets oplysninger, som ikke nødvendigvis fremgår af noten vedrørende de centrale forudsætninger, men derimod er afledt af de forskellige regnskabsposter. Der er mange væsentlige forudsætninger og oplysninger, der fremgår af virksomhedens årsregnskab, som regnskabsbrugeren typisk vil finde relevant, heriblandt udlejningsprocent, hensættelse til tab af debitorer og hvorvidt finansiering er foretaget eksternt eller internt samt afdragsfrihed og rentudsving. Der er mindst lige så mange væsentlige forudsætninger, som en regnskabsbruger ikke har mulighed for at gennemskue i årsregnskabet som fx årsag til tomgang, forsikringsgrundlag samt lånevilkår i forhold til markedsvilkår og renteniveau. Det er derfor vigtigt, at regnskabsbrugeren har kendskab til regnskab samt hvilke regnskabsposter, der også kan give et indblik i de særlige forhold, som indgår i beregningen af dagsværdiansættelsen.

## 14 Fokus hos Erhvervsstyrelsen?

Det er tidligere i projektet diskuteret, hvorvidt der er forskelle på revisionshusene, samt hvad væsentligheden er af oplysningerne og om de andre risici, der kan være for regnskabsbrugere. Disse diskussioner og vurderinger leder hen til spørgsmålet om, hvorvidt de nye oplysningskrav og de centrale forudsætninger er et fokus hos Erhvervsstyrelsen eller ej.

Der er som benævnt i de senere år fremkommet flere oplysningskrav i årsregnskabsloven. Den seneste tilføjelse er årsregnskabsloven §58 a. Det fremgår af denne lov, at der for hver kategori af aktiver eller forpligtelser som måles til dagsværdi skal oplyses følgende: 1) dagsværdien ultimo regnskabsåret, 2) ændringer af dagsværdien, der er indregnet direkte i resultatopgørelsen og 3) ændringer, der er indregnet i dagsværdireserven under egenkapitalen (Danske Love, 2022). Det fremkommer endvidere i stk. 2 at aktiver og forpligtelser som ikke måles på et grundlag af observationer på et aktivt marked, skal oplyses om de centrale forudsætninger, der er anvendt ved beregningen. Disse nye krav i årsregnskabsloven vil forventes at medføre et større fokus fra Erhvervsstyrelsen om, hvorvidt disse overholdes – ellers bør der stilles spørgsmålstejn ved, hvorfor denne tilføjelse i årsregnskabsloven er blevet foretaget. Det vil derfor i det kommende afsnit, blive undersøgt hvor Erhvervsstyrelsens fokus ligger.

Erhvervsstyrelsen har ved den digitale indberetning opsat flere automatiske kontroller på forskellige regnskabsposter (Erhvervsstyrelsen, 2022) . Der er her også opsat flere automatiske kontroller på investeringsejendomme, som vil udvise fejl og/eller mangler på kontroller opsat af Erhvervsstyrelsen. Disse kontroller indeholder følgende, hvor FRM-nummeret er udtryk for den fejlmeddelelse, som vil udkomme hos Erhvervsstyrelsen:

- *”FRM03: Der er angivet regnskabstal for ejendomme uden en anvendt regnskabspraksis”*
- *”FRM04: Der er angivet en anvendt regnskabspraksis for ejendomme og ingen regnskabstal”*
- *”FRM08: Anvendt regnskabspraksis for ejendomme skal tydeligt fremgå”*
- *”FRM09a: Ejendomme indregnes til dagsværdi, men der er ikke oplyst om dagsværdireguleringer”*
- *”FRM09b: Ejendomme indregnes til dagsværdi, men der oplyses om værdireguleringer på egenkapitalen”*
- *”FRM10a: Ejendomme indregnes til kostpris, men der oplyses om dagsværdireguleringer”*
- *”FRM10b: Der er ikke foretaget afskrivninger på ejendomme”*

De ovenstående kontroller i den digitale indberetning af årsrapporten berører, hvorvidt der er oplyst om anvendt regnskabspraksis ved nogen eller ingen regnskabsværdier for ejendomme, samt at afsnittet vedrørende ejendomme skal fremgå tydeligt af regnskabspraksis. Dernæst ligger endvidere kontroller på, hvorvidt der er indregnet dagsværdireguleringer eller ej, samt om der er værdireguleringer på egenkapitalen. De ovenstående fejlmeddelelser vil ved de enkelte tilfælde komme ud til Erhvervsstyrelsens gennemgang, hvorefter det er op til den enkelte medarbejder, om denne fejl/mangel vil skulle undersøges yderligere og i så fald, hvad der vil skulle foretages. Disse kontroller vil vurderes til at kunne foretage kontrol af, hvorvidt virksomheder med investeringsejendomme får oplyst kravene beskrevet i årsregnskabsloven §58 a, punkt 1-3, som der er tidligere nævnt ovenfor. Det vurderes i forlængelse heraf, at Erhvervsstyrelsen må have opsat disse kontroller til brug for en generel kontrol af dagsværdier, som må skyldes, at der ligger et fokus på opfyldelsen af årsregnskabsloven §58a, punkt 1-3 hos Erhvervsstyrelsen.

Det ovenstående leder herefter hen til spørgsmål om, hvorvidt Erhvervsstyrelsen så har fokus på oplysninger om de centrale forudsætninger ved værdiansættelsen på dagsværdier. De centrale forudsætninger er ej defineret af Erhvervsstyrelsen, som det tidligere er nævnt i projektet. De centrale forudsætninger er altså i større grad påvirket af revisorerne og ledelsens subjektive holdninger til, hvad der klassificeres som værende en del af de centrale forudsætninger. Der er i Erhvervsstyrelsens oversigt over forretningsregler, altså opstillingen af hvilke kontroller, som er opsat, ikke medtaget oplysninger om, hvordan de kontrollerer, at oplysningskravet i §58a, stk. 2 bliver overholdt. Det er ud fra dette altså ikke til at vurdere, hvordan eller hvorvidt dette er et fokusområde for Erhvervsstyrelsen. Det er herfor undersøgt, hvorvidt der er nogle afgørelser eller domme på manglende overholdelse af oplysningskravet om de centrale forudsætninger, samt hvilke oplysninger der herunder er fokus på.

Finanstilsynets hjemmeside oplister regnskabskontrol og de tilhørende afgørelser, der er på afgørelser vedrørende ejendomme 21 styks, fordelt på årrækken fra 2006 til 2020. Der er heraf 2 af nyere dato i henholdsvis 2019 og 2020, som påtaler ejendomme og dagsværdi regulering heraf.

I sagen fra 2019 er der tale om en regnskabskontrolsag vedrørende årsrapporten for 2017 for selskabet Cemat A/S, CVR-nr. 24 93 28 18 (Finanstilsynet, 2019). Selskabet aflægger årsrapport efter IFRS, som er godkendt af EU, samt de yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede virksomheder. Årsregnskabet samt koncernregnskabet er revideret af BDO Statsautoriseret Revisionsaktieselskab med en revisionspåtegning, der er uden bemærkninger. Denne afgørelse påbyder flere forskellige forhold, men af relevans til projektet belyses her de punkter, som vedrører

investeringsejendomme. Erhvervsstyrelsen har i afgørelsen lagt vægt på nedenstående forhold, som ikke er medtaget korrekt i årsrapporten:

1. Der er medtaget forkert eller ej fyldestgørende regnskabspraksis for investeringsejendomme.
2. Der er ikke medtaget væsentlige forudsætninger ved opgørelsen af dagsværdien, herunder lægges specielt vægt på afkastkravet.
3. Der er medtaget forkert oplysning om hvilket dagsværdiniveau som ejendommene medgår i.

Disse forhold har Erhvervsstyrelsen vurderet som væsentlige, og at der herefter skulle oplyses korri-gerende information til selskabets årsrapport.

Der er i sagen fra 2020 tale om en regnskabskontrolsag vedrørende årsrapporten for 2018 for selskabet Copenhagen Capital A/S, CVR-nr. 30 73 17 35 (Finanstilsynet, 2020). Selskabet aflægger årsrapport efter IFRS, som er godkendt af EU, samt de yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede virksomheder. Årsregnskabet samt koncernregnskabet er revideret af KPMG Statsautoriseret Revisionspartnerselskab med en revisionspåtegning, der er uden bemærkninger. Denne afgørelse påbyder forskellige forhold, men af relevans til projektet belyses her de punkter, som vedrører investeringsejendomme. Erhvervsstyrelsen har i afgørelsen lagt vægt på nedenstående forhold, som ikke er medtaget korrekt i årsrapporten:

1. Selskabet har oplyst afkastkrav som en del ledelsesberetningen, hvortil Erhvervsstyrelsen mener at dette afkastkrav skal oplyses som en del af årsregnskabet og eller koncernregnskabet, og dermed ikke gives udelukkende uden for regnskabet.
2. Selskabet har endvidere oplyst afkastkravet som den eneste forudsætning, hvor Erhvervsstyrelsen påtaler at der efter styrelsens vurdering ville skulle oplyses om den forventede indtjening fra ejendommene, da opgørelsen af investeringsejendommens værdi vil være afhængige af dette skøn.

Selskabet har efter offentliggørelsen af årsrapporten for 2018, offentliggjort en delårsrapport hvortil selskabet har oplyst om yderligere forudsætninger til værdiansættelsen af investeringsejendommene, hvortil Erhvervsstyrelsen har vurderet dette tilstrækkeligt.

Det kan vurderes på baggrund af disse afgørelser, at Erhvervsstyrelsen haft fokus på alle aspekter af indregningen af investeringsejendomme og herunder overholdelsen af de centrale forudsætninger. Det kan dog diskuteres, hvor stort fokus der er hos Erhvervsstyrelsen i og med, der ingen nyere afgørelser er, samt hvor meget som Erhvervsstyrelsen vurderer til at være en del af de centrale

forudsætninger. Det vil ud fra de i projektet udvalgte årsrapporter kunne vurderes, at der burde ligge flere afgørelser på manglende oplysninger på baggrund af hvor mange af disse, der mangler oplysninger. Derudover er de to ovenstående afgørelser kommet som led i Erhvervsstyrelsens regnskabskontrol med børsnoterede selskaber, hvorfor der i begge afgørelser er flere forhold, der er undersøgt, og dermed er regnskaberne ikke af, hvad der fremgår udtaget som direkte led i et fokus på investeringsejendomme. Såfremt Erhvervsstyrelsen havde et øget fokus på dagsværdier efter den nye tilføjelse til årsregnskabsloven og oplysningskravene heri, ville det kunne diskuteres, hvorvidt der så burde ligge nogle nyere afgørelser med udgangspunkt i 2020 regnskaberne. Denne kvalitetskontrol er dog stadig igangværende, hvilket kan ligge til grund for, at der endnu ikke er nogle afgørelser.

Det kan endvidere diskuteres, hvorvidt Erhvervsstyrelsens automatiske kontroller kunne udvides og dermed give en yderligere kontrol med årsrapporterne. Det kunne implementeres i disse kontroller, at såfremt der er investeringsejendomme, med en værdiregulering på +/- 10% af ultimo dagsværdien skulle gennemlæses for test af, hvorvidt oplysningskravene overholdes. Det kunne på den anden side være selskaber med investeringsejendomme over et bestemt beløb, som ville skulle udtages, sådan at Erhvervsstyrelsen rammer nogle af de store selskaber, hvor man vil forvente, at der tilhørende ville være et revisionshus af en vis størrelse tilvalgt. Erhvervsstyrelsen ville herved kunne ramme større selskaber og samtidig præge revisionshusene i en retning af, hvad de ligger som retningslinjer for væsentlige og/eller centrale forudsætninger. Dette ville dog for Erhvervsstyrelsen medføre en yderligere arbejdsbyrde, men samtidig vil de fleste af sådanne kontroller kunne opsættes automatisk, hvorfor det vil vurderes at skabe et generelt mere retvisende billede.

Det kan herudover både ses fordele og ulemper ved udarbejdelsen af et notat fra Erhvervsstyrelsen, som opridser hvilke forudsætninger, som de mener, vil være centrale samt hvornår disse er på et observerbart marked eller ej. Dette ville for selskaber med investeringsejendomme give en hjælpende hånd til, hvilke oplysninger der bør medtages. Det vil dog samtidig tage tid og ressourcer fra Erhvervsstyrelsen at udarbejde dette notat – er denne tid så brugt bedre andet sted? Dette er et punkt, som er svært at vurdere udefra og uden væsentlig indsigt i Erhvervsstyrelsen. Det vil med et sådanne notat dog vurderes at være en væsentlig hjælp for selskaber, men også revisorerne da der lige nu er flere forskellige holdninger blandt revisionshusene, om hvad der bør oplyses. Samtidigt vil de større revisionshuse have en væsentlig fordel i In-House faglige afdelinger eller branchegrupper på tværs af landet, der kan hjælpe til med en fastsættelse af centrale forudsætninger. Dette vil for de mindre revisionshuse vurderes at være en større udfordring, da man typisk ikke har de samme muligheder som i de større revisionshuse. Erhvervsstyrelsen ville dog ved udarbejdelsen af et sådanne notat blive

pålagt formentligt mere arbejde, da udarbejdelsen er en ting, men der ville således også skulle foretages kontrol af, hvorvidt de centrale forudsætninger, der er nævnt i et sådant notat, bliver overholdt. Det vil dog vurderes som en hjælp til alle parter, såfremt Erhvervsstyrelsen udarbejdede sådanne notat, således revisorer, selskaber men også regnskabsbrugere ville have de samme mere specifikke retningslinjer at indordne sig efter.

Fokusset hos Erhvervsstyrelsen kunne endvidere have lagt mere fast, såfremt de havde medtaget en kontrol af dagsværdier og oplysninger herom i deres temabaserede kvalitetskontroller for 2021-2022. Dette ville for Erhvervsstyrelsen udadtil give et billede af, at denne tilføjelse i årsregnskabsloven er vigtig og er noget som bliver kontrolleret. Denne kontrol ville med fordel kunne udvælges på baggrund af de automatiske kontroller, hvorfor udvælgelsen af selskaberne ville kunne blive automatiserede og dermed skabe et bedre overblik for Erhvervsstyrelsen. Der er dog i forvejen fastsat flere temabaserede kvalitetskontroller, som også har stor relevans i øjeblikket, og dermed kan give en større værdiskabelse for regnskabsbruger (Erhvervsstyrelsen, 2020). Det fremgår endvidere af notatet om temabaserede kvalitetskontroller, at revision af investeringsejendomme målt til dagsværdi er et muligt emne over de kommende 2-5 år, hvorfor dette stadig vurderes at have noget fokus hos Erhvervsstyrelsen.

Der kan herudover dog allerede være implementerede fokusområder hos Erhvervsstyrelsen som indeholder dagsværdier eller andre forhold i forhold til investeringsejendomme, som blot ikke er offentlige og dermed ikke er fremsøgningsmulige for selskaber og andre interessenter. Dette ville ikke kunne udelukkes, men det vurderes dog stadig, at der i såfald burde ligge flere afgørelser på investeringsejendomme eller dagsværdier, såfremt at Erhvervsstyrelsen er enige med de større revisionshuse om, hvad der burde medgå i de centrale forudsætninger.

### **14.1 Delkonklusion**

Der er mange fordele og ulemper ved enten at fastsætte nogle centrale forudsætninger og dermed vejlede de, som kunne have behov for dette. Det er samtidigt svært at fastsætte disse oplysningskrav på tværs af samtlige modeller til værdiansættelse af dagsværdien og størrelsen af virksomheder. Størrelsen af fokusset hos Erhvervsstyrelsen er ikke helt gennemsigtigt, hvorfor det er svært at vurdere, hvor meget de har af fokus på de nyere oplysningskrav. Det vurderes dog, at der er nogen fokus herpå, men samtidig også at dette godt kunne være større.

## 15 Konklusion

Der er ved regnskabsaflæggelse efter årsregnskabslovens bestemmelser krav til indregning og måling for virksomheder, der er i besiddelse af investeringsejendomme. Disse krav er defineret ud fra årsregnskabsloven §37 vedrørende indregning til dagsværdi. Investeringsejendomme, der er indregnet til dagsværdi ud fra årsregnskabsloven §37 er omfattet af de lovbestemte oplysningskrav, der fremgår af årsregnskabsloven §58a. Derudover skal disse virksomheder oplyse de centrale forudsætninger, som er anvendt ved beregningen af kapitalværdien jf. årsregnskabsloven §58a, stk. 2. Investeringsejendomme er typisk indregnet efter kapitalværdien, som beregnes på baggrund af en DCF-model eller en afkastbaseret model, hvorfor oplysningerne vedrørende de centrale forudsætninger er særligt relevant for virksomheder med investeringsejendomme, da de faktorer som medgår i modellerne oftest ikke er ud fra et observerbart marked.

Værdiansættelsen af investeringsejendomme beregnes hovedsageligt ud fra to metoder, som er DCF-metoden og den afkastbaserede metode. Virksomheden skal derfor foretage et valg mellem disse metoder, hvilket kan træffes på baggrund af de underliggende faktorer, som skal benyttes i metoderne. Metoderne skal helst understøttes af observerbare input, hvilket ikke altid er muligt for virksomheden, hvorfor der i stor grad anvendes skøn. Valg af værdiansættelsesmetode bør derfor nøje overvejes ud fra detaljeringsgraden af de input, metoderne kræver, samt hvilke informationer, der er tilgængelige for virksomheden. Nogle faktorer i metoderne relaterer sig til ejendommen, mens andre dannes på baggrund af makroøkonomiske data. Det er derfor essentielt, at disse faktorer udarbejdes på baggrund af grundige analyser af både markedet og investeringsejendommen. Disse analyser kan foretages på baggrund af historiske data, kontraktuelle forhold, markedsrapporter udarbejdet af tredjemand og lignende. Det er vigtigt, at de inkluderede informationer er så objektive som muligt, for at skabe den mest valide data til metoden, som dermed vil udlede den mest præcise værdiansættelse, der danner det retvisende billede af virksomhedens økonomiske stilling, hvilket danner grundlag for det rette informationsniveau til regnskabsbrugeren. Disse faktorer kan ikke udarbejdes uden virksomhedens forventninger til fremtiden, hvorfor dette medfører usikkerheder i den anvendte værdiansættelsesmetode. Usikkerheden bunder i, at disse informationer ikke kan indhentes på baggrund af observerbare data og derfor vil kunne bære præg af subjektivitet.

Årsrapporten udarbejdes til fordel for regnskabsbrugeren, hvorfor det er essentielt at informationsbehovet jf. årsregnskabsloven §12 er tilstrækkeligt, så regnskabsbrugeren har de rette forudsætninger til at udgøre et egnet grundlag til støtte for regnskabsbrugeren typiske økonomiske og

virksomhedspolitiske beslutninger om virksomheden. Det kan ud fra diskussionerne i projektet konkluderes, at de almindelige lovbestemte oplysningskrav samt beskrivelsen af de centrale forudsætninger for virksomhedens beregning af dagsværdien udgør en væsentlig oplysning til brug for regnskabsbrugerens vurdering af virksomhedens investeringsejendomme. Det er derfor væsentligt, at virksomheden har udarbejdet en fyldestgørende beskrivelse af de centrale forudsætninger, så regnskabsbruger har mulighed for eventuelt at efterregne dagsværdierne herudfra uden væsentlige udsving. Dette vil give regnskabsbrugerens mulighed for at vurdere, hvorvidt regnskabsbrugerens er enig i de anvendte forudsætninger, eller om regnskabsbrugerens finder disse optimistiske eller pessimistiske.

Det kan dermed overordnet konkluderes, at udfordringerne ved værdiansættelse af investeringsejendomme bunder i de underliggende faktorer, der benyttes i de værdiansættelsesmetoder virksomheden kan anvende til fastsættelse af dagsværdien. Kravene i årsregnskabsloven er specielt tvetydige, da oplysningerne vedrørende de centrale forudsætninger ikke er defineret af lov. De er endvidere fortolket forskelligt fra revisionselskab til revisionselskab, og ej heller konkretiserede af Erhvervsstyrelsen. De centrale forudsætninger har dog en væsentlig indflydelse på informationsbehovet for regnskabsbrugerens.



## 16 Perspektivering

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen udarbejdede et notat i 2009, hvor styrelsen i årene før havde haft fokus på den regnskabsmæssige behandling af investeringsejendomme, både erhvervsejendomme og boligejendomme. Baggrunden for dette notat var, at finanskrisen medførte en usikkerhed på boligmarkedet, og tendensen har været faldende værdier, som gerne skulle afspejles i regnskaberne. Samtidig var der indikationer på, at ejendomme i visse tilfælde kunne være betydeligt overvurderede i regnskaberne i forhold til den værdi, de skulle have haft ved en korrekt anvendelse af regnskabsreglerne. Der blev foretaget en række undersøgelser, hvor styrelsen er blevet opmærksom på nogle forhold, som var decideret i strid med lovgivningen. Notatet blev dermed udarbejdet for at gøre opmærksom på disse forhold, så det retvisende billede igen kunne træde i kræft i de situationer, hvor det blev konstateret, at enkelte virksomheder havde bevæget sig på kanten af loven eller decideret på den forkerte side. I forbindelse med denne tendens i finanskrisen skete der præcisering af oplysningskravene i årsregnskabet ved ændring i oplysningskravene vedrørende oplysninger om indregning og måling af investeringsejendomme. Dette blev præciseret ved lov nr. 516 af 17. juni 2008. Ændringen blev gennemført ved, at der blev tilføjet et nyt krav i årsregnskabsloven §53, stk. 2, nr. 1, litra b. Det fremgår heraf tydeligt, at der skal gives oplysninger om forudsætninger for den valgte beregningsmetode ved måling af investeringsaktiver til dagsværdi i henhold til årsregnskabsloven §38. Ændringen af årsregnskabsloven trådte i kraft for regnskabsår, som startede 1. september 2008 eller senere. Ændringen kan dog anvendes for tidligere regnskabsår. Der er dog som nævnt kun tale om en præcisering af de generelle bestemmelser i årsregnskabsloven §53, stk. 2 (Erhvervsstyrelsen, 2009).

Ligesom finanskrisen medførte en usikkerhed på boligmarkedet, så har covid-19 pandemien også haft en afledt effekt på boligmarkedet. Prisstigningerne på boligmarkedet har gennem det seneste år været på højde med årene op til finanskrisen. Markedsværdien er dermed høj på mange ejendomme, hvilket har medført, at ejendomme, der er indregnet til dagsværdi, har høje værdier i de eksterne regnskaber. De kraftige boligprisstigninger kan medføre en hurtig acceleration i kreditvæksten og øger risikoen for efterfølgende store udsving på boligmarkedet, hvilket gør dagsværdierne usikre (Nationalbanken, 2021). Dette kan derfor resultere i den tidligere problemstilling fra 2009, hvor der var der indikationer på, at ejendomme i visse tilfælde kunne være betydeligt overvurderede i regnskaberne i forhold til den værdi, de skulle have haft ved en korrekt anvendelse af regnskabsreglerne.

## 17 Figurfortegnelse

Figur 1; Disposition over projektet .....	15
Figur 2; Følsomhed, Danica Ejendomsselskab, (Danica Ejendomsselskab ApS, 2022) .....	60

## 18 Tabelfortegnelse

Tabel 1; Eksempel på den afkastbaserede metode.....	29
Tabel 2; Overblik faktorer v. forretningskrav og nettoindtægter .....	34
Tabel 3; Fællestræk af krav for oplysninger.....	44
Tabel 4; C.W. Obel Ejendomme, oplysninger.....	48
Tabel 5; Beregning C.W. Obel Ejendomme.....	48
Tabel 6; Knud Højggards Fond, oplysninger .....	50
Tabel 7; Beregning Knud Højggards Fond .....	51
Tabel 8; ATP Ejendomme, oplysninger.....	52
Tabel 9; Beregning ATP Ejendomme .....	53
Tabel 10; Agat Ejendomme, oplysninger.....	54
Tabel 11; Beregning Agat Ejendomme.....	55
Tabel 12; Parken Sport og Entertainment, oplysninger .....	57
Tabel 13; Beregning Parken Sport og Entertainment .....	58
Tabel 14; Danica Ejendomsselskab ApS, oplysninger .....	59
Tabel 15; Beregning Danica Ejendomsselskab .....	61
Tabel 16; Rent Estate, oplysninger .....	63
Tabel 17; Escot Ejendomme, oplysninger.....	64

## 19 Bibliografi

Agat Ejendomme A/S. (2021). *Årsrapport 2020/21*. Aalborg: CVR.

Arhus Universitet. (14. April 2022). *Metodeguiden*. Hentet fra [www.metodeguiden.au.dk](http://www.metodeguiden.au.dk):  
<https://metodeguiden.au.dk/kvalitativ-og-kvantitativ-forskning/>

ATP Ejendomme A/S. (2022). *Årsrapport 2021*. København K: CVR.

BDO. (3. Marts 2020). *Depechen-artikel: Notekrav ved indregning af investeringsejendomme til dagsværdi*. Hentet fra [ww.bdo.dk](http://www.bdo.dk): <https://www.bdo.dk/da-dk/faglig-info/depechen/depechen-artikler-2020/notekrav-ved-indregning-af-investeringsejendomme-til-dagsvaerdi>

BDO. (3. Marts 2020). *Depechen-artikel: Notekrav ved indregning af investeringsejendomme til dagsværdi*. Hentet fra [www.bdo.dk](http://www.bdo.dk): <https://www.bdo.dk/da-dk/faglig-info/depechen/depechen-artikler-2020/notekrav-ved-indregning-af-investeringsejendomme-til-dagsvaerdi>

BDO. (27. Maj 2020). *Depechen-artikel: Værdiansættelse af investeringsejendomme til dagsværdi*. Hentet fra [www.bdo.dk](http://www.bdo.dk): <https://www.bdo.dk/da-dk/faglig-info/depechen/depechen-artikler-2020/vaerdiansaettelse-af-investeringsejendomme-til-dagsvaerdi>

C.W. Obel Ejendomme A/S. (2022). *Årsrapport 2021*. København K: CVR.

CVR. (2022). *ATP Ejendomme A/S*. Hentet fra [www.cvr.dk](http://www.cvr.dk):  
<https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/17261649?fritekst=ATP%2520Ejendomme&sideIndex=0&size=10>

CVR. (2022). *C.W. OBEL EJENDOMME A/S*. Hentet fra [www.cvr.dk](http://www.cvr.dk):  
<https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/17933884?fritekst=C.W.%2520Obel%2520Ejendomme&sideIndex=0&size=10>

Danica Ejendomsselskab ApS. (2022). *Årsrapport 2021*. København K: CVR.

Dansk Erhverv. (3. Maj 2021). *Aldrig har danskerne haft så stor en opsparing hos bankerne*. Hentet fra Dansk Erhverv: <https://www.danskerhverv.dk/presse-og-nyheder/nyheder/2021/maj/aldrig-har-danskerne-haft-sa-stor-en-opsparing-hos-bankerne/>

Danske Love. (2022). *Årsregnskabsloven § 58 a*. Hentet fra [www.danskelove.dk](http://www.danskelove.dk):  
<https://danskelove.dk/%C3%A5rsregnskabsloven/58a>

- Danske love. (30. Marts 2022). *Årsregnskabsloven §67 a*. Hentet fra [www.danskelove.dk:https://danskelove.dk/%C3%A5rsregnskabsloven/67a](http://www.danskelove.dk:https://danskelove.dk/%C3%A5rsregnskabsloven/67a)
- Darmer, P., Jordansen, B., Madsen, J. A., & Thomsen, J. (2010). *Paradigmer i praksis*. København: Handelshøjskolens forlag.
- Deloitte. (5. December 2017). *Investeringsejendomme - Oplysninger i årsrapporten*. Hentet fra [www.deloitte.com:https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/audit/Downloads/aarl-tema-14-investeringsejendomme.pdf](http://www.deloitte.com:https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/dk/Documents/audit/Downloads/aarl-tema-14-investeringsejendomme.pdf)
- Ejendom Danmark. (25. Marts 2021). *Værdiansættelse af investeringsejendomme*. Hentet fra [Ejd.dk:https://ejd.dk/app/uploads/2021/03/Slides\\_mar21.pdf](http://Ejd.dk:https://ejd.dk/app/uploads/2021/03/Slides_mar21.pdf)
- Erhvervsstyrelsen. (3. april 2009). *Måling (værdiansættelse) af ejendomme*. Hentet fra [Erhvervsstyrelsen.dk:https://erhvervsstyrelsen.dk/vejledning-maaling-vaerdiansaettelse-af-ejendomme](http://Erhvervsstyrelsen.dk:https://erhvervsstyrelsen.dk/vejledning-maaling-vaerdiansaettelse-af-ejendomme)
- Erhvervsstyrelsen. (3. April 2009). *Måling (værdiansættelse) af ejendomme*. Hentet fra [www.erhvervsstyrelsen.dk:https://erhvervsstyrelsen.dk/vejledning-maaling-vaerdiansaettelse-af-ejendomme#:~:text=En%20anden%20metode%20til%20m%C3%A5ling,forhold%20for%20den%20enkelte%20ejendom](http://www.erhvervsstyrelsen.dk:https://erhvervsstyrelsen.dk/vejledning-maaling-vaerdiansaettelse-af-ejendomme#:~:text=En%20anden%20metode%20til%20m%C3%A5ling,forhold%20for%20den%20enkelte%20ejendom)
- Erhvervsstyrelsen. (September 2020). *Temabaserede kvalitetskontroller*. Hentet fra [www.erhvervsstyrelsen.dk:https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/2020-09/Liste%20med%20emner%20til%20temabaserede%20kvalitetskontroller.pdf](http://www.erhvervsstyrelsen.dk:https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/2020-09/Liste%20med%20emner%20til%20temabaserede%20kvalitetskontroller.pdf)
- Erhvervsstyrelsen. (Marts 2022). *Kontroller af forretningsregler ved indsendelse af digitale årsrapporter*. Hentet fra [ww.erhvervsstyrelsen.dk:https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/2022-03/Oversigt%20over%20Forretningsregler%20ved%20indsendelse%20af%20digitale%20%C3%A5rsrapporter%202022\\_marts\\_version2.1\\_0.pdf](http://www.erhvervsstyrelsen.dk:https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/2022-03/Oversigt%20over%20Forretningsregler%20ved%20indsendelse%20af%20digitale%20%C3%A5rsrapporter%202022_marts_version2.1_0.pdf)
- Escot. (2022). *Forside, udlejning og udvikling af fast ejendom*. Hentet fra [www.escot.dk:https://www.escot.dk/](http://www.escot.dk:https://www.escot.dk/)
- Escot Fast Ejendom A/S. (2021). *Årsrapport 2020*. Sulsted: CVR.

- EY. (2021/22). Dagsværdimåling. I EY, *Indsigt i årsregnskabsloven 2021/22* (s. 81-95). Danmark: EY.
- EY. (2021/22). Grundlæggende krav til årsrapporten. I EY, *Indsigt i årsregnskabsloven 2021/22* (s. 58-80). Danmark: EY.
- EY. (2022). Dagsværdimåling. I EY, *Indsigt i årsregnskabsloven 2021/22* (s. 81-95). København: EY.
- EY. (2022). Dagsværdimåling. I EY, *Indsigt i årsregnskabsloven 2021/22* (s. 81-95). København: EY.
- EY. (2022). Generelt om balancen. I EY, *Indsigt i årsregnskabsloven 2021/22* (s. 256-266). København: EY.
- EY. (2022). Grundlæggende krav til årsrapporten. I EY, *Indsigt i årsregnskabsloven 2021/22* (s. 58-80). København: EY.
- EY. (2022). Immaterielle aktiver. I EY, *Indsigt i årsregnskabsloven 2021/22* (s. 267-288). København: EY.
- EY. (2022). Investeringsejendomme. I EY, *Indsigt i årsregnskabsloven 2021/22* (s. 305-318). København: EY.
- EY. (2022). Investeringsejendomme. I EY, *Indsigt i årsregnskabsloven 2021/22* (s. 305-318). København: EY.
- EY. (2022). Materielle aktiver. I EY, *Indsigt i årsregnskabsloven 2021/22* (s. 289-304). København: EY.
- Finanstilsynet. (7. Januar 2019). *Regnskabskontrolsag vedrørende årsrapporten for regnskabsåret 2017 for Cmeat A/S, CVR-nr. 24 93 28 18*. Hentet fra [www.finanstilsynet.dk](http://www.finanstilsynet.dk): <https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Regnskabskontrol/2019/Cemat-070118>
- Finanstilsynet. (2. Januar 2020). *Resumé af afgørelse om påbud/påtale til Copenhagen Capital A/S vedrørende årsrapporten for 2018*. Hentet fra [www.finanstilsynet.dk](http://www.finanstilsynet.dk): [https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Regnskabskontrol/2020/Copenhagen\\_capital\\_020120](https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Regnskabskontrol/2020/Copenhagen_capital_020120)
- Knud Højgaards Fond. (2021). *Årsrapport 2020*. Gentofte: CVR.

- Nationalbanken. (23. Juni 2021). *www.nationalbanken.dk*. Hentet fra Dansk økonomi er på vej mod mild højkonjunktur:  
<https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2021/06/ANALYSE%20Nr.%2015%20Dansk%20%C3%B8konomi%20er%20p%C3%A5%20vej%20mod%20mild%20h%C3%B8jkonjunktur.pdf>
- Obton. (1. december 2020). *www.finans.dk*. Hentet fra Lave renter lokker investorer ud på højrisiko marked - men der er en løsning: <https://finans.dk/annoncering/obton/ECE12058250/lave-renter-lokker-investorer-ud-paa-hoejrisiko-marked-men-der-er-en-loesning/?ctxref=ext>
- Parken Sport og Entertainment A/S. (2021). *Årsrapport 2020*. København: CVR.
- PWC. (1. December 2020). *Regnskabshåndbogen 2020*. Hentet fra [www.pwc.dk](http://www.pwc.dk): <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2020/regnskabshaandbogen-2020-ny.pdf>
- Rent Estate A/S. (2021). *Årsrapport for 2020/21*. Albertslund: CVR.
- SKAT. (21. Januar 2019). *DCF-modellen*. Hentet fra Skat.dk: <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813207>
- Vastila, M. (10. September 2021). *Største revisionsfirmaer i Danmark*. Hentet fra [www.dinero.dk](http://www.dinero.dk): <https://dinero.dk/tips/stoerste-revisionsfirmaer-i-danmark/>