

Wismann Property Consult A/S

www.wismann-as.dk, CVR: 28 31 27 17, Åboulevard 1, st., 1635 København V, Tlf.: 4088 1998,
e-mail: lw@wismann-as.dk, Lars Wismann, cand. merc. Ejendomsmægler & valuar

A/B valuarvurderinger forstå DCF-algoritmen

Efter L177 vedtaget af Folketinget
d. 28-06-2018 gælder ny norm
og vejledning fra 01-10-2018.

Fra 01-10-2018 skal alle A/B valuarvurderinger
udføres efter den diskonterede Cash Flow DCF
metoden.

Erhvervsstyrelsen er myndighed ved:

Dahlerups Pakhus

Langelinie Allé 17

2100 København Ø

Fonde, Hvidvasktilsyn, Boligregulering & Ejendomsmægling

Telefon: +45 35291000

Vicedirektør Henning Steensig

mobil nr. 3529 1000

e-mail: HenSte@erst.dk

samt Kontorchef Christine Maxner

E-mail: ChrMax@erst.dk

Dansk Ejendomsmæglerforening DE og
Ejendomsforeningen Danmark ED er
af Folketinget opløftede til at være
branchenormgivende foreninger.

De branchenormgivende personer er:

Vicedirektør Michael Andersen DE

mobil nr. 7025 0999

e-mail: ma@de.dk

Vicedirektør Morten Marott Larsen ED

mobil nr. 2845 5651, 3312 0330

e-mail: mml@ejendomsforeningen.dk

Følgende foreninger er uretmæssigt af Christine Maxner hævdet at være medforfattere til A/B
vurderingsnorm og vejledning:

FinansDanmark FD, Foreningen af Statsautoriserede Revisorer FSR, Andels Boligforeningernes
Fællesrepræsentation ABF. Alle som en har meddelt, at de alene har været orienteret om ud-
viklingsarbejdet i foråret 2018. **Ingen af disse er således medforfattere.** De er heller ikke
anført som medforfattere på den nye vurderingsvejledning publiceret d. 27-09-2018.

Der er tale om en uprofessionel nødløgn leveret af embedsmænd i EVE Erhvervs, Vækst og Ek-
sport Ministeriet ved EVE minister Rasmus Jarlov. Ifølge Østre Landsret er en nødløgn OK.



**køb – salg – vurdering - finansiering – optimering af lejekontrakter - udvikling
Vi yder værdiskabende rådgivning i investeringsejendomme!**

Ingen af de ovennævnte personer besvarer spørgsmål til A/B norm, vejledninger eller konkrete vurderinger. DE har afvist at fremlægge en modelbesvarelse på, hvordan DE mener, at en korrekt A/B valuar vurdering bør se ud. De to nu branchenormgivende foreninger afviser vilkårligt uden grund tilmeldte kursister/valuarer til de branchenormgivende foreningers kurser i norm, vejledning og DCF algoritmen. DE og ED praktiserer et kartel med et vidensmonopol.

Konkurrencestyrelsen ved Peter Ravn Christensen, Fuldmægtig/Head of Section, Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen/Danish Competition and Consumer Authority, Direkte +45 4171 5243, E-mail prc@kfst.dk har den 19-12-2018 meddelt, at det er da muligt, at de nu branchenormgivende foreninger DE og ED benytter deres dominerende position til at skabe en ulige konkurrencesituation og dermed skabe et kartel. DE er tidligere i 2016 straffet at SØIK med bøder på kr. 25 mio. efter at DE i en lang årrække havde praktiseret et kartel. Peter Ravn Christensen meddelte d. 19-12-2018 at han grundet manglende resurser ikke vil undersøge kartelforholdet, samt at han og Konkurrencestyrelsens afgørelse er inappellabel.

A/B valuarvurderinger efter den nye A/B norm og vejledning udarbejdes vidt forskelligt og fører til vidt forskellige resultater:

Vi har på nuværende tidspunkt modtaget A/B valuarvurderinger udarbejdet efter DCF principper fra 9 forskellige valuarer alle medlemmer af Dansk Ejendomsmæglerforening såkaldte MDE. Alle 9 er vidt forskellige i DCF metoden ingen underbygges med referenceejendomme, der underbygger vurderingsprincippet og dermed de 6-7 værdier, der indgår i DCF parameter-værdierne. Hertil at en enkelt har opfundet sin egen herlighedsværdi til kr. 6.300/m².

Valuar Mikkel Scheel MDE er opløftet til seniorkonsulent og var kursusleder/underviser på et internt kursus i DE d. 08-11-2018. Kurset blev gennemført på den betingelse af kursisterne ikke måtte stille spørgsmål til underviseren. Spørgsmål skulle sendes til www.de.dk, der efterfølgende meddelte, at heller ikke DE ville besvare spørgsmål til fortolkning af A/B vurderingsnormen og vejledning. DE er branchenormgiver!

Valuar Mikkel Scheel MDE underviste i øvrigt på kurset med et forældet materiale idet han ikke var klar over, at DE d. 27-09-2018 tre dage inden den af Folketinget d. 28-06-2018 godkendte vurderingsvejledning skulle træde i kraft havde udgivet en nye A/B vurderingsvejledning uden, at valuar Mikkel Scheel MDE eller andre valuarer var blevet gjort opmærksomme på det. Kurset i den nye vurderingsnorm og vejledning blev således gennemført med en forældet vurderingsvejledning. I øvrigt var der en række fejl i de ca. 90 plancher.

Cand. merc., ejendomsmægler og valuar Lars Wismann giver her din vejledning til at forstå principperne i DCF A/B valuarvurderinger.

Vi opfylder alle uddannelses forudsætninger jf. Andelsboliglovens § 5 stk. 2 litra b. og tillæg L177 vedtaget d. 28-06-2018. Jeg har tillige undervist som ekstern lektor på CBS netop i DCF. Tro mig, DCF algoritmen er vanskelig selv for de dygtigste CBS studerende. For A/B valuarerne, der typisk ikke har en økonomisk kandidatgrad, bliver DCF op ad bakke.

Den nye A/B vurderingsnorm, vejledning samt høringsssvarene ligger på vores hjemmeside www.wismann-as.dk. Enhver A/B valuar vurderingsklient hos cand. merc., ejendomsmægler og valuar Lars Wismann kan således trygt se frem til, at vi kan valuar vurdere i mange år fremover. Vi besvarer alle henvendelser med kort varsel. Fremover skal der som noget nyt A/B valuar vurderes efter den Diskonterede Cash Flow Metode. Vi kender DCF modellen helt ned i detaljen og tilbyder DCF masterclass i den nye A/B norm, vejledning og DCF modellen.

køb – salg – vurdering - finansiering – optimering af lejekontrakter - udvikling
Vi yder værdiskabende rådgivning i investeringsejendomme!

I vores arkiv har vi 235 A/B valuarvurderinger fra valuarer MDE og alene 9 af disse er vurderet efter DCF metoden. DCF metoden indeholder 6-7 variable. DCF metoden er hverken efterprøvet eller stress testet af DE eller af andre.

Hverken norm eller vejledning giver retningslinjer for, hvordan A/B valuaren skal fastsætte værdierne på de 6-7 variable udover ombygningsprisen der med normen dateret d. 27-09-2018 anføres til 2 gange grænseværdien eller kr. 4.426/m². Hertil, at når der ikke foreligger en modelbesvarelse, en korrekt A/B vurdering, så vil alle A/B valuarer fremlægge vidt forskellige vurderinger.

Uagtet, at Erhvervs- Vækst- og Eksportministeriet EVE Minister MIN Brian Mikkelsen ved svar 24-04-2018 til EVE Folketingsudvalget FT meddelte, at når man overgik til DCF metoden, så var referenceejendomme kun af mindre betydning, så gør det alene forvirringen større.

DCF algoritmens 6-7 variable kan udledes ved en omvendt DCF beregning af konkrete sammenlignelige ejendomme handlet. Ud fra disse referenceejendomme kan man så udlede de tilnærmede værdier til parabel værdierne i DCF algoritmen på den ejendom, der skal valuarvurderes. Skal man sammenligne beregningerne på flere forskellige ejendomme er det derfor en forudsætning, at disse ejendomme beregnes med samme faktorværdier med undtagelse af markedeslejen, der kan være forskellig i fht. ejendommens beliggenhed, tekniske tilstand samt om der f.eks. er altaner eller tilsvarende.

Det kan læses af nedenstående skema, hvor stor varians, der er de variable samt at DCF beregningerne dermed kan føre til vidt forskellige resultater.

DCF metoden variable	laveste værdi	højeste værdi	Kilde:
typisk ejendom, DCF år	5 år	10 år	Dansk Ejendomsmæglerforening DE
atypisk ejendom, DCF år	< 5 år	>10 år	Dansk Ejendomsmæglerforening DE
Disk. faktor i DCF perioden	2%	6%	Ejendomsforeningen Danmark ED
Afkast procent på exit value	2%	6%	Ejendomsforeningen Danmark ED
Markedsleje ved exit value	kr. 1.200/m ²	2.100/m ²	Ejendomsforeningen Danmark ED
Ombygningsomkostning	kr. 2.700/m ²	kr. 7.000/m ²	valuar Helle Horn Kramer, MDE, valuar Mikkel Scheel MDE, chef økonom Morten Marott Larsen ED
OMK nettoleje	kr. 176/m ²	kr. 230/m ²	valuar Helle Horn Kramer, MDE, valuar Mikkel Scheel MDE, chef økonom Morten Marott Larsen ED
Tomgangsleje	0%	4%	valuar Helle Horn Kramer, MDE, valuar Mikkel Scheel MDE, chef økonom Morten Marott Larsen ED

Kilder: Dansk Ejendomsmæglerforening DE er formentligt vicedirektør Michael Andersen en mand, der ikke er valuar. Ejendomsforeningen Danmark er for DCF alene vicedirektør Morten Marott Larsen

En række valuarer MDE Medlemmer af Dansk Ejendomsmæglerforening skal i tre konkrete stævninger om forkerte A/B vurderinger, behandles i Højesteret formentligt 1. kvartal 2019.

I den nye vurderingsvejledning anføres det at medmindre, at ejendommens driftsindtægter er stabile, da vil alle andre vurderingsmetoder end DCF føre til det forkerte vurderingsresultat. De frem til 01-10-2018 mest anvendte vurderingsmetoder var [Afkastmetoden](#) og [Kvadratmetermetoden](#), hævdes således af de branchenormgivende foreninger alle, at have ført til forkerte valuarværdier.

Stabil lejeindtægter er først opnået, når samtlige boliger efter en gennemgribende modernisering jf. Boligreguleringslovens § 5 stk. 2 har opnået markedsmæssig leje. Men også her mangler der en klar fortolkning fra de nu branchenormgivende foreninger. I en sag der skal for hø-

**køb – salg – vurdering - finansiering – optimering af lejekontrakter - udvikling
Vi yder værdiskabende rådgivning i investeringsejendomme!**

jesteret har advokat (H) Morten Samuelsson meddelt: "En beboelseejendom med omkostningsbestemt leje OMK-leje er det mest oplagte eksempel på en ejendom med et stabilt afkast". Hvilket er i åbenlys modstrid med alle eksperter herunder DE og ED samt lektor Bjarne Astrup Jensen, Institut for Finansiering, CBS der har udtalt at først når alle boliglejemål efter en gennemgribende modernisering har opnået maksimal leje efter Boligreguleringslovens § 5 stk. 2, da er lejen stabil og først der kan der valuarvurderes efter DCF metoden.

I mange A/B foreninger ejer foreningen både erhvervsarealer, der værdiansættes ud fra den markedsmæssige leje divideret med en afkastprocent for erhverv (typisk 4%-6%) og boligarealer der typisk har en Omkostningsbestemt leje OMK-leje. De erhvervsmæssige arealer værdiansættes efter [Afkastmetoden](#). Bolig arealerne værdiansættes efter [DCF metoden](#) medmindre af ejendommen har stabil boligleje, hvilket forudsætter BRL § 5 stk. 2 leje.

Ved henvendelse til Huslejenævnene i Frederiksberg, Gentofte og Københavns Kommuner kan det dokumenteres, at BRL § 5 stk. 2 leje ligger med godkendte lejer på kr. 1.650-1.680/m². Denne leje kan så ud fra beliggenheden reguleres op til +/- 20% idet en bolig i Vigerslev indlysende har en lavere BRL § 5 stk. 2 leje end en bolig på Indre Amagerbrogade eller på Sortedams Dossering eller i Havnegade med udsigt over vandet. Hvordan de valuarer vi har set valuarvurdere MDE efter DCF metoden kan anføre BRL §5 stk. 2 lejen på Indre Østerbro til kr. 1.000/m² eller på Indre Amagerbrogade (1.500 meter fra Rådhuspladsen) må kun guderne vide da ingen af de to ønsker at forklare sig.

I ingen af de få DCF valuarvurderinger, vi har modtaget har valuarerne anført referenceejendommene med andet end kvadratmeterpriser. Det er jo meningsløst at anføre ejendommene med kvadratmeterpriser om valuaren mener, at DCF metoden er den korrekte vurderingsmetode. Det er værdien på DCF parametrene, der er behov for at kende, og ikke kvadratmeterpriserne.

Med det efterhånden solide dokumentationsgrundlag vi har med 7 forskellige DCF valuarer virker det som om, at valuarerne famler i blinde. Hertil, at skønt der er krav om følsomhedsberegninger på DCF beregninger, så har den manglende modelbesvarelse fra de branchenormgivende foreninger ført til, at valuarerne håndterer følsomhedsberegninger vidt forskelligt og i enkelte tilfælde ikke udfører disse. Det hele sejler.

Efterfølgende vil der udføres følsomhedsberegninger på DCF beregningerne på disse 3 ejendomme, der i størrelse, opførelse og beliggenhed er meget sammenlignelige.



Stockholmsgade 25, 2100 København Ø. Tinglyst handlet 16-08-2018 til kr. 54.475.000. Udbudt af EDC-Erhverv i 1Q 2018 til kr. 45 mio.



Malmøgade 2, 2100 København, blandet Erhverv/Bolig udbudt til salg 3Q 2018 kr. 85.000.000. Boligdelen kr. 37.173/m².



Nørrebrogade 189, 2200 København, blandet Erhverv/Bolig Valuarvurderet kr. 65.700.000 med en DCF faktor på 3,52%

1. Antallet af DCF budgetår:

DCF metoden variable	laveste værdi	højeste værdi	Kilde:
typisk ejendom, DFC år	5 år	10 år	Dansk Ejendomsmæglerforening DE
atypisk ejendom, DCF år	< 5 år	>10 år	Dansk Ejendomsmæglerforening DE

Den første variabel som valueren skal beslutte i sin DCF beregning er antallet af DCF år. De branchenormgivende foreninger DE og ED hævder, at for den typiske ejendom, der er ombygningsperioden fra 5-10 år.

Til tiden 0 er alle boligerne med omkostningsbestemt OMK-leje og ultimo slutåret er alle boligerne med markedsmæssig leje. Jo hurtigere man bygger ejendommen om jo større bliver den kontante handelsværdi. Ingen af de branchenormgivende foreninger vil forklare, hvornår den typiske ejendom ombygges på 5, 6, 7, 8, 9 eller 10 år.

For **den ikke typiske ejendom** kan ombygnings- DCF budgetperioden være mindre end 5 år eller længere end 10 år. Hverken DE eller ED som branchenormgivende foreninger vil forklare, hvordan valueren fastsætter DCF budgetperioden for de ikke typiske ejendomme. Jo hurtigere en ombygningsperiode jo større værdi.

Valuar Simon Scheel MDE, der underviste på de branchenormgivende foreningers kursus d. 08-11-2018 brugte i 2016 og i 2017 konsekvent 15 år. Begge ejendomme DCF vurderet af Mikkel Scheel den ene en Frederiksberg boligejendom med 15 boliger og den anden en Vesterbro ejendom med 156 boliger, er følge Mikkel Scheel atypiske. Hvornår en ejendom, så er typisk, vil ingen forklare.

Valuar Helle Horn Kramer Colliers mener, at en boligejendom beliggende Randersgade 47 med 15 boliger er så atypisk, at der skal anvendes en 20 årig DCF periode. Helle Horn Kramer MDE er udmeldt skønsmand i den verserende sag A/B Randborg.

Jo kortere en ombygningsperiode der anvendes i DCF beregningen jo højere en kvadratmeterpris, medmindre at valueren bruger den kortere periode til samtidig at hæve den anvendte DCF diskonteringsfaktor og exit value afkastprocent.

Det er først når ejendommen er fuldt ombygget til BRL § 5 stk. 2 leje, at der er stabil leje og først der kan ejendommen værdiansættes efter afkastmetoden. Jo hurtigere, der bygges om, jo højere en kontant handelsværdi og modsat:

Den kontante handelsværdi beregnes som:

- Den tilbagediskonterede nutidsværdi af nettocashflow i alle DCF årene typisk 1-10
- Nutidsværdien af slutværdien på den fuldt ombyggede ejendom, hvor værdien beregnes ultimo som det driftsmæssige nettoglejefkast f.eks. ultimo år 10, divideret med det markedsmæssige afkast på den fuldt udviklede ejendoms nu stabile nettogleje
- Værdien af én ledig bolig. (der er ingen retningslinjer for, hvornår denne skal medregnes). Værdien af en ledig bolig giver en merværdi, men mindre %-vis betydning for store ejendomme.

Ombygningen i DCF årene beregnes som det samlede boligareal divideret med antal DCF år, hvilket giver et gennemsnitsareal i samtlige f.eks. 10 budgetår. Det er således ikke en konkret lejlighed, der bygges om i et givent DCF-budgetår. Det er en gns. lejlighed.

Wismann Property Consult A/S

6

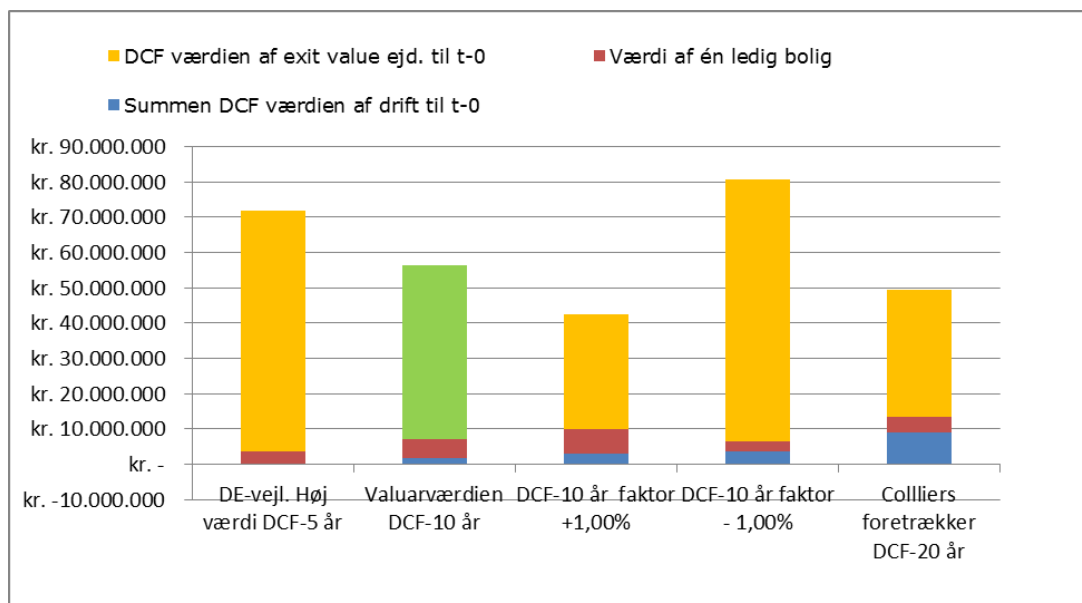
www.wismann-as.dk, CVR: 28 31 27 17, Åboulevard 1, st., 1635 København V, Tlf.: 4088 1998
e-mail: lw@wismann-as.dk, Lars Wismann, cand. merc. stats. aut. ejd. mgl & valuar

Med en 10 årig DCF ombygningsperiode udgør litra a) typisk mellem 3-8% af den samlede valuarværdi, litra b) udgør sammen med litra c) resten mellem 92-97%. Vores model er ejendommen Stockholmsgade 25, 2100 København Ø. tinglyst handlet d. 08-06-2018.

Det er derfor stort set uden betydning om den beregnede OMK leje med evt. moderniserings leje er mellem Kr. 500-1.000/m² idet denne leje kun har mindre indflydelse på valuarværdien og kun indgår i DCF beregningen i ombygningsårene.

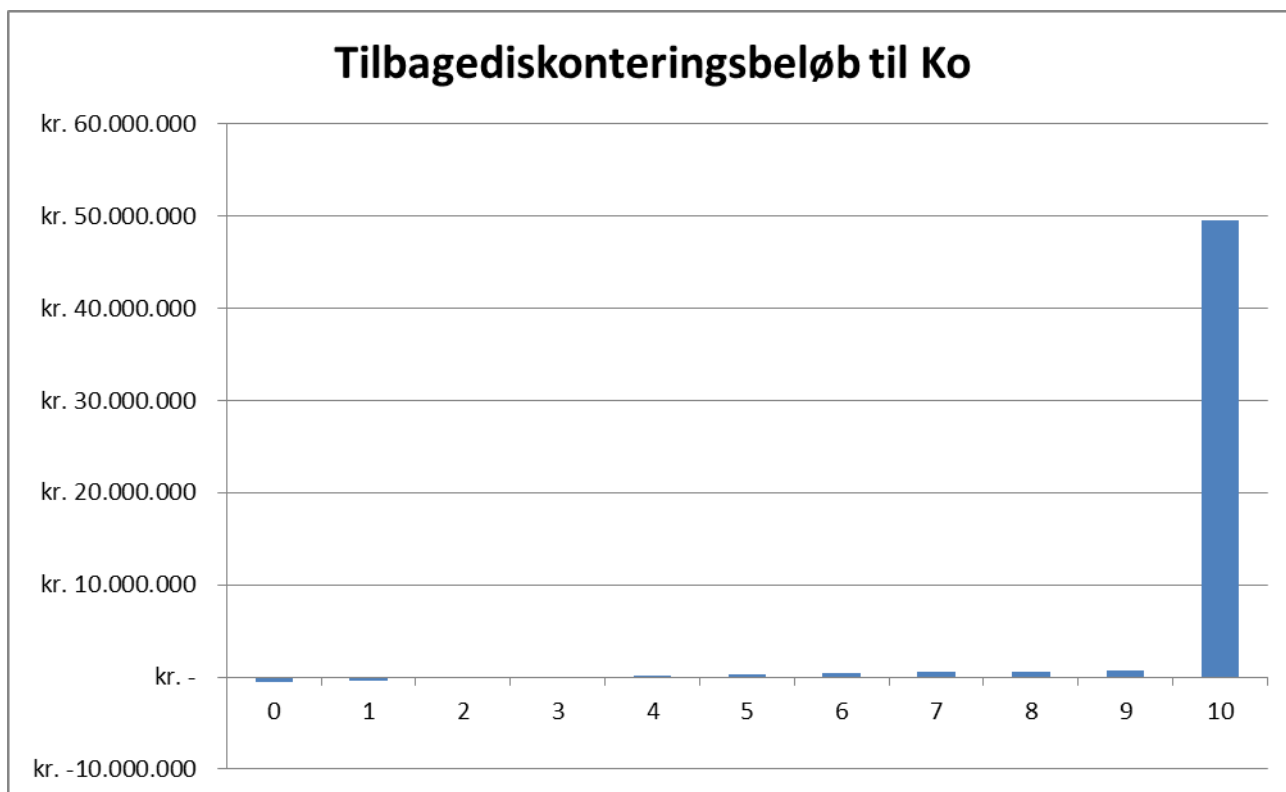
Hvad, der er helt afgørende, er slutlejen, som ED angiver til at være hvad som helst mellem kr. 1.200-2.100/m² divideret med afkastprocenten, som ED angiver til alt imellem 2%-6%. Andelshaverne og de Folketingspolitikere, der tror, at DCF metoden vil føre til mere retvisende og ens vurderinger, har intet at have deres forventning i.

Begrebet værdien af en ledig lejlighed, fremgår forsat af Andelsbolig Lovens paragraf 5. Hos valuarerne er det helt tilfældigt om de overhovedet medregner værdien af en ledig lejlighed eller om de ikke gør det eller til hvilken værdi. Medregnes værdien af en ledig lejlighed mener jeg, at det korrekte princip er at tage forskelsprisen på værdien af en gns. lejlighed som andelsbolig f.eks. kr. 30.000/m². og så værdien som ejerlejlighed f.eks. kr. 55.000/m².



Kilde: Ejendommen Stockholmsgade 25, tinglyst handlet 08-06-2018, kr. 56.475.000, 12 boliger startafkast 0,57%, kr. 29.021/m². DCF 1-10 værdien er 6,72% af valuarværdien:

**køb – salg – vurdering - finansiering – optimering af lejekontrakter - udvikling
Vi yder værdiskabende rådgivning i investeringsejendomme!**



Kilde: DCF Diskonteret Cash Flow, år 1-10, samt værdien af en ledig lejlighed til tiden 0, Stockholmsgade 25.

Det fremgår af det 10-årige Cash Flow, at startlejen er stort set uden betydning idet kun 3% af valuarværdien kommer fra det 10 årige cashflow i ombygningsperioden. De resterende 97% kommer fra nutidsværdien af exit-value på ejendommen plus værdien af én ledige bolig.

Diskonterings og exit value afkastprocenten 3,33% med en inflation på 2% en ombygningspris på 4.458/m² og en BRL § 5 stk. 2 leje til kr. 1.500/m².

Såfremt valuaren vælger, at beregne valuarværdien uden at inddrage værdien af begrebet én ledig bolig bliver bidraget fra det 10-årige Diskonterede Cash Flow 3,00% fremfor 2,94%, men DCF diskonterings og exit value faktoren reduceres fra 3,33% til 3,08%

2. Fastsættelse af diskonteringsfaktoren i DCF perioden.

Disk. faktor i DCF perioden	2%	6%	Ejendomsforeningen Danmark ED
-----------------------------	----	----	-------------------------------

Diskonteringsfaktoren er helt afgørende for nutidsværdien af DCF perioden budgetmæssige cash flow samt af exit value. Gør man den baglæns DCF beregning på konkrete referenceejendomme, der har været handlet og indlægger man samme parameterværdier for alle andre andre DCF parametre kan man udlede diskonteringsfaktoren på disse ejendomme.

Da cashflow'et i den f.eks. 10-årige ombygningsperiode har forsvindende lille betydning for den samlede valuarværdi, er det faktisk kun af mindre betydning, om man har de helt korrekte tal for den omkostningsbestemte leje med evt. moderniseringsforhøjelser til tiden 0.

Men når den nu branchenormgivende forening ED angiver, at diskonteringsfaktoren kan ligge imellem 2%-6%, er det som at åbne en ladeport for fuldkommen vilkårlige vurderinger.

køb – salg – vurdering - finansiering – optimering af lejekontrakter - udvikling
Vi yder værdiskabende rådgivning i investeringsejendomme!

I undervisningsmodellen A/B Billy Price, som vicedirektør Morten Marott Larsen underviste efter i foråret på interne kurser hos DE, der anlagde han en diskonteringsfaktor på 3,30% for en velbeliggende ejendom i København. Velbeliggende er f.eks. indre Kbh. V., Kbh. N. eller Kbh. Ø. Der var ingen referenceejendomme, der underbyggede denne diskonteringsfaktor og senere i samme model afkastprocent og uden at blinke nåede underviseren til en valuarvurdering på kr. 17.500/m² i foråret 2018.

Velbeliggende boligejendomme i København med lutter OMK leje handles i foråret 2018 til priser i intervallet kr. 25.000-35.000/m² oftest med store vedligeholdelsesmæssige efterslæb. De kr. 17.500/m² skulle hæves min. 43%-100% for at nå de faktiske priser, langt over det væsentligheds-kriterium på 20% som er fastlagt i den nye ejendoms-vurderingslov.

Indgår der erhvervsmæssige arealer på ejendommen opgøres disse typisk ved en afkastprocent på ca. 5%. Ejendomme med erhvervsmæssige arealer har derfor en højere diskonteringsfaktor end ejendomme, der alene har boligarealer.

Exit value afkast % valuarer MDE	Ejendom	DCF disk Faktor og exit value %
Helle Horn Kramer	Randersgade 47	4,75%
Helle Horn Kramer	Randersgade 47	5,00%
Helle Horn Kramer	Randersgade 47	4,75%
Mikkel Scheel	Halls Allé 4-6	3,30%
Mikkel Scheel	Enghaveparken	3,85%
Morten Marott Larsen	Billy Price	3,50%
Emil O-Ellekilde	Haraldsgade 4	3,50%
Hans Trebbien	Vardegade 4-10	2,55%
Mikkel Scheel	Modeleksempel	4,10%
John Lindgreen	Amagerbrogade 26 m.fl.	4,50%
anonym	Formentligt Peblinge Dossering	5,00%
Gennemsnit		4,07%
Minimum		2,55%
Maksimum		5,00%

DCF diskonterings- og exit value faktoren er helt afgørende for valuarens beregnede valuarværdi. Det er derfor meningsløst med en variation på 100% fra 2,55% til 5,00%. Ingen af valuarerne havde således underbygget deres vurderinger med DCF faktorer fra handlede referenceejendomme. Valuar John Lindgreen MDE anførte således i sin valuarrapport at hans anførte referenceejendomme ikke var sammenlignelige. Hvad de så skulle anføres for, ved ingen

3. Fastsættelse af afkastprocenten ved exit value

Afkast procent på exit value	2%	6%	Ejendomsforeningen Danmark ED
------------------------------	----	----	-------------------------------

ED ved vicedirektør Morten Marott Larsen som branchenormgivende forening meddeler her, at denne skal være mellem 2% til 6%. Hvorfra ED har disse procenter ved ingen.

**køb – salg – vurdering - finansiering – optimering af lejekontrakter - udvikling
Vi yder værdiskabende rådgivning i investeringsejendomme!**

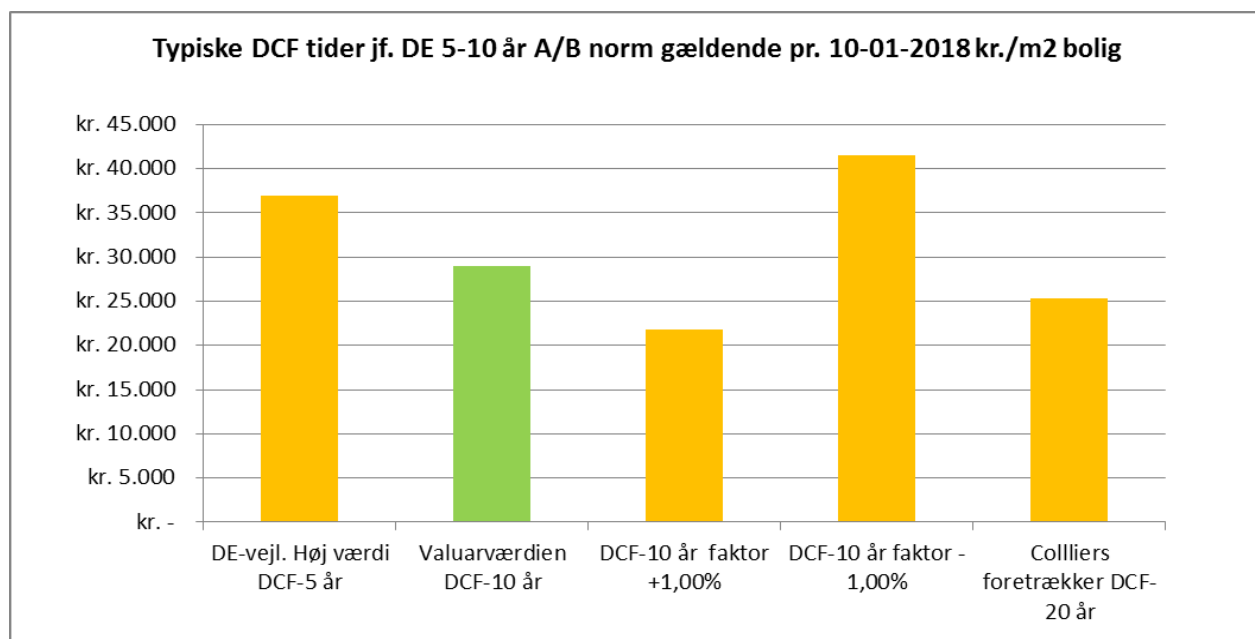
Det var sandsynligvis dette forhold, der var årsagen til, at de nu branchenormgivende foreninger DE og ED i hast måtte publicere en ny A/B vurderingsvejledning på www.de.dk d. 27-09-2018 altså tre dagen inden den af Folketinget d. 28-06-2018 vedtagne vurderingsnorm skulle træde i kraft.

Efter d. 27-09-2018 skal DCF diskonteringsfaktoren være den samme som exit afkastprocenten.

Med ED's egne nøgletal fra Billy Price og bilag A filerne, kan nettolejen da være alt fra kr. 630-1.530/m², driftsomkostningen var angivet til kr. 464/m². Kvadratmeterpriserne kan så svinge fra kr. (650-464)/0,06=kr. 3.100/m² til kr. (1.400-464)/0,02=kr. 46.800. Det rene absurdteater. Teaterdirektøren er branchenormgiveren vicedirektør Morten Marott Larsen.

I virkeligheden findes afkastprocenten på den fuldt udviklede ejendom ved at se hvilke kvadratmeterpriser som de fuldt udviklede ejendomme handles til samt skele til, hvad renten er på den lange rente jf. FinansDanmarks boligstatistik. I september måned 2018 er den lange rente ca. 2,3%. Da en boligejendom udover lejen har stigende leje jf. inflationsfaktoren, så handles fuldt udviklede ejendomme i foråret 2018, hvor undervisningen foregik typisk på afkastprocenter på 2,4%-3,0%.

Da 92%-98% af DCF valuarværdien stammer fra exit value på ejendommen er det helt afgørende, at valuaren både anvender den korrekte leje med den korrekte afkastprocent. En ændring af afkastprocenten fra 3,3% til 2,3% eller 4,3% ændrer således den exit value værdien med +43% eller -25%. Tilsvarende gælder for ændringer i BRL § 5 stk. 2. markedislejen eller DCF perioden fra DCF-10 til DCF-5 eller DCF-20.



Da den fuldt udviklede ejendom, der har opnået markedsmæssig og stabil leje på samtlige boliglejemål har en markant lavere risiko end ejendommen til tiden 0 havde, bør exit afkastprocenten være lavere f.eks. ½-1% point lavere end diskonteringsfaktoren i DCF perioden. Dette argument understøttes af et notat udarbejdet af lektor Bjarne Astrup CBS. Netop derfor er det alarmerende, at ingen aner hvem der er forfatterne til det regelsæt der er vedtaget af Folketinget d. 28-06-2018. Dansk Ejendomsmæglerforenings hemmelighedskræmmeri er skandaløst. EVE Minister Rasmus Jarlov kunne med en mail forlange åbenhed og ærlighed.

køb – salg – vurdering - finansiering – optimering af lejekontrakter - udvikling
Vi yder værdiskabende rådgivning i investeringsejendomme!

De baglæns beregninger for ejendommen Stockholmsgade 25, med en markedsleje på kr. 1.500/m², en driftsudgift på kr. 293/m², en ombygningsomkostning på kr. 4.458/m², en inflation på 2,0% p.a., gav en DCF Diskonteringsfaktor på 3,33% i ombygningsperioden F 1-10 og en exit value procent på 3,33%. Driftsudgiften er kunstig lav da den følger EDC Erhvervs udbudsprospekt.

ED Morten Marott Larsen mente i skolemodellen A/B Billy Price, at markedslejen for en centralt beliggende ejendom i København er kr. 1.400/m². Samme Morten Marott Larsen vil ikke forklare hvorfra han har sine lejetal, eller hvornår lejen som han anførte skulle være kr. 2.100/m². I modstrid med vurderingsvejledningen dateret d. 27-09-2018 anvendte Morten Marott Larsen en ombygningsomkostning på kr. 7.000/m² trukket lige ud af den blå luft.

Exit value afkastprocenten bør og skal indlysende underbygges med referenceejendomme, fremfor Morten Marott Larsen, der blot havde trukket 3,5% ud af den blå luft.

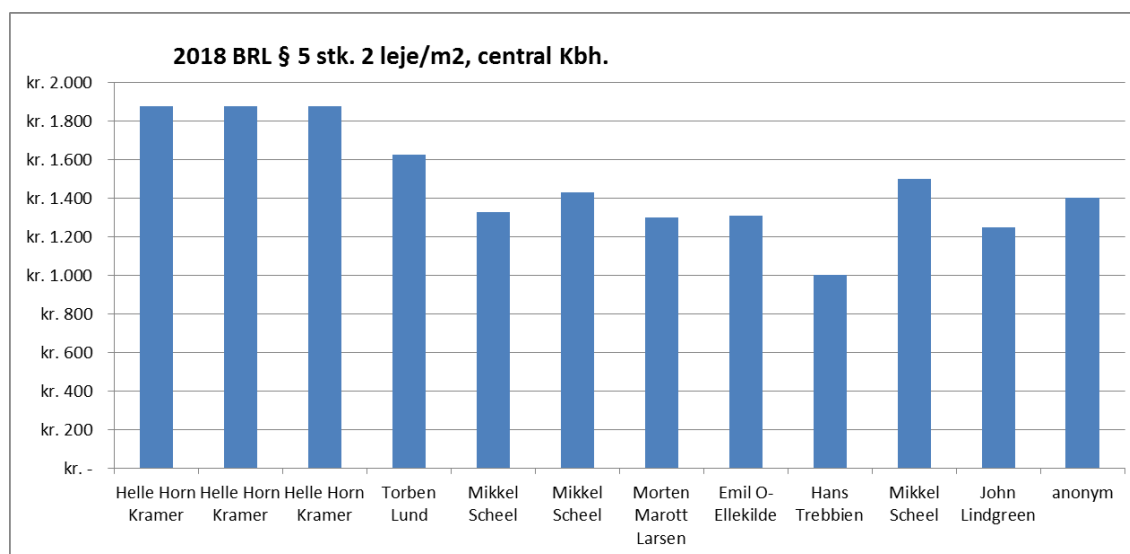
4. Markedsleje ved exit value

Markedsleje ved exit value	kr. 1.200/m ²	2.100/m ²	Ejendomsforeningen Danmark ED
----------------------------	--------------------------	----------------------	-------------------------------

Blandt vores 235 valuarvurderinger er det uhyre få, der har anført hvad den markeds-mæssige leje skulle være på vurderingsejendommen.

De 9 vurderingsrapporter, der er beregnet efter DCF metoden anfører den markeds-mæssige leje. De samme DCF valuarer er enige om, at den markeds-mæssige leje skal reguleres med inflationen, som de i reglen sætter til 2% p.a.

Her nedenfor vises hvor tilfældigt 5 valuarer inkl. Morten Marott Larsen har sat den markeds-mæssige leje. Lejerne MDE-valuarerne varierer fra kr. 1.000-1.876/m² eller en afvigelse på op til 88%. Valuar Mikkel Scheel MDE, der underviste på de branchenormgivende foreningers kursus d. 08-11-2018, mente således, at den markeds-mæssige leje for en luksusejendom på Indre Frederiksberg Halls Allé 4-6 er kr. 102/m² lavere end ejendommen Enghaveparken på Vesterbro. Der blev spurgt på kurset til, hvordan han som seniorkonsulent i Dansk Ejendoms-mæglerforening ville forklare denne forskel da en herskabsbolig på Frederiksberg burde have en højere BRL § 5 stk. 2 leje end en gammel arbejderbolig på Enghavevej. Valuar Mikkel Scheel MDE som underviser meddelte, at alene en domstol kan besvare den slags spørgsmål.



Med for lave BRL § 5 stk. 2 boliglejer og for høje afkastprocenter vil DCF beregningen føre til forkerte og for lave A/B valuarvurderinger. Valuar John Lindgreen MDE nåede således på Amagerbrogade til en kvadratmeterpris lige omkring kr. 10.000/m² hvor en anonym valuar MDE på Nørrebro nåede til en værdi på kr. 37.334/m².

Den valuar Hans Trebbien der på Indre Østerbro havde en BRL § 5 stk. 2 leje havde også den laveste DCF diskonteringsfaktor og exit valueprocent.

Det forholder sig således ikke som EVE MIN Brian Mikkelsen havde ønsket sig at overgangen til DCF valuarvurderingsmetoden ville føre til mere ens og retvisende A/B valuarvurderinger. I stedet er der sket det modsatte og jeg vil påstå at under 2% af andelshaverne og under 10% af valuarer har forstået at anvende DCF valuarvurderingsmetoden.

I Østre Landsretssagen A/B Duegården var der for 6 valuarer alle MDE således 80% forskel på nettoglejberegningen fra den laveste til den højeste valuarberegnete nettogleje. De 6 valuarer hævdede alle at have beregnet lejen efter samme vurderingsnorm.

Det burde være indlysende, at DCF algoritmen uden konkrete retningslinjer vil føre til vidt forskellige valuarværdier om flere valuarer skal beregne værdien på samme ejendom. Jeg frygter, at valuarerne fremover blindt stoler på nogle DCF beregninger som de oftest ikke selv kan forklare.

5. Ombygningsomkostning

Ombygningsomkostning	kr. 2.700/m ²	kr. 7.000/m ²	valuar Helle Horn Kramer, MDE, valuar Mikkel Scheel MDE, chef økonom Morten Marott Larsen ED
----------------------	--------------------------	--------------------------	--

I den i dølgsmål publicerede nye vurderingsvejledning 27-09-2018 fremgår det at ombygningsomkostningen skal opgøres til 200% af grænseværdien der i 2019 er kr. 2.255/m².

Valuar Helle Horn Kramer MDE Colliers budgetterede på A/B Randborg vurderet i 2005 med ombygningsomkostninger på 2.700/m², hvilket kun var 75% af 2005 værdierne. Valuar Mikkel Scheel MDE i 2016 kr. 4.000/m² også forkert og vicedirektør Morten Marott Larsen ED i foråret 2018 kr. 7.000/m² eller 157% af den korrekte værdi.

Ved en budgetsimulation kan det beregnes, at for ejendommen Stockholmsgade 25 falder den DCF beregnede valuarværdi fra kr. 56.475.000 til kr. 52.725.550 om ombygningsomkostningen hæves fra de korrekte kr. 4.456/m² til kr. 7.000/m² eller et fald på valuarværdien med 3,32%.

Ombygningsomkostningen kan efter d. 27-09-2018 ikke frit vælges af valuaren. Ombygningsomkostningen har dog kun en meget begrænset betydning for slutresultatet idet samme værdi må anvendes på den baglæns beregning af DCF faktorerne på referenceejendommene.

6. Omkostningsbestemt nettogleje:

OMK nettogleje	kr. 176/m ²	kr. 230/m ²	valuar Helle Horn Kramer, MDE, valuar Mikkel Scheel MDE, chef økonom Morten Marott Larsen ED
----------------	------------------------	------------------------	--

Netop fordi mange valuarer har vanskeligt ved at beregne sig frem til samme omkostningsbestemte leje (der har været op til 80% forskel i sagen A/B Duegården, hvor 6 valuarer vurderede-

de samme ejendom) og fordi denne korrekt beregnet for den typiske ejendom er helt nede på kr. 176-230/m².

Den udbredte anvendelsen af Afkastmetoden, ud fra den omkostningsbestemte leje er nu af Dansk Ejendomsmæglerforening erkendt at føre til rivende forkerte valuarvurderinger. Det betyder, at stort set alle valuarvurderinger udført af valuarerne fra Dansk Ejendomsmæglerforening før 01-10-2018 førte til forkerte og oftest meget for lave resultater.

På de handlede ejendomme, som Stockholmsgade 25 (start afkastprocent 0,57%) har ejendommene med ren OMK-leje typisk været handlet til omkring 0,6-1,0% i startafkast. En række valuarer udmeldt som skønsmænd ved sager for domstolene har da også meddelt at ejendomme med OMK leje som er ejendomme med den højeste tænkelige udviklingsmulighed blev handlet til meget lave afkastprocenter nede omkring 0,6% til 1,0%.

Nettolejen kan så være hævet med moderniseringsleje. På ejendommen Stockholmsgade 25 jf. udbudsprospektet fra EDC Erhverv var OMK-lejen kr. 443/m². Blev denne hævet med 50% så ville DCF beregningen i den 10-årige DCF ombygningsperiode give et noget højere driftsmæssigt afkast. Dermed ville DCF-værdien valuartværdien stige fra kr. 56.475.000 til kr. 58.202.751 eller en stigning på 3,06%.

Hvad startlejen er ved valuarvurderingen efter DCF metoden til tiden 0 er stort set uden betydning for resultatet, læs valuarværdien. Netop i to af de sager der skal for Højesteret d. 18. marts 2019 har modpartens advokater hævdet at startlejen var helt afgørende for valuarværdien. DCF metoden viser at argumentet er forkert. Nu hvor Dansk Ejendomsmæglerforening har fået Folketinget til at beslutte d. 28-06-2018 at alene DCF metoden med en 10-årig ombygningsperiode fører til den korrekte valuarværdi, da er startlejen stort set uden betydning.

Det er exit lejen og exit afkastprocenten der skaber stort set hele valuarværdien i en DCF-10 valuarvurdering.

Jeg er overbevist om, at ingen af forfatterne til den vurderingsnorm og vejledning som blev vedtaget af Folketinget d. 28-06-2018 er klar over dette forhold.

Jeg er tilsvarende overbevist om, at valuarer og skønsmænd vil stå foran dommerne i de kommende år og meddele, at ejendomme, hvor man ikke har den fuld indsigt i de helt korrekte lejeforhold på vurderingstidspunktet, ikke kan anvendes som referencer.

Intet er mere forkert, når startlejen stort set ikke har betydning for den valuarværdi, der beregnes efter DCF-10 metoden.

Professor Michael Møller CBS i sit peer review anførte, at startlejen ved en OMK leje beregnet boligejendom var fuldkommen uden væsentlig betydning. I stedet burde valuarerne skele til kvadratmeterpriserne og anføre flest mulige referenceejendomme og så indlægge en tendenslinje i en graf.

7. Tomgangsleje:

Tomgangsleje	0%	4%	valuar Helle Horn Kramer, MDE, valuar Mikkel Scheel MDE, chef økonom Marten Marott Larsen ED
--------------	----	----	--

I Storkøbenhavn er der ikke tomgang på boliglejemarket. Ingen af de 6 valuarer, der har udarbejdet DCF valuarvurderinger opererer med tomgangsleje. Jeg har aldrig set et eneste salgspro-

**køb – salg – vurdering - finansiering – optimering af lejekontrakter - udvikling
Vi yder værdiskabende rådgivning i investeringsejendomme!**

spekt på en boligejendom, hvor der i driftsbudgettet blev opereret med tomgangsleje på boligarealer.

Det er alene vicedirektør Morten Marott Larsen ED, der som en af branchenormgiverne opererer med en tomgang på 4% i hans skoleeksempel A/B Billy Price. Netop denne tomgangsfaktor afslører, at Morten Marott Larsen ikke er valuar og aldrig har ejet eller har virket professionelt med boligudlejningsejendomme i København.

Tomgang på boliger i København med OMK leje eller for den sags skyld markedsleje er en gang studentikost DJØF skrivebordsarbejde.

8. Inflation:

Alle valuarerne inkl. vicedirektør Morten Marott Larsen opererer konsekvent med en inflation på 2% i 2005 som i 2018. I 2005 var den 5-årige gns. inflation omkring 2,5% p.a. I 2018 var den 5-årige gns. inflation 0,8%.

Når valuarerne anvender 2% er det med argumentet om, at det er Nationalbankens og den Europæiske Centralbanks langsigtede inflationsmål. Men i virkeligheden har den ingen, jeg skriver ingen indflydelse på den kontante handelsværdi. Inflation har alene den indflydelse af den for den 10-årige ombygningsperiode DCF-budgetperiode fremstiller tallene i løbende priser fremfor i faste priser.

Der er dog en lille generel fejl idet alle valuarernes beregninger inklusiv vicedirektør Morten Marott Larsen DE's modelberegninger. Fejlen er, at man lader OMK lejen stige med inflationen 2% p.a.

På en ejendom som Stockholmsgade 23 er OMK lejen kr. 443/m² og driftsudgiften kr. 294/m² til tiden 0. Men OMK betyder omkostningsbestemt leje. OMK lejen kan aldrig stige med 2% men kun med den 2% stigning, der er på omkostningerne, som udgør ca. 66% af OMK lejen. DCF modellen som undervist på interne kurser i DE af den branchenormgivende forfatter Morten Marott Larsen ED er således forkert. Fejlen har en ubetydelig indflydelse på valuarværdien.

Halveres inflationen således med 50% fra 2% til 1% p.a. så falder DCF valuarværdien på ejendommen Stockholmsgade 25 med ca. 1%, en forskel der skyldes den fejl at man lader OMK lejen stige med hele inflationen fremfor kun med stigningen i de driftsmæssige omkostninger.

Uforklarlige vurderingsfaktorer:

Der er en anonym valuar fra Dansk Ejendomsmæglerforening der har opfundet sin egen herlighedsværdi kr. 6.300/m², som har så tillægger DCF valuarværdien. Hvorvidt dette er tilladeligt indenfor regelsættet hævder kontorchef Christine Maxner fra ERST, at det kan alene en domstol afgøre. Det tager så 9 år ved domstolene og koster mange kr. mio.

Håb for fremtiden:

Vores ambition om retvisende og ens valuarvurderinger, åbenhed og gennemsigtig er usvækket. Vores overbevisning om, at DE er den største blokering for dialog og retvisende A/B valuarvurderinger er vel dokumenteret.

Den 07-09-2018 blev det meddelt, at socialdemokraten **Ole Hækkerup** født i 1971 og uddannet fra KU med en Bachelorgrad i statskundskab, skulle tiltræde som ny direktør i Dansk Ejen-

køb – salg – vurdering - finansiering – optimering af lejekontrakter - udvikling
Vi yder værdiskabende rådgivning i investeringsejendomme!

domsmæglerforening. **Ole Hækkerup** tiltrådte d. 01-10-2018 fra en barsels vikar stilling som kommunikationschef i Danske Handicaporganisationer, der sluttede ved udgangen af 2017. Før da var **Ole Hækkerup** medlem af Folketinget frem til september 2015. **Ole Hækkerup** har ingen tidligere erfaringer fra det private erhvervsliv eller med ejendomme.

Ole Hækkerup er næppe klar over, eller er blevet meddelt af DE, at DE i 2016 blev straffet af SØIK med bøder på kr. 25 mio. efter omfattende kartelvirksomhed. DE's formand **Torben Strøm** beklagede ikke den praktiserede karteladfærd.

Vi hilser **Ole Hækkerup** velkommen i DE i forventning om, at **Ole Hækkerup** besidder de gamle klassiske socialdemokratiske dyder om åbenhed, gennemsigtighed, fairness, ret og pligt. Vi vil vise **Ole Hækkerup** vores tillid, vi vil følge ham og vi håber, at han er manden der vil rydde op i den dybt korrupte Dansk Ejendomsmæglerforening. **Ole Hækkerup** bør starte med at anmode sin vicedirektør **Michael Andersen** DE om følgende:

1. at DE altid har den aktuelle og de forrige A/B vurderingsnormer liggende på hjemmesiden
2. Tilsvarende 1) for vurderingsvejledningerne
3. at DE ved vicedirektør **Michael Andersen** fremlægger tre modelbesvarelser på tre konkrete ejendomme, der har været handlet og dermed viser, hvordan DE som branchenormgivende forening mener, at en korrekt A/B valuarvurdering bør se ud.
4. De branchenormgivende foreninger i modsætning til i dag tilbyder at give svar på spørgsmål til norm, vejledning til fastsættelse af parametre i DCF algoritmen samt til konkrete vurderinger.
5. Åben adgang til kurser om A/B valuar vurderinger, der afholdes af eller hos de nu branchenormgivende foreninger Dansk Ejendomsmæglerforening DE og Ejendomsforeningen Danmark ED.
6. Inddragelse af de A/B valuarer, der har valgt at stå udenfor den kartelstraffede Dansk Ejendomsmæglerforening, når der skal udarbejdes nye A/B vurderingsvejledninger.
7. At DE som branchenormgivende ud fra en adresseliste fremsender de nye vurderingsnormer og vejledninger til alle A/B valuarer, hver gang der sker ændringer.
8. At norm og vejledning anfører navnene på forfatterne.
9. Ophør af "fake news" og uretmæssig miskreditering af andre aktører

København d. 14-01-2019

Med venlig hilsen

Lars Wismann, projektchef & direktør
cand. merc., ejendomsmægler & valuar