

FONDSRÅDET

Bestyrelsen for
Tower Group A/S
Nørre Voldgade 11, 1.
1358 København K

Dato 15. april 2011

Ref. FHN

J.nr. 2009-0020270

Afgørelse vedrørende årsrapporten for 2008/09 for Tower Group A/S, CVR-nr. 64 13 84 13

Indledning

Fondbrådet har gennemført en regnskabskontrol¹ af årsrapporten for 2008/09 for Tower Group A/S og har den 11. april 2011 truffet afgørelse² vedrørende beregningen af dagsværdi for investeringsejendomme. Fondbrådet har tidligere³ truffet afgørelse vedrørende en række øvrige forhold i årsrapporten.

Årsrapporten, der er offentliggjort i henhold til værdipapirhandelslovens § 27, stk. 7, og omfatter års- og koncernregnskabet, er aflagt efter IFRS. Revisionspåtegningen er udarbejdet af Ernst & Young, Godkendt Revisionspartnerselskab. Påtegningen er uden forbehold men indeholder supplerende oplysninger.

Afgørelse

Fondbrådet træffer med henvisning til årsregnskabslovens § 159 a, stk. 5 og 6, sammenholdt med § 161, følgende afgørelse vedrørende udarbejdelsen af årsrapporten for 2008/09 for Tower Group A/S og påbyder konkret virksomheden følgende:

Virksomheden skal foretage en beregning af dagsværdien for investeringsejendomme pr. 30. juni 2009 i overensstemmelse med IAS 40. Det indebærer bl.a., at beregningen skal foretages på et pålideligt datagrundlag, som skal anvendes konsistent, og at de elementer, der indgår i beregningen (bl.a. egenkapitalomkostningen, gældsandel og fremmedkapitalomkostningen), skal være konsistente og udtryk for situationen på balan-

Sekretariat:

ERHVERVS- OG

SELSKABSSTYRELSEN

Kampmannsgade 1

1780 København V

Tlf. 33 30 77 00

Fax 33 30 77 99

CVR-nr 10 15 08 17

eogs@eogs.dk

www.eogs.dk

ØKONOMI- OG

ERHVERVSMINISTERIET

¹ Fondbrådet skal for udstedere af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller autoriseret markedsplads, kontrollere, at reglerne for finansiell information i årsregnskabsloven samt forordningen om anvendelse af internationale regnskabsstandarder er overholdt, jf. Europa-parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1606/2002 af 19. juli 2002 og værdipapirhandelslovens § 83, stk. 2.

² Jf. værdipapirhandelslovens § 83, stk. 2, 3. pkt., og årsregnskabslovens § 159 a, stk. 1.

³ Den 6. december 2010

cedagen den 30. juni 2009. Virksomheden skal herunder kunne dokumentere de respektive tillæg/præmier, der udgør forskellen imellem den anvendte egenkapitalomkostning og den risikofrie rente.

Fondbrådet påbyder med henvisning til årsregnskabslovens § 159 a, stk. 5 og 6, sammenholdt med § 161, konkret virksomheden følgende:

Virksomheden skal indsende en beregning af dagsværdien af investeringsejendommene pr. 30. juni 2009 (samt pr. 30. juni 2008 til brug for sammenligningstallene) til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen senest den 26. april 2011 sammen med en resultatopgørelse og balance i hovedposter med sammenligningstal for regnskabsåret 2008/09 med den opgjorte dagsværdi af investeringsejendommene indarbejdet. Beregningen skal være forsynet med en revisorerklæring med høj grad af sikkerhed, hvoraf det fremgår, at beregningen er foretaget i overensstemmelse med Fondbrådets afgørelse og de internationale regnskabsstandarder. Tilsvarende gælder for resultatopgørelse og balance i hovedposter.

Virksomheden skal – i det omfang, den nye beregning af dagsværdien viser, at de tidligere offentliggjorte oplysninger om ejendomsværdien er udtryk for en væsentlig fravigelse⁴ - behandle ovenstående forhold som rettelse af fejl, jf. IAS 8, afsnit 41-49. Virksomheden skal i så fald hurtigst muligt offentliggøre korrigerende/supplerende information, hvoraf det fremgår, hvorledes fejlen har påvirket de enkelte regnskabsposter i årsrapporten (herunder påvirkning af sammenligningstal). Af den supplerende/korrigerende information skal det fremgå, at den tidligere offentliggjorte finansielle information i form af årsrapporten for 2008/09 indeholder fejl, og at den korrigerende/supplerende information offentliggøres efter påbud fra Fondbrådet. Den korrigerende/supplerende information til årsrapporten skal udarbejdes og opstilles, så den giver regnskabsbrugeren et klart og overskueligt billede af de korrigerede fejls indvirkning på årsrapporten for 2008/09.

Endvidere skal virksomhedens ledelse afgive en ledelsespåtegning, som omfatter den korrigerende/supplerende information og heri oplyse, hvorvidt den korrigerende/supplerende information er i overensstemmelse med Fondbrådets påbud.

Den korrigerende/supplerende information skal revideres af virksomhedens revisor.

Virksomheden skal offentliggøre den korrigerende/supplerende information på samme måde, som årsrapporten for 2008/09 blev offentliggjort og

⁴ Jf. afsnittet nedenfor om vurdering af væsentlighed.

skal indsende den til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen senest den 26. april 2011.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen vil offentliggøre den korrigerende/supplerende information som et bilag til virksomhedens årsrapport for 2008/09.

Da årsrapporten for 2009/10 i henhold til finanskalenderen skal offentliggøres den 20. april 2011, kan virksomheden i stedet vælge at indarbejde den korrigerende/supplerende information heri.

Offentliggørelse af den supplerende/korrigerende information kan dog undlades i det omfang virksomheden vurderer, at virkningerne af korrektionen af fejlen er uvæsentlig. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen skal i givet fald underrettes om vurderingen, ligesom der skal indsendes en redegørelse for forskellen mellem den gamle og den nye beregning og hvorfor denne forskel anses for uvæsentlig.

Fondbrådet skal henlede virksomhedens opmærksomhed på, at virksomheden i henhold til § 27, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. er forpligtet til at offentliggøre intern viden, jf. § 34, stk. 2, umiddelbart efter, at de pågældende forhold foreligger, eller den pågældende begivenhed er indtrådt, selv om forholdet eller begivenheden ikke er formaliseret.

Betydelige ændringer i allerede offentliggjort intern viden skal ligeledes offentliggøres umiddelbart efter, at disse ændringer er indtrådt og gennem den samme kanal, som blev anvendt ved offentliggørelsen af den oprindelige information. Fondbrådet skal yderligere oplyse, at en udsteder i henhold til § 27, stk. 6, kan udsætte offentliggørelsen af intern viden, for ikke at skade sine berettigede interesser. Anvendelsen af denne bestemmelse forudsætter, at udsættelsen af informationen ikke vil vildlede offentligheden, og at det sikres, at denne viden behandles fortroligt.

Der henvises i øvrigt til vejledning om virkningen af Fondbrådets afgørelser om ændring af regnskabsinformation i års- og delårsrapporter. Vejledningen kan findes på Fondbrådets hjemmeside, www.fondsraadet.dk.

Vurdering af væsentlighed

Fondbrådet har foretaget en vurdering af, om fravigelsen må anses for væsentligt.

Vurderingen er lavet efter retningslinjerne i Fondbrådets notat om generelle overvejelser og afvejninger ved vurdering af væsentlighed i for-

bindelse med regnskabskontrol af 17. december 2008. Notatet kan findes på Fondsrådets hjemmeside.

Investeringssejendommene udgør 93 pct. af koncernens aktivsum pr. 30. juni 2009, og posten må således anses for væsentlig. Dette betyder også, at korrekt måling af investeringsejendommene må anses for at være væsentlig. Den mangelfulde beregning af værdien af investeringsejendomme må således som udgangspunkt betragtes som en væsentlig fejl. Hvorvidt effekten af fravigelsen er væsentlig, kan først afgøres, når investeringsejendommene er målt korrekt.

Dette er baggrunden for, at afgørelsen indeholder et påbud om korrekt måling af investeringsejendommene. Først når den nye beregning er foretaget, kan det vurderes, om regnskabet indeholder en fejl.

Begrundelse

Det er Fondsrådets vurdering, at virksomheden ikke i tilstrækkelig grad har sandsynliggjort, at den konkrete anvendte metode til opgørelse af dagsværdi for investeringsejendommene efter DCF-modellen⁵, er anvendelig. Gældsandelen ved handel med ejendomme estimeres i modellen på baggrund af egenkapitalandelen i en peer group, uden at det er sandsynliggjort, at det er udtryk for den almindeligt anvendte gældsandel ved faktiske ejendomshandler. Det er samtidig Fondsrådets vurdering, at virksomheden ikke har dokumenteret, at de udførte beregninger af dagsværdien af investeringsejendomme pr. 30. juni 2009 (og 30. juni 2008) er foretaget på et pålideligt datagrundlag som ellers krævet i IAS 1 og IAS 40.

Klagevejledning

Afgørelsen kan i henhold til årsregnskabslovens § 163, stk. 3, jf. § 88, stk. 1, i værdipapirhandelsloven, indbringes for Erhvervsankenævnet, Kampmannsgade 1, Postboks 2000, 1790 København V, senest 4 uger efter, at afgørelsen er meddelt virksomheden.⁶

⁵ Discounted Cash Flow

⁶ Jf. årsregnskabslovens § 163, stk. 3, jf. værdipapirhandelslovens § 88, stk. 1.

Afgørelsen er sendt som almindelig post og pr. e-mail.

Med venlig hilsen
På Fondsrådets vegne

Flemming Houge Nielsen
Chefkonsulent
Tlf. direkte 33 30 76 45
E-post fh@eogs.dk

Sagsfremstilling

Sagsforløb

20. oktober 2009	Offentliggørelse af årsrapporten for Tower Group A/S for 2008/09 på Finanstilsynets hjemmeside
27. november 2009	Erhvervs- og Selskabsstyrelsen ⁷ sender høringsbrev til Tower Group A/S
4. december 2009	Tower Group A/S sender svar på Erhvervs- og Selskabsstyrelsens brev af 27. november 2009
7. december 2009	Møde med Tower Group A/S og deres rådgivere samt efterfølgende e-mail fra Tower Group A/S med materiale aftalt på mødet
15. december 2009	Erhvervs- og Selskabsstyrelsen sender e-mail med referat af mødet den 7. december 2009
26. januar 2010	Erhvervs- og Selskabsstyrelsen sender 2. høringsbrev til Tower Group A/S med supplerende spørgsmål
29. januar 2010	Tower Group A/S sender svar på Erhvervs- og Selskabsstyrelsens brev af 26. januar 2010
14. juli 2010	Erhvervs- og Selskabsstyrelsen sender 3. høringsbrev til Tower Group A/S med anmodning om dokumentation
9. august 2010	Tower Group A/S sender svar på Erhvervs- og Selskabsstyrelsens brev af 14. juli 2010
13. oktober 2010	Erhvervs- og Selskabsstyrelsen sender udkast til afgørelse til Tower Group A/S
3. november 2010	Møde med Tower Group A/S og deres rådgiver samt skriftlig svar på udkast til afgørelse af 13. oktober 2010

⁷ Som sekretariat for Fondsrådet.

5. november 2010	Tower Group A/S sender tillæg til svar af 3. november 2010
6. december 2010	Fondbrådet træffer afgørelse i sagen på nær vedrørende punktet om beregning af dagsværdi af investeringsejendomme
8. december 2010	Erhvervs- og Selskabsstyrelsen sender mail til Tower Group A/S med anmodning om bekræftelse af specifikke forhold
10. december 2010	Tower Group A/S svarer på Erhvervs- og Selskabsstyrelsens mail af 8. december 2010
21. december 2010	Erhvervs- og Selskabsstyrelsen sender mails til Tower Group A/S med anmodning om uddybning af mail af 10. december 2010
21. december 2010	Tower Group A/S svarer på Erhvervs- og Selskabsstyrelsens mail af 21. december 2010
21. december 2010	Erhvervs- og Selskabsstyrelsen sender mails til Tower Group A/S med anmodning om uddybning af mail af 10. december 2010
21. december 2010	Tower Group A/S svarer på Erhvervs- og Selskabsstyrelsens mail af 21. december 2010
23. december 2010	Erhvervs- og Selskabsstyrelsen sender mail til Tower Group A/S med opfølgende spørgsmål
5. januar 2011	Tower Group A/S svarer på Erhvervs- og Selskabsstyrelsens mail af 23. december 2010
13. januar 2011	Delafgørelse sendes til virksomheden
28. januar 2011	Erhvervs- og Selskabsstyrelsen partshører virksomheden om udkast til afgørelse
18. februar 2011	Virksomheden sender svar på partshøringen

Metode og diskonteringsfaktor ved beregning af dagsværdi af investeringsejendomme

Forholdet vedrører anvendt tilbagediskonteringsfaktor til brug for opgørelse af investeringsejendommens dagsværdier.

A. Faktiske forhold

Det fremgår af anvendt regnskabspraksis på side 56 i årsrapporten, at virksomheden efter første indregning måler investeringsejendomme til skønnet dagsværdi. Målingen sker ved beregnede kapitalværdier for de forventede fremtidige pengestrømme, og ifølge det på side 55 anførte ved, at ændringer i investeringsejendommens dagsværdi indregnes i resultatopgørelsen i det regnskabsår, ændringen er opstået.

I afsnittet om regnskabsmæssige skøn og vurderinger på side 60 oplyses det, at virksomheden har anvendt DCF-modellen til opgørelse af dagsværdi af investeringsejendommene, og at pengestrømmene er tilbagediskonteret med en tilbagediskonteringsfaktor (WACC⁸), der er korrigeret for den enkelte ejendoms risiko. Det er oplyst, at der i gennemsnit er benyttet en tilbagediskonteringsfaktor på 6,7 pct., og at der i forbindelse med estimeringen af egenkapitalens afkastkrav, herunder betaværdi, er taget udgangspunkt i en peer-group med en gennemsnitlig betaværdi på 1,32. Peer-group'en er sammensat af ejendomsselskaber, der alle investerer i ejendomme i Tyskland og samtidig er noteret på den tyske børs. Det er oplyst, at grunden til, at virksomheden benytter en peer-group er, at virksomheden er relativt illikvid og som følge heraf har en for lav beta-værdi⁹ set i forhold til i øvrigt sammenlignelige ejendomsselskaber.

Styrelsen kan konstatere, at afkastkravet på virksomhedens investeringsejendomme er faldet fra gennemsnitlig 7,9 pct. (2007/08) til 6,7 pct. (2008/09) svarende til et fald på 1,2 pct. point. Se nedenfor afkastkravet for de seneste tre regnskabsår.

⁸ Weighted Average Cost of Capital

⁹ Beta-værdien udtrykker, hvordan en aktie bevæger sig i forhold til markedet generelt. En beta-værdi over én udtrykker, at aktien forventes at bevæge sig i større udsving end markedet generelt.

Diskonteringsats fordelt på regnskabsår

2006/07	2007/08	2008/09
5,4-5,9 pct.	7,9 pct.	6,7 pct.

Diskonteringsatserne er hentet fra årsrapporterne for de respektive år. For året 2006/07 er der ikke oplyst en gennemsnitlig diskonteringsats, men diskonteringsatser fordelt på 4 geografiske områder med det angivne spænd.

Diskonteringsatsen ligger efter det af virksomheden oplyste på niveau med eller lidt højere end hos de tyske børsnoterede ejendomsselskaber, som virksomheden har sammenlignet sig med.

B. Virksomhedens kommentarer

I beregningen af diskonteringsatsen indgår der en vægtet kapitalstruktur (vægtningen mellem virksomhedens egen- og fremmedkapital). Virksomheden har oplyst i sit svarbrev af 4. december 2009, at fremmedfinansieringen er sat til 75,91 pct.

Det fremgår endvidere af virksomhedens redegørelse, at der ved fastsættelse af den betaværdi, som indgår i diskonteringsatsen, er taget udgangspunkt i sammenlignelige tyske børsnoterede ejendomsselskaber. Virksomheden oplyser videre, at der udover risikofri rente, markedsrente, betaværdi, kapitalstruktur m.v. er foretaget justering af diskonteringsfaktoren med ejendomsspecifikke forhold omfattende beliggenhed, vedligeholdelsesstand samt leje i forhold til markedslejen.

Virksomheden har sammenholdt den beregnede diskonteringsfaktor med andre ejendomsselskaber i Tyskland og anfører i denne sammenhæng, at virksomhedens diskonteringsats ligger på niveau tenderende til et højere niveau sammenholdt med øvrige ejendomsselskaber.

Herudover har virksomheden fået udarbejdet en ekstern mæglerberegning over ejendommenes salgsværdi. Opgørelsen er udarbejdet på grundlag af ejendommenes stamdata, beliggenhed og leje.

Ved beregningen af lånekapitalens afkastkrav er der anvendt en rentesats, der er oplyst af en tysk bankforbindelse. Virksomheden har i brev af 3. november 2010 bl.a. præciseret, at:

”cost of fund ikke er baseret på et konkret lånetilsagn til Tower Group A/S. ...

Oplysningen er givet af banken, baseret på en høflig forespørgsel fra selskabet, og er efter aftale et udtryk for bankens generelle betingelser for udlån til finansiering af boligporteføljer.”

Virksomheden har i tilknytning hertil mundtligt oplyst, at det ved fremtidig regnskabsaflæggelse tydeligere vil fremgå, at der ved beregning af dagsværdi af investeringsejendomme anvendes en diskonteringsfaktor, der ikke indeholder virksomhedsspecifikke elementer.

Virksomheden har i mail af 8. december 2010 på sekretariatets forespørgsel oplyst, at:

”Som besvarelse af din mail af 8. december 2010 kan jeg bekræfte, at den anvendte kapitalstruktur med 75,91% gæld ikke er Tower Group specifik. Dette følger blandt andet af, at den virksomhedsspecifikke kapitalstruktur på daværende tidspunkt var ca. 85%. Ved udarbejdelsen af værdiansættelsen fik vi oplyst fra en tysk førsterangs finansieringsbank, at de på fornuftige soliditetsforhold ville belåne ca 70% på tyske ejendomme. Da tyske ejendomme typisk også har en mindre andel 2.rangs finansiering, så fandt vi frem til en langsigtet kapitalstruktur via nogle beregninger ud fra peer-gruppe og markedet i øvrigt. Disse beregninger har vi desværre ikke kunne genfinde på vores server, men som det fremgår, har vi ikke anvendt Tower specifikke forhold”.

Sekretariatet har efterfølgende bedt virksomheden om at redegøre nærmere for, hvad der menes med, at den langsigtede kapitalstruktur var beregnet ud fra peer-group'en og markedet i øvrigt. Herudover blev virksomheden bedt om at redegøre for, hvorledes gældsandelen på 75,91 pct. var fremkommet.

Virksomheden har i mail af 21. december 2010 som svar på sekretariatets forespørgsel bl.a. oplyst, at:

”Selskabet bekræfter, at der er anvendt data fra Peer Group'en i selskabets værdiansættelse pr. 30.06.2009.

Som følge af finanskrisens effekter var den generelle vægtning af gæld i Peer Group'en steget, fx pga. nedskrivninger af ejendomsværdier, fald i markedsværdier er ejendomsaktier etc.

Derfor valgte selskabet, som en mere langsigtet betragtning, at anvende kapitalstrukturen pr. 30.06.2008 som grundlag for kapitalstrukturen pr. 30.06.2009, idet den daværende kapitalstruktur ikke havde finanskriseeffekter i sig.

Kapitalstrukturen er dermed ikke selskabsspecifik for Tower Group A/S, men baseret på Peer Group'en. Tower Group's gældsandel var dengang på ca. 85%.

Fra selskabets værdiansættelse pr. 30.06.2008 blev følgende kapitalstruktur lagt til grund ud fra Peer Group'en, som er genbrugt pr. 30.06.2009.

Den viser markedsværdien af Peer Group i DKK og passiver i Peer Group'en i DKK. Markedsværdi delt med passiver giver egenkapitalandelen på 24,09%, svarende til en gældsandel på 75,91%.

<u>Mrk. Kap</u>	<u>Verbind- lichkeiten</u>	
0,911627957	3,78563633	0,2408806''

På baggrund af styrelsens uddybende forespørgsel fremsendte virksomheden senere samme dag følgende dokumentation for beregningerne af kapitalstrukturen pr. 30. juni 2008 (genanvendt ved værdiansættelsen pr. 30. juni 2009):

<u>Company</u>	<u>Mrk. Kap (Mrd. EUR)</u>	<u>Verbind- Lichkeiten</u>
Colonia Real	0,131	0,7114
Deutsche Wohnen	0,255	2,5843
Vivacon	0,228	0,7137
Patrizia Imm	0,355	1,3066
IVG Imm.	1,483	6,1239
GAGFAH	2,172	7,7544
	4,62	19,19

Markedsværdien på børsen af Peer Group selskaberne udgør således 4,62 Mrd. EUR og værdien af passiverne for samme Peer Group 19,19 Mrd. EUR.

Forholdstallet mellem markedsværdien og passiver giver egenkapitalandelen $4,62/19,19 = 24,09$ pct.

Det medfører en fremmedkapitalandel på 100 pct. - $24,09$ pct. = $75,91$ pct.

På baggrund af virksomhedens redegørelse for den anvendte kapitalstruktur anmodede sekretariatet den 23. december 2010 virksomheden om yderligere oplysninger, idet sekretariatet dels stillede spørgsmålstegn ved den anvendte formel til beregning af gældsandelen, dels til de ved beregningen anvendte værdier¹⁰.

Virksomheden har i mail af 5. januar 2010 som svar på sekretariatets uddybende forespørgsel oplyst, at:

”Vi er enige i matematikken og anerkender jeres beregninger. Men vi kan ikke finde den specifikke underliggende dokumentation, som har været anvendt per 30.6.2008, men alene principperne. Vi har derfor prøvet at genskabe tal som anvendt.

Vi har brugt tid på at efterprøve tallene, som retfærdiggør den anvendte gældsandel og vedhæfter et regneark, hvor vi genskaber og sandsynliggør gældsandelen ud fra peer-group'en.

Der er anvendt gældsværdier pr. 31.12.2007 og markedsværdi af egenkapitalen pr. henholdsvis 31.12.2007 og 30.06.2008. Det giver vægtede gældsandele i peer-group'en på henholdsvis 69,45% og 78,86%.

Gældsandelen er en værdi, der er skønnet og fastsættes af selskabet, og dengang i en tid med en finanskrisens usikkerheder skulle der fastsættes en korrekt gældsandel, da gældsandelene per 30.6.2008 forventedes højere pga. finanskrisen end en langsigtet betragtning.

Gældsandelen blev derfor af ledelsen fastsat til 75,91% som en balance mellem 31.12.2007 og 30.6.2008 gældsandelene med vægt på at tage højde for usikkerheden og derfor nærmere 30.6.2008 end 31.12.2007 tallet.

Med hensyn til beta-værdier er det selskabets vurdering at en vægtet beta-værdi ligger på 1,32 baseret på eksterne data på peer-group'en, jf. vedhæftede beregning.

¹⁰ Sekretariatet havde i sin anmodning anført, at det fremgik, at selve beregningen af gældsandelen var foretaget ved at sætte markedsværdi af de udstedte aktier (egenkapitalen) i pct. af gælden. Det var umiddelbart sekretariatets opfattelse, at dette ikke er korrekt, idet den korrekte formel er: $Gæld / (Markedsværdi \text{ af udstedte aktier} + gæld)$.

Selskabets revisor efterprøvede værdiansættelsen, herunder også wacc med beta-værdier og gældsandel.”

Som bilag til denne mail var der vedhæftet denne tabel:

Beregninger af gældsandele									
	Cap	Gælds-	Vægt	Vejet	Cap	Gælds-	Vægt	Vejet	Gæld
Company	311207	Andel		andel	300608	andel		andel	311207
		(pct.)		(pct.)		(pct.)		(pct.)	
Colonia Real	0,3820	65,06	0,0573	3,73	0,2184	76,5	0,0515	3,94	0,7114
Deutsche Wohnen	0,5570	39,91	0,0836	3,34	0,2530	59,39	0,0596	3,54	0,3700
Vivacon	0,0751	90,48	0,0113	1,02	0,0751	90,48	0,0177	1,60	0,7137
Patrizia Imm	0,2690	82,93	0,0404	3,35	0,1621	88,96	0,0382	3,40	1,3066
IVG Imm.	2,7000	69,40	0,4052	28,12	1,5000	80,33	0,3535	28,39	6,1239
GAGFAH	2,6800	74,32	0,4022	29,89	2,0350	79,21	0,4795	37,99	7,7544
	6,6631	71,82	1,0000	69,45	4,2436	80,01	1,000	78,86	16,9800

På baggrund af tabellen har virksomheden opgjort gældsandelen som et gennemsnit af gældsandelene pr. 31. december 2007 (69,45 pct.) og pr. 30. juni 2008 (78,86 pct.) til 74,15 pct. Gennemsnittet er således 74,15 pct., mens den i årsrapporten for 2008/09 anvendte gældsandel er på 75,91 pct.

Virksomheden har ikke redegjort konkret for forskellen mellem den gennemsnitlige gældsandel og den anvendte gældsandel. Virksomheden har heller ikke fremsendt materiale som underbygger, at ejendomme den 30. juni 2009 blev handlet med en gennemsnitlig gældsandel på 75,91 pct.

Virksomheden har som svar på partshøringen af udkast til afgørelse i brev af 18. februar 2011 bl.a. oplyst:

”I forbindelse med regnskabsaflæggelsen 30.06.2008 blev der anvendt en gældsandel på 76%. Denne gældsandel var efter ledelsens opfattelse markedskonform og i overensstemmelse med det kendskab ledelsen havde til marked for finansiering af investeringsejendomme. Den anvendte gældsandel var i øvrigt udledt fra den opstillede peer-gruppe med de vurderinger, som ledelsen lagde til grund. ...

Gennem regnskabsåret 2008/09 kunne selskabet konstatere, at den matematisk beregnede gældsandel i peer-gruppen steg i takt med offentliggørelse af nye regnskaber for de selskaber, der indgår i peer-gruppen. Det var dog indlysende, at årsagen hertil ikke skyldes, at der i markedet var ”opstået nye muligheder” for at opnå yderligere finansiering. Årsagen til den matematisk stigende gældsandel i peer-gruppen skyldes alene, at ejendomselskaberne omfattet af den anvendte peer-gruppe alle havde en faldende markedsværdi af aktieandelen. Ved en nøgletalsberegning vil dette teknisk lede til en øget gældsandel. ...

Såfremt man matematisk fulgte denne øgede gældsandel ... så ville gældsandelen pr. 30.06.2009 være 85% hvilket alt-andetlige ville betyde en mer-værdi i Tower ejendommene på ca 815 mDKK. Det skal her erindres, at fremmedkapital er billigere end egenkapital, hvorfor en stigende gældsandel implicit vil føre til en øget værdiansættelse.

Dette mente ledelsen ikke var et korrekt udtryk for de gældende markedsf forhold, men snarere et udtryk for, at flere af peer-gruppens deltagere havde højere gældsandel som følge af reelt finansielle vanskeligheder som følge af finanskrisen og dermed lavere markedsværdi af aktierne (market cap). Matematisk leder dette forhold til en højere gældsandel.

Baseret herpå valgte ledelsen i forbindelse med regnskabsaf-læggelsen 30.06.2009 at fastholde gældsandelen på 76%, idet man vurderede denne faktor som et mere korrekt billede af en langsigtet markedskonform gældsandel.”

C. Retligt grundlag

Det fremgår af IAS 1, afsnit 15, bl.a. at:

”Et retvisende billede forudsætter en troværdig præsentation af virkningerne af transaktioner og andre begivenheder og forhold i overensstemmelse med de i Begrebsrammen anførte definitioner og indregningskriterier for aktiver, forpligtelser, indtægter og omkostninger.”

Det fremgår af IAS 8, afsnit 7, at:

”Når en IFRS-standard finder specifik anvendelse på bestemte transaktioner eller andre begivenheder eller forhold, skal det

afgøres på baggrund af denne standard, hvilken regnskabspraksis der skal anvendes for den pågældende post.”

Det fremgår af IAS 8, afsnit 15, at:

”Regnskabsbrugerne skal kunne sammenligne en virksomheds årsregnskaber over en årrække for et kunne fastslå udviklingstendenser i virksomhedens finansielle stilling, indtjening og pengestrømme. Virksomheden skal derfor anvende samme regnskabspraksis inden for hvert regnskabsår og fra et regnskabsår til et andet, med mindre en ændring i regnskabspraksis opfylder et af kriterierne i afsnit 14.”

Det fremgår af IAS 40, afsnit 36, at:

”Dagsværdien af investeringsejendomme er det beløb, en ejendom kan omsættes til ved en handel mellem kvalificerede, villige, indbyrdes uafhængige parter. Ved dagsværdien undgås hermed specifikt skønnede priser, som er forøget eller formindsket som følge af specielle vilkår eller forhold såsom atypisk finansiering, sale-and-leaseback-ordninger, særlige hensyn eller indrømmelser i forbindelse med salget.”

Det fremgår af IAS 40, afsnit 38, at:

”Dagsværdien af investeringsejendomme skal afspejle markedsf forholdene på balancedagen.”

Det fremgår af IAS 40, afsnit 45, at:

”Den bedste dokumentation for dagsværdien er aktuelle priser på et aktivt marked for tilsvarende ejendomme med samme beliggenhed og i samme vedligeholdelsesstand, som indgår i tilsvarende leje- og andre kontraktforhold. Virksomheden sørger for at identificere eventuelle forskelle i ejendommens art, beliggenhed og vedligeholdelsesstand eller de kontraktlige vilkår for leje eller andre kontraktforhold tilknyttet ejendommen”.

Det fremgår af IAS 40, afsnit 46, at:

”Hvis de i afsnit 45 beskrevne aktuelle priser på et aktivt marked ikke er tilgængelige, inddrager virksomheden oplysninger fra en række andre kilder i sit skøn, herunder:

- (a) *aktuelle priser på et aktivt marked for ejendomme, som er af en anden art, i en anden vedligeholdelsesstand eller har en anden beliggenhed (eller som indgår i andre typer leje- eller andre kontraktforhold), der reguleres for at afspejle disse forskelle*
- (b) *nylige priser for lignende ejendomme på mindre aktive markeder, der reguleres for at afspejle eventuelle ændringer i økonomiske forhold efter det tidspunkt, hvor transaktionerne til disse priser fandt sted, og*
- (c) *diskonterede pengestrømsprognoser baseret på pålidelige skøn over fremtidige pengestrømme på grundlag af vilkår for eksisterende leje- og andre kontraktforhold og, om muligt, ekstern dokumentation, såsom den aktuelle markedsleje for tilsvarende ejendomme med samme beliggenhed og i samme vedligeholdelsesstand. Diskonteringssatsen afspejler aktuelle markedsvurderinger af usikkerhed forbundet med beløb og tidspunkt for pengestrømmene.”*

Bestemmelsen skal ses i sammenhæng med IAS 36, appendix A, afsnit A19, hvoraf det bl.a. fremgår:

”Diskonteringssatsen er uafhængig af virksomhedens kapitalstruktur og virksomhedens finansiering af købet af aktivet, idet de fremtidige pengestrømme, som forventes at hidrøre fra aktivet, ikke er afhængige af, hvordan virksomheden har finansieret købet af aktivet.”

Det fremgår af IAS 40, afsnit 49, at:

”Dagsværdi afviger fra nytteværdi, som defineret i IAS 36 Værdiforringelse af aktiver. Dagsværdi afspejler kvalificerede, villige køberes og sælgeres viden og skøn. Modsat afspejler nytteværdi virksomhedens skøn, så vel som virksomhedsspecifikke faktorer, som ikke er gældende for andre virksomheder generelt. Eksempelvis afspejler dagsværdi ingen af følgende faktorer, så længe disse ikke er almindeligt tilgængelige for kvalificerede, villige købere og sælgere:

- a) *værdistigning som følge af oprettelsen af en portefølje af ejendomme med forskellig beliggenhed*

- b) synergi mellem investeringsejendomme og andre aktiver,*
- c) juridiske rettigheder eller restriktioner, som udelukkende gælder for den aktuelle ejer, og*
- d) skattefordele eller -byrder, som udelukkende gælder for den aktuelle ejer.”*

D. Vurdering

Virksomheden måler investeringsejendomme til dagsværdi. Den bedste dokumentation for dagsværdien er, jf. IAS 40, afsnit 45, aktuelle priser på et aktivt marked for tilsvarende ejendomme med samme beliggenhed og i samme vedligeholdelsesstand, som indgår i et tilsvarende leje- eller andre kontraktforhold. Hvis sådanne priser ikke er tilgængelige, skal virksomheden, jf. IAS 40, afsnit 46, inddrage oplysninger fra en række andre kilder i sit skøn, herunder aktuelle priser for et aktivt marked for ejendomme af en anden art, nylige priser for lignende ejendomme på et mindre aktivt marked og diskonterede pengestrømsprognoser baseret på pålidelige skøn over fremtidige pengestrømme.

Virksomheden har på denne baggrund valgt at måle dagsværdien for investeringsejendommene ved hjælp af beregnede kapitalværdier for de forventede fremtidige pengestrømme. Formålet med en DCF-model er at simulere dagsværdien. Dagsværdien må ikke afspejle specifikke omstændigheder hos hverken køber eller sælger. Derfor skal beregningen af dagsværdien, herunder den anvendte diskonteringsfaktor, være uafhængig af virksomhedens kapitalstruktur og af, hvordan virksomheden oprindeligt har finansieret købet af aktivet.

Kapitalværdien bestemmes ved kapitalisering af cash flow. WACC'en skal bestemmes konkret som det afkastkrav, der gælder ved regnskabsårets afslutning blandt de prisbestemmende aktører på de relevante delmarkeder for tyske ejendomme. Der skal således bl.a. indgå en fremmedkapitalomkostning, en egenkapitalomkostning og en gældsandel. Der skal være konsistens mellem egenkapitalomkostningen og den egenkapitalandel, der ligger til grund for værdiansættelsen, ligesom fremmedkapitalomkostningen tilsvarende skal opgøres konsistent med gældsandelen.

IAS 40 anviser ikke konkret, hvordan diskonteringsfaktoren skal fastsættes, og brugen af WACC som diskonteringsfaktor kan derfor ikke generelt udelukkes, men den anvendte WACC skal efter Fondbrådets vurdering i givet fald renses for virksomhedsspecifikke elementer. Dette fremgår også af IAS 40, afsnit 49, der beskriver, hvorledes dagsværdien afviger fra nytteværdien derved, at der ved beregningen af nytteværdien kan indgå virksomhedsspecifikke elementer, mens dette ikke er

tilfældet ved beregningen af dagsværdien. Diskonteringsfaktoren skal således baseres på den risikofrie markedsrente med et tillæg, der er specifikt for det konkrete aktiv.

Ved denne vurdering har Fondsrådet også hentet inspiration i IAS 36, uanset at IAS 36, appendix A, afsnit 19, vedrører beregning af nytteværdi. Det lægges herved til grund, at de i IAS 36, appendix A anførte krav til diskonteringsfaktoren er generelt anvendelige også ved beregning af andre værdier i IFRS-sammenhæng. Bestemmelsen fastslår, at diskonteringsfaktoren skal være uafhængig af virksomhedens kapitalstruktur og af, hvordan virksomheden har finansieret det pågældende aktiv.

Fondsrådet har i den konkrete sag forespurgt, hvordan WACC'en er beregnet i forhold til lånekapitalens afkastkrav, og hvordan fordelingen mellem lånekapital og egenkapital er beregnet.

Virksomheden har oplyst, at den fra en bankforbindelse har modtaget en vurdering af den aktuelle markedsrente ved finansiering af ejendomme. Oplysningen var givet af banken, baseret på en forespørgsel fra virksomheden, og var efter aftale et udtryk for bankens generelle betingelser for udlån til finansiering af boligporteføljer.

På denne baggrund tager Fondsrådet virksomhedens oplysninger om, at den anvendte lånerente ikke indeholder virksomhedsspecifikke elementer, til efterretning. Virksomheden har samtidig oplyst, at betaværdier og forholdet mellem lånekapital og egenkapital er baseret på en peer-group af børsnoterede ejendomsvirksomheder.

Fondsrådet har i denne forbindelse noteret sig virksomhedens oplysning om, at det ved fremtidig regnskabsaflæggelse tydeligere vil fremgå, at der ved beregning af dagsværdi af investeringsejendomme anvendes en diskonteringsfaktor, der ikke indeholder virksomhedsspecifikke elementer.

Uanset hvordan man beregner diskonteringsfaktoren, skal det kunne sandsynliggøres, at markedsdeltagere anvender en tilsvarende model med tilsvarende forudsætninger, når der købes og sælges ejendomme. Det betyder eksempelvis, at det forhold mellem lånekapital og egenkapital, der lægges til grund for beregningen, skal være udtryk for det forhold mellem lånekapital og egenkapital, der gør sig gældende i de finansieringsmodeller, der typisk anvendes ved handel med den pågældende type ejendomme. Egenkapitalandelen svarer således populært sagt til "udbetalingen".

Fondbrådet har bemærkninger til to aspekter af den af virksomheden anvendte model til beregning af dagsværdien af investeringsejendomme:

- Elementerne i modellen
- Datagrundlaget

Elementerne i modellen

Konkret har virksomheden valgt at estimere egenkapitalandelen i forbindelse med handler på baggrund af egenkapitalforholdene i en peer group af virksomheder, der investerer i fast ejendom på samme marked. Oplysningerne om disse virksomheder baserer sig på den samlede ejendomsportefølje, som disse virksomheder har i behold, uanset hvornår de pågældende ejendomme er købt.

Anvendelsen af denne model forudsætter, at det kan sandsynliggøres, at egenkapitalforholdene i peer group'en kan anses for et udtryk for, hvor stor en egenkapitalandel (udbetaling), der typisk gør sig gældende ved handler på det aktuelle marked.

Fondbrådet har noteret sig, at virksomheden har anvendt modellen på en sådan måde, at negative forventninger til fremtiden og deraf følgende faldende aktiekurs medfører, at ejendommene alt andet lige bliver mere værd¹¹, hvorimod positive forventninger til fremtiden og deraf følgende stigende aktiekurs medfører, at ejendommene alt andet lige bliver mindre værd. På denne baggrund vurderer Fondbrådet generelt, at modellen, som den er anvendt, ikke er velegnet til at estimere eller sandsynliggøre markedsforhold.

Virksomheden har som beskrevet ovenfor under punkt 2 selv påpeget, at der er problemer med den anvendte model, idet den bl.a. medfører, at en konsekvent anvendelse heraf ville medføre, at virksomhedens ejendomme pr. 30. juni 2009 ville blive opskrevet med 815 mio. kr. som følge af, at en række af virksomhederne i peer group'en er i finansielle vanskeligheder og har tabt markedsværdi. Virksomhedens reaktion herpå har været i stedet at anvende samme egenkapitalforhold som i det foregående regnskabsår, idet den efter det anførte fandt, at dette egen-

¹¹ Forholdet mellem egenkapital og fremmedkapital er beregnet på grundlag af forholdet mellem dagsværdien af egenkapitalen (kursværdien af peer group'ens aktier) og dagværdien af peer group'ens gæld. Hvis kursværdien af aktierne falder som følge af negative forventninger til fremtiden, falder andelen af den dyrere egenkapital beregningsmæssigt, og det gennemsnitlige afkastkrav til egen- og fremmedkapitalen falder. Et faldende afkastkrav medfører alt andet lige en højere værdi af ejendommene.

kapitalforhold afspejlede den langsigtede kapitalstruktur i branchen. Virksomheden har ikke konkret dokumenteret, at netop egenkapitalforholdene på den foregående balancedag kan ses som et udtryk for kapitalforholdene på den aktuelle balancedag.

Fondbrådet er ikke enig med virksomheden i, at man som følge af disse forhold ved modellen blot kan anvende en værdi fra det foregående regnskabsår¹² i stedet. Fondbrådet vurderer derimod, at de af virksomheden påpegede forhold bekræfter, at virksomheden ikke har sandsynliggjort, at den anvendte metode kan anvendes til at estimere markedsf forholdene på statustidspunktet og dermed til at opgøre dagsværdien af investeringsejendommene.

Samlet må det konkluderes, at udsving i branchens kapitalstruktur påvirkes ad udviklingen på aktiemarkedet. Det er dog ikke sandsynliggjort, at kapitalstrukturen ved køb og salg af ejendomme påvirkes tilsvarende.

Den anvendte model måler således en kapitalstruktur for virksomheder, men denne kan ikke nødvendigvis overføres på kapitalstrukturen ved erhvervelse af aktiver. Virksomheden har ikke sandsynliggjort, at dette skulle være tilfældet.

Datagrundlaget

Det er en forudsætning for at anvende den beskrevne metode til opgørelse af dagsværdi for investeringsejendomme, at den baserer sig på troværdige data, jf. forudsætningsvis IAS 1, afsnit 15. Valg af metode er et udtryk for valg af regnskabspraksis, jf. IAS 8, afsnit 7. IAS 8, afsnit 15, understreger vigtigheden af, at regnskabspraksis er konsistent over årene.

I den konkrete situation er det Fondbrådets vurdering, at virksomheden ikke har dokumenteret, at de foretagne beregninger er baseret på et pålideligt datagrundlag. Denne vurdering baseres bl.a. på virksomhedens eget udsagn i mailen af 5. januar 2011 om, at den ikke har kunnet finde den specifikke underliggende dokumentation for beregningen af gældsandelen i den anvendte peer-group.

Yderligere vurderer Fondbrådet, at den opgjorte kapitalstruktur pr. 30. juni 2008 i sig selv ikke er opgjort konsistent, idet den er opgjort som et gennemsnit af den beregnede kapitalstruktur for peer-group'en pr. 31.

¹² Dette gælder uanset om værdien fra det forrige regnskabsår i øvrigt er opgjort på et pålideligt grundlag eller ej.

december 2007 og den beregnede kapitalstruktur for peer-gruop'en pr. 30. juni 2008. Det beregnede gennemsnit på 74,15 pct. er dog ikke anvendt, idet der i stedet uden nærmere begrundelse er anvendt en gældsandel på 75,91 pct.

Fondbrådet har i den forbindelse noteret sig, at virksomheden den 21. december 2010 i en mail opgjorde egenkapitalandelen i peer group'en til 24,08 pct., svarende til en gældsandel på 75,91 pct. Efter at Erhvervs- og Selskabsstyrelsen på forespørgsel havde modtaget dokumentationen for denne beregning, kunne styrelsen konstatere, at den anvendte formel var forkert¹³. Virksomheden tilkendegav, at den var enig med styrelsen heri og fremsendte i stedet en ny beregning, hvori virksomheden prøvede at sandsynliggøre de førnævnte 75,91 pct., og nåede her frem til 74,15 pct.

Det skal understreges, at såvel beregningsmetoden som de anvendte tal blev ændret af virksomheden undervejs i sagsforløbet.

Konklusion

Samlet set er det Fondbrådets vurdering, at virksomheden ikke har sandsynliggjort, at den konkret anvendte metode til opgørelse af dagsværdi af investeringsejendomme, hvor gældsandelen ved handel med ejendomme estimeres på baggrund af egenkapitalandelen i en peer group, er anvendelig, ligesom virksomheden ikke har dokumenteret, at de udførte beregninger af dagsværdien af investeringsejendomme pr. 30. juni 2009 (og 30. juni 2008) er foretaget på et pålideligt datagrundlag som ellers krævet i IAS 1 og IAS 40.

¹³ Egenkapitalen var sat i forhold til gælden i stedet for til balancesummen.