

Indregning og måling af kapitalandele i ventureselskaber

-Recognition and measurement of investments in venture companies



Indhold

Executive summery	4
Indledning.....	4
Problemformulering	5
Afgrænsning	6
Metode	8
Videnskabsteoretisk tilgang.....	8
Metode til definition af problemformulering.....	9
Udvælgelse af årsrapporter.....	9
Undersøgelsesdesign	10
Sekundære data.....	11
Primære data	11
Personlige interviews.....	11
Validitet og Reliabilitet	12
Venturefondens struktur og kendetegn.....	13
Carried Interest	14
Internal rate of return.....	15
Forskel mellem Private Equity/kapitalfonde & Venturefonde	15
Regnskabsteori	16
Begrebsramme	16
Retvisende billede	16
Grundlæggende forudsætninger.....	23
Væsentlige forudsætninger §53 stk. 2.b	25
Eventualforpligtelser & Hensatte forpligtelser.....	25
Delkonklusion.....	28
Internationale regnskabsstandarder	29
IFRS 13.....	29
IFRS 10.....	33
Delkonklusion.....	34
Indregning af kapitalandele i datter- og associerede virksomheder	35
Typer af kapitalandele	35
Dattervirksomheder	35
Associerede virksomheder.....	35
Indregningsmetoder	36

Martin Haislund Andersen

Kostprismetoden	36
Indre værdis metode	36
Dagsværdi	37
Delkonklusion.....	38
Værdiansættelse.....	39
Introduktion	39
Delkonklusion.....	44
Indledende Analyse	45
Måling af usikkerhed	45
Vurderingsskema.....	46
Analyse	50
Vurdering af årsrapporter fra venturefonde.....	50
Vurdering af sammenlignelige årsrapporter fra kapitalfonde.....	60
Vurdering af sammenlignelige årsrapporter indeholdende investeringsejendomme	63
Delkonklusion.....	67
Diskussion og anbefalinger	68
Diskussion	68
Anbefalinger	74
Konklusion	76
Perspektivering.....	81
Litteraturliste	83
Bilag 1 Udvalgte selskaber og fonde til kvalitativ analyse.....	87
Bilag 2 Interviewede personer.....	96
Bilag 3 – Referat af interview med Jan-Christian Nissen.....	97
Bilag 4 – Referat af interview med Jakob Fuglede Nielsen	100
Bilag 5 – Referat af interview med Morten Friis Munksgaard og Peter Aagesen.....	101
Bilag 6 – Oversigt over hørringssvar.....	103
Bilag 7 – Hørringsvar fra FSR.....	104
Bilag 8 – Data fra EVCA.....	105
Bilag 8 – Oversigt over urealiserede værdier kontra dagsværdien – samt data til afhandlingen.....	0

Executive summery

Correct recognition and measurement of investments in venture companies is crucial to whether the annual report gives a true and fair view. The true and fair view applies for both the financial information the accounting user needs, but also whether the annual report contains sufficient information relating to valuation methods. This include the key assumptions behind the valuation and the uncertainties associated with the recognition of investments in venture companies.

This master thesis has focused on whether the Danish venture funds provides sufficient information relating to recognition and measurement and the uncertainties associated hereby. The results have been compared with the accounting policies of similar companies where fair value calculations are prevalent, and where regulation is parallel to what is known for venture capital investments. The comparison is made with companies investing in properties.

The analysis shows that the annual reports containing property investment generally offers the accounting users more and better information, and follow the provisions stated by the Danish Financial Statements Act regarding recognition and measurement at fair value.

All companies investing in properties provide information on the key assumptions for determining the fair value, which none of the analyzed venture funds provide.

The conclusion is that the recognition and measurement when venture funds invest in unlisted companies, does not give a true and fair view in accordance with the Danish Financial Statement Act. This is caused by the fact, that venture funds don't provide sufficient information regarding the methods used to calculate the fair view, the key assumptions behind the valuation and the sensitivity to changes in the key assumptions. Finally, the venture funds do not provide information about the uncertainty regarding investment in venture companies and the possible effect on result, balance and equity.

Indledning

Endomondo, Trustpilot, Podio, Just-Eat og Universal Robots er blot nogle af de seneste års store vindere inden for den danske venturebranche. En branche, som oplever stor fremgang både hvad angår exits men også tiltrukket kapital. Det må derfor forventes, at der vil komme mere fokus på regnskabsaflæggelsen hos fondene bag investeringerne, idet medier vil interessere sig mere og mere for de økonomiske forhold hos fondene. Fonde som regnskabsmæssigt lever uden den store interesse, da regnskabsbrugerne typisk er investorer som får relevante oplysninger på anden vis end via årsrapporten i form af investorrapportering.

Korrekt indregning og måling af kapitalandele i ventureselskaber er afgørende for om den aflagte årsrapport giver et retvisende billede. Det retvisende billede gælder både for den finansielle information regnskabsbruger

Martin Haislund Andersen

har behov for, men også om årsrapporten indeholder tilstrækkelig informationsværdi vedrørende de metoder, der anvendes til værdiansættelse, herunder de væsentligste forudsætninger bag værdiansættelsen og de usikkerheder der er forbundet med indregning af kapitalandele i ventureselskaber.

Da køb og salg af kapitalandele er venturefondens primære aktivitet, er løbende værdiregulering af kapitalandele til dagsværdi (fair value) oftest den eneste måde at vise finansiell fremgang af kapitalandelene i årsrapporten. Venturefonde indregner som oftest deres investeringer til dagsværdi.

Det er i henhold til den gældende årsregnskabslov tilladt, at indregne kapitalandele til dagsværdi, i henhold til § 38 i ÅRL idet hovedaktiviteten er investeringsaktivitet. Efter vedtagelsen af den nye ÅRL, som træder i kraft for regnskabsår der starter 1. januar 2016, vil det ikke længere være muligt, at indregne kapitalandele til dagsværdi efter § 38 da denne fremadrettet kun vil gælde investeringsejendomme. Venturefonde, kapitalfonde og andre, der ønsker at indregne kapitalandele til dagsværdi, skal fremover enten benytte §41 i ÅRL, som giver mulighed for at opskrive over egenkapitalen uden påvirkning af resultatopgørelsen, eller overgå til aflæggelse efter IFRS, som giver mulighed for indregning af kapitalandele til dagsværdi over resultatopgørelsen.

Man har i Danmark de seneste år tilpasset ÅRL, så den passer til de internationale regnskabsstandards, men man går i den modsatte retning, når man vælger, at indsnævre § 38 til kun at omhandle investeringsejendomme. Paradoksalt nok er eneste løsning for, at kunne indregne som hidtil netop, at overgå til international regnskabspraksis, i stedet for at tilpasse den danske.

Afhandlingen vil fokusere på, om de danske venturefonde giver tilstrækkelige oplysninger vedrørende indregning og måling, samt om de usikkerheder, der er forbundet hermed. Resultatet vil blive sammenholdt med regnskabspraksis for andre områder, hvor dagsværdiberegninger er udbredt, og hvor reguleringen er parallel med den, der er inden for kapitalandele, her primært investeringsejendomme.

Problemformulering

Ved gennemlæsning af årsrapporter for danske venturefonde kan man konstatere, at der investeres milliarder af kroner i danske opstartsvirksomheder hvert år¹. Disse er typisk det eneste aktiv, en venturefond har. Det kan derfor undre en, at man som regnskabslæser ikke bliver præsenteret for oplysninger om hvordan porteføljen er værdiansat, hvilke væsentlige forudsætninger og parametre der ligger bag værdiansættelsen, og hvilken risiko der er forbundet med investering i unoterede kapitalandele i de risikofyldte nystartede selskaber. Undersøgelser viser, at 70 – 80% af investeringer i en venturefond er dårlige investeringer, og de resterende 20-30 % skal finansiere og skabe fondens overskud/performance². Værdiansættelse af disse selskaber er derfor forbundet med stor risiko og stor skønsmæssig vurdering når dagsværdien skal opgøres pålideligt.

¹ http://www.vf.dk/~media/files/analyser/markedsanalyser/markedsanalyse_2015.pdf

² <http://www.dr.dk/nyheder/penge/video-saadan-fungerer-en-venturefond>

Martin Haislund Andersen

Dertil sker der fra regnskabsåret 2016 ændringer til årsregnskabsloven som påvirker måden hvorpå venturefonde kan indregne og måle investeringer i unoterede kapitalandele i datter- og associerede virksomheder. Selvom §38 i ÅRL begrænses, er afhandlingens problemstilling stadig relevant. Det antages, at hvis venturefonde indregner og måler kapitalandele forkert i dag, så vil de også gøre det fremadrettet.

Med udgangspunkt i ovenstående problemidentifikation kan afhandlingens hovedspørgsmål præsenteres således:

”Giver indregning og måling af unoterede kapitalandele i ventureselskaber, til dagsværdi, et retvisende billede i henhold til årsregnskabsloven? ”

Ovenstående hovedspørgsmål vil blive forsøgt besvaret ved en række underspørgsmål. Underspørgsmålene er formuleret således:

1. Præsenteres regnskabsbruger for tilstrækkelig information i henhold til årsregnskabsloven på området for unoterede kapitalandele, herunder om der oplyses tilstrækkeligt om usikkerhed ved indregning og måling af kapitalandele i ventureselskaber?
2. Er der sammenhæng mellem måden hvorpå unoterede kapitalandele i ventureselskaber indregnes og måles og den måde øvrige regnskabsposter med mange skøn og stor usikkerhed indregnes og måles?
3. Er der sammenhæng mellem måden indregning og måling sker og de regnskabsinteressenter venturefonde har?
4. Hvordan påvirker vedtagelsen af den nye årsregnskabslov områder for indregning og måling af unoterede kapitalandele?
5. Hvad kan der gøres for at give et mere nuanceret/retvisende billede af indregning og måling af unoterede kapitalandele i ventureselskaber?

Afgrænsning

For at kunne besvare afhandlingens problemstilling dybdegående og hensigtsmæssigt, er der foretaget nødvendige afgrænsninger i forhold til emnet.

Opgaven omhandler indregning og måling af kapitalandele i venturefonde. Opgavens analyse tager udelukkende udgangspunkt i venturefonde og deres problemstillinger i henhold til indregning og måling, hvorfor der ses derfor bort fra problemstillingerne som holdingselskaber i al almindelighed kan have.

Interessenter i opgaven er udelukkende interessenter i venturefonde og dertilhørende porteføljeselskaber.

Der tages i afhandlingen udgangspunkt i reglerne for indregning og måling af kapitalandele til dagsværdi i henhold til reglerne om investeringsaktivitet som hovedaktivitet. Reglerne for indregning og måling af kapitalandele i selskaber hvor hovedaktiviteten ikke er investering, vil ikke være omfattet af afhandlingen.

Martin Haislund Andersen

Afhandlingen gennemgår de lovbestemmelser i ÅRL, som regulerer indregning af unoterede kapitalandele i datter- og associerede virksomheder. Afhandlingen afgrænser sig fra, at gennemgå reglerne for joint ventures, da disse ikke vurderes, at være en del af afhandlingens fokus.

Værdiansættelsesmetoder til beregning af dagsværdi for kapitalandelene vil blive gennemgået i afhandlingen. De metoder, der vil blive gennemgået, er metoder som brancheforeningen DVCA anbefaler, og retningslinjer som er givet af den internationale forening for kapital- og venturefonde. Andre metoder, som ikke er en del af ”IPEV”, (International Private Equity Valuation Guidelines) vil ikke blive gennemgået, og vil derfor ikke være medtaget i analysen.

Det antages i afhandlingen, at finansieringen af investeringerne sker kontant via draw downs fra fondenes LP’er (Limited Partners), og at der dermed ikke er gældsfinansiering og andre finansielle instrumenter, der påvirker værdiansættelsen af kapitalandelene.

Ved vurderingen af markedsforhold og lignende, tages udgangspunkt i det danske marked for venturefonde. Der drages ikke parallel til f.eks. det amerikanske venturemarked.

Afhandlingens formål er ikke, at analysere eller kommentere på de skattemæssige problemstillinger, der er ved equity investeringer i unoterede kapitalandele. Da flere af venturefondes investorer er PAL-beskattet afgrænses også herfor. Der afgrænses ligeledes for beregning og regnskabsmæssig behandling af aktuel- og udskudt skat, ved investeringer i kapitalandele.

Eventualforpligtelser vil blive gennemgået i afhandlingen, som sker som led i begrebet ”Carried Interest”, som afledes af fondenes forventninger til porteføljen. Afhandlingen vil fokusere på, om fondene aflægger årsrapporter, som giver et retvisende billede i forhold til indregning og måling, men eftersom denne måling vil have en afledt effekt på carried interest og dermed eventualforpligtelser, vil afhandlingen afdække denne problemstilling uden at gå i dybden med øvrige regnskabsmæssige problemstillinger.

Afhandling vil ligeledes gennemgå hensatte forpligtelser på grundlag af de tilsagn, fondene giver om yderligere investering men hvor pengene forfalder på et senere tidspunkt.

IFRS standarderne 10 & 13 vil ikke blive gennemgået i mindste detalje, da omfanget heraf vil være for stor og være uden for afhandlingens fokus. Især vedrørende IFRS 10 vil der kun blive gennemgået forhold, som er relevante for venturefonde, det vil sige reguleringen af definitionerne i standarden og omfanget af undtagelserne for koncernregnskaber.

Den regnskabsmæssige behandling af unoterede kapitalandele vil i afhandlingen blive sammenholdt og vurderet op imod udvalgte årsrapporter indeholdende investeringsejendomme, som måles til dagsværdi og indregnes efter ÅRL § 38. Afhandlingen vil ikke tage stilling til, om de anvendte forudsætninger for indregning

af investeringsejendomme er korrekte, men blot bruges til, at vurdere om måden hvorpå to forskellige regnskabsområder indregnes efter samme paragraf udføres ens eller forskelligt.

Fondenes IRR bliver beregnet i afhandlingen. Det er ikke muligt at beregne IRR helt præcist på baggrund af de tilgængelige data, hvorfor der er taget udgangspunkt i egenkapitalbevægelser i de enkelte regnskabsår. Det har ikke været muligt, at kende de præcise datoer for ind- og udbetalinger mellem fondene og deres investorer, hvorfor alle bevægelser i året i beregningen er regnet ud fra 30. juni.

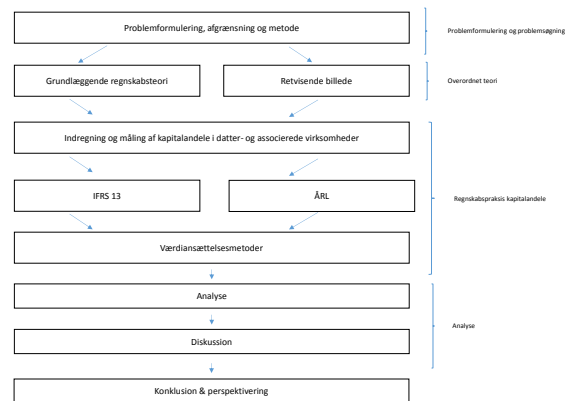
Metode

Afhandlingen vil fokusere på aktører inden for ventureinvesteringer.

En oversigt over udvalgte venturefonde fremgår af bilag 1.

Afhandlingens struktur ses til højre.

Denne er lavet for at give læseren et overblik over afhandlingen og den valgte fremgangsmetode.



Egen tilvirkning

Videnskabsteoretisk tilgang

For at kunne besvare afhandlingens problemstilling, benyttes en positivistisk videnskabelig tilgang til at løse problemstillingen. Når der anvendes en positivistisk tilgang sigter man efter at bygge videre på allerede sikker viden. Positivismen opererer med to kilder til erkendelse nemlig iagttagelse og logik.³ Iagttagelserne, dvs. den empiriske viden, er den viden, vi får, via vores fem sanser, og herved fastslår hvad der er kendsgerninger.⁴ Logikken er den intellektuelle måde, at vurdere en sandhed på. Afhandlingen vil forsøge, at finde den objektive sandhed omkring, hvornår en regnskabspost giver et retvisende billede. I denne søgning starter man med kendsgerningerne og de objektive faktuelle begivenheder. Den positivistiske tankegang vil gerne finde en sikker viden. Denne opnås ikke, men vil forsøge, at komme så tæt på som muligt.

Afhandlingen har en deduktiv metodisk tilgang dvs., at man arbejder empirisk og anvender teori, der allerede er udviklet. Det er derfor vigtigt, at man husker, at forholde sig kritisk til de anvendte teorier, litteratur mv. I dette metodeafsnit beskrives opgavens opbygning, som ligger til grund for besvarelsen af problemformuleringens spørgsmål.⁵

³ Videnskabsteori for begyndere side 20

⁴ Videnskabsteori for begyndere side 20

⁵ Videnskabsteori for begyndere side 39

Metode til definition af problemformulering

Ved formuleringen af afhandlingens hovedspørgsmål, er der anvendt den syntetiske metode. Metoden tager udgangspunkt i, at der formuleres et hovedspørgsmål, der yderligere kan opdeles i en række underspørgsmål. Svarene på underspørgsmålene danner samlet grundlag for besvarelsen af hovedspørgsmålet.⁵

I forhold til afhandlingens struktur betyder dette, at forklaringer kommer først og svar til sidst i det enkelte kapitel. Alternativt kunne afhandlingens problemstilling være udformet efter den analytiske metode. Denne metode tager afsæt i en eller flere formulerede hypoteser, hvis be- eller afkræftelse vil føre til en konklusion på hovedspørgsmålet. I afhandlingen anvendes, som ovenfor nævnt, den syntetiske metode, grundet metodens anvendelighed i forhold til den ønskede opbygning af afhandlingen. Derudover ønskes der mulighed for at kunne udarbejde sammenfatninger, der er i modstrid med hinanden og derigennem diskutere modstridende forhold i relation til hovedspørgsmålet. Konklusioner eller forhold i de enkelte kapitler og den udarbejdede sammenfatning har ikke nødvendigvis lige stor vægt i relation til den endelige konklusion, men fungerer i stedet som en del af det samlede perspektiv.

Udvælgelse af årsrapporter

I afhandlingen vil der bliver analyseret årsrapporter for sammenlignelige venturefonde. Årsrapporterne er bevidst udvalgte da en tilfældig udvælgelse af årsrapporter ikke vil give afhandlingen værdi, idet afhandlingen afgrænses til kun at analysere på venturefonde og deres indregning af noterede kapitalandele. Årsrapporterne er udvalgt ud fra følgende kriterier:

1. Fokus på venture investeringer
2. Beliggende i Danmark – eller med fokus på danske ellers skandinaviske selskaber
3. Regnskabspligtige til Danmark
4. Størrelse – maksimal committet kapital på t.kr. 1.000.000
5. Anvender ”IPEV” som guideline for indregning af kapitalandele

Til brug for direkte sammenligning udvælges 4 årsrapporter fra kapitalfonde. Årsrapporterne er udvalgt ud fra følgende kriterier:

1. Investeringsaktivitet som hovedaktivitet
2. Investerer i noterede kapitalandele
3. Investere på et senere tidspunkt end venture fonde – vil typisk kunne benytte en DCF model til værdiansættelse.

Det antages at været svært, at finde årsrapporter fra store kapitalfonde, eftersom det er muligt at indsætte en erhvervsdrivende fond som komplementar og dermed være fritaget for at offentliggøre årsrapporten. Oversigt over kapitalfonde udvalgt til sammenligning fremgår af bilag 1.

Martin Haislund Andersen

Til brug for yderligere sammenligning udvælges årsrapporter, der indregner investeringsejendomme efter ÅRL § 38. Årsrapporterne er udvalgt ud fra følgende krav:

1. Revideret af forskellige store revisionshuse
2. Benytter § 38 ved indregning og måling til dagsværdi
3. Investeringsejendomme for mere end 7 millioner kroner.

Årsrapporterne er simpelthen udvalgt ud fra ovenstående kriterier. De udvalgte årsrapporter er ikke nødvendigvis et repræsentativt udsnit men er heller ikke udvalgt for at fremprovokere en bestemt tendens eller konklusion. Oversigt over udvalgte selskaber til sammenligning fremgår af bilag 1.

Undersøgelsesdesign

Til brug for besvarelse af afhandlingens problemformulering er anvendt både primær og sekundær data. Den sekundære i form af årsrapporter, artikler, publikationer og bøger. Den primære i form af interviews med personer som enten repræsenterer venturefonde eller personer, som er interessenter til danske venturefonde.

Afhandlingens formål er, at klarlægge hvorvidt unoterede kapitalandele i datter- og associerede virksomheder indregnes og præsenteres korrekt i venturefondes årsrapporter, og hermed hvorvidt de giver et retvisende billede i henhold til ÅRL.

Afhandlingen vil undersøge, om det er muligt, at sammenligne, hvordan man indregner eller bør indregne, kapitalandele i datter- og associerede virksomheder i venturefonde med andre aktiver, som også indregnes med en stor del af regnskabsmæssige skøn. Det antages, at der kan sammenlignes med hvordan man typisk vil indregne investeringsejendomme. Det antages ligeledes, at man vil give mere detaljerede oplysninger om forudsætningerne for målegrundlaget og indregningsmetoden, når det drejer sig om investeringsejendomme, end når det gælder kapitalandele. Afhandlingen vil undersøge, om det er reguleringsbestemt eller om det er en praksis, som skyldes mere fokus på investeringsejendomme end kapitalandele til dagsværdi.

Til brug for afhandlingen vil jeg interviewe personer med tilknytning til venturebranchen, eller personer med kendskab til den lovbestemte regulering af området. En oversigt over de interviewede personer fremgår af bilag 2.

Alle udvalgte interview personer er udvalgt med baggrund i deres arbejde med enten venturefonde, regnskabsregulering eller som revisorer. Enkelte revisorer arbejder aktivt med venture- og kapitalfonde, andre revisorer udtaler sig til afhandlingen ud fra deres generelle viden til regnskabsregulering og årsrapportens indhold.

Afhandlingens analyse vil tage udgangspunkt i en kvalitativ analyse af årsrapporter fra danske venturefonde. Da ingen venturefonde i Danmark er børsnoterede, vil information ud over den præsenterede i årsrapporterne, ikke være offentlig tilgængelig

Det valgte undersøgelsesdesign og den udførte analyse vil munde ud i en diskussion omkring den nuværende regnskabsregulering, om hvorvidt den nye ÅRL sikrer bedre information for regnskabsbruger, og om hvad forfatteren mener om emnet, samt hvilke tiltag der eventuelt skal tages for, at sikre optimal information til regnskabsbruger og sikre et revisende billede af indregning og måling af unoterede kapitalandele i datter- og associerede virksomheder i venturefonde.

Sekundære data

Afhandlingen er primært baseret på sekundær data, det vil sige allerede eksisterende data⁶. I den forbindelse er der brugt bøger, artikler fra aviser og faglige tidsskrifter, offentlig tilgængelige rapporter, lovforslag samt tidligere udarbejdede afhandlinger, der vedrører emnet. Derudover er der også benyttet opslag på internettet til brug for informationssøgning.

De benyttede data har primært været af kvalitativ art, såsom regnskabsdata og statistikker fra brancheorganisationer mv. Den anvendte sekundære data er derfor registreringsdata. Der er ikke anvendt procesdata og forskningsdata.⁷

Sekundære data i form af årsrapporter er brugt til, at analysere ind- og udbetalinger mellem fonden og dens investorer. På baggrund heraf er fondenes IRR beregnet. Endvidere er indbetalinger korrigeret for management fee og andre omkostninger, for at komme frem til et tilnærmelsesvis korrekt tal, som fonden vil have haft til rådighed til investeringer. Dette ”rådighedsbeløb” er sat op imod dagsværdien af porteføljen, for at kunne kvantificere usikkerheden ved indregning og måling til dagsværdi. Risikoen for fejl er steget, som følge af at forfatteren selv har korrigeret i sekundære data. Det er dog vurderingen, at margien for fejl er relativt lille, da det har været muligt, at sammenholde og dobbelttjekke med årsrapporterne. Resultatet af analysen har været, at vise, at der er en usikkerhed, men ikke at konkludere størrelsen heraf. Det er derfor vurderingen, at fejl i beregninger ikke vil påvirke analysen og konklusionen.

Primære data

Som supplement til sekundære data er det fundet nødvendigt, at medtage primærdata til brug for analysen af problemstillingen. Primærdata kendetegnes ved at være data, som er indsamlet personligt af forfatteren selv. Ved indhentelse af primærdata er der anvendt personlige interviews. Den anvendte primære data er af kvalitativ art.⁸

Personlige interviews

Til brug for afhandlingens analyse og diskussion er der foretaget personlige interviews. Der er foretaget interview med relevante personer for venturebranchen samt fagfolk med ekspertise på området for regnskabsregulering.

⁶ Den skinbarlige virkelighed – side 144

⁷ Den skinbarlige virkelighed – side 144

⁸ Den skinbarlige virkelighed – side 138

Martin Haislund Andersen

Der er anvendt delvist strukturerede interview, da denne form for interview er kendetegnet ved, at interviewerens på forhånd har en vis teoretisk og praktisk viden om området, men alligevel er åben over for nye synsvinkler og informationer, som den interviewede eventuelt kunne komme med⁹. Interviewets emner behøver heller ikke blive berørt i en på forhånd fastlagt rækkefølge.⁴ Spørgsmålene vil således være udformet på forhånd, så interviewet vil kunne forløbe struktureret. Der vil dog være mulighed for, at stille uddybende spørgsmål undervejs, således at interview-formen kan beskrives som delvist struktureret.

Det vil ikke være identiske spørgsmål de enkelte respondenter bliver stillet, da personer har forskellig ekspertise. Interviewene har været ved personlig fremmøde, telefoninterview og et enkelte interview foretaget over mail.

Validitet og Reliabilitet

Det er vigtigt, at der er overensstemmelse mellem de teoretiske begreber og empirien, dette kaldes validitet, dertil er det vigtigt, at den indsamlede data er pålidelig, dette kaldes reliabilitet.

Validitet dækker over begreberne gyldighed og relevans.¹⁰ Gyldigheden er overensstemmelsen mellem teorien og den indsamlede empiri. Relevansen er udtryk for, hvor relevant den indsamlede empiri er i forhold til afhandlingens problemformulering.

Reliabilitet angiver hvor nøjagtigt du måler det du faktisk måler¹¹. Høj reliabilitet sikrer dermed nøjagtighed i svarene og at resultatet kan genskabes.

Kildekritik

I afhandlingens teoretiske del, som er den underliggende regnskabsteori bag indregning og måling af unoterede kapitalandele, er de benyttede kilder primært regnskabsstandarde, publikationer fra revisionshuse, fagbøger samt artikler og øvrige publikationer. Disse kilder antages, at have høj grad af pålidelighed. Det vurderes, at denne type af information ikke er farvet i sine holdninger, men udelukkende simplificerer og klarlægger gældende lovgivning. Til den teoretiske del af opgaven er foretaget interviews med revisorer. Revisorerne er kun blevet bedt om, at uddybe deres holdning og fortolkning af gældende lovgivning, samt deres input til om udvalgte årsrapporter efter deres faglige ekspertise lever op til kravene i ÅRL.

I afhandlingens analytiske del er primært brugt årsrapporter for udvalgte venturefonde, kapitalfonde og selskaber med investeringsejendomme. Analysen af årsrapporterne sker ud fra punkter defineret i den indledende analyse. Det vurderes, at de forhold årsrapporterne vurderes på, er objektive, således at afhandlingens konklusioner ikke er farvet af forfatterens egne interesser eller holdninger.

⁹ Den skinbarlige virkelighed – side 155

¹⁰ Den skinbarlige virkelighed – side 84

¹¹ Den skinbarlige virkelighed – side 85

Til brug for analysen og forståelsen af branchen samt forventninger og meninger om den nye ÅRL, er der foretaget flere interviews. Alle interviews er med personer med tilknytning til venturebranchen eller folk som her relevant faglig viden om området eller regnskabsreguleringen. Det er derfor vurderingen, at pålideligheden af interviewene er høj. Da spørgsmålene til alle interviewede personer har været af mere eller mindre general karakter i forhold til branchen og normerne heri, vurderes det ikke, at subjektive holdninger eller specifikke interesse fra involverede personer har påvirket analysen eller konklusionen i afhandlingen.

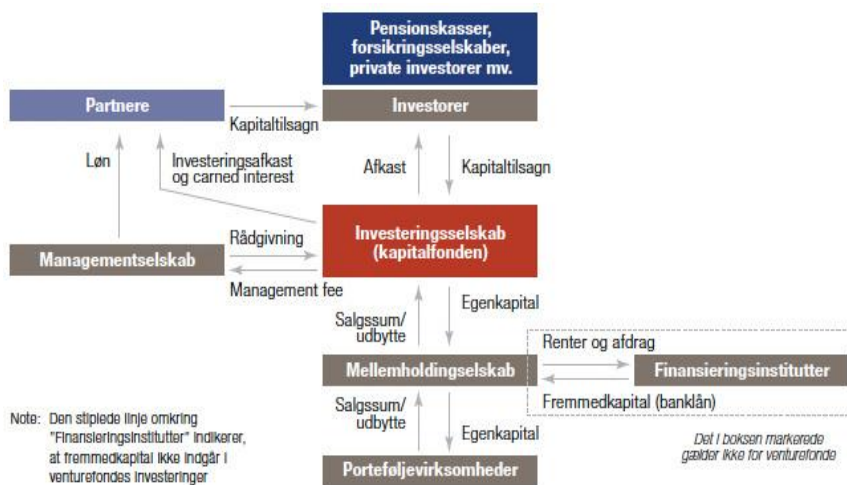
Venturefondens struktur og kendetegn

En venturefond er typisk et K/S eller en anden form for partnerselskab med begrænset ansvar, som investerre i selskaber, som er i en meget tidlig fase (early stage or SEED) mod, at få en ejerandel i selskabet. Venturefonde modtager typisk ikke ejerandele for mere end op til 50%, idet det er vigtigt i den tidlige fase, at iværksætteren selv har væsentlig indflydelse og en stor potentiel gevinst i sigte. Jo længe i processen en investering kommer, jo mindre vil iværksætterens andel blive.

Venturefonde rejser risikovillig kapital til virksomheder med stort potentiale, det er derfor forbundet med stor risiko, når en venturefond foretager en investering. Tal fra vækstfonden viser, at 6 ud af 10 investeringer går tabt, 2 ud af 10 tjener sin investering hjem og de sidste 2 skal finansiere fonden og sikre succes til investorer og Investment managers.¹²

Strukturen i en venturefond er typisk, at man har nogle institutionelle investorer i form af pensionskasser eller andre former for investorer med en stor mængde kapital til rådighed. Dette kan være familiefonde, disse investorer kaldes LP (limited partners).

LP'erne giver et kapitaltilsagn til fonden, som fonden benytter til investeringer.



Investeringerne forvaltes via et management selskab, som ejes af de ansvarlige partnere for fondens performance. Managementselskabet modtager løbende et fee for at forvalte og finde de investeringer fonden foretager. De øverste partnere kaldes GP (general partner). GP'erne får løn eller overskudsdeling fra

¹² <http://www.dr.dk/nyheder/penge/video-saadan-fungerer-en-venturefond>

Martin Haislund Andersen

management selskabet, herunder kan GP'erne få såkaldt carried interest – et ekstra performance honorar, hvis fonden klarer sig godt. Carried interest vil blive omtalt senere i afhandlingen. Ovenstående figur kan benyttes til at vise strukturen i både en venturefond og en kapitalfond. Venturefonde benytter sjældent mellemholdningselskaber.

En venturefond har typisk en levetid på 10 år.¹³ De første 4-5 år af levetiden må fonden foretage nye investeringer, efter de 4-5 år må der kun foretages opfølgende investeringer, mens fonden forsøger at få solgt sine kapitalandele inden perioden er udløbet. Fondens levetid kan forlænges hvis et flertal af investorerne godkender dette. En typisk investering i en venturefond har en levetid på 3-7 år.¹⁴ Et salg af kapitalandele kaldes exit. Et succesfuldt exit er typisk et salg til en industriel spiller eller en børsintroduktion.



Det danske marked for ventureinvesteringer er steget de seneste år, men er stadig under niveauet fra før finanskrisen. Der blev i 2008 foretaget investeringer for 2,5 milliarder kroner. I 2014 var tallet lidt over 2 milliarder.¹⁵

Ved indgangen til 2014 havde danske venturefonde 7 milliarder kroner til at foretage investeringer for i årene efter.¹⁶

Carried Interest

Carried Interest er GP'ernes og management selskabets gulerod. Managementselskabet og GP'erne investerer typisk hvad der svarer til 1 % af fonden.¹⁷ Dette sikrer, at GP og øvrige medarbejdere får andel i en up-side men ligeledes også bærer en del af risikoen ved investeringen. Overstiger fondens IRR 8% også kaldet "hurdle rate", (denne procentsats aftales fra fond til fond), så deles de resterende udlodninger med 80% til investorerne og 20 % til GP'er og managementselskab. Disse 20% kaldes "carried interest". Der kan ikke opstå carried interest, hvis ikke alle investorernes indskud er tilbagebetalt. Med andre ord, er det ikke tilstrækkeligt bare at

¹³ <http://www.dvca.dk/index.php/medlemmer/om-venturefonde/>

¹⁴ <http://www.dvca.dk/index.php/medlemmer/om-venturefonde/>

¹⁵ <http://www.vf.dk/~media/files/analyser/markedsanalyser/markedsanalyse%202014.pdf> figur A6

¹⁶ <http://www.vf.dk/~media/files/analyser/markedsanalyser/markedsanalyse%202014.pdf> side 1

¹⁷ <http://www.ivaerksaetteren.dk/flx/artikler/7/venturekapital-paa-dansk-840/>

Martin Haislund Andersen

opskrive de regnskabsmæssige værdier for, at overgå en IRR på f.eks. 8%, der skal realiseres tilstrækkelig mange exits for, at der er likviditet til at tilbagebetale investorernes indbetalte indskud.

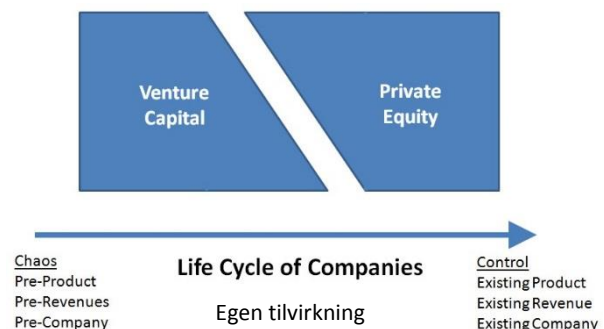
Internal rate of return

Internal rate of return (IRR) på dansk intern rente, er den rente hvor nutidsværdien af alle cash flow bevægelser både positive og negative, er lig med nul. IRR benyttes som udtryk for en fonds performance, og er ofte den som bestemmer niveauet for hvornår der kan opstå carried interest.

Forskel mellem Private Equity/kapitalfonde & Venturefonde

Private equity bliver til tider forvekslet med venture kapital, fordi de begge investerer i unoterede kapitalandele. Der er dog stor forskel i den måde, de er involveret i de virksomheder, der investeres i. Private equity/ kapitalfonde investerer typisk i modne virksomheder, som allerede er etableret, har et produkt, omsætning og cash flow. Efter investeringen forsøger kapitalfonden at optimere virksomheder i ønsket om at gøre forretningen mere profitabel.¹⁸ Når en kapitalfond køber aktier i en virksomhed går de typisk efter at få hele aktiekapitalen og dermed 100% kontrol over virksomheden.

Venturefonde investerer i virksomheder på et tidligere tidspunkt, typisk i startup fasen og i virksomheder der har et stort vækstpotentiale. Når en venturefond investerer oversiger ejerandelen sjældent 50%. Det skyldes til dels, at iværksætteren skal have en væsentlig andel af selskabet, og dermed en mulig gevinst når selskabet skal sælges, derudover søger en venturefond også, at sprede risikoen og søger derfor andre venturefonde som medinvestorer.



Derudover har en venturefond flere investeringer med mindre beløb for at sprede risikoen, hvorimod en kapitalfond vil have færre men større investeringer.¹⁹

Når en kapitalfond investerer i et selskab, sker investeringen upfront, hvorimod venturefonde løbende investerer i selskaber, når kapitalbehovet opstår.

Forskellen mellem kapital- og venturefonde kan simplificeres med ovenstående grafik.

¹⁸ <http://www.forbes.com/sites/victorhwang/2012/10/01/presidential-debate-primer-whats-the-difference-between-private-equity-and-venture-capital/>

¹⁹ Interview med Jakob Fuglede Nielsen, bilag 4

Regnskabsteori

Begrebsramme

Årsrapportens grundlæggende krav bliver klarlagt i en begrebsramme der underbygger det retvisende billede. Begrebet årsrapport er en fællesbetegnelse for alle dele af dokumentet, som regnskabsbruger præsenteres for. Det vil sige både lovpligtige og eventuelle frivillige dele.

Lovens begrebsramme giver retningslinjer for, hvordan en årsrapport skal opbygges. Dette sikrer, at årsrapporten bliver informativ for regnskabsbruger. Begrebsrammen er lovens teoretiske fundament. Ud over fundamentet omfatter loven et teknisk regelsæt af specifikke bestemmelser til udfyldelse af begrebsrammen.

Denne opgave tager udgangspunkt i årsregnskabslovens bestemmelser, men der vil i opgaven blive draget paralleller til IFRS. For at kunne udfylde årsregnskabslovens generalklausul om et retvisende billede bedst muligt, er der i årsregnskabsloven indarbejdet en begrebsramme svarende til den, man kender fra IFRS.

Da begrebsrammen blandt andet er lovens bestemmelser vil denne opgave tage udgangspunkt i årsregnskabsloven, som er forankret i IASB's bestemmelser. Årsregnskabsloven er opgavens overordnede begrebsramme, men IFRS vil blive brugt og analyseret i opgaven, og er dermed en del af begrebsrammen.

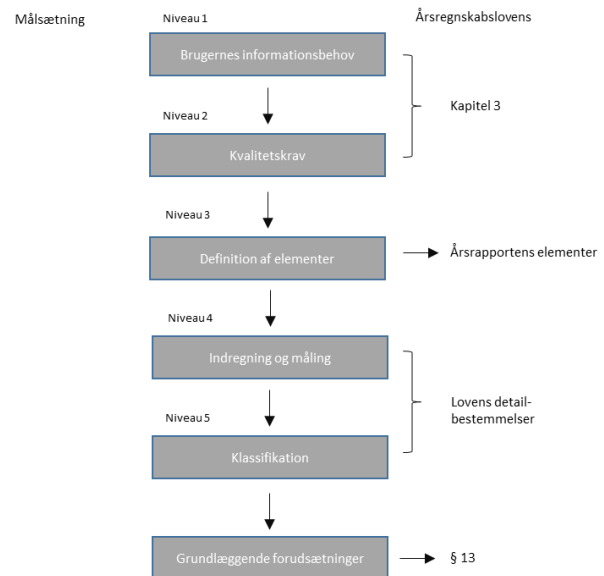
Ovenfor ses begrebsrammens 5 niveauer.

Retvisende billede

Det er årsregnskabslovens § 11, også kaldet generalklausulen, der overordnet regulerer det retvisende billede og er formuleret således:

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

Begrebsrammen kan benyttes til at vurdere det retvisende billede. Begrebsrammens formål er at:²⁰



Egen tilvirkning, inspiration fra finansiellapportering

billede

²⁰ Finansiellapportering - teori og regulering, 3. udgave, side 197

Martin Haislund Andersen

- Vejlede lovgivere og standardsættere ved udarbejdelse af tekniske regelsæt i form af regnskabsstandarder
- Danne referenceramme for løsning af regnskabsproblemer, som ikke er løst af eksisterende lovgivning eller standarder
- Forøge sammenligneligheden og konsistensen ved at reducere antallet af mulige alternative metoder
- Modvirke indflydelse af enkeltpersoners særinteresser og politisk pres
- Forøge regnskabsbrugers tillid til og forståelse af årsrapporten

Begrebsrammen har som målsætning, at give generelle retningslinjer for udformningen af et selskabs finansielle rapportering, således at den giver størst beslutningsnytte for regnskabsbrugerne. Når der diskuteres beslutningsnytte for brugerne i forbindelse med den finansielle rapportering, har det været diskuteret hvorvidt rapporteringen kun skal omhandle de finansielle oplysninger i årsregnskabet, eller om rapporteringen også skal omhandle øvrige beretningsinformationer.

Konvergensprojektet konkluderer, at begrebsrammen bør omhandle den finansielle rapportering som helhed, hvilket vil sige, at begge dele skal indarbejdes i begrebsrammen.²¹ Begrebsrammen er sammensat af fem niveauer, som danner et deduktivt system med udgangspunkt i brugernes informationsbehov.

Niveau 1:

Når vi ser på brugernes informationsbehov vedrørende eksterne regnskaber skelnes der mellem primære og sekundære interessegrupper.²²

Det er de primære interessegrupper, der tillægges størst fokus, idet de typisk vil have direkte kontakt med og indflydelse på sammenhængen af hvilken information der gives i regnskabet. Ved sammenhæng menes den information årsrapporten indeholder, idet regnskabsbrugere vil have forskellige interesser. Dette kaldes heterogene informationsbehov. Hvis regnskabsbrugere har meget forskellige interesser, vil fællesmængden være så lille blandt dem, at årsrapporterne enten vil være nødsaget til at fokusere ensidigt på nogle regnskabsbrugeres behov og undlade andre eller lave en meget omfattende rapportering, alternativt flere typer af afrapportering. Er interesserne til gengæld relativt ens, vil det være muligt at udarbejde en årsrapport, der tager hensyn til en stor gruppe af regnskabsbrugere.

Denne problemstilling omkring regnskabsbrugernes forskellige informationsbehov er relevant, så længe en årsrapport og tilhørende revision heraf er en ”standardvare” med ens regulering. Ses der for eksempel på andre dele af samfundet, går tendensen mere og mere i retning af kundetilpassede produkter.

²¹ Finansiell rapportering - teori og regulering, 3. udgave, side 197

²² Finansiell rapportering - teori og regulering, 3. udgave, side 199

Martin Haislund Andersen

Det forventes dog i konvergensprojektet, at regnskabsbrugere må vente med denne udvikling og få dækket deres informationsbehov gennem generel finansiell rapportering²³

Primære regnskabsbrugere (i tilfældet med venturefond vil det være investorer og fremtidige mulige investorer) bruger årsrapporten til at træffe beslutning om investering, kontrol og ressourceallokering. Når primære regnskabsbrugere skal træffe beslutninger om ovenstående, vil de være baseret på forventningerne til fremtidige cash flows eller sandsynligheden for fremtidige mulige cash flows, da et venture selskab typisk vil være solgt videre inden positivt cash flow opnås, grundet en typisk investering i fremtidig vækst.

En investor i en venture fond vil derfor kræve detaljeret detailviden vedr. forventninger til porteføljeselskaber, den beløbsmæssige størrelse, den tidsmæssige placering heraf samt usikkerheden forbundet med en investering, for at kunne underbygge deres beslutningsgrundlag.

Brugernes informationsbehov kan inddeles i 3 beslutningshandlinger:

1. Prognoseopgaven
2. Kontrolopgaven
3. Fordelingsopgaven

Prognoseopgaven

Ifølge konvergensprojektet anses prognoseopgaven, for at være den mest centrale del i forhold til bedømmelsen af et selskabs evne til at genere positive fremtidige cash flows. Regnskabsbruger har brug for oplysninger om selskabets økonomiske ressourcer, dvs. aktiver og tilhørende gæld i disse aktiver. Det kan enten være i form af gæld til selskabets ejere og til 3. mand, henholdsvis egenkapital og gæld.

Ud over informationen om selskabets balance har regnskabsbruger brug for viden om selskabets præstationer i resultatopgørelsen. I resultatopgørelsen informeres om alle transaktioner vedrørende omsætning, omkostninger mv. der medfører ændringer i selskabets økonomiske ressourcer og fordringer i balancen.²⁴ Transaktioner med ejer medtages ikke.

Nytten af de informationer regnskabsbruger modtager til prognoseformålet er afhængig af hvilken beslutningsperspektiv regnskabsbruger anvender. Der findes 2 beslutningsperspektiver²⁵:

1. Informationsperspektiv
2. Målingsperspektiv

²³ Finansiell rapportering - teori og regulering, 3. udgave, side 200

²⁴ Finansiell rapportering - teori og regulering, 3. udgave, side 201

²⁵ Finansiell rapportering - teori og regulering, 3. udgave, side 201

Martin Haislund Andersen

Ifølge et informationsperspektiv værdiansættes selskabet selv af investor ved brug af pengestrømsprognoser. Alle informationer i årsrapporter bruges derfor som rå-data til brug for værdiansættelsen.

Bruges målingsperspektivet tager regnskabsbruger udgangspunkt i den måling af nettoaktivernes pengestrømme, som foretages i balancen.

Kontrolopgaven

Kontrolopgaven fokuserer i modsætning i prognoseopgaven bagudrettet. Denne opgave har ikke til hensigt at sige noget omkring fremtidig værdiskabelse, men derimod at kontrollere at egenkapital er intakt, og at selskabets økonomiske ressourcer er forvaltet effektivt,²⁶ således at ledelsen har udnyttet de muligheder, der har været i perioden til at skabe værdi for aktionærerne.

Der er ifølge konvergensprojektet et sammenfald mellem prognoseopgaven og kontrolopgaven, idet de regnskabsbrugere, der er interesseret i kontrolopgaven, også vil være interesseret i at træffe beslutninger om resourceallokering, hvad enten det drejer sig om at købe, sælge eller beholde aktier eller udlånt kapital.²⁷

Fordelingsopgaven

Fordelingsopgaven er i sin oprindelighed beslutning om resourcefordeling mellem selskabet og dets investorer. Fordelingsopgaven anses derfor også som værende dækket ind under prognoseopgaven, eftersom udbyttebetaling vedrører selskabets økonomiske resourceallokering, og derfor baseres på selskabets evne til at generer positive nettopengestrømme i fremtiden.²⁸

Fordelingsopgaven tillægges central betydning i årsregnskabsloven, som følge af det brede ”stakeholder perspektiv”²⁹

I modsætning til prognoseopgaven og kontrolopgaven træffes beslutning om fordeling internt i selskabet af ledelse og bestyrelse typisk efterfulgt af godkendelse på generalforsamling.³⁰

Hensynet til fordelingsopgaven fremgår blandt andet af ÅRL § 41 stk. 3 der kræver, at opskrivninger bindes på egenkapitalen, og ikke kan udloddes af hensyn til selskabets kapitalvedligeholdelse. I forhold til en venturefond skal opskrivninger til dagsværdi af kapitalandele ikke bindes på egenkapitalen, da dennes hovedaktivitet er investering i henhold den nuværende lovgivning.

²⁶ Finansiell rapportering - teori og regulering, 3. udgave, side 202

²⁷ Finansiell rapportering - teori og regulering, 3. udgave, side 202

²⁸ Finansiell rapportering - teori og regulering, 3. udgave, side 203

²⁹ Finansiell rapportering - teori og regulering, 3. udgave, side 203

³⁰ Finansiell rapportering - teori og regulering, 3. udgave, side 203

Niveau 2

Niveau 2 omhandler en række kvalitative egenskaber, som regnskaber skal indeholde for, at kunne skabe værdi for regnskabsbrugere, dvs. skabe nytteværdi til brug for prognoseopgaven. Niveau 2 kan opdeles i 2 underniveauer, fundamentale egenskaber og forstærkende egenskaber.

Fundamentale egenskaber:

- Relevans
- Validitet/troværdighed

Forstærkende egenskaber:

- Sammenlignelighed
- Verificerbarhed
- Rettidighed
- Forståelighed

Nedenfor vil de fundamentale egenskaber blive gennemgået. Det vurderes, at kun de fundamentale egenskaber er nødvendige for forståelsen i afhandlingen, hvorfor der ikke vil blive redegjort yderligere for de forstærkende egenskaber.

Relevans

Relevant information er, at informationen er i stand til at gøre en forskel for regnskabsbrugers beslutning på baggrund af årsrapporten. Relevant information kendetegnes ved, at have prognoseværdi eller bekræftelsesværdi eller begge dele.³¹ Det vil sige nytte i forhold til, at kunne opstille fremtidige forventninger til virksomheden, eller være i stand til, at bekræfte eller ændre tidligere opfattelser, en investor har haft til virksomheden.

Validitet

Ved validitet forstås, at informationen i årsrapporten troværdigt repræsenterer de økonomiske fænomener, den foregiver at repræsentere.³² Det vil sige, at den måler det man ønsker at måle. Informationerne i årsrapporten skal gengive de underliggende transaktioner og begivenheder fuldstændigt, neutralt og fejlfrit.³³

³¹ Finansiell rapportering - teori og regulering, 3. udgave, side 205

³² Finansiell rapportering - teori og regulering, 3. udgave, side 206

³³ Finansiell rapportering - teori og regulering, 3. udgave, side 206

Martin Haislund Andersen

Fuldstændighed dækker over, at de informationer, der gives i årsrapporten er tilstrækkelige til, at regnskabsbruger kan træffe rationelle beslutninger på baggrund af de modtagne informationer. Da en årsrapport ikke kan omfatte al information er fuldstændighed et relativt begreb.³⁴

Neutralitet sikrer at årsrapporten ikke indeholder forudindtagede holdninger (biased information) hos selskaber der udarbejder årsrapporten. Det sikrer, at ledelsen ikke kan offentliggøre optimistiske eller pessimistiske årsrapporter.

Fejlfri information er som fuldstændighed et relativt begreb, idet al økonomisk aktivitet er præget af usikkerhed.³⁵ Ved indregning og måling af aktiver og passiver vil der typisk være et element af regnskabsmæssigt skøn. Derfor er det ikke et krav, at en årsrapport er 100% nøjagtig eller at der er sikkerhed om udfaldet.

Væsentligheden skal vurderes i forhold til alle 6 kvalitative egenskaber. Væsentligheden kan være forskellige i forhold til de forskellige egenskaber og der kan derfor ikke fastsættes en standard væsentlighed. Væsentligheden afhænger af det enkelte selskabs situation.³⁶

Niveau 3

En årsrapport er sammensat af flere dele. Disse dele kaldes elementer, og defineres i dette afsnit. Alle poster i et årsregnskab skal indplaceres under et element, som har en definition. De forskellige definitioner har derfor vidtrækkende betydning for opbygningen af årsregnskabet og dermed den nytteværdi det har for regnskabsbrugerne.³⁷

Begrebsrammen bygger på den formueorienterede regnskabsteori. Derfor ses alle definitionerne ud fra et balance synspunkt. De væsentligste i ÅRL er gennemgået i bilag 3.

Niveau 4

Indregning

Indregning er når begivenheder posteres i balancen eller i resultatopgørelsen. For at være kvalificeret til, at blive indregnet kræves forskellige kriterier opfyldt.

Indregningskriterier:³⁸

1. Det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde eller fragå virksomheden.
2. Posten skal kunne måles pålideligt til kostpris eller anden værdi.

³⁴ Finansiell rapportering - teori og regulering, 3. udgave, side 206

³⁵ Finansiell rapportering - teori og regulering, 3. udgave, side 207

³⁶ Finansiell rapportering - teori og regulering, 3. udgave, side 210

³⁷ Årsrapporten – teori og regulering side 174

³⁸ Årsrapporten – teori og regulering side 176

Martin Haislund Andersen

Der er i ÅRL ikke en definition af sandsynligt, i forhold til hvornår en økonomisk fordel vil til- eller fragå virksomheden. IASB bruger dog ordlyden ”more probable than not” hvilken vil sige, at sandsynligheden skal være over 50 %. Enkelte standarder specificerer selv yderligere krav for sandsynlighed, såsom ved indregning af indtægter.³⁹

Det andet indregningskriterium er, at en post kan måles pålideligt til kostpris eller anden værdi. De fleste standarder kræver indregning til kostpris ved første indregning, da denne er bedst udtryk for værdien.

Ved pålidelighed forstås i henhold til begrebsrammen verificerbarhed, repræsentativ gyldighed og neutralitet.⁴⁰

Den hidtidige regnskabspraksis har været kritiseret for, at stille for store krav til verificerbarheden af en post som konsekvens af forsigtighedstankgangen.

Hvis der stilles for store krav til verificerbarheden, har det konsekvenser for især videnstunge virksomheder som bliver ramt af følgende:⁴¹

- Undervurdering af aktiernes værdi – skaber store egenkapitalomkostninger
- Undervurdering af kreditværdighed – højere renter og lavere lånekapacitet
- Øget risiko for insiderhandel – øget informationsgab

Måling

Måling er, at identificere og klassificere fænomener på grundlag af forskellige aspekter og attributter.⁴²

I ÅRL anvendes 3 former for måling:

1. Kvantitativ måling i monetære enheder
2. Kvantitativ måling i ikke-monetære enheder
3. Kvalitativ måling i form af identifikation og klassifikation af aktiviteter

ÅRL definerer ligeledes en række økonomiske måleattributter i bilag D til ÅRL. De væsentligste vedrørende venturefonde og indregning af unoterede kapitalandele er beskrevet i afhandlingens bilag 3. Ved måling af dagsværdien af unoterede kapitalandele benyttes punkt 1.

Niveau 5

Når niveau 1 – 4 er opfyldt mangler kun retningslinjer for, hvordan informationen skal klassificeres i årsregnskabet. Der gælder 2 kriterier for klassifikation som skal være opfyldt.

³⁹ Årsrapporten – teori og regulering side 176

⁴⁰ Årsrapporten – teori og regulering side 177

⁴¹ Årsrapporten – teori og regulering side 177

⁴² Årsrapporten – teori og regulering side 179

1. Kriterierne eller egenskaberne som er grundlaget for klassifikationen, skal være relevante for regnskabsbruger, og med det formål at afdække informationsbehov
2. Transaktioner og begivenheder skal kunne klassificeres på baggrund af valgte kriterier eller egenskaber, således at der dannes homogene klasser.

Grundlæggende forudsætninger

ÅRL § 13 opstiller 9 grundlæggende forudsætninger, som årsrapporten skal udarbejdes efter. Disse er med til, at definere hvordan en årsrapport udarbejdes retvisende. De grundlæggende forudsætninger dækker over: relevans, substans, væsentlighed, going concern, neutralitet, periodisering, konsistens, bruttoværdi og formel kontinuitet. Af de 9 er væsentlighed særledes interessant i forhold til afhandlingens problemstilling.

Væsentlighed

Forskellige typer af regnskabsbrugere vil typisk have en forskellig opfattelse af væsentlighed. Der vil typisk også være en forskel på indfaldsvinklerne på regnskabsudarbejder og regnskabslæser.⁴³

Ved at indføre et væsentlighedsbegreb i § 13 undgår man at skulle definere væsentlighed i alle lovbestemmelserne.

Væsentlighedsniveauet skal fastsættes ud fra regnskabsbrugers behov for information. Ledelsens ønske om at udelade information og indforståethed må ikke tages med i betragtningen.⁴⁴

IFRS' framework definerer væsentlighed således:

“Information is material if omitting it or misstating it could influence decisions that users make on the basis of financial information about a specific reporting entity. In other words, materiality is an entity-specific aspect of relevance based on the nature or magnitude, or both, of the items to which the information relates on the context of an individual entity's financial report. Consequently, the Board cannot specify a uniform quantitative threshold for materiality or predetermine what could be material in a particular situation.”

Fondbrådet har i 2008 udsendt et notat om væsentlighed. Notat fremhæver at mindst 3 forhold gør sig gældende ved fastsættelse af væsentlighed.⁴⁵

1. Beløbsmæssige størrelse
2. Art og karakter
3. De faktiske forhold, som fejlen eller udeladelsen indgår i.

IAS 1 punkt 29 & 30 foreskriver, at ”en virksomhed skal præsentere alle væsentlige kategorier af ensartede poster i separat i årsregnskabet. En virksomhed skal præsentere poster af en anden art eller med anden funktion

⁴³ Kommentarer til årsregnskabsloven, 6. udgave 2011 side 154 – elektronisk udgave

⁴⁴ Kommentarer til årsregnskabsloven, 6. udgave 2011 side 155 – elektronisk udgave

⁴⁵ Kommentarer til årsregnskabsloven, 6. udgave 2011 side 156 – elektronisk udgave

separat, med mindre de er uvæsentlige”.⁴⁶ I punkt 30 står ”årsregnskaber udarbejdes på grundlag af en lang række transaktioner eller andre begivenheder, som sammendrages i kategorier efter art eller funktion.

Det er forfatterens fortolkning, at som udgangspunkt kan væsentlighed udtrykkes således: Ændrer oplysningerne eller regnskabsposten regnskabsbrugers økonomiske beslutningstagen eller opfattelse af den finansielle stilling, må forholdet antages at være væsentligt.

I tillæg til væsentlighed skal §11 stk. 2 nævnes. Denne paragraf kræver, at virksomheden giver supplerende oplysninger, hvis oplysninger er relevante og væsentlige, og ikke er reguleret af øvrige lovbestemmelser. § 11 stk. 2 uddybes nedenfor.

Supplerende oplysninger jf. §11stk. 2

ÅRL stiller ikke et specifikt krav om et suppleringskrav, men giver de øvrige lovbestemmelserne ikke i sig selv et retvisende billede, er man forpligtet til at give supplerende oplysninger. I takt med øget regulering og flere lovbestemmelser i retningen af et formueorienteret paradigme, vil denne bestemmelse formentlig blive brugt mindre og mindre. Et område som i dag typisk vil kræve supplerende oplysninger er tilstedeværelsen af finansielle aktiver og forpligtelser, herunder afledte finansielle instrumenter.⁴⁷

Det samme gør sig gældende for investeringsejendomme. Her vil det typisk være nødvendigt med en detaljeret beskrivelse af de anvendte forudsætninger for måling af ejendommen og den følsomhed, der er forbundet med indregning af investeringsejendomme til dagsværdi. Det præciseres i kommentarerne til årsregnskabsloven, at bestemmelsen i § 53 stk. 2 litra 1 punkt b forventes at imødekomme mange af de oplysninger, som i dag gives efter § 11 stk. 2.⁴⁸

Bestemmelsen i §53 stk. 2 litra 1 punkt b siger at ”For investeringsaktiver og biologiske aktiver, der måles til dagsværdi efter § 38, skal forudsætningerne for den valgte beregningsmetode oplyses”.

Når det bliver præciseret i kommentarerne, at denne paragraf må imødekomme oplysninger givet efter § 11 stk. 2, må det jo kunne konkluderes, at denne type af oplysninger om usikkerhed, værdiansættelse og følsomhed altid har været ment som væsentlig og relevant for regnskabsbruger, men nu bare er blevet præciseret.

Det må derfor bemærkes, at selvom investeringsaktivitet som hovedaktivitet udgår af ÅRL, så må disse oplysninger stadig være relevante ved indregning og måling af aktiver til dagsværdi.

⁴⁶ IAS 1 punkt 29

⁴⁷ Kommentarer til årsregnskabsloven, 6. udgave 2011 side 130 – elektronisk udgave

⁴⁸ Kommentarer til årsregnskabsloven, 6. udgave 2011 side 130 – elektronisk udgave

Væsentlige forudsætninger §53 stk. 2.b

ÅRL § 53 stk. 2 litra 1 punkt B siger, at investeringsaktiver der måles til dagsværdi skal oplyse om forudsætningerne for den valgte beregningsmetode. Der har i de interview, der har været foretaget som led i afhandlingen, været tvivl om hvorvidt disse forudsætninger er på den valgte metode til indregning såsom DCF, multiple, sidste rundes kurs mv. eller hvorvidt det er forudsætningerne og andre parametre bag værdiansættelse, altså grundlaget for hvordan den indregnede værdi er tilvejebragt.

Ser man på kommentarerne til ÅRL og hvad IAS 1 foreskriver, så bør der ikke være tvivl om, at det er de væsentlige forudsætninger og parametre bag værdiansættelsen der menes.

Kommentarerne siger, at benyttes § 38 vedrørende investeringsaktivitet, skal der foretages en beskrivelse af forudsætningerne for opgørelsen af dagsværdi. Det skal oplyses, om der er brugt eksterne eksperter til at vurdere dagsværdien og der skal beskrives de centrale forudsætninger, der har været benyttet til at opgøre værdien.⁴⁹ Kommentarerne nævner vedrørende investeringsejendomme følgende som centrale forudsætninger:

- Forrentningskrav
- Diskonteringsrente
- Udlejningsgrad

IAS 1 punkt 125 siger, at forudsætninger for fremtiden og andre kilder til skønsmæssig usikkerhed som indebærer betydelig risiko for væsentlig regulering af den regnskabsmæssige værdi af aktiver og forpligtelser inden udgangen af det kommende regnskabsår skal oplyses. Oplysningerne skal gives i noterne og indeholde detaljeret beskrivelse af følgende:⁵⁰

- Deres art og
- Deres regnskabsmæssige værdi ved regnskabsårets slutning

På baggrund af ovenstående vurderes det, at en venturefond der indregner efter reglerne i § 38, skal give en detaljeret beskrivelse af de forhold der skaber usikkerhed ved indregning og måling. Det må ligeledes vurderes, at selvom en venturefond ikke benytter § 38 men §41 til indregning af dagsværdi, er fonden alligevel forpligtet til at give oplysninger jf. tidligere beskrevet om det retvisende billede og regnskabslæseres informationsbehov.

Eventualforpligtelser & Hensatte forpligtelser

Eventualforpligtelser er forpligtelser, som det forventes at virksomheden kommer til at betale. Eventualforpligtelser indregnes ikke i balancen, da der ikke er tale om forhold, som enten ikke lever op til definitionen på en hensat forpligtelse, eller ikke opfylder indregningskriterierne sandsynlighed eller pålidelighed.

⁴⁹ Kommentarer til årsregnskabsloven, 6. udgave 2011 side 466 – elektronisk udgave

⁵⁰ IAS 1 punkt 125 side 13

En eventualforpligtelse kan være en forpligtelse, der opstår som resultat af tidligere begivenheder, men hvor forpligtelsens eksistens afhænger af udfaldet af en eller flere usikre fremtidige begivenheder.⁵¹

I henhold til ÅRL bilag 1 C udgør en eventualforpligtelse følgende:

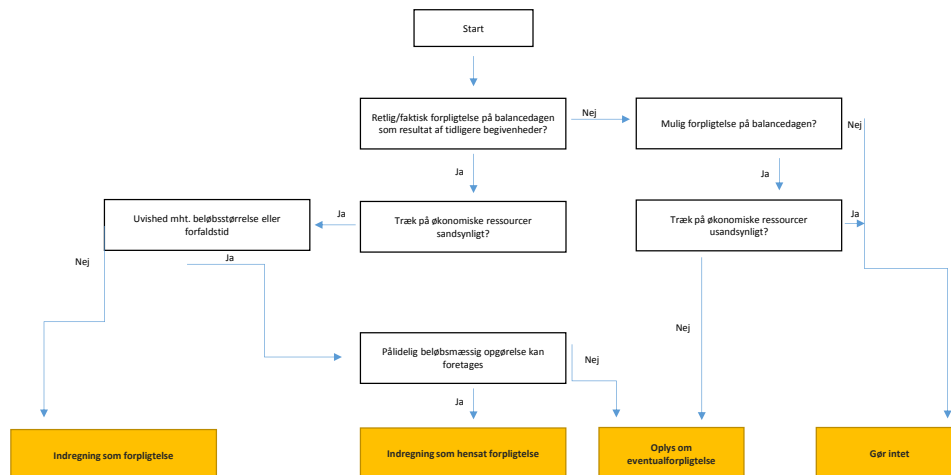
- Forhold, der eksisterer på balancedagen som resultat af tidligere begivenheder, og som kan medføre afståelse af fremtidige økonomiske fordele, men hvor forpligtelsernes eksistens først kan bekræftes af en eller flere usikre fremtidige begivenheder, som er uden for virksomhedens kontrol, eller
- Forpligtelser, der eksisterer på balancedagen som resultat af tidligere begivenheder, men hvor det ikke er sandsynligt, at afviklingen vil medføre afståelse af fremtidige økonomiske fordele, eller
- Forpligtelser, hvis beløbsmæssige størrelse ikke kan måles med tilstrækkelig pålidelighed.

Hensatte forpligtelser er i lighed med eventualforpligtelser uvisse med hensyn til størrelse og forfaldstidspunkt men kan opgøres pålideligt på balancedagen.⁵²

En hensat forpligtelse kan og skal indregnes på balancen når:

- Virksomheden på balancedagen har en retlig eller faktisk forpligtelse som resultat af tidligere begivenheder
- Det er sandsynligt, at afviklingen heraf vil medføre et træk på virksomhedens økonomiske ressourcer
- Der kan foretages en pålidelig beløbsmæssig måling af forpligtelsen.

Afgrænsningen mellem en eventualforpligtelse og hensat forpligtelse kan anskueliggøres i nedenstående beslutningstræ.



Egen tilvirkning, inspiration fra EY – indsigt i årsregnskabsloven

⁵¹ Kommentarer til årsregnskabsloven, 6. udgave 2011 side 478 – elektronisk udgave

⁵² Årsregnskabsloven § 33 & 47

Martin Haislund Andersen

En af de afgørende afgrænsninger mellem en hensat forpligtelse og eventualforpligtelse er spørgsmålet om uvished om beløbsstørrelse, det vil sige om ledelsen kan opføre en pålidelig indregning af forpligtelsen.

IAS 37 skriver om forholdet mellem hensatte- og eventualforpligtelser:

”Overordnet set er alle hensatte forpligtelser eventualforpligtelser, idet deres indfrielsestidspunkt eller størrelse er usikker. Dog anvendes udtrykket »eventual« i denne standard om forpligtelser og aktiver, som ikke indregnes, idet deres eksistens kun kan bekræftes ved, at der indtræffer eller ikke indtræffer en eller flere usikre fremtidige begivenheder, som ikke er under virksomhedens fulde kontrol. Endvidere anvendes udtrykket »eventualforpligtelse« om forpligtelser, som ikke opfylder indregningskriterierne”.

Det vil med andre ord sige, at en forpligtelse først kan være en hensat forpligtelse, når alle begivenheder som er under virksomhedens kontrol, er indtruffet.

I tilfældet med en venturefond er spørgsmålet om fondene giver tilstrækkelige oplysninger omkring carried interest. Et performance honorar som GP'erne modtager hvis fonden præsterer godt, samt de tilsagn fondene giver til, at investere yderligere i deres porteføljeselskaber.

Som nævnt tidligere kan der først opstå carry når LP'erne har fået deres indbetalte penge retur, og når fonden har præsteret en IRR på over en aftalt procentsats. I afhandlingen er taget udgangspunkt i 8%, som er standard for branchen.

Men regnskabsmæssigt må forpligtelsen holdes op mod den regnskabsmæssige indregning af kapitalandelene. Jo højere værdi, jo mere tror fonden på deres investeringer, og jo højere må sandsynligheden for, at carry opstår være.

Ser man på beslutningstræet, så er der en retslig forpligtelse til, at betale carry hvis fonden opnår nogle fastsatte forudsætninger, samt at det er sandsynligt, at det vil medføre et træk på de økonomiske ressourcer. Men så længe fonden har deres IRR bundet op i urealiserede gevinster, kan forpligtelsen ikke opgøres pålideligt hvorfor der skal oplyses herom under eventualforpligtelser. Havde fonden realiseret gevinster nok til at LP'erne har fået deres indskud tilbage skulle forpligtelsen have været indregnet som hensat forpligtelsen.

Det er forfatterens opfattelse, at så længe det er muligt, at der kan opstå carry i en venturefonde, så skal fonden oplyse herom under eventualforpligtelser. Er gevinsterne realiseret og IRR tilstrækkeligt, skal de indregnes på balancen.

Med hensyn til de forpligtelser fondene har over for deres porteføljeselskaber om yderligere investering, finder ovenstående beslutningstræ ligeledes anvendelse.

Der er i dag mange fonde, der oplyser om disse forpligtelser som eventualforpligtelser. Det afgørende om en eventualforpligtelse er tilstrækkeligt eller om forpligtelsen skal indregnes som hensat forpligtelse, er hvorvidt

den beløbsmæssige størrelse kan opgøres pålideligt, og om begivenhederne er indtruffet. Der er ingen tvivl om, at der foreligger en retslig/faktisk forpligtelse, da fondene typisk har indgået investeringsaftalen om den yderligere investering eller tranchering af allerede foretagende investeringer. Den beløbsmæssige størrelse vil også være fastsat på forhånd, så denne usikkerhed er også væk, dog er yderligere investeringer og trancher typisk bundet på, at porteføljeselskaberne skal nå nogle milestones eller andre forhold skal være tilstede før den yderligere investering vil finde sted. Dermed er alle begivenheder, der bekræfter forpligtelsens eksistens ikke indtruffet på balancedagen. Der vil derfor være tale om en eventualforpligtelse under disse forudsætninger.

Delkonklusion

Begrebet ”retvisende billede” er den danske udgave af IASB ”True and fair view”. Et revisende billede fremkommer gennem begrebsrammen.

For at årsregnskabet giver et retvisende billede, skal årsregnskabet udarbejdes således, at regnskabsbruger får dækket sit informationsbehov. Informationsbehovene er typisk opdelt i prognose, kontrol og ressourcefordeling. For en venturefond vil prognoseopgaven typisk være den vigtigste. Det antages at det øvrige informationsbehov også kan dækkes via prognoseopgaven.

Hertil skal informationerne i årsregnskabet som minimum være relevante og troværdige jf. begrebsrammens niveau 2. Det vil sige, at informationerne er fuldstændige, neutrale og fri for fejl.⁵³ De øvrige kvalitetskrav er ligeledes med til at sikre brugbarheden af informationerne.

Er de enkelte lovbestemmelser ikke nok til at sikre, at årsregnskabet er udarbejdet således, at informationsbehovet er dækket, skal der gives supplerende oplysninger. Da begrebet ”retvisende billede” kun dækker over årsregnskabet, skal disse oplysninger gives i noterne eller anvendt regnskabspraksis. Det er således ikke tilstrækkeligt, at give oplysningerne i ledelsesberetningen.

Det vurderes, at en venturefond teoretisk ikke kan leve op til kravet i om et retvisende billede, hvis ikke der gives oplysninger om væsentlige forudsætninger for værdiansættelsen, usikkerhed ved indregning og måling og oplysninger om den følsomhed den finansielle stilling har på udsving i værdiansættelsen. Denne vurdering sker på baggrund af kommentarsporet til årsregnskabsloven, som tilsiger at §53, stk. 2 litra 1 punkt b er designet for imødekomme oplysninger som skal gives jf. 11 stk. 2 om supplerende oplysninger.

Med hensyn til væsentlige forudsætninger må det konkluderes, at der skal gives en detaljeret beskrivelse af de forhold, der skaber usikkerhed ved indregning og måling. Det må ligeledes konkluderes, at disse oplysninger skal gives selvom indregning vil ske efter §41 og ikke §38.

⁵³ Kommentarer til årsregnskabsloven, 6. udgave 2011 side 125 – elektronisk udgave

Martin Haislund Andersen

En venturefond skal oplyse om carried interest under eventualforpligtelser, hvis det er muligt for fonden, at situationen opstår. Det er forfatterens opfattelse, at hvis hurdle rate er nået eller tæt på, skal fonden som minimum oplyse herom i eventualforpligtelser. Er den indbetalte kapital tilbagebetalt, samt hurdle rate er nået, skal forpligtelsen indregnes som hensat forpligtelse.

Tilsagn om yderligere investering eller tranchering af allerede foretaget investeringer, skal oplyses som eventualforpligtelser under forudsætning af, at en fremtidig begivenhed afgør om forpligtelsen eksisterer. Er disse milestones allerede nået på balancedagen, men pengene først forfalder på et senere tidspunkt, så skal forpligtelsen indregnes som hensat forpligtelse, idet det på balancedagen så er en tidligere indtruffet begivenhed.

Internationale regnskabsstandarder

IFRS 13

IFRS 13 er en standard, der på tværs af de øvrige standarder definerer og opstiller en fælles begrebsramme for måling af dagsværdi. IFRS 13 bestemmer ligeledes hvilke oplysningskrav, der stilles i forbindelse med dagsværdimålinger. IFRS 13 bestemmer ikke hvornår et aktiv eller en forpligtelse skal måles til dagsværdi, men opstiller kun begrebsrammen, der skal bruges ved indregning og måling til dagsværdi.

Definition af dagsværdi jf. IFRS 13:

”Dagsværdi er den pris, der ville blive opnået ved salg af et aktiv eller betalt for at overdrage en forpligtelse i en normal transaktion mellem markedsdeltagerne på målingstidspunktet”⁵⁴

Det vil sige, at dagsværdi er en markedsbaseret og ikke en virksomhedsspecifik måling. Dermed er virksomhedens intentioner med hensyn til, hvorvidt et aktivt skal beholdes eller sælges, eller om en forpligtelse skal indfries eller ej relevant, når dagsværdien skal opgøres.⁵⁵

Ved opgørelse af dagsværdi skal 4 forhold fastlægges:⁵⁶

1. Specifikt aktiv eller forpligtelse, hvis dagsværdi skal bestemmes
2. Det primære, eller i mangel herpå, det mest fordelagtige marked hvorpå en transaktion med aktivet vil finde sted
3. Den mest fordelagtige anvendelsesmetode for et ikke finansielt aktiv, og hvorvidt aktivet skal bruges sammen med andre aktiver eller alene
4. Den mest hensigtsmæssige værdiansættelsesmetode til at bestemme dagsværdien. Ved vurdering heraf skal der tages højde for tilgængeligheden af data, som markedsdeltagerne vil tage i betragtning og gøre

⁵⁴ IFRS introduktion til internationale regnskabsstandarder side 111

⁵⁵ IFRS introduktion til internationale regnskabsstandarder side 111

⁵⁶ IFRS introduktion til internationale regnskabsstandarder side 111

brug af ved prisfastsættelse af aktiven, og hvilket niveau af dagsværdihierarkiet disse inputs falder under.

Ad 1) Når et aktiv eller en forpligtelse skal måles til dagsværdi, skal der tages højde for de karakteristika, som en markedsdeltager vil tillægge vægt. Dette inkluderer aktivets stand og placering, samt begrænsninger i aktivets omsættelighed eller brug.⁵⁷

Ad 2) Da dagsværdien er den pris et aktiv sælges til mellem uafhængige markedsdeltagere, skal det primære marked for salg af den type aktiv fastlægges. Det primære marked, er det marked, der har mest aktivitet og som har den største handelsvolumen. Hvis der ikke kan identificeres et sådanne marked, er dagsværdien den pris, der kan opnås på det mest fordelagtige marked. Det mest fordelagtige marked, er det marked, som maksimerer det beløb, selskabet opnår ved salg af et aktiv.

Ad 3) Ved selve dagsværdimålingen skal virksomheden anvende hensigtsmæssige værdiansættelsesmetoder, som er relevante for målingen, og herunder maksimere brugen af observerbare inputs til målingen.

Nedenstående overordnede værdiansættelsesmetoder kan anvendes jf. IFRS 13:

Markedsmetoden

Markedsmetoden til værdiansættelse tager udgangspunkt i markedet. Kurser og salgspriser er baseret på transaktioner i aktive markeder for identiske eller sammenlignelige aktiver og forpligtelser. Markedsmetoden anses som mest relevant for finansielle aktiver og forpligtelser, da det oftest er disse, der handles på et aktivt marked. For venturefonde vil markedsmetoden kunne anvendes, når unoterede kapitalandele indregnes efter børskurs eller seneste rundes kurs, når der kommer en ekstern syndikeringspartner ind over, og tegner en stor del af kapitalen. Dermed bliver prisen på aktierne værdiansat af en ekstern markedspart.

Omkostningsmetoden

Under omkostningsmetoden vurderes den omkostning, som ville afholdes, hvis virksomheden skulle anskaffe et lignende aktiv på målingstidspunktet, også kendt som genanskaffelsesværdien. Denne metode kan ikke anvendes af venturefonde, da det ikke vil være muligt, at genanskaffe en kapitalandel i en datter- eller associeret virksomhed.

Indkomstmetoden

Indkomstmetoden baserer sig på tilbagediskontering af pengestrømme, hvor fremtidige beløb konverteres til et nutidsbeløb. Der er flere metoder for tilbagediskontering af pengestrømme, og standarden fremhæver nutidsværdiberegninger samt modeller til prisfastsættelse af optioner som værdiansættelsesmetoder. Ved anvendelse af indkomstmetoden, skal virksomheder dog være opmærksomme på, at der stadig er tale om en markedsmetode og ikke en virksomhedsspecifik måling. Derfor skal en nutidsværdiberegning tage udgangspunkt i markedets vurderinger af fremtidige pengestrømme og risiko. Denne anvendes typisk af

⁵⁷ IFRS introduktion til internationale regnskabsstandarder side 112

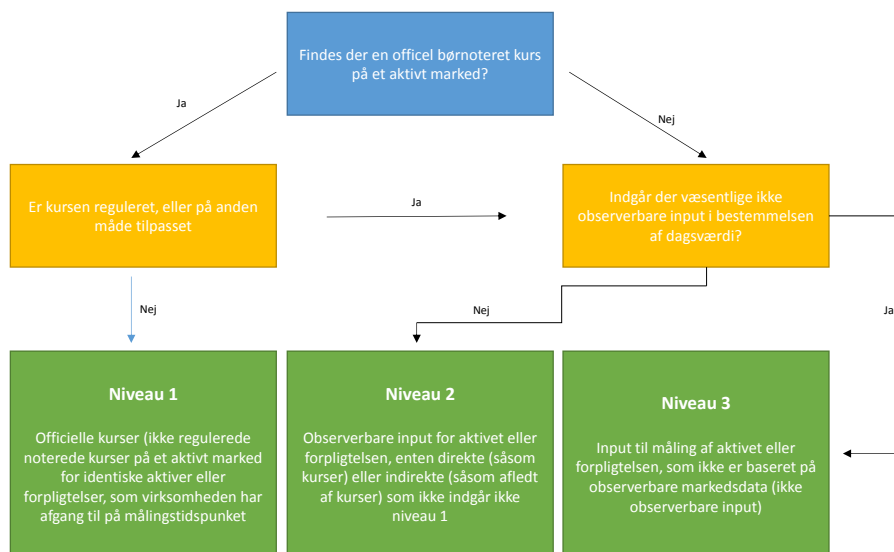
venturefonde når kapitalandelene bliver indregnet efter DCF, Multipler eller seneste rundes kurs, når runden er intern eller med lille deltagelse af ekstern markedspart.

Ad 4) For at skabe konsistens og sammenlignelighed mellem forskellige dagsværdimålinger, er der i IFRS 13 opstillet et dagsværdihierarki. Dagsværdihierarkiet inddeler de forskellige typer af input som indgår i værdiansættelsen.⁵⁸

Dagsværdihierarkiet er delt i 3 niveauer. Niveau 1, som er det niveau, som prioriteres højest, er noterede priser på aktive markeder, herefter kommer observerbare input og til sidst ikke-observerbare input.

Input til brug ved værdiansættelse defineres som de forudsætninger, en markedsdeltager vil gøre brug af ved værdiansættelse af et specifikt aktiv. Forudsætningerne inkluderer blandt andet de risikoantagelser en markedsdeltager vil have i forhold til de valgte værdiansættelsesmetoder. Input kan som nævnt ovenfor både være observerbare og ikke-observerbare.

Nedenstående beslutningstræ kan anvendes til brug for bestemmelse af, hvilket niveau i dagsværdihierarkiet en dagsværdi måling skal henføres til:



Egen tilvirkning, inspiration fra Deloitte

Niveau 1

Har den højeste prioritet og indeholder officielle, ikke-regulerede kurser på aktive markeder for identiske aktiver og forpligtelser på målingstidspunktet. I alle tilfælde hvor der eksisterer en noteret pris på et aktivt marked, skal denne, uden justeringer, anvendes til værdiansættelsen, og dette marked skal være det primære marked for aktivet eller forpligtelsen.

⁵⁸ IFRS introduktion til internationale regnskabsstandarder side 113

Niveau 2

Indeholder alle observerbare inputs, som ikke er omfattet af de noterede priser i niveau 1, og som kan observeres enten direkte eller indirekte. Dette kan være for eksempel noterede priser på lignende aktiver eller forpligtelser på aktive eller inaktive markeder - inputs som ikke er priser, men som knyttes direkte til det målte samt observerbare markedsdata. For at komme frem til en dagsværdi, er det nødvendigt at justere niveau 2-inputs for at tilpasse det målttes egenskaber som stand eller beliggenhed. Hvis justeringerne er baseret på ikke-observerbare inputs og er væsentlige for målingen, skal målingen placeres på niveau 3.

Niveau 3

Indeholder alle ikke-observerbare inputs, der kan ligge til grund for værdiansættelsen. Disse skal kun bruges, hvis der ikke er tilgængelige observerbare inputs eller, hvis de observerbare inputs ikke er tilstrækkelige. Alligevel skal de anvendte inputs tage udgangspunkt i en antagelse af, hvilke informationer markedet ville tage i brug ved en værdiansættelse af aktivet. Virksomheden kan godt tage udgangspunkt i egne data, selvom disse ikke er tilgængelige for markedet, men disse skal da justeres for at tilpasses markedsantagelser.

Selve dagsværdiansættelsen vil havne på det laveste niveau i dagsværdihierarkiet, hvorfra den har hentet sine væsentlige oplysninger. Er der i væsentlig grad anvendt ikke-observerbare inputs, vil målingen havne på niveau 3 i dagsværdihierarkiet.

Oplysningskrav

I forbindelse med dagsværdimålingen skal virksomheden oplyse om alle forhold, som kan hjælpe regnskabsbrugeren med at vurdere:

- a) Hvilke værdiansættelsesmetoder og hvilke inputs, der er anvendt for at komme frem til den oplyste dagsværdi.
- b) For tilbagevendende målinger, som i væsentlig grad baserer sig på ikke-observerbare inputs i niveau 3, skal effekten af målingen på resultatet oplyses. Der er i standarden tale om tilbagevendende og ikke-tilbagevendende målinger, hvor tilbagevendende målinger skal forstås som dagsværdimålinger af aktiver og forpligtelser, som andre IFRS-standarder kræver eller tillader ved afslutningen af hver regnskabsperiode. Ikke-tilbagevendende målinger er de dagsværdimålinger, som andre standarder kræver eller tillader der måles til dagsværdi under specielle omstændigheder, og derfor formentlig ikke vil måles igen i næste regnskabsperiode. Virksomheden skal selv vurdere hvilken detaljegråd, der er nødvendig, for at opfylde oplysningskravene, men der er en række mindstekrav:
 - a) For alle dagsværdimålinger skal dagsværdien oplyses
 - b) For alle dagsværdimålinger skal der oplyses, hvilket niveau i dagsværdihierarkiet målingen befinder sig på.

Martin Haislund Andersen

- c) For tilbagevendende målinger skal det oplyses, hvilke forflytninger der har været mellem niveau 1 og 2, hvilke grunde der er for overflytningen samt, hvilke begrundelser virksomheden har for forflytningen.
- d) For alle målinger i niveau 2 og 3 i dagsværdihierarkiet skal der være en beskrivelse af, den eller de værdiansættelsesmetoder, der er anvendt og også ved skift af værdiansættelsesmetode en begrundelse for skiftet. For målinger på niveau 3 skal der gives kvantitativ information, der sætter tal på de signifikante ikke-observerbare inputs, der er anvendt i værdiansættelsen.
- e) For tilbagevendende målinger i niveau 3 skal der oplyses, i hvor stor grad urealiserede tab og gevinster for disse elementer indgår i opgørelsen af gevinster og tab, og hvilke specifikke linjer i regnskabet der indeholder disse urealiserede gevinster eller tab.
- f) For alle målinger på niveau 3 skal værdiansættelsesprocessen beskrives.
- g) For tilbagevendende målinger kategoriseret i niveau 3, skal der indgå en beskrivende følsomhedsanalyse. Denne skal beskrive, hvor følsom målingen er over for ændringer i ikke-observerbare input og sammenhængen mellem de ikke-observerbare inputs, og hvilke effekter disse sammenhænge kan have. For finansielle aktiver og forpligtelser skal der oplyse hvordan ændringer i et input kan ændre dagsværdimålingen og hvilke beregninger, der er anvendt.

IFRS 10

IFRS 10 definerer principperne for udarbejdelse og præsentation af koncernregnskaber. Ligeledes definerer den hvornår en virksomhed har kontrol over en anden virksomhed, og hvornår dette datterselskab skal medtages i koncernregnskabet.

Modervirksomhed er defineret som en virksomhed, der har kontrol over en eller flere virksomheder.⁵⁹

Dattervirksomhed er defineret som en virksomhed, der er kontrolleret af en anden virksomhed⁶⁰

En virksomhed har kontrol over en anden virksomhed, når alle af nedenstående betingelser er opfyldt:

1. Investor har magtbeføjelser (bestemmende indflydelse) over virksomheden
2. Investor er eksponeret over for, eller har rettigheder til, variabelt afkast fra investeringen
3. Investor kan anvende sine magtbeføjelser til at påvirke størrelsen af det variable afkast

Konsolidering af en virksomhed skal påbegyndes fra det tidspunkt, hvor en modervirksomhed opnår kontrol over dattervirksomheden.

⁵⁹ IFRS introduktion til de internationale regnskabsstandarder side 91, udgivet af Deloitte

⁶⁰ IFRS introduktion til de internationale regnskabsstandarder side 91, udgivet af Deloitte

Martin Haislund Andersen

Når koncernregnskabet udarbejdes skal koncerninterne mellemværender, transaktioner og urealiseret avancer elimineres fuldt ud.

IFRS 10 giver mulighed for, at undlade, at udarbejde koncernregnskab hvis modervirksomheden er en investeringsvirksomhed som jf. IFRS 10 skal måle alle sine dattervirksomheder til dagsværdi.⁶¹

Investeringsvirksomhed er en virksomhed, som har til formål, at investere midler med henblik på at opnå afkast af den investerede kapital, og som måler og evaluerer performance på baggrund af dagsværdi.

En investeringsvirksomhed har ikke til hensigt, at beholde sine investeringer uendeligt, idet forventes at en investeringsvirksomhed har en exit strategi.

IFRS 10 giver investeringsvirksomheder følgende karakteristika: Den har mere end en investering, har mere end én investor, har investorer som ikke er nærtstående parter og er i besiddelse af ejerandele (f.eks. partnerandele), som giver ret til en forholdsmæssig andel af egenkapitalen i investeringen.

En venturefond besidder disse karakteristika og lever op til definitionen af en investeringsvirksomhed, og skal dermed ikke udarbejde koncernregnskab i henhold til bestemmelserne i IFRS 10.

Delkonklusion

Anvendes IFRS vil venturefonde skulle benytte markedsmetoden eller indkomstmetoden til, at værdiansætte unoterede kapitalandele til dagsværdi. Det vil ikke være muligt, at benytte omkostningsmetoden, da man ikke kan opgøre en genanskaffelsesværdi på unoterede kapitalandele.

Efter valg af metoden skal niveauet for værdiansættelses vælges, her vil det typisk være niveau 3 de fleste værdiansættelser vil være baseret på. Niveau 1 kan forekomme hvis en venturefond har noterede kapitalandele, men da likviditeten i sådanne aktier er lav, vil man antageligvis skulle foretage justeringer til den noterede pris, hvilket vil medføre, at værdiansættelsen er sket på niveau 3.

Når en værdiansættelse sker på niveau 3, skal venturefonden oplyse omkring hvilke metoder, der er anvendt til værdiansættelse. Det vil sige at IPEV ikke i sig selv er en metode. Der skal gives kvantitativ information på ikke-observerbare input, det vil sige, at der skal oplyses om væsentligste forudsætninger og parametre værdiansættelsen er baseret på. Der skal yderligere indgå en beskrivelse af følsomheden bag værdiansættelsen. Denne beskrivelse skal indeholde konsekvensen for den finansielle stilling hvis, de væsentligste forudsætninger ændres. Slutteligt skal processen bag værdiansættelsen beskrives. IFRS 10 sikrer, at en venturefond ikke skal udarbejde koncernregnskab også selvom ejerandelen overstiger 50%, og strategien bag en investering nødvendigvis ikke tilsiger, et exit inden for en 2 årig periode, som den kendes fra ÅRL.

⁶¹ IFRS introduktion til de internationale regnskabsstandarder side 92, udgivet af Deloitte

Indregning af kapitalandele i datter- og associerede virksomheder

Afhandlingen tager udgangspunkt i reguleringen af kapitalandele i dattervirksomheder og associerede virksomheder.

Kostprismetoden er hovedreglen for indregning og måling af kapitalandele i datter- og associerede virksomheder jf. ÅRL § 36.

Som alternativ til kostprismetoden kan vælges:

- Indre værdis metode jf. ÅRL § 43a
- Opskrivning til dagsværdi over egenkapitalen jf. ÅRL § 41
- Opskrivning til dagsværdi over resultatopgørelsen jf. ÅRL § 38

Typer af kapitalandele

Dattervirksomheder

En dattervirksomhed er i henhold til ÅRL bilag 1, en virksomhed, som er underlagt bestemmende indflydelse af en modervirksomhed. Bestemmende indflydelse defineres i ÅRL som:

”Bestemmende indflydelse er beføjelsen til at styre en dattervirksomheds økonomiske og driftsmæssige beslutninger. Bestemmende indflydelse i forhold til en dattervirksomhed foreligger, når modervirksomheden direkte eller indirekte gennem en dattervirksomhed ejer mere end halvdelen af stemmerettighederne i en virksomhed”⁶².

Associerede virksomheder

En associeret virksomhed defineres i årsregnskabsloven som *”en virksomhed som ikke er en dattervirksomhed, men i hvilken en anden virksomhed og dennes dattervirksomheder udøver en betydelig indflydelse på virksomhedens driftsmæssige og finansielle ledelse”⁶³*

Det fastlægges i årsregnskabsloven, at det formodes, at en virksomhed skal eje 20% eller mere af stemmerettighederne i virksomheden for, at der kan være tale om, at en virksomhed kan udøve betydelig indflydelse over en anden virksomhed.

Som ved fastlæggelse af hvorvidt der foreligger bestemmende indflydelse, skal der ved fastlæggelse af om der er betydelig indflydelse også tages højde for den reelle indflydelse, det vil sige om virksomheden f.eks. har ret til at vælge medlemmer til det øverste ledelsesorgan. En virksomhed kan derfor sagtens udøve betydelig indflydelse selvom ejerandelen er under 20 %. Det kan derfor sagtens tænkes, at en venturefond vil have

⁶² Årsregnskabslovens bilag 1

⁶³ Årsregnskabslovens bilag 1

Martin Haislund Andersen

associerede virksomheder, selvom de ejer mindre end 20%, idet de kan have option på yderligere investeringer og typisk vil indsætte medlemmer i den øverste ledelse.

Indregningsmetoder

Kostprismetoden

I henhold til årsregnskabslovens § 36 er hovedreglen, at kapitalandele i dattervirksomheder og associerede virksomheder indregnes og måles til kostpris.

Kostprisen opgøres, som det beløb der faktisk er betalt for kapitalandelene plus fremtidige afledte sandsynlige betalinger i form af earn-out. Til kostprisen skal ligeledes tillægges direkte omkostninger til rådgivere såsom revisorer og advokater.

Udbytte fra kapitalandele, når disse er målt til kostpris, skal indregnes i resultatopgørelsen når retten til at modtage udbytte er opnået. Dog skal modtaget udbytte, der er optjent før overtagelsen modregnes i kostprisen.⁶⁴

Hvis modervirksomheden efter første indregning fortsat vælger at indregne kapitalandele i dattervirksomheder og associerede virksomheder til kostpris er nedenstående de væsentligste konsekvenser heraf:

- Ingen kontinuerlig værdiregulering af kapitalandelene.
- Udbytte indregnes i resultatopgørelsen ved deklaration i datter- og associerede virksomhed. Værditilvæksten vises derfor i efterfølgende periode i moderselskabet.

Indre værdis metode

I henhold til ÅRL § 43a kan en virksomhed indregne kapitalandele i datter- og associerede virksomheder til den regnskabsmæssige indre værdi af de nævnte typer af virksomheder. Vælger man at måle til indre værdi skal metoden anvendes på samtlige dattervirksomheder og associerede virksomheder, jf. dog ÅRL § 43a stk. 6, som lister nogle undtagelser herfor.

Ved første indregning efter den indre værdis metode skal bestemmelserne om virksomhedsovertagelse benyttes jf. ÅRL § 122. Det vi sige, at hvis der betales mere for den indre værdi så skal der indregnes goodwill som et positivt forskelsbeløb, så kostprisen bliver den indre værdi plus goodwill. Goodwill afskrives løbende, indtil den positive forskelsværdi er væk.

Benyttes den indre værdis metode skal kapitalandele måles efter samme regnskabspraksis som anvendes i moderselskabet. Ensretning af regnskabspraksis vil derfor kunne give korrektion, hvis et datterselskab har haft investeringsaktivitet som hovedaktivitet, og derfor har indregnet sine kapitalandele til dagsværdi. I dette

⁶⁴ IAS 27

Martin Haislund Andersen

tilfælde skal dattervirksomhedens kapitalandele omregnes til indre værdi for, at leve op til kravet om ensrettet regnskabspraksis.

Dagsværdi

I henhold til reglerne i årsregnskabsloven kan kapitalandele indregnes til dagsværdi. Der er, som ÅRL ser ud i dag, to muligheder for, at indregne til dagsværdi. Første mulighed er efter reglerne i § 38, som giver mulighed for, at regulere værdien af kapitalandele over resultatopgørelsen. Der er ikke krav om binding af urealiserede gevinster på egenkapitalen. Brug af § 38 kræver investeringsaktivitet som hovedaktivitet. Anden mulighed er indregning efter § 41. Her skal positive reguleringer af dagværdien reguleres over egenkapitalen, og der skal foretages binding af den værdi, der overstiger kostprisen. Negative værdireguleringer foretages over resultatopgørelsen. Ved benyttelse af § 41 skal værdireguleringer foretages løbende⁶⁵.

Efter vedtagelsen af den nye årsregnskabslov som træder i kraft for regnskabsår der starter 1. januar 2016, fratages muligheden for at indregne kapitalandele efter § 38, da denne bliver præciseret til kun at omfatte investeringsejendomme. Begrebet investeringsaktivitet som hovedaktivitet udgår dermed også. Det forekommer underligt, at man fjerner muligheden for at indregne kapitalandele til dagsværdi, når man de senere år er gået mere og mere i retning af international praksis. IAS 28 giver mulighed for at indregne kapitalandele til dagsværdi og her bruges begrebet om investeringsaktivitet ikke. Her er eneste krav at kapitalandelen er indregnet med henblik på salg⁶⁶. Disse regler reguleres efter IFRS 5, og vil sagtens kunne adopteres hvis man fra dansk side ønsker at begrænse mulighederne investeringsaktivitet giver.

I henhold til bestemmelserne i ÅRL §41 skal reserven for opskrivning i tilfælde af salg ikke tilbageføres over aktivet, og derefter indregne den realiserede gevinst i resultatopgørelsen. Det vil kun være forskellen mellem en evt. bogført dagsværdi og salgsværdien, der vil skulle indregnes i resultatopgørelsen. Det bemærkes i bemærkningerne til lovforslaget til den nuværende ÅRL, at opskrivningsshenlæggelsen overføres direkte til egenkapitalens frie reserver ved realisering af aktivet⁶⁷. Begrundelsen for ikke at indregne opskrivningsshenlæggelsen i resultatopgørelsen er, at realiseringen ikke i sig selv skaber nogen indtægt i opskrivningsøjeblikket. Indtægten opstår i perioden inden opskrivningen. Det må formodes, at lovgiver antager at opskrivningen af et anlægsaktiv først sker, når man er meget sikker på opskrivningen, og derfor sker noget senere end tidspunktet for værdiskabelsen. Men denne logik vil ikke give mening på opskrivning af kapitalandele til dagsværdi, fordi de selskaber, der vil benytte denne mulighed oftest vil være venturefonde og lignende, hvor værdireguleringen vil ske i øjeblikket for værdiskabelsen og til de fremtidige forventninger til denne.

⁶⁵ EY indsiget i årsregnskabsloven side 271

⁶⁶ IAS 28 punkt 13a

⁶⁷ PWC regnskabshåndbogen 121

Martin Haislund Andersen

Årsregnskabsloven stiller krav om, at dagsværdien skal reguleres løbende, så værdien svarer til den forventede udvikling i dagsværdien⁶⁸. Det kan selvfølgelig diskuteres hvor tit denne dagsværdi skal reguleres, men det må antages, at den skal reguleres, når selskabet er bekendt med en mulig salgsværdi. Det vil sige, at en venturefond, der indregner til dagsværdi efter § 41 i teorien aldrig vil få nogen resultatpåvirkning, idet den bogførte dagsværdi vil blive reguleret, når salgsværdien vil være kendt.

Udbytte fra datter- og associerede virksomheder som er indregnet til dagsværdi i moderselskabet, skal indregnes i resultatopgørelsen på det tidspunkt, hvor udbyttet er besluttet på generalforsamlingen i datter- eller den associerede virksomhed.

Der opstår derfor 2 forskellige situationer, når en venturefond realiserer gevinst ved investeringer i kapitalandele i datter- og associerede virksomheder. De typer af fonde der, har en struktur hvor der benyttes mellemholdingselskaber, vil typisk ikke sælge mellemholdingselskabet, men udlodde udbytte op til fonden, når kapitalandelene af driftsselskabet er solgt. Disse fonde vil typisk kunne vise deres realiserede gevinster i resultatopgørelsen, hvorimod venturefonde, der investerer direkte i driftsselskabet ikke vil kunne vise nogen gevinster i resultatopgørelsen.

Når kapitalandele indregnes til dagsværdi, skal der redegøres for indregningsmetoder og målegrundlag, (værdiansættelsen) samt forudsætninger for den valgte beregningsmetode, når der indregnes efter §38. Disse oplysninger skal som minimum gives i anvendt regnskabspraksis.⁶⁹

Delkonklusion

Dansk regnskabspraksis efter ÅRL giver mulighed for, at indregne unoterede kapitalandele efter 3 principper. Kostpris, indre værdi og dagsværdi. Kostpris er hovedreglen jf. ÅRL § 36. Indre værdi vurderes ikke at være særlig relevant for venturefonde, at benytte. Dette skyldes, at indre værdi ikke vil være særlig retvisende, da egenkapitalen i et ventureselskab typisk vil falde, år for år, indtil ny investering foretages. Dette skyldes penge i ventureselskabet bruges på vækst, og medfører typisk underskud i selskabet. Kostpris ville være et bedre alternativ, hvis dagsværdi fravælges. Det er dog værd at bemærke, at benyttes indre værdi, skal alle unoterede kapitalandele i datter- og associerede virksomheder indregnes og måles til efter samme princip. Det vil altså sige, at en venturefond, der benytter mellemholdingselskaber ikke kan indregne til dagsværdi i mellemholding og derefter til indre værdi i fonden. Kunne dette lade sig gøre, ville det være en måde at undgå konsekvenserne af den nye ÅRL, da venturefonde således kunne foretage dagsværdireguleringen over egenkapitalen i mellemholdingselskabet, hvor det formodes, at man er mere ligeglad med præsentationen, og at det ikke ville gøre så meget, at have en resultatopgørelse, der ikke fremviste opskrivningen. Reguleringen til indre værdi i

⁶⁸ EY indsigt i årsregnskabsloven side 235

⁶⁹ ÅRL § 53 og 53 stk. 2 litra b

Martin Haislund Andersen

fonden ville således kunne reguleres over resultatopgørelsen, og præsentationen i fonden ville således være uændret i forhold til nuværende praksis.

Indregning til dagsværdi er muligt efter §38 og § 41. Muligheden efter §38 forsvinder fra 1. januar 2016 efter vedtagelse af ny ÅRL. I henhold til reglerne i ÅRL skal værdireguleringer foretages løbende og svare til den forventede udvikling i værdien. Som reglerne er i dag posteres alle værdireguleringer og modtaget udbytte i resultatopgørelsen. Fra 2016 vil positive værdireguleringer skulle foretages over egenkapitalen og negative over resultatopgørelsen. Det er tydeligt, at den nye ÅRL ikke er designet til, at regulere indregning af unoterede kapitalandele til dagsværdi, hvilket også understøttes af interview med Jan-Christian Nissen fra Erhvervsstyrelsen, se bilag 3. Som redegjort for ovenfor opstår der forskellige indregningssituationer alt efter hvilket setup en venturefond har, selvom afståelsen af et driftsselskab er den samme. Hertil virker det underligt, at to målepunkter for en venturefonds performance, og en del af den normale drift, regnskabsmæssigt behandles forskelligt, nemlig op- og nedskrivninger af kapitalandele i datter- og associerede virksomheder.

Værdiansættelse

Introduktion

Dagsværdi (fair value) er den pris, man vil modtage ved salg af et aktiv efter armslængdeprincippet til en markedsdeltager på målingstidspunktet.

En dagsværdiberegning tager udgangspunkt i en hypotetisk salgstransaktion til en anden markedsdeltager på et aktivt marked, eller i mangel heraf, på det mest fordelagtige marked.

Der findes flere forskellige metoder til at fastsætte dagsværdien af en investering i ventureselskab. Denne afhandling vil i nedenstående afsnit redegøre for følgende metoder:

- Pris på listet marked
- Seneste rundes kurs
- Seneste rundes kurs, justeret
- Multipler
- DCF
- Benchmarks
- Basic venture formula

Ovenstående metoder er primært udarbejdet af IPEV ”International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines”. Der bliver ligeledes redegjort for metodernes anvendelighed i praksis. Til dette formål er der foretaget interview af CFO i SEED Capital, Jakob Fuglede Nielsen og CFO i Sunstone Capital, Jeppe Fur Høier.

Martin Haislund Andersen

Når metoder til værdiansættelse af et porteføljeselskab skal vælges, diskuteres dette typisk mellem partnerne og Investment Managers. I SEED Capital diskuteres metodevalg altid i SEED Capitals partnerteam. Alle dagsværdi estimerer er godkendt af partnerteamet.⁷⁰

Når dagsværdien af en investering i et datter- eller associeret selskab skal fastsættes, er det vigtigt, at der tages højde for specifikke forhold, som kan påvirke værdiansættelsen, hvis denne var foretaget af en markedsdeltager og ikke af venturefonden selv.⁷¹

Når en værdiansættelse skal ske i en anden valuta, skal der benyttes en fast valutakurs på målingsdatoen.⁷²

Pris på listet marked

Hvis der kan fastsættes en pris på kapitalandelene på et aktivt marked, er denne pris som udgangspunkt det tætteste en venturefond kan komme på dagsværdien. I henhold til IPEV Guidelines skal prisfastsættelsen ske i et repræsentativt spænd mellem udbuds- og efterspørgselspris.⁷³

Problemet med prisen på et aktivt marked for venturefondes kapitalandele er at der typisk vil være en lang bindingsperiode, hvor ejerne ikke kan sælge deres aktier (lockup). Det vil helt sikkert påvirke prisen negativt hvis en lockup periode afskaffes, og det er svært, at få en præcis markedsværdi i et illikvidt marked, siger CFO Jakob Fuglede Nielsen fra SEED Capital.

Hvis der findes et aktivt marked for prisfastsættelsen, vil det typisk være på en mindre børs i udlandet, da Danmark ikke har et velfungerende marked for børsintroduktion af ventureselskaber. Det skyldes til dels, at man i Danmark har få men store pensionsaktører og dermed ikke en masse mindre private investorer, samt at man ikke har de bedste erfaringer, da man introducerede First North børsen.

Der er få investeringer i venturefonde, der er børsnoterede, dette skyldes blandt andet, at det som udgangspunkt ikke er vejen til et exit for en venturefond. I Q2 2015 var kun 1% af exitværdien forekommet via en børsintroduktion (IPO)⁷⁴. En Venturefond prøver så vidt muligt, at sælge sine kapitalandele til andre industrielle aktører på samme marked (trade sale). Kun de allerstørste ventureinvesteringer, også kaldet unicorns, formår at blive børsintroduceret. Det kan være selskabet som Facebook og Apple, fra dansk side f.eks. Just-Eat og måske Trustpilot i fremtiden.

⁷⁰ Interview med Jakob Fuglede Nilsen, bilag 4.

⁷¹ IPEV Guidelines, side 14 afsnit 3.1 (i)

⁷² IPEV Guidelines, side 14 afsnit 3.1 (ii)

⁷³ IPEV Guidelines, side 14 afsnit 3.9 (i)

⁷⁴ Data fra EVCA, vedlagt som bilag 8

Seneste rundes kurs

Seneste rundes kurs er udtryk for den pris, en aktie havde ved seneste udstedelse af nye aktier. Det vil være i forbindelse med en kapitalforhøjelse til enten nuværende ejere, eller ved introduktion af nye ejere i ejerkredsen.

Når seneste rundes kurs anvendes, skal prisfastsættelsen ske ud fra kostprisen minus transaktionsomkostninger ved køb af nye aktier.⁷⁵ Denne kostpris bliver så anvendt som pris for alle aktier, og er dermed udtryk for dagsværdien og dermed også den regnskabsmæssige dagsværdi.

Grundet den store risiko forbundet med værdiansættelsen af ventureselskaber anbefaler IPEV ikke at denne værdiansættelses teknik benyttes for langt ude i fremtiden efter kapitalforhøjelsen/seneste investering.⁷⁶ Hos SEED Capital anvender man metoden op til 18 måneder efter kapitalforhøjelsen/seneste investering.⁷⁷

Når seneste rundes kurs anvendes, benyttes post money valuation. Det vil sige, at det er den nye aktiepris ganget antal aktier efter udvidelsen af aktiekapitalen.⁷⁸

Seneste rundes kurs, justeret

I tilfælde hvor seneste rundes kurs ikke længere er tilstrækkelig, f.eks. i tilfælde hvor investeringen er foretaget mere end 18 måneder tidligere eller i tilfælde, hvor man vurderer, at der er sket en så stor udvikling i selskabet, at seneste rundes kurs ikke længere repræsenterer dagsværdien kan venturefonden benytte en justeret version af seneste rundes kurs.

Når denne teknisk anvendes til, at fastlægge dagsværdien af investeringen, skal der benyttes milestones og benchmark op mod den oprindelige investering.

Der er typisk fastsat en masse milestones i forbindelse med en investering, når disse nås eller ikke nås påvirker det værdien væsentligt. Ved at fastsætte milestones og benchmark op mod den oprindelige vurdering, vil det være muligt, at justere seneste rundes kurs og dermed værdiansættelsen.⁷⁹

Hos SEED Capital har man følgende procedure når værdiansættelsen sker ud fra denne metode:⁸⁰

- *Identify relevant milestones/benchmarks, which is objective, industry specific and routinely used among VC's. Examples: Financial (revenue growth, EBIT, cash burn rate), Technical (phases of development, testing cycles, patent or regulatory approvals), Marketing/Sales (customer surveys, market introduction or share).*

⁷⁵ IPEV Guidelines, side 14 afsnit 3.3 (i)

⁷⁶ IPEV Guidelines, side 14 afsnit 3.3 (i), side 25

⁷⁷ Interview med Jakob Fuglede Nilsen, bilag 4

⁷⁸ IPEV Guidelines, side 14 afsnit 3.3 (i), side 25

⁷⁹ IPEV Guidelines, side 14 afsnit 3.3 (i), side 26

⁸⁰ Materiale fra SEED Capital vedr. procedure for værdiansættelse

Martin Haislund Andersen

- *Assess indication of a change in fair value by comparing eg. budget vs plan, changes to expectations in technical milestones, changes in market conditions, changes in comparable/competing companies.*
- *Apply fair value accordingly. Note: adjustment very subjective.*

Metoden anvendes hos SEED Capital i op til 24 måneder efter oprindelig investering.⁸¹

Multiple

Ved brug af multipler identificeres value drivere som er relevant for selskabet der skal værdiansættes. Disse drivere ganges herefter med en pris man antager markedet vil betale for at få andel i disse drivere.

Det kan være prisen for en krones omsætning (price/sales) – prisen for en krones overskud (price/earnings) men det kan også være prisen for andre faktorerne. For apps kan det blandt andet være prisen for en bruger.

Teknikken benyttes som oftest når der er en underliggende forretning med identificerbare value drivere og hvor der er et sammenligneligt marked for prisen på den enhed man værdiansætter efter.⁸²

Når multipler benyttes skal der ved værdiansættelsen, kun benyttes multipler der er hensigtsmæssige og rimelige.⁸³

Hos SEED Capital, fortæller Jakob Fuglede Nielsen, at man benytter en prioriteret rækkefølge i holdhold til IPEV Guidelines, det vil altså sige, at man hos SEED først bruger multipler mere end 18 måneder fra oprindelig investering. Derudover benytter SEED kun multipler, når markante milestones er opnået.⁸⁴

Discounted Cash Flows, Underlying business

DCF værdiansættelse på baggrund af den underliggende forretning tilbagediskonterer de fremtidige cash flows eller den fremtidige indtjening tilbage til nutidsværdi for at beregne dagsværdien⁸⁵

For at kunne anvende DCF-modellen på forretningsniveau er det nødvendigt, at selskabet har eller snart får et løbende cash flow, da dette danner grundlag for beregningen af dagsværdien.

Metoden er typisk svær at anvende på startups. Primært på det grundlag, at det er ekstremt svært, at fastsætte det fremtidige cash flow. Herudover skal der foretages en beregning af en WACC, der tager højde for risiko og hurdle rate, samt beregning af værdierne i terminalperioden. Det kan f.eks. være den årlige vækstrate (CAGR).⁸⁶

⁸¹ Interview med Jakob Fuglede Nilsen, bilag 4.

⁸² IPEV Guidelines, side 14 afsnit 3.4, side 27

⁸³ IPEV Guidelines, side 14 afsnit 3.4, side 27

⁸⁴ Materiale fra SEED Capital vedr. procedure for værdiansættelse

⁸⁵ IPEV Guidelines, side 14 afsnit 3.6, side 31

⁸⁶ IPEV Guidelines, side 14 afsnit 3.6, side 31

Martin Haislund Andersen

Hos SEED Capital benyttes metoden sjældent og tidligst efter 18 måneder fra oprindelige investering.⁸⁷ Derudover benyttes metoden til at understøtte andre værdiansættelsesmetoder.

Discounted Cash Flows, Investment

Som et alternativ til DCF på den underliggende forretning, kan en investering også måles til dagsværdi ved brug af DCF på selve investeringen.

Her estimeres det forventede cash flow fra investeringen. Denne teknik er meget fleksibel, og kan benyttes til at værdiansætte alle private equity investeringer samt non-equity investeringer, som lån og andre investeringsinstrumenter.⁸⁸

Metoden er nok den mindst valide af de mulige teknikker. Det skyldes, at det vil være svært at forudsige ”investment life” for den foretagende investering og svært at fastsætte en terminalværdi.⁸⁹

I forbindelse med brugen af DCF på investeringen skal WACC og CAGR ligeledes beregnes. Hertil skal man i forbindelse med beregning af WACC tage højde for hurdle rate og de likvidationspræferencer, der er mellem de forskellige investorer.

Hos SEED Capital benyttes vil denne metode til værdiansættelse af investeringer først overvejes benyttet mere end 18 måneder efter seneste investeringsrunde, og hvor der er nået væsentlige milestones.⁹⁰

Benchmarks

Benchmarks er industrispecifikke sammenlignelige punkter, der kan benyttes til, at værdiansætte en virksomhed. Disse normer for branchen er forventninger til hvad, man forventer investorer er villige til f.eks. at betale for en overskuds krone.

Hos SEED Capital har man følgende procedurer når man anvender benchmarks:⁹¹

- Identify benchmark multiple that is industry-specific. Examples are “Price per user/subscriber”, “Price per customer” Take adjustment into account reflecting the a business very different in eg lack of liquidity of the shares, size and product ranges.
- Apply multiple and adjust for surplus assets or excess liabilities ao.

Det præciseres af Jakob Fuglede Nielsen, at metoden kun benyttes som ”sense-tjek” på andre værdiansættelsesmetoder.

⁸⁷ Interview med Jakob Fuglede Nilsen, bilag 4.

⁸⁸ IPEV Guidelines, side 14 afsnit 3.6, side 32

⁸⁹ IPEV Guidelines, side 14 afsnit 3.6, side 32

⁹⁰ Interview med Jakob Fuglede Nilsen, bilag 4.

⁹¹ Materiale fra SEED Capital vedr. procedure for værdiansættelse

The basic Venture Capital Formula

Når en investering bliver målt til dagsværdi efter seneste rundes kurs, ligger der en værdiansættelse bag ved investeringen. Denne værdiansættelse sker typisk ved, at regne baglæns i det man på et så tidligt stadie ikke har noget konkret at forholde sig til. Behovet for finansiering, krav til forretning og potentiale i virksomheden holdt op mod benchmarks i branchen, vil typisk være de grundlæggende forudsætninger bag prisfastsættelsen af et startup i den tidlige fase.⁹²Nedenfor er eksempel på valuation af et selskab:

- i. Krævet IRR på investering - 50%
- ii. Investering/kapitalbehov – 22,75 millioner kroner
- iii. Investeringsperiode - 5 år
- iv. Overskud i den underliggende forretning i år 5 – 16,25 millioner kroner
- v. PER (Price earnings ratio) i år 5 - 15

Forventer Venturefonden et retun on invesment på 50 % pr. år ved en investering på 22,75 millioner kræver det, at venturefondens andel af aktierne ved et salg kan indbringe 172,9 millioner kroner svarende til 7,6 gange pengene igen.

Formlen er således: $(1+0,5)^5 \times 22,75$ millioner kroner.

Virksomhedens samlede værdi på tidspunktet for salg, vil i eksemplet være 243,75 millioner, som er beregnet ud fra den forventende price/earnings ratio, på 15 ganget med virksomhedens overskud i år 5 ($16,25 \times 15$).

Det vil kræve, at venturefonden ejer 70,9 % af aktierne på tidspunktet for salget. ($172,90/243,75$)

Antages det, at der er 50.000 nuværende aktier, skal der udstedes 121.821 nye aktier, som venturefonden skal tegne for det investerede beløb, således er der nu 171.821 tegnede aktier hvor, venture fonden ejer 70,9 %.

Det vil give en pris pr. aktier på kr. 186,75.

Ovenstående eksempel er under forudsætning af, at der ikke sker ”dilution” i ejertiden. Det vil sige, at der ikke sker udvanding af aktier i perioden frem til salg i form af nye aktier eller warrants. Det bevirker dermed også, at den finansiering, der er kommet i selskabet vil være tilstrækkeligt frem til et salg.

Delkonklusion

Som beskrevet findes der flere forskellige metoder til at fastsætte dagsværdien af kapitalandele. Ens for alle metoder er, at der er et stor skønsmæssig usikkerhed ved måling af dagsværdien.

⁹² <http://mbi.dirkjanwagerman.nl/static/files/MBI/Module%2010/basic%20VC%20formulas.pdf> – notat fra Harvard Business school, 2009

Martin Haislund Andersen

Interviewet med Jakob Fuglede Nielsen og Jeppe Fuir har vist, at det typisk er kostpris og seneste rundes kurs, der benyttes til værdiansættelse. Denne vil så typisk blive understøttet af en multiple analyse ved investeringen og så anvendes senere, således at de samme multipler, som var anvendt ved seneste runde også anvendes senere, når virksomhedens omsætning, antal brugere eller overskud er steget, hvilke vil medføre en højere værdi.

Hvis der er flere venturefonde eller andre investorer inde over seneste runde, så vil prisen typisk kunne opfattes som dagsværdien, idet flere eksterne parter har værdiansat virksomheden. Usikkerheden forsvinder dog ikke, idet de forudsætninger, der ligger bag værdiansættelse stadig vil være præget af stor skønsmæssig usikkerhed, som der blev redegjort for under ”the basic Venture Capital Formula”

Indledende Analyse

Måling af usikkerhed

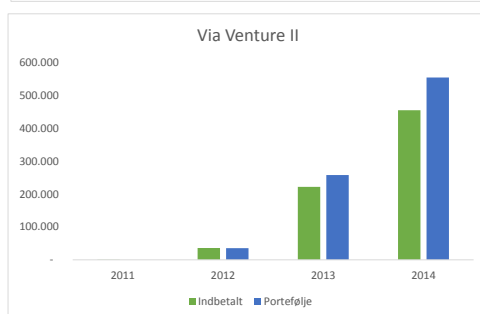
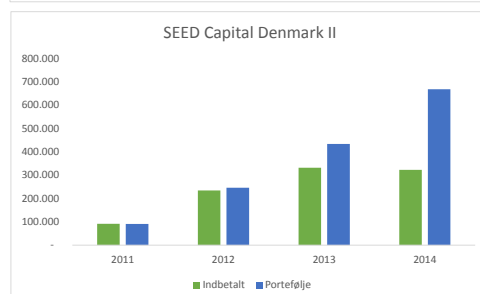
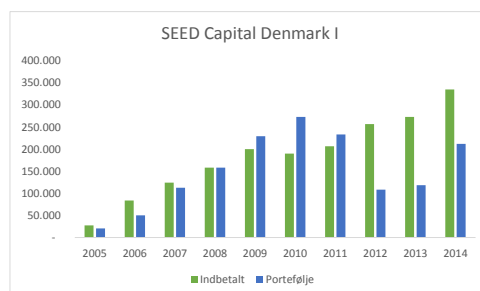
Det kan være svært, at definere hvor stor usikkerhed der er forbundet med investering i noterede kapitalandele.

For at prøve at illustrere denne usikkerhed, viser graferne forholdet mellem nettoindbetalinger (paid in minus distributions) og porteføljeværdien.

Havde alle kapitalandele været indregnet til kostpris og efterfølgende beholdt til denne værdi, burde de 2 søjler være ens.

Graferne viser med al tydelighed, at der er en usikkerhed, og at denne usikkerhed vokser i takt med fondens levetid. I år 5 og frem er forskellen mest markant.

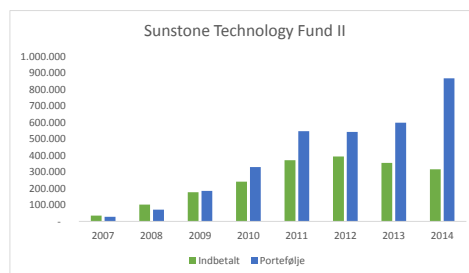
Fokuserer man på den blå søjle, så indikerer den, at fondene generelt har svære ved, at se behovet for nedskrivning, end når det gælder opskrivninger. Det skyldes blandt andet, at det er svært for en venturefond, at identificere nedskrivningsbehovet, idet konkurser og lignende kan opstå pludseligt, hvorimod værdiskabelsen er lettere, at identificere.



Martin Haislund Andersen

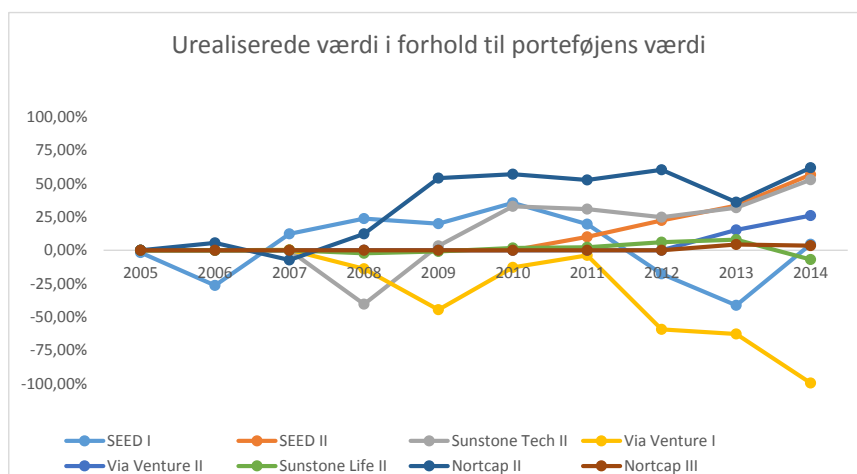
Den blå søjle vokser typisk år for år. Den urealiserede del udgør derfor mere og mere. I disse 4 eksempler er der kun tegn på en større nedskrivning, nemlig SEED Capital I år 2012.

Nedenstående graf viser udviklingen i de urealiserede op- og nedskrivninger i forhold til porteføljens værdi.



Grafen viser, at de urealiserede opskrivninger i nogle tilfælde udgør op til 62% af den samlede værdi af fondens portefølje.

Samtidig viser den, at der er situationer hvor dagsværdien er halveret i forhold til kostprisen, og at de urealiserede nedskrivninger dermed udgør 100% af porteføljens værdi.



Ovenstående graf kan ikke benyttes til at, vurdere fondenes effektivitet til at værdiansætte, da udsving i andelen ligeså godt kan skyldes exits og distribution såvel som en tilbageførsel af op- eller nedskrivninger. Grafen viser udelukkende hvor stor en andel af værdien der i de givne år er urealiseret og dermed forbundet med usikkerhed ved indregning og måling.

Graferne viser med al tydelighed, at der er en stor usikkerhed forbundet med indregning af noterede kapitalandele i ventureselskaber. Denne usikkerhed forstærkes yderligere af de generelle undersøgelser der viser, at en venturefond skal indhente deres performance på mellem 20-30% af de foretagne investeringer.

Vurderingsskema

Som beskrevet tidligere, kan det konstateres, at der er rigtig mange penge involveret i investeringer fra venturefonde, hvilket øger kravet til regnskabsafregningen. I takt med flere og flere succesfulde exits des mere fokus vil der ligeledes komme på fondene fra medier og andre interesserede i fondenes performance.

For at vurdere hvorvidt fondene lever op til kravene for korrekt og retvisende regnskabsaflæggelse, er der udarbejdet et vurderingsskema. Skemaet er udarbejdet så objektivt som muligt, og på baggrund af lovbestemmelserne i ÅRL, IAS og IFRS.

Første del af vurderingsskemaet fokuserer på, hvilken lov og hvilken begrebsramme der bliver aflagt årsregnskab efter, herunder hvilken regnskabsklasse der benyttes på nuværende tidspunkt, samt en vurdering af om denne vil skifte fremadrettet efter reglerne i den netop vedtagne nye ÅRL.

1. Aflægges årsrapporten efter ÅRL eller IFRS ?
2. Hvilken regnskabsklasse aflægges årsrapporten efter?
3. Hvilken regnskabsklasse vil årsrapporten efter den nye ÅRL aflægges efter?

Del to vurderer på resultatopgørelse, balance, anvendt regnskabspraksis og noter. Lever fondene op til specifikke lovbestemmelser om indregning og måling samt præsenteres regnskabsposterne korrekt. Punkterne som fondene vil blive vurderet på baggrund af er:

4. Oplysningerne om anvendt kostpris- eller dagsværdimodel i anvendt regnskabspraksis § 53
5. Oplysningerne om metode til opgørelse af dagsværdi - § 53
6. Forudsætninger for opgørelse af dagsværdi – Jf. §38 og §53 stk. 2 litra 1b
7. Oplyses der ved indregning og måling til dagsværdi om usikkerhed - § 11, stk.2 og § 99 stk. 1 nr.2 hvis klasse C
 - a. Er der oplysninger fra følsomhedsanalyser usikkerhed - § 11, stk.2 og § 99 stk. 1 nr.2 hvis klasse C
8. Benyttes der en ensartet regnskabspraksis - § 13 punkt 7
9. Oplyses ejerandel af datter- og associerede virksomheder - §72 stk. 2.1
10. Oplyses egenkapital og resultat i datter- og associerede virksomheder - §72 stk. 2.2
11. Udarbejder fondene korrekt anlægsnote i årsrapporten – §88
12. Er Carried Interest indregnet som hensat forpligtelse eller oplyst som eventualforpligtelse § 64
13. Er tilsagn om yderligere investeringer oplyst eventualforpligtelse jf. § 47

Da alle fonde i analysen benytter reglerne i §38, vil der især blive lagt vægt på, om de opfylder bestemmelserne for oplysninger om væsentlige forudsætninger for beregning af dagsværdien jf. §53, stk. 2 litra 1b. Efter reglerne i den nuværende ÅRL, så er alle fondene i regnskabsklasse B. Det vil sige, at de ikke specifikt er pålagt, at beskrive om den usikkerhed, der er forbundet med indregning og måling af aktiver til dagsværdi. Det er dog forfatterens opfattelse, at fondene er forpligtet til at oplyse om denne usikkerhed jf. 11 stk. 2 som redegjort herfor tidligere i opgaven se side 23. Fondene vil derfor blive vurderet ud fra det udgangspunkt, at de er forpligtet hertil.

Martin Haislund Andersen

Herudover bliver fondene vurderet på, om de oplyser korrekt om ejerandel, resultat og egenkapital i datter- og associerede virksomheder, samt om opbygningen og informationerne i anlægsnoten er korrekt. Her vil primært blive vurderet på om tilbageførsel af tidligere op- og nedskrivninger sker korrekt.

Fondene vil yderligere blive vurderet på om de indregner eller oplyser om carried interest. Det er forfatterens vurdering, at der som minimum skal oplyses herom som eventualforpligtelse, så længe fondens IRR er over den fastsatte grænse for performance, eller det er realistisk og forventeligt, at hurdle rate nås, selvom LP'erne ikke har fået deres indskud retur endnu. Det skyldes, at det må forventes på baggrund af dagsværdi vurderingerne, at det er fondens overbevisning/ bedste bud på salgsværdien. Opnås denne salgsværdi vil der ligeledes opstå carried interest. Har LP'erne fået deres indskud retur skal forholdet indregnes på balancen som hensat forpligtelse.

Sidste punkt i vurderingen vedrørende resultatopgørelse, balance, noter og anvendt regnskabspraksis er hvorvidt fondene oplyser om tilsagn givet til porteføljeselskaberne om yderligere investering. Disse kan enten oplyses i eventualforpligtelser, hvis fremtidige begivenheder er afgørende for forpligtelsens eksistens, eller indregnes som hensat forpligtelse, hvis alle begivenheder omkring forholdet er opfyldt før balancedagen.

Del 3 af vurderingsskemaet ser på ledelsesberetningen. Ledelsesberetningen skal i henhold til ÅRL indeholde en retvisende redegørelse af de forhold, der omtales i ledelsesberetningen. For klasse B er der krav om, at der skal ske en beskrivelse af ændringer i virksomhedens aktiviteter og økonomiske forhold. Følgende punkter indgår i vurderingen. Da alle udvalgte fonde og selskaber i analysen er placeret i regnskabsklasse B stiller loven ikke specifikke krav til ledelsesberetningen. Kun væsentlige ændringer i virksomhedens aktiviteter eller økonomiske forhold. Da ledelsesberetningen ikke er en del af årsregnskabet og dermed heller ikke skal leve op til kravene om et retvisende billede, men kun en retvisende redegørelse, så er det forfatterens holdning, at oplysninger om væsentlig usikkerhed bør beskrives fyldestgørende i noterne. I ledelsesberetningen bør gives en kort gengivelse af forholdene og henvise til noterne. Opfattelsens deles af EY.⁹³

14. Sker der en beskrivelse af usikkerhed ved indregning og måling - helst med angivelse af beløb
15. Er der en beskrivelse af udsædvanlige forhold, der har påvirket indtjening og egenkapitalen
16. Oplyses der om forhold opstået efter regnskabsårets udløb
17. Er der en beskrivelse af den forventede udviklingen for fonden

Kravene til ledelsesberetningen i klasse B er få i forhold til klasse C. Men hvis der er usikkerhed ved indregning og måling bør disse omtales i ledelsesberetningen og henvise til noterne eller anvendt regnskabspraksis gerne med beløbsangivelse. Del fire i analysen vurderer på øvrige oplysninger i årsrapporten og på hvordan de enkelte fondes sammensætning af regnskabsposter er i forhold til hinanden. Der vil blive vurderet på følgende:

⁹³ EY – indsigt i årsregnskabsloven side 76

18. Oplyses de forskellige indregningsmetoder i % af den samlede portefølje
19. Oplyses det hvor stor en del af porteføljen der er indregnet efter:
 - a. officielle, ikke-regulerede kurser på aktive markeder for identiske aktiver
 - b. observerbare inputs (på ikke aktive markeder)
 - c. Ikke observerbare inputs
20. Er der indikationer på "skæve" værdireguleringer i forhold til realiseret gevinst/tab
21. Hvor stor del udgør værdiregulering af den samlede portefølje i % i senest regnskabsår
22. Hvor stor del udgør værdiregulering af den samlede portefølje i % i forrige regnskabsår
23. Hvor stor procentdel udgør urealiserede opskrivninger af kapitalandele i datter- og associerede virksomheder

Del fire i analysen benyttes til, at få en vurdering af, om fondene giver ekstra oplysninger til regnskabsbruger, om de benytter IFRS 13 som inspiration, og få at få en idé om hvorvidt fondene værdiregulerer ens i forhold til investerede kapital. Er der fonde som værdiregulerer mere end andre, og er der indikationer på, at fondene værdiregulerer for lidt eller for meget. Dette vil blive analyseret ved, at se på hvor stor del af porteføljen der år for år er værdireguleret, hvor stor er den urealiserede værdi af den samlede værdi og er tilbageførte op- og nedskrivninger på niveau med de realiserede værdier.

De udvalgte venturefonde vil alle blive vurderet på baggrund af ovenstående. Da alle fonde er underlagt samme regnskabsregulering og alle er at finde i klasse B, er det vurderingen, at fondene kan vurderes og sammenlignes på baggrund af konklusionerne af vurderingsskemaet.

Vurderingsskemaet er sammensat ud fra reguleringen på området for kapitalandele i datter- og associerede virksomheder. Der vurderes ud fra reglerne i ÅRL. Der inkluderes også vurderingsfaktorer ud fra IAS 1 (præsentation af årsregnskaber) og IAS 8 (Anvendt regnskabspraksis, ændringer i regnskabsmæssige skøn og fejl).

De analyserede årsrapporter for de udvalgte venturefonde vil blive sammenholdt og vurderet op mod andre årsrapporter, som indeholder flere af de samme elementer som venturefonde. I dette tilfælde vil det være årsrapporter indeholdende investeringsejendomme, som indregnes og måles efter § 38 og kapitalfonde.

Dette gøres for, at vurdere om venturefonde generelt udarbejder årsrapporter, der er mere eller mindre informationsgivende end andre typer af virksomheder, der indregner og måler efter samme regulering i ÅRL.

Kapitalfondene vil blive vurderet på samme punkter som venturefonde, dog vil analysen kun fokusere på første del vedrørende resultatopgørelse, balance, noter og anvendt regnskabspraksis.

Det er ikke alle af ovenstående vurderingspunkter, der er relevant for investeringsejendomme hvorfor følgende punkter vil være genstand for sammenligning:

Vedrørende resultatopgørelse, balance, anvendt regnskabspraksis og noter:

1. Oplysningerne om anvendt kostpris- eller dagsværdimodel i anvendt regnskabspraksis § 53
2. Oplysningerne om metode til opgørelse af dagsværdi - § 53
3. Forudsætninger for opgørelse af dagsværdi – Jf. §38 og §53 stk. 2 litra 1b
4. Oplyses der ved indregning og måling til dagsværdi om usikkerhed - § 11, stk.2 og § 99 stk. 1 nr.2 hvis klasse C
5. Er der oplysninger fra følsomhedsanalyser usikkerhed - § 11, stk.2 og § 99 stk. 1 nr.2 hvis klasse C
6. Benyttes der en ensartet regnskabspraksis - §§ 13 punkt 7

Vedrørende ledelsesberetningen

7. Sker der en beskrivelse af usikkerhed ved indregning og måling – helst med angivelse af beløb
8. Er der en beskrivelse af usædvanlige forhold der har påvirket indtjening og egenkapital
9. Oplyses der om forhold opstået efter regnskabsårets udløb
10. Er der en beskrivelse af den forventede udvikling i selskaber

Analyse

Vurdering af årsrapporter fra venturefonde

Ad punkt 1 – 3) Alle de udvalgte venturefonde aflægges årsrapport efter ÅRL. I henhold til den nuværende lovgivning er alle årsrapporterne udarbejdet efter reglerne for klasse B. Flere af fondene herunder Sunstone, SEED Capital og Via Venture Partners vil opleve at skulle aflægge regnskab efter regnskabsklasse C hvis de vælger at benytte ÅRL, når lovændringen træder i kraft for regnskabsåret 2016, under forudsætning af samme performance i de kommende år.

Ad Punkt 4) I henhold til årsregnskabsloven skal der i anvendt regnskabspraksis redegøres for indregningskriterier og målegrundlag. Fortolkningsbidraget er IAS 8.

ÅRL § 52 stk. 2 litra 1 siger at der for alle relevante poster skal redegøres for ”Indregningsmetoder og målegrundlag for aktiver og forpligtelser”.⁹⁴

Hvis årsrapporten aflægges efter klasse C eller D præciseres det i ÅRL § 87 stk. 2, at indregningsmetoder og målegrundlag for kapitalandele i datter- og associerede virksomheder skal fremgå af redegørelsen i anvendt regnskabspraksis.

⁹⁴ ÅRL § 53, stk. 2 litra 1

Martin Haislund Andersen

I tilfælde med venturefonde hvor der foretages investeringer i kapitalandele, må det antages, at kapitalandele i datter- og associerede virksomheder er en relevant post, hvorfor en redegørelse af indregningsmetoder og målegrundlaget (værdiansættelsen) skal fremgå.

Analysen viser at alle fonde generelt lever op til kravet. Der bliver i alle de udvalgte årsrapporter beskrevet om fondene benytter kostpris eller dagsværdi.

I anvendt regnskabspraksis for SEED Capital II K/S er skrevet følgende:

*“Investments in portfolio companies are recognized according to “International Private Equity and Venture Capital” (IPEV) “Valuation Guidelines”, in which investments are recognized at market value at the balance sheet date under section 38 of the Danish Financial Statements Act.”*⁹⁵

Der redegøres ovenfor korrekt for om der benyttes kostpris eller dagsværdi, idet fonden gør opmærksom på, at man benytter internationalt anerkendte metoder til at værdiansætte kapitalandele i datter- og associerede virksomheder til dagsværdi. Der mangler dog beskrivelse af hvilke metoder til måling af dagsværdien der anvendes, nævnes under punkt 5.

Via Venture Partners benytter kostpris ved første indregning, da denne efter deres mening vil være det mest præcise bud på dagsværdien. Efterfølgende værdiansættes porteføljeselskaberne til dagsværdi.

Der står i anvendt regnskabspraksis ikke specifikt at fonden benytter IPEV som guideline til indregningsmetoder.

Via Venture Partners Fond II K/S har følgende afsnit om kapitalandele i deres anvendt regnskabspraksis:

”Kapitalandele i associerede virksomheder og andre kapitalandele omfatter porteføljeselskaber og måles til dagsværdi. Værdireguleringer indregnes løbende i resultatopgørelsen.

Ved første indregning anvendes kostpris som det mest korrekte udtryk for dagsværdien for den foretagne investering.

Efterfølgende værdiansættelse af porteføljeselskaber foretages til dagsværdi. Såvel urealiserede som realiserede værdireguleringer ved ændringer i dagsværdien og hel eller delvis afhændelse af porteføljeselskaber indregnes direkte i resultatopgørelsen under indtægter af kapitalandele i associerede virksomheder og øvrige kapitalandele.

Udbytter og andre udlodninger indtægtsføres tilsvarende under indtægter af kapitalandele i associerede virksomheder og øvrige kapitalandele.

⁹⁵ SEED Capital II K/S årsrapport 2014, side 9

Martin Haislund Andersen

For investeringer i porteføljeselskaber, hvor der ikke findes en noteret dagspris, værdiansættes investeringen med baggrund i seneste handelspris, på baggrund af værdien af sammenlignelige selskaber samt ved anvendelsen af traditionelle værdiansættelsesmetoder.

Følgende faktorer indgår ved opgørelsen af dagsværdien:

- *Værdiansættelse og andre væsentlige forhold ved senest gennemførte finansieringsrunde*
- *Væsentlige begivenheder omkring virksomhedens forretning, produktlancering, nye kunder, ændringer i management team*
- *Opfyldelse eller manglende opfyldelse af væsentlige forud fastsatte milestones*
- *Andre forhold som vurderes at kunne øve indflydelse på dagsværdien, herunder generelle ændringer i markeds- og konkurrencevilkår samt ny teknologi*

Dagsværdiansættelsen er selskabets mest objektive skøn over porteføljeselskabernes aktuelle dagsværdier, baseret på så entydige og ensartede retningslinjer som muligt og i en vis udstrækning støttet af ledelsesmæssige skøn. Såfremt dagsværdien ikke kan opgøres pålideligt, anvendes kostpris”⁹⁶

Via Venture Partners har en fin beskrivelse af den anvendte regnskabspraksis. Beskrivelsen er længere end andre venturefondes, men selve beskrivelsen er efter min vurdering mere en udpensling af de forhold, der også står i IPEV guidelines for indregning af kapitalandele.

Fonden giver ingen oplysninger om, de metoder de reelt bruger til værdiansættelsen, og det er igen svært for regnskabsbruger, at vurdere hvordan porteføljen er værdiansat og sammensat. Hvilket bliver uddybet i punkt 5.

Northzone V K/S anvender på samme måde som analysens andre fonde kostpris som det første udtryk for dagsværdien. Herefter indregnes kapitalandelene til dagsværdi. Fonden skriver i deres anvendt regnskabspraksis:

”Alle kapitalandele indregnes først til anskaffelsespris, og derefter til dagsværdi, hvor vurderingen er besluttet halvårligt via en konsultation mellem komplementaren og investeringsrådgiveren i samråd med rådgivningsråder.

Dagsværdien er det beløb, hvortil et aktiv kan udveksles mellem kvalificerede, villige og indbyrdes uafhængige parter.

For at finde dagsværdien af kapitalandele, som ikke har let tilgængelig markedsværdi, overvejer komplementaren og investeringsrådgiveren i samråd med rådgivningsrådet markedsfaktorer, f.eks. henvisning

⁹⁶ Via Venture Partners Fond II, årsrapport side 9

Martin Haislund Andersen

til nuværende markedsværdi af et andet instrument, som i al væsentlighed er det samme eller prisen på den samme transaktion".⁹⁷

Der gives som de øvrige fonde ikke oplysninger om hvilke modeller fonden benytter til at værdiansætte kapitalandele til dagsværdi.

Sunstone oplyser korrekt om anvendelse af kost- og dagspris i anvendt regnskabspraksis. Fonden benytter i lighed mere flere andre venturefonde IPEV guidelines. Sunstone skriver følgende i deres anvendte regnskabspraksis:

"Investments in portfolio companies made in the financial year are recognised at cost at the time of investment.

The cost includes expenses incurred in connection with acquisition of portfolio companies. Investments in portfolio companies are subsequently measured in accordance with IPEV's valuation Guidelines, under which investments including convertible loans are recognized at fair value at the balance sheet date in accordance with section 38 of the Danish Financial Statement Act. Value adjustments are recognized in the income statement".

Alle udvalgte venturefonde oplyser korrekt om hvorvidt der benyttes kostpris eller dagsværdi.

Ad punkt 5) Fondene giver ikke oplysninger om hvilken metode der er anvendt til beregning af dagsværdien af deres porteføljer. Fondene henviser over en bred kam til IPEV og lign. metoder men der gives ikke oplysninger om hvilke metoder der er brugt. Er der f.eks. tale om seneste rundes kurs, eller benyttes kurs på et reguleret marked.

I SEED Capital redegøres der ikke specifikt for hvilke metoder der anvendes til beregning af dagsværdien. De metoder, der anvendes, kan dog som udgangspunkt kun være blandt dem beskrevet tidligere i opgaven, da de skal være omfattet af IPEV guidelines. Det er derfor svært for regnskabsbrugeren, at vurdere porteføljens sammensætning, da der kan være stor forskel på pålideligheden af værdien i forhold til hvilken metode, der er anvendt. En kurs på et aktivt marked må alt andet lige være tættere på dagsværdien, end en intern runde (udstedelse af nye aktier til eksisterende aktionærer).

Via Venture Partners giver få oplysninger om indregningsmetoder, men i lighed med SEED Capital oplyses der ikke om målegrundlaget bag værdiansættelsen til dagsværdi.

Via Venture Partners giver få bulletpoints til, hvad der indgår i overvejelserne, når fonden skal værdiansætte kapitalandele til dagsværdi. Det er dog ikke oplysninger, man som regnskabsbruger bliver klogere på, hvis

⁹⁷ Northzone V K/S årsrapport 2012, side 18 & 19

Martin Haislund Andersen

man allerede kender IPEV guidelines, og det må antages, at bruger af regnskaber fra venturefonde har sat sig ind i de specielle regelsæt, der er for den type af virksomheder.

I Northzone V K/S bliver der ikke redegjort for målegrundlaget. Regnskabsbruger får ingen oplysninger om værdiansættelsen af kapitalandelen hvad angår grundlag for måling eller metode til indregning.

Der bliver ligeledes ikke redegjort for målegrundlaget eller metode til måling hos Sunstone og Northcap.

Ad Punkt 6) ÅRL § 53 stk. 2 litra 1 punkt B siger, at investeringsaktiver, der måles til dagsværdi, skal oplyse om forudsætningerne for den valgte beregningsmetode.

Kommentarerne til ÅRL siger, at benyttes § 38 vedrørende investeringsaktivitet, skal der foretages en beskrivelse af forudsætningerne for opgørelsen af dagsværdi. Det skal oplyses, om der er brugt eksterne eksperter til at vurdere dagsværdien og der skal beskrives om de centrale forudsætninger der har været benyttet til at opgøre værdien.

Ingen af de udvalgte venturefonde oplyser om de væsentligste forudsætninger for opgørelse af dagsværdien.

Ad punkt 7) I henhold til ÅRL § 99 skal virksomheder i klasse C & D oplyse om usikkerhed ved indregning og måling. Suppleringskravet i §11, stk. 2 kan medfører, at andre virksomheder også skal oplyse om usikkerhed. Det præciseres i ÅRL men også i interview med Jan-Christian Nilsen, chefkonsulent i Erhvervsstyrelsen, at indregning til dagsværdi kun kan se hvis denne kan opgøres pålideligt.⁹⁸

ÅRL stiller ikke et specifikt suppleringskrav, men giver de øvrige lovbestemmelserne ikke i sig selv et retvisende billede, er man forpligtet til at give supplerende oplysninger.

Det præciseres i kommentarerne til årsregnskabsloven at bestemmelsen i § 53 stk. 2 litra 1 punkt b forventes at imødekomme mange af de oplysninger, som i dag gives efter § 11 stk. 2 Se side 23 og 24

Når det bliver præciseret i kommentarerne, at denne paragraf må imødekomme oplysninger givet efter § 11 stk. 2, må det jo kunne konkluderes, at denne type af oplysninger om usikkerhed, værdiansættelse og følsomheden altid har været ment som væsentlig og relevant for regnskabsbruger, men nu bare er blevet præciseret.

Fondene bør derfor give oplysninger om usikkerhed og følsomhedsanalyser.

Via Venture Partners, Northzone og Sunstone lever som de eneste fonde til dels op til kravet. Fondene omtaler at der er en usikkerhed ved indregning og måling i ledelsesberetningen på side 3 i de respektive årsrapporter.

Følgende er beskrevet i årsrapporten for Via Venture Partners Fond II K/S:

⁹⁸ Bilag 3 – interview med Jan-Christian Nissen fra Erhvervsstyrelsen

Martin Haislund Andersen

"Selskabets nuværende investeringer er alle foretaget i ikke børsnoterede virksomheder. Der knytter sig derfor en særlig usikkerhed til indregningen af værdien af de enkelte investeringer.

For nærmere beskrivelse af indregningsmetoder henvises til anvendt regnskabspraksis. For yderligere oplysninger om selskabets investeringsportefølje henvis til managementselskabets hjemmeside."⁹⁹

Der gives ikke en detaljeret beskrivelse af de usikkerheder, der er forbundet med indregningen og målingen af porteføljeselskaber. Beskrivelsen giver derfor ikke værdi for regnskabsbruger, da man ikke kan træffe sine egne beslutninger på baggrund af informationerne i årsrapporten.

I Northzone redegøres der ligeledes ikke specifikt for usikkerhed ved indregning og måling af kapitalandele. Fonden skriver i anvendt regnskabspraksis følgende om den usikkerhed der er forbundet med investeringer i associerede virksomheder:

*"På grund af den iboende usikkerhed omkring vurderingerne, kan den anslåede bogførte værdi være væsentlig forskellig fra de værdier som ville være blevet realiseret, hvis der havde været et tilgængelig marked for investeringen, og disse forskelle kunne være væsentlige".*¹⁰⁰

Ovenstående beskrivelse giver som tilfældet med Via Venture Partners ikke regnskabsbruger megen brugbar information. Fonden gør dog regnskabsbrugeren opmærksomhed på der er en væsentlig risiko. Men informationen er alligevel ikke meget værd, når den ikke følges op med væsentlige forudsætninger for måling, der gør regnskabsbruger i stand til selv, at vurdere risikoen og den mulige indvirkning heraf på fondens finansielle stilling.

Når en fond har en investering, som udgør så meget af den samlede investering i kapitalandele, som tilfældet er for Northzone, bør der specifikt redegøres for evt. usikkerhed forbundet med den ene investering, da den ene og alene kan få væsentlig indflydelse på fondens finansielle stilling. Investeringen i Spotify udgør 83,15 % af investeringen i kapitalandele, men den udgør også 82,30 % af den samlede balancesum.

Sunstone beskriver i anvendt regnskabspraksis, at der er usikkerhed forbundet med investeringer i kapitalandele i associerede virksomheder. Sunstone skriver følgende i deres Technology Fund III følede om den usikkerhed der er ved indregning og måling:

"When preparing the company's annual report, Management makes a number of accounting judgments and estimates, which form the basis of the presentation, recognition and measurement of the company's assets and liabilities. In particular, the accounting judgments and estimates made by Management relate to the company's investments in portfolio enterprises, which include contribution of equity and loans to development-oriented enterprises, the assets of which essentially include intangible investments, Management assessed the

⁹⁹ Via Venture Partners Fond II, årsrapport 2014 side 3

¹⁰⁰ Northzone V K/S, årsrapport 2012 side 19

Martin Haislund Andersen

development stage of the portfolio enterprise, future requirements and commercialization possibilities. Management also assess whether the portfolio enterprises are at a stage that would allow for their divestment”.¹⁰¹

Den beskrivelse, der sker hos Sunstone er lidt den samme, som er set hos de øvrige fonde, der har et afsnit om usikkerhed ved indregning og måling. Det gøres opmærksom på, at der er en usikkerhed, og at der er mange regnskabsmæssige skøn involveret ved værdiansættelsen af porteføljeselskaberne. Men der gives ikke tilstrækkelige oplysninger omkring hvilken indvirkning usikkerheden kan have på fondens finansielle stilling.

Ingen af de udvalgte venturefonde understøtter deres beskrivelse af usikkerhed med følsomhedsanalyser eller stresstests.

Ad punkt 8) Kravet om ensartet regnskabspraksis vurderes at være opfyldt. Fondene benytter samme metoder til at værdiansætte alle årene i analysen. Da underliggende data ikke er tilgængelig er det svært at vurdere, om fonden benytter principperne i IPEV konsistent år efter år. Man ved derfor ikke som regnskabsbruger hvorvidt der bliver værdireguleret korrekt, eller om nogle selskaber stadig er indregnet til kostpris, selvom en opskrivning burde være foretaget.

Ad punkt 9 & 10) Vedrørende punkt 9 & 10 i vurderingsskemaet skal der i henhold til ÅRL § 72, stk. 2 oplyses om fondens ejerandel i datter- og associerede virksomheder. Hertil skal der oplyses om størrelsen af egenkapitalen og resultatet jf. senest godkendte årsrapport. Reglen kan undlades hvis porteføljevirkomheden ikke er forpligtet til at aflægge regnskab eller der foretages konsolidering af selskaberne. Disse oplysninger fremgår ikke i årsrapporterne for både SEED Capital og Sunstone. Sunstone skriver i deres fond II at de undlader, at give disse oplysninger på grund af konkurrencemæssige forhold. Dette argument synes umiddelbart ikke at holde, da disse oplysninger er offentlig tilgængelige. Hvert fald når det glæder danske selskaber, og skule tilfældet være, at oplysninger ikke kan indhentes fordi selskaberne er placeret i udlandet, så er det en anden undtagelses paragraf, og der skal oplyses særskilt herom.

Via Venture Partners Fond I & II oplyser korrekt om ejerandel, resultat og egenkapital i noterne i årsrapporten.¹⁰²

Northzone V K/S oplyser korrekt om ejerandel og hjemsted i noterne i årsrapporten.¹⁰³ Der oplyses ikke om resultat og egenkapital i de associerede virksomheder. Der er to muligheder for, at undlade at give oplysninger om resultat og egenkapital, og det er når de associerede virksomheder bliver konsolideret op i fonden eller når de indregnes til den regnskabsmæssige indre værdi.

¹⁰¹ Sunstone Technology Fund III årsrapport 2014, side 7

¹⁰² Via Venture Partners Fond i & II, årsrapport 2014 side 13

¹⁰³ Northzone V K/S årsrapport 2012, side 12 & 13

Martin Haislund Andersen

Det vurderes, at ingen af de to undtagelsesmuligheder er tilstede for Northzone, hvorfor fonden burde give oplysningerne.

Northzone V K/S giver til gengæld oplysninger om hvad man har af kostpris på hver investering, og hvad den indregnede dagsværdi udgør pr. investering.¹⁰⁴ Dette er oplysninger som ikke er nødvendige at give, og som ingen andre fonde i analysen giver.

Ad punkt 11) De udvalgte venturefonde, udarbejder korrekt anlægsnote i årsrapporten når der ses bort fra oplysninger om resultat, egenkapital og hjemsted.

Ad punkt 12) I henhold til ÅRL § 64 skal virksomheder oplyse om eventualforpligtelser. Som afhandlingen redegjorde for i afsnittet ”Eventualforpligtelser & Hensatte forpligtelser” skal der oplyses om carried interest under eventualforpligtelser, hvis det er muligt for fonden, at situationen opstår. Det er som nævnt forfatterens opfattelse at, hvis hurdle rate er nået eller tæt på, skal fonden som minimum oplyse herom i eventualforpligtelser. Er den indbetalte kapital tilbagebetalt samt hurdle rate er nået, skal forpligtelsen indregnes som hensat forpligtelse.

Skemaet nedenfor viser en estimeret beregning af IRR for de enkelte fonde fra stiftelse og frem til udgangen af 2014. Ingen af fondene er kommet i en position hvor carried interest skal indregnes som hensat forpligtelse, da alle indbetalinger fra investorer ikke er tilbagebetalt pr. 31. december 2014. Derimod er 4 fonde over den forventelige hurdle rate (antaget som 8%). Disse fonde har en eventualforpligtelse, som bør oplyses i regnskabet.

Det afgørende ved vurderingen af, om der skal oplyses om eventualforpligtelser er, om der foreligger en mulig forpligtelse på balancedagen, og om det er sandsynligt at denne vil føre til et træk på virksomhedens økonomiske ressourcer.

Det vurderes, at der hvert fald foreligger en mulig forpligtelse på balancedagen hvis IRR er over hurdle rate, og når dette er tilfældet, er det ikke usandsynligt at det vil medføre et økonomisk træk på virksomhedens ressourcer i fremtiden. Følgende 4 fonde bør oplyse om carried interest under eventualforpligtelser:

Lkr.	Indbetalt kapital	Udbetalt kapital	Porteføljeværdi	IRR
SEED Capital I	507.928	61.124	215.131	-14,8
SEED Capital II	443.326	63.386	667.527	23,8%
Via ventures Fond I	909.590	492.257	234.665	-6,33%
Via ventures Fond II	507.558	10.255	555.991	10,21%
Sunstone Tech II	650.033	254.473	868.441	15,3%
Sunstone Tech III	263.657	0	242.865	-6,5%
Sunstone Life II	547.459	5.000	434.608	-6,0%
Sunstone Life III	131.233	0	102.731	-16,1%
*Northzone	159.702	34.349	328.121	18,8%
Northcap II	160.200	81.000	51.692	-3,6%
Northcap III	191.675	4.373	150.469	-14,3

* Northzone – årsrapporter frem til 2013. Beløb i EUR

¹⁰⁴ Northzone V K/S årsrapport 2012, side 12 & 13

Martin Haislund Andersen

- SEED Capital Denmark II K/S
- Via Ventures Fond II
- Sunstone Technology Fund II
- Northzone V K/S

Via Venture oplyser som eneste fond om carried interest. Fonden gør det ikke under eventualforpligtelser men gør regnskabsbruger opmærksom på, at udlodninger deles anderledes efter hurdle rate. Der angives ikke beløb eller hvad IRR er på balancedagen.

Ad punkt 13) Størstedelen af de udvalgte venturefonde oplyser under eventualforpligtelser om yderligere investeringer i deres porteføljeselskaber. Det er svært, at vurdere om disse skal indregnes på balancen, da de underliggende investeringsaftaler ikke er kendte. Det vides derfor ikke om de indeholder trancher, som er afhængige af milestones eller lignende. Som udgangspunkt antages det, at de fleste aftaler om yderligere investering er afhængig af opnået milestones, hvilket vil sige, at metoden for indregning er korrekt i venturefondene.

Ad punkt 14) Der henvises til punkt 7 i analysen. De venturefonde, der oplyser om usikkerhed, omtaler alle usikkerheden i ledelsesberetningen. Som redegjort for under punkt 7 er det dog vurderingen, at omtalen ikke er fyldestgørende nok, samt mangler understøttelse af følsomhed over for ændringer i de anvendte forudsætninger. Der henvises ligeledes ikke til noter om usikkerhed, da denne kun omtales i ledelsesberetningen.

Ad punkt 15) Typisk vil der sjældent være forhold af usædvanlig karakter i en venturefond. Dette skyldes, at alle forhold vedrørende porteføljen, om det så omhandler konkurs, vil være af sædvanlig karakter i en venturefond.

Det er delt mellem fondene, hvem der giver disse oplysninger. Som udgangspunkt vurderes det, at oplysningerne bliver givet hvis det har relevans, men som skrevet ovenfor burde forholdet være sjældent forekommende.

Northzone og Sunstone har afsnit om udsædvanlige forhold, uden bemærkninger hertil. Via Venture og SEED Capital har ikke.

Ad punkt 16 & 17) Fondene giver generelt tilstrækkelige oplysninger om forhold opstået efter balancedagen.

Via Venture redegør f.eks. korrekt med angivelse af beløb for de begivenheder efter balancedagen som påvirker regnskabsbruger pr. 31. december 2014. Via Venture skriver i ledelsesberetningen:

Martin Haislund Andersen

I januar 2015 har et af selskabets porteføljeselskaber, mod forventning, oplevet en pludselig forværring i den økonomiske stilling. Da begivenheden er indtrådt i 2015 er dagsværdien ikke reguleret i balancen pr. 31. december 2014, men vil blive reduceret med ca. 33 mio. kr. i 1. kvartal 2015”

Northzone og Sunstone giver til gengæld ikke oplysninger om deres forventninger til det kommende regnskabsår. Det gør både SEED Capital og Via Venture Partners.

Ad Punkt 18) En af de tiltag der kan gøres for, at øge informationsniveauet i den eksterne regnskabsaflæggelse hos venturefonde er, at give oplysninger om hvordan ens portefølje er sammensat, ud fra de forskellige typer af indregningsmetoder. Således at fondene giver oplysning, om hvor stor del af deres portefølje, der stadig står til kostpris eller til seneste rundes kurs.

Ingen af fondene i analysen giver i dag den form for oplysning.

Ad punkt 19) I lighed med ovenstående og med inspiration fra IFRS kan informationsniveauet øges ved, at fondene giver oplysninger om hvilke inputs der kommer til værdiansættelsen.

Som med ovenstående indregningsmetoder, giver ingen af de udvalgte fonde disse oplysninger.

Ad punkt 20) Med skæve reguleringer menes om fondene er gode til at værdiansætte deres portefølje. Er der store udsving ved realiserede gevinster i forhold til tidligere op- og nedskrivninger?

Sunstone Technology Ventures Fund II har i 2014 realiseret 44,5 millioner kroner ved salg af kapitalandele i datter- og associerede virksomhed. Der bliver i 2014 tilbageført 2,0 millioner kroner i tidligere opskrivninger.

I 2013 var den realiserede gevinst 24,1 millioner kroner og den tilbageførte opskrivning 0 kroner medmindre anlægsnoten ikke lever op til kravene om, at tilbageføre opskrivninger på afgang.

Northzone V K/S har i 2012 et realiseret tab 8,8 millioner EUR svarende til 65,6 millioner DKK, der tilbageføres ikke tidligere nedskrivninger.

Northzone V K/S har i 2013 et realiseret tab 14,5 millioner EUR svarende til 108 millioner DKK ligeledes uden, der tilbageføres en nedskrivning fra tidligere.

For Via Venture Partners har det ikke været muligt at lave disse sammenligninger, da man ikke får oplyst den realiserede gevinst.

Ovenstående eksempler tager ikke højde for væsentlighed generelt. Eksemplerne er med for at vise, at det er svært for fondene at ramme en dagsværdi, der passer til salgsværdien.

Dertil viser eksemplerne også en indikation på, at fondene først tager dele af den regnskabsmæssige regulering når gevinsten er realiseret.

Martin Haislund Andersen

Det er svært, at give en konklusion på om fondene gør det forkert, men der er hvert fald indikationer på, at den regnskabsmæssige regulering ikke altid følger en konsistent praksis, og som oftest vil fondene hellere vise en realiseret gevinst frem for en urealiseret, og endnu mere vil de hellere have en positiv regulering ved salg fordi opskrivningerne ikke tidligere har været tilstrækkelige, end en negativ regulering ved salg, fordi man har haft opskrevet for kraftigt tidligere.

Ad punkt 21 & 22) Skemaet i bilag 9 viser de enkelte fondes andel af urealiserede værdireguleringer i fondens levetid. Northzone er ikke repræsenteret, da data for alle regnskabsårene ikke har været tilgængelig.

Som det fremgår af skemaet, så er de årlige værdireguleringer af porteføljen meget forskellige fra fond til fond.

Over analyse perioden ligger fondene forholdsvis ens i udviklingen. Den urealiserede andel af dagsværdien er højere jo længere fonden har eksisteret. Dette passer fint med de kendetegn der er for venturefonde og udviklingen er derfor som forventet.

Skemaet viser ligeledes, at kun to fonde nettoet har nedskrevet til en dagsværdi der er under kostpris. Dette understøtter graferne fra den indledende analyse, som indikerer, at nedskrivningerne er svære at identificere for venturefondene i modsætning til opskrivningerne, som typisk kan måles via nye investorer eller opnået milestones.

Vurdering af sammenlignelige årsrapporter fra kapitalfonde

Ad punkt 1-3) Capidea Kapital K/S aflægger regnskab efter IFRS. 2014 er det første år fonden benytter IFRS, de foreliggende år er aflagt efter ÅRL klasse B. Capidea ville, hvis de ikke valgte IFRS, skulle aflægge efter klasse C efter vedtagelsen af den nye ÅRL. CataCap vil fra regnskabsåret 2016 blive omfattet af klasse C. Under forudsætning af samme performance som tidligere.

Ad punkt 4) Alle udvalgte kapitalfonde oplyser korrekt om, hvorvidt der benyttes kost- eller dagsværdi.

3 af de 4 udvalgte fonde benytter dagsværdi. Den sidste anvender kostpris. Den sidste af de udvalgte fonde Executive Capital er nystartet og har et beskedent kapitalgrundlag.

Ad punkt 5) Der oplyses kun korrekt om metoder til opgørelse af dagsværdi i en kapitalfond, nemlig Capidea Kapital K/S. De 2 resterende, anvender IPEV til opgørelse af dagsværdi. Her gør det sammes sig gældende, som for venturefonde, nemlig at IPEV ikke er tilstrækkelig som beskrivelse for metode til opgørelse, af dagsværdi. Executive Capital K/S benytter kostpris, og oplyser korrekt herom.

Capidea Kapital II K/S skriver i anvendt regnskabspraksis:

"Dagsværdien opgøres svarende til en skønnet dagsværdi opgjort på baggrund af markedsinformationer, IPEV valuation guidelines og anderkendte værdiansættelsesmetoder, herunder

Martin Haislund Andersen

multipleanalyse/benchmarking, DCF eller anden relevant metode, hvor den vurderes at give det bedste estimat for dagsværdien”.

Ad punkt 6) 1 ud af 3 giver oplysninger om de væsentligste forudsætninger for dagsværdien, og det er Capidea Kapital II K/S (aflægger årsrapport efter IFRS).

Capidea Kapital benytter ved værdiansættelsen multipleanalyse til opgørelse af dagsværdien. De benytter jf. årsrapporten for 2014, Peer-Group multiple og transaktionsmultiple.

Capidea Kapital II K/S skriver i note 9 i regnskabet for 2014 følgende.

”De enkelte investeringer vurderes enkeltvis. Investeringer i porteføljeselskaber foretaget inden for de seneste 12 måneder ved regnskabsperiodens afslutning fastholdes som udgangspunkt til kostpris. Investeringer i porteføljeselskaber foretaget for mere end 12 måneder siden ved regnskabsperiodens afslutning vurderes i de fleste tilfælde på basis af markedssituationen som følger: Fastsettelse af Enterprise Value estimeret ud fra et hypotetisk salg af investeringen på det givne tidspunkt, med udgangspunkt i en eller flere af ovennævnte værdiansættelsesmetoder. Herefter beregnes værdien af egenkapitalinvesteringen ved at justere Enterprise Value for nettorentebærende gæld, andre finansielle instrumenter og likvider.

Fonden skriver endvidere, at alle investeringer er værdiansat ud fra niveau 3 i IFRS 13 (ikke-observerende input):

”Væsentlige ikke-observerbare forudsætning i forbindelse med værdiansættelsen af unoterede kapitalandele i porteføljeselskaber består af multipler samt forventninger til porteføljeselskabernes fremtidige indtjening. Ledelsen har skønnet, at de anvendte multipler er på niveau med markedet for sammenlignelige danske virksomheder. Herudover tages der i forbindelse med værdiansættelsen også hensyn til nettorentebærende gæld i porteføljeselskaberne.

Interval for anvendte multipel, 2014 4 – 10

Interval for anvendte multipel, 2013 4 – 8

En væsentlig ikke-observerbar forudsætning vedrørende andre tilgodehavender er den subjektive vurdering af kreditrisikoen”.

Capidea giver en grundig beskrivelse af, hvordan de værdiansætter, på hvilken baggrund værdiansættelsen sker, og hvilke forudsætninger fonden har for den foretagende værdiansættelse. Denne beskrivelse er Capidea den eneste fond, som foretager. Det gælder såvel alle venture- som kapitalfonde i analysen.

Ad punkt 7) Capidea Kapital II K/S omtaler helt korrekt om usikkerhed ved indregning og måling. De 2 øvrige fonde i analysen beskriver i årsrapporterne at der er en risiko, men giver ikke regnskabsbruger oplysninger om omfanget eller beløbsangivelser. Hertil gives oplysningen om usikkerhed fra CataCap K/S og Verdane Capital

Martin Haislund Andersen

K/S i ledelsesberetningen. Som tilfældet var med venturefonde, bør omtalen ske i noterne eller anvendt regnskabspraksis, men en henvisning fra ledelsesberetningen.

Capidea Kapital II K/S skriver i note 9 i årsrapporten for 2014:

”Dagsværdien af selskabets porteføljeselskaber er påvirket af udviklingen i anvendte multipler samt den forventede fremtidige indtjening i porteføljeselskaberne. Et fald eller stigning i de ovenfor anførte væsentlige ikke-observerbare input vil have direkte effekt på værdiansættelsen af porteføljeselskaberne, ligesom dagsværdien af selskabers porteføljeselskaber er påvirket af udviklingen i makroøkonomiske forhold.

En ændring på +/- et procentpoint vil have en påvirkning på dagsværdien med 48,3 millioner kroner”.

Capidea Kapital er igen den eneste fond i analysen, der sætter et beløb på den usikkerhed der er ved indregning og måling af unoterede kapitalandele.

Ad punkt 8) Analysen har ikke givet anledning til, at konkludere andet end, at kapitalfondene generelt benytter ensartet regnskabspraksis på tværs af regnskabsårene.

Ad punkt 9 & 10) Alle selskaber udarbejder korrekt note over ejerandele i datter- og associerede virksomheder. Alle udvalgte kapitalfonde oplyser ligeledes korrekt om resultat og egenkapital i porteføljeselskaberne.

Ad punkt 11) De udvalgte kapitalfonde udarbejder anlægsnoten korrekt.

Ad punkt 12 & 13) 1 af de 3 fonde der indregner til dagsværdi er ved udgangen over hurdle rate. Verdane VI bør oplyse om carried interest som eventualforpligtelse.

De 2 andre bør måske oplyse om forholdet, da fondene er

t.kr.	Start år	Indbetalt kapital	Udbetalt kapital	Porteføljeværdi	IRR
Capidea Kapital II	2012	321.718	0	294.472	-7,9%
Catacap I	2012	216.679	0	178.315	-25,2%
Verdane VI	2006	842.734	551.341	635.173	8,59%

forholdsvis nystartede. Det afgørende for om der skal oplyses i disse er sandsynligheden, og det må forventes at en fond forventer, at sende pengene retur og skabe et afkast, så indtil det modsatte er bevist, bør fondene som udgangspunkt oplyse om carried interest, eventuelt i et skema, som man ser det hos venturefonden Via Venture Partners.

Ad punkt 14) 3 ud af 4 udvalgte kapitalfonde oplyser om usikkerhed i ledelsesberetningen. I lighed med venturefonde oplyses der dog kun om, at der er en risiko forbundet med investering i unoterede kapitalandele. Executive Capital er den eneste fond der ikke oplyser om usikkerhed.

Catacap er en af de fonde der oplyser om usikkerhed. Beskrivelsen i ledelsesberetningen er:

Martin Haislund Andersen

"Catacap I K/S balance sheet consist primarily of equity investments in the funds portfolio companies recognised at estimated fair market value. The valuation of the portfolio companies reflects the current and expected performance of the individual companies as well as multiples of a defined peer group. The value is not realised until exit of the portfolio company."

Ovenstående redegørelse for usikkerheden er den mest omfattende af de 4 fonde når der isoleret ses på ledelsesberetningen, da Capidea Kapital K/S omtaler herom i noterne. Der mangler efter forfatterens opfattelse angivelser af beløb og konsekvensen for den finansielle stilling, hvis de givne forudsætninger ændres.

Ad punkt 15, 16 & 17) CataCap er den eneste af de 4 udvalgte kapitalfonde der oplyser om alle 3 forhold. Både Verdane Capital og Capidea Kapital oplyser om den forventede udvikling samt begivenheder efter balancedagen. Som tilfældet med venturefonde er det forventeligt, at der kun vil blive omtalt om usædvanlige forhold når de opstår, hvorfor det ikke kan konkluderes om oplysningerne mangler. Executive Capital, oplyser kun om begivenheder efter balancedagen.

Vurdering af sammenlignelige årsrapporter indeholdende investeringsejendomme

Ad punkt 1) Analysen viser, at de udvalgte årsrapporter til sammenligning korrekt oplyser om selskaberne benytter kostpris eller dagsværdi til indregning af ejendommene.

Harder Properties ApS skriver f.eks. i deres anvendt regnskabspraksis:

*"Investeringsejendomme måles ved første indregning til kostpris, der omfatter ejendommens anskaffelsessum og direkte tilknyttede omkostninger. Dagsværdireguleringer indregnes i resultatopgørelsen i posten "værdireguleringer af investeringsaktiver"*¹⁰⁵

*Aller Ejendomsselskab A/S skriver "Investeringsejendomme måles ved første indregning til kostpris...Investeringsejendomme måles efterfølgende til dagsværdi".*¹⁰⁶

Ad punkt 2) De udvalgte årsrapporter giver over en bred kam korrekte oplysningerne om metode til opgørelse af dagsværdi. Alle årsrapporter beskriver i anvendt regnskabspraksis, at der benyttes en DCF model til beregning af dagsværdien. Årsrapporten for Q Ejendomme ApS skriver, at foreligger der en ekstern vurdering, benyttes denne.

Ad punkt 3) Alle 6 udvalgte årsrapporter til sammenligning oplyser om forudsætninger for opgørelse af dagsværdien. Der bliver hos alle oplyst om det afkastkrav, der er lagt til grund for dagsværdien af investeringsejendommene.

CL Ejendomme A/S skriver i deres årsrapport for 2013/2014 følgende:

¹⁰⁵ Harder Properties ApS, årsrapport for 2014 side 14

¹⁰⁶ Aller Ejendomsselskab A/S, årsrapport for 2014 side 7

Martin Haislund Andersen

”Selskabet foretager årligt en individuel måling af hver enkelt ejendom på grundlag af en afkastbaseret model. Ejendommenes dagsværdi er beregnet ud af et afkast på 6,5 – 7,75 %”.¹⁰⁷

Harder Properties ApS skriver i note om usikkerhed ved indregning og måling:

”Vurdering af ejendommens værdi er foretaget af selskabets ledelse på baggrund af ejendommens normalbudget for det kommende år, indeholdende lejeindtægter og driftsudgifter samt omkostninger til ejendomsadministration. Afkastkravet, der er lagt til grund ved fastsættelsen af ejendommens dagsværdi udgør 6,5 % og fastsættes årligt af selskabets ledelse på baggrund af udviklingen i markedsforhold og ejendomstype mv.”¹⁰⁸

Ad punkt 4 & 5) 4 ud af 6 udvalgte selskaber giver oplysninger om usikkerhed ved indregning og måling.

Harder Properties ApS skriver i note 7:

”Ved udarbejdelse af årsrapporten foretager ledelsen en række regnskabsmæssige skøn for indregning og værdiansættelse af selskabets aktiver og forpligtelser. Dette gør sig specielt gældende i forbindelse med værdiansættelse af selskabets ejendom”¹⁰⁹

Gabriel Ejendomme A/S skriver i note 4 i årsrapporten for 2013/2014:

”Selskabets værdiansætter investeringsejendomme til dagsværdi ved brug af afkastbaseret cash-flow model. For at illustrere følsomheden og effekten ved ændringer i forrentningsfaktoren på selskabets investeringsejendom i 2013/2014 er i nedenstående matrix vist værdi af ejendomme, egenkapital og resultat før skat ved ændring på +/- 0,25 %”.¹¹⁰

Aller Ejendomsselskab A/S skriver i note 4 i årsrapporten for 2014:

”Investeringssejendomme er, jf. beskrivelsen i anvendt regnskabspraksis, målt til dagsværdi ved anvendelse af den afkastbaserede model. Afkastkravet for selskabets ejendom udgør 1,7 % pr. 31. december 2014 (1,6 % pr. 31. december 2013). En forøgelse af afkastkravet med 0,5%-point vil reducere dagsværdien med 13,3 mio. kr.”¹¹¹

Analysen viser at ejendomsselskaber generelt er bedre til at oplyse om usikkerhed ved indregning og måling, og halvdelen af de udvalgte selskaber oplyser, om følsomheden ved ændring af afkastkravet. For de selskaber der oplyser om usikkerhed er det 3 ud af 4 der giver oplysning herom.

Ad punkt 6) Analysen viser, at de udvalgte selskaber bruger ensartet regnskabspraksis konsistent over perioden.

¹⁰⁷ CL Ejendomme A/S, årsrapport 2013/2014 side 14

¹⁰⁸ Harder properties ApS, årsrapport for 2014, side 11

¹⁰⁹ Harder properties ApS, årsrapport for 2014, side 11

¹¹⁰ Gabriel ejendomme A/S, årsrapport 2013/2014, side 15

¹¹¹ Aller Ejendomsselskab A/S, årsrapport for 2014, side 12

Martin Haislund Andersen

Ad punkt 7) 2 ud af de udvalgte årsrapporter beskriver usikkerheden ved indregning og måling med angivelse af beløb i form af udsving af ejendommens værdi hvis afkastkravet ændrer sig. 2 yderligere beskriver usikkerheden dog uden angivelse af beløb.

Beskrivelsen sker ikke nødvendigvis i ledelsesberetningen men er skrevet i noterne.

Ad punkt 8, 9 & 10) CL Ejendomme A/S har et afsnit om usædvanlige forhold. Resten af selskaberne beskriver ikke dette. Om det skyldes, at der ikke har været nogle forhold, er svært at vurdere, men er formentlig det mest sandsynlige.

Alle selskaberne oplyser korrekt om begivenheder efter balancedagen og 3 af disse om den forventede udvikling.

Nedenfor vises konklusionerne af de vurderingspunkter fondene er blevet analyseret på. Skemaerne er opdelt efter branche og pr. selskab. For at anskueliggøre konklusioner er der sat farvekode på. Farvekoderne repræsenterer branchen som helhed i forhold til vurderingspunkterne. Ikke alle vurderingspunkter er medtaget i skemaerne, dette gøres for, lettere at kunne overskue analysens konklusion. De vigtigste vurderingspunkter i forhold til afhandlingens problemstillingen er medtaget i skemaerne.

Indregning og måling af kapitalandele i ventureselskaber til dagsværdi

Martin Haislund Andersen

Vurderingsskema	SEED Capital	Via Ventures	Northzone	Sunstone	NorthCap
Resultatopgørelse, balance og noter					
Oplysninger om anvendt kostpris- eller dagsværdimodel i anvendt regnskabspraksis	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Oplysning om metode til opgørelse af dagsværdi	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej
Forudsætninger for opgørelse af dagsværdi	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej
Oplyses der ved indregning og måling til dagsværdi om usikkerhed	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej
Er der oplysninger fra følsomhedsanalyser	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej
Ledelsesberetningen					
Sker der en beskrivelse af usikkerhed ved indregning og måling - helst med angivelse af beløb	Nej	Ja	Ja	Ja	Nej
Er der en beskrivelse af udsædvanlige forhold der har påvirket indtjening og egenkapitalen	Nej	Nej	Ja	Ja	Nej
Oplyses der om forhold opstået efter regnskabsårets udløb	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Er der en beskrivelse af den forventede udviklingen	Ja	Ja	Nej	Nej	Nej

Vurderingsskema	Verdane	Capidea	CataCap	Executive Capital
Resultatopgørelse, balance og noter				
Oplysninger om anvendt kostpris- eller dagsværdimodel i anvendt regnskabspraksis	Ja	Ja	Ja	Ja
Oplysning om metode til opgørelse af dagsværdi	Nej	Nej	Nej	Nej
Forudsætninger for opgørelse af dagsværdi	Nej	Ja	Nej	Nej
Oplyses der ved indregning og måling til dagsværdi om usikkerhed	Nej	Ja	Nej	Nej
Er der oplysninger fra følsomhedsanalyser	Nej	Ja	Nej	Nej
Ledelsesberetningen				
Sker der en beskrivelse af usikkerhed ved indregning og måling - helst med angivelse af beløb	Ja	Ja	Ja	Nej
Er der en beskrivelse af udsædvanlige forhold der har påvirket indtjening og egenkapitalen	Ja	Ja	Nej	Nej
Oplyses der om forhold opstået efter regnskabsårets udløb	Ja	Ja	Ja	Ja
Er der en beskrivelse af den forventede udviklingen	Nej	Ja	Ja	Nej

Vurderingsskema	CL Ejendomme	Aller Ejendomme	Q Ejendomme	A/S Københavns Ejendomsselskab	Harder Properties	Gabriel Ejendomme
Resultatopgørelse, balance og noter						
Oplysninger om anvendt kostpris- eller dagsværdimodel i anvendt regnskabspraksis	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Oplysning om metode til opgørelse af dagsværdi	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Forudsætninger for opgørelse af dagsværdi	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Oplyses der ved indregning og måling til dagsværdi om usikkerhed	Ja	Ja	Nej	Nej	Ja	Ja
Er der oplysninger fra følsomhedsanalyser	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Ja
Ledelsesberetningen						
Sker der en beskrivelse af usikkerhed ved indregning og måling - helst med angivelse af beløb	Ja	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej
Er der en beskrivelse af udsædvanlige forhold der har påvirket indtjening og egenkapitalen	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej
Oplyses der om forhold opstået efter regnskabsårets udløb	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Er der en beskrivelse af den forventede udviklingen	Nej	Ja	Ja	Ja	Nej	Nej

Delkonklusion

Ovenstående skemaer viser med al tydelighed, at de udvalgte årsrapporter med investeringsejendomme er bedre til at oplyse regnskabsbruger om de væsentligste forudsætninger bag værdiansættelse. Alle 6 oplyser om afkastkravet, der er grundlag for investeringen i ejendommen. 0 ud af 5 venturefonde oplyser om de væsentligste forudsætninger jf. § 53 stk. 2 litra a punkt b.

4 ud af 6 oplyser omkring usikkerhed ved indregning og måling, hvor ingen af venturefondene gør dette. Det samme billede gør sig gældende for følsomheden af investeringer. 3 ud af 6 oplyser om følsomhed på investeringsejendomme mod 0 ud af 5 venturefonde.

Alle udvalgte årsrapporter oplyser korrekt om hvorvidt der indregnes til kostpris eller dagsværdi.

Venturefondene oplyser ikke direkte om hvilke metoder der er anvendt til opgørelse af dagsværdien. Dem der oplyser om dette henviser til IPEV guidelines. Det gør det som regnskabsbruger ikke er muligt, at se hvilke metoder under IPEV guidelines der er anvendt. Hos selskaberne med investeringsejendomme oplyser alle selskaberne, at der ligger en DCF model til grund for beregningen.

Analysen viser, at den primære omtale der er af usikkerhed, selvom denne er manglende, ved indregning og måling i venturefonde sker i ledelsesberetningen. Der er ingen henvisning til noter. Det vil sige, at den omtale der er i årsrapporten ikke er omfattet af det revisende billede, da ledelsesberetningen ikke revideres. For selskaber med investeringsejendomme omtaler 4 ud af 6 om usikkerheden i noterne.

Analysen understøttes af de udsagn statsautoriseret revisor Morten Friis Munksgaard og revisor Peter Aagesen, er kommet med efter de har gennemgået regnskaberne for regnskabsåret 2014 for de udvalgte venturefonde. De siger begge, at ingen af årsrapporterne lever op til de krav de ville stille hvis de var revisorer for fondene. De sidestiller begge to med hvordan de ville gøre, med hvordan praksis er hvis det var revision af et selskab indeholdende investeringsejendomme.¹¹² Revisionsfirmaet de er ansat i har revideret Harder Properties ApS, som der bliver sammenlignet med i analysen. Begge revisorer påpeget, at der mangler oplysninger om usikkerhed, følsomhed og de væsentligste forudsætninger bag værdiansættelsen i venturefondene.¹¹³

Alle selskaber med investeringsejendomme oplyser om de væsentligste forudsætninger for opgørelsen af dagsværdien som ÅRL §53 foreskriver.

For kapitalfonde er det kun Capidea Kapital II, der korrekt oplyser om væsentligste forudsætninger, og beskriver om usikkerhed ved indregning og måling.

¹¹² Bilag 5 – referat af interview med Peter Aagesen og Morten Friis Munksgaard

¹¹³ Bilag 5 – referat af interview med Peter Aagesen og Morten Friis Munksgaard

Martin Haislund Andersen

Capidea Kapital II aflægger årsrapport efter IFRS. Årsrapporten for 2014 er første regnskabsår med IFRS, og det er første gang fonden korrekt giver oplysningerne.

For venturefondene kan det konkluderes, at ingen af fondene oplyser om:

- Væsentligste forudsætninger
- Usikkerhed ved indregning og måling i anvendt regnskabspraksis eller noter
- Oplysninger om følsomhed på investering
- Eventualforpligtelser vedr. carried interest

Overordnet set lever venturefondene ikke op til kravene i årsregnskabsloven. Der skal gives oplysninger om væsentligste forudsætninger jf. § 53, der bør oplyses om usikkerhed ved indregning og måling jf. § 11, stk.2 og der skal oplyses om eventualforpligtelser jf. § 64.

Årsagen til at selskaber indeholdende investeringsejendomme er bedre til, at oplyse om ovenstående punkter, kan være, at det måske er lettere for disse selskaber, at give disse oplysninger i og med det er lettere for selskaber med investeringsejendomme, at opgøre forudsætninger bag investeringen og lave forecast til forventningerne, da værdiansættelsesmetoden som udgangspunkt er en DCF og, at der er et cash flow der kan opgøres pålideligt.

Diskussion og anbefalinger

Diskussion

Afhandlingen har gjort det klart, at indregning og måling af unoterede kapitalandele i venturevirksomheder giver anledning til diskussion omkring flere forhold. Det er blevet konkluderet, at venturefonde ikke lever op til kravene i ÅRL når det gælder indregning og måling af unoterede kapitalandele til dagsværdi, og at informationsniveauet ikke er på samme niveau som hos f.eks. selskaber, der investerer i ejendomme.

Kapital- og venturefonde bliver ofte kritiseret for lukkethed og analysen viser da også, at fondene ikke giver oplysninger om forudsætninger for deres opgørelse over dagsværdien af porteføljeselskaber. Men er der en årsag til denne lukkethed, og vil man som almindelig regnskabsbruger eller som journalist blive klogere hvis fondene giver disse oplysninger?

Analysen giver også anledning til andre diskussionspunkter. Afhandlingen vil derfor diskutere følgende punkter i forhold til venturefonde og den regnskabsmæssige behandling af unoterede kapitalandele i venturevirksomheder:

- Ny årsregnskabslov – ændringer for venturefonde - giver den mening?
 - Fremtidens § 38
 - § 41 som alternativ

- Retvisende billede ved brug af §41 i fremtiden
 - Præcisering af §53 stk. 2.
- Venturefondes regnskabsbrugere – hvem?
- Overgang til IFRS

Ny årsregnskabslov – ændringer for venturefonde – giver ændringerne mening?

Folketinget vedtog den 21. maj 2015 en ændring til årsregnskabsloven. Med ændringen implementeres det nye EU-regnskabsdirektiv og loven tilpasses samtidig i et vist omfang til IFRS¹¹⁴

Ændringerne træder i kraft med virkning for regnskabsår, der begynder 1. januar 2016 eller senere, men kan forud implementeres for regnskaber der slutter 31. december 2015 eller senere.

Særligt nedenstående 2 ændringer har væsentlig indflydelse for venturefonde:

- Ændring i opgørelse af nettoomsætning i forbindelse med placering i regnskabsklasse
- Fjernelse af begrebet investeringsaktivitet som hovedaktivitet, og begrænsning i anvendelsen af § 38 til kun at omhandle investeringsejendomme.

Opgørelse af nettoomsætningen efter de nuværende regler omfatter ikke finansielle indtægter, avancer og værdireguleringer, hvilket har medført at investeringsvirksomheder ikke bliver omfattet af klasse C.

I den nye ÅRL er indsat en bestemmelse i § 7, stk. 4, der gør, at finansielle indtægter og indtægter fra investeringsvirksomhed skal medtages ved opgørelse af nettoomsætningen. Følgende indtægter skal medtages:¹¹⁵

- Positive værdireguleringer af finansielle aktiver
- Gevinster ved realisation af finansielle aktiver
- Renter udbytte og andre indtægter knyttet til finansielle aktiver
- Positive værdireguleringer efter § 38
- Realiserede gevinster ved salg af investeringsejendomme

En nettoomsætning på mere end 89 millioner pr. år i 2 på hinanden efterfølgende år udgør grænsen for hvornår man bliver placeret i klasse C.¹¹⁶

Det antages, at en venturefond altid vil være over grænsen for balancesummen, når en diskussion om regnskabsklasse er relevant.

¹¹⁴ Ændring af årsregnskabsloven – Deloitte publikation, side 2

¹¹⁵ Ændring af årsregnskabsloven – Deloitte publikation, side 13

¹¹⁶ Ændring af årsregnskabsloven – Deloitte publikation, side 14

Martin Haislund Andersen

Den nye bestemmelse betyder, at succesfulde venturefonde vil opleve, at blive placeret i klasse C i løbet af levetiden. En venturefond vil starte i klasse B og så forventeligt blive placeret i klasse C efter investeringsperioden er udløbet og så komme tilbage i klasse B, når porteføljen er ved at være solgt.

Det virker ikke gennemtænkt, at man har en gruppe af virksomheder, som falder ind og ud af klasse C i løbet af en 10 årig periode.

Årsagen hertil er formentlig, at man fra lovgivers side ikke tillægger branchen særlig meget fokus. Hvis man ønsker, at disse typer af virksomheder skal give flere oplysninger, er det forfatterens opfattelse, at det vil give mere mening, at knytte flere oplysningskrav til f.eks. § 38, som også vil fange mange af de virksomheder, som nu bliver omfattet af ændringen af opgørelsen af nettoomsætningen, som man kender det fra IFRS 13.

Den anden væsentlige ændring for venturefonde er begrænsningen i § 38, hvor man i den nye ÅRL fjerner investeringsaktivitet som hovedaktivitet.¹¹⁷

Det gør, at venturefonde fremadrettet ikke må værdiregulere deres porteføljer til dagsværdi over resultatopgørelsen, men i stedet er nødt til at benytte reglerne i § 41, hvor der reguleres over egenkapitalen.

Når § 41 anvendes skal et beløb svarende til opskrivningen bindes på en reserve for opskrivning. Opskrivningen kan kun elimineres når aktivet er solgt, eller nedskrives på grund af en lavere genindvindingsværdi.

Når et aktiv reguleret over § 41 sælges, skal opskrivningshenlæggelsen opløses ved overførsel fra opskrivningshenlæggelsen direkte til egenkapitalens frie reserver. Reklassifikation fra opskrivningen til resultatopgørelsen er ikke tilladt. Eneste beløb som må ramme resultatopgørelsen, er forskellen mellem den indregnede dagsværdi og salgsprisen.¹¹⁸

Loven foreskriver, at omvurderinger af aktiver skal ske løbende, og med et interval der svarer til den forventede prisudvikling for aktivet.¹¹⁹ Det vil med andre ord sige, at man løbende skal dagsværdiregulere aktivet. Det vil i teorien sige, at en venturefond aldrig vil have en avance i resultatopgørelsen, idet man skal værdiregulere, når man kender sin salgspris. Der vil derfor i teorien aldrig opstå en forskel, der vil ramme resultatopgørelsen. En venturefond, der benytter §41 vil have en resultatopgørelse, som omfatter management fee og nedskrivinger. Chefkonsulent hos Erhvervsstyrelsen Jan-Christian Nilsen blev spurgt til denne problemstilling, og kom med følgende svar:

”Modellen i § 41 med opskrivninger er primært beregnet på materielle anlægsaktiver som bygninger, skibe, fly m.v. Bestemmelsen er direktivbestemt og er i den danske implementering baseret på samme model, som

¹¹⁷ Ændring af årsregnskabsloven – Deloitte publikation, side 24

¹¹⁸ Indsigt i årsregnskabsloven 2014/2015, side 235

¹¹⁹ Indsigt i årsregnskabsloven 2014/2015, side 234

Martin Haislund Andersen

anvendes i IAS 16. Det vurderes, at bestemmelsen kun i meget begrænset omfang anvendes for kapitalandele i datter- og associerede virksomheder og er således heller ikke justeret i forhold til disse aktivers særlige kendetegn”.

Svaret understreger meget godt, at venturefonde ikke er en branche, som får meget fokus, når man vurderer, at bestemmelsen ikke bliver brugt. Det vurderes, at §41 ikke er brugt af venturefonde tidligere, men vil blive det fremadrettet, hvis man ikke vælger at overgå til IFRS. Det virker underligt, at man vælger, at begrænse §38 uden at give andre muligheder for at indregne andre typer af aktiver end investeringsejendomme til dagsværdi. Det er lidt paradoksalt, at man siger, man tilpasser ÅRL til IFRS, men man samtidig så bliver nødt til at overgå til IFRS, for at kunne fortsætte, som man hidtil har kunnet efter ÅRL.

Det er forfatterens holdning, at man ikke vil få retvisende årsrapporter fra venturefonde, hvis man indregner efter §41. Fondene vil få en resultatopgørelse med underskud, svarende til nedskrivninger og management fee. Benyttes §41 bryder man med et helt grundlæggende princip nemlig matchingprincippet. Venturefondene har positive reguleringer over egenkapitalen og negative i resultatopgørelsen. To forhold, der afspejler en venturefonds performance, der reguleres forskelligt. Årsagen til, at opskrivning skal ske over egenkapitalen for §41 er, at værdiskabelsen er sket i tidligere perioder, det er dog ikke tilfældet med venturefondes reguleringer af dagsværdien, da denne bygger på fremtidige forventninger, hvorfor reguleringen, om denne er positiv eller negativ, idet mindste burde behandles ens regnskabsmæssigt.

Et andet forhold som virker ugennemtænkt ved brug af §41 for venturefonde er, at investerer man i porteføljeselskaber ved at have et mellemholdingselskab, så vil man typisk modtage udbytte i venturefonden fra mellemholding ved salg af driftsselskabet. Ved denne realisation vil venturefonden tilbageføre sin opskrivning over aktivet og indtægtsføre udbytte i resultatopgørelsen. Investerer man uden brug af mellemholdingselskab indregnes der ikke noget i resultatopgørelsen, under den antagelse, at man kender salgsprisen som skrevet tidligere.

Venturefonde har altså to situationer hvor en fonden sælger et driftsselskab, men to forskellige måder at indregne gevinsten i regnskabet for venturefonden.

Som afhandlingen tidligere har beskrevet, så skal der gives oplysninger om de væsentligste forudsætninger, når man indregner efter §38. Det er ikke skrevet 100% klart i loven, men forarbejderne og kommentarerne til ÅRL er man ikke i tvivl om, at disse forudsætninger skal oplyses. Dette forhold præciseres med den nye ÅRL. Der indsættes i §58a *”Måles aktiver eller forpligtelser til dagsværdi efter §37 eller §38, og måles dagsværdien ikke på grundlag af observationer på et aktivt marked, skal der oplyses om de centrale forudsætninger som er anvendt”*. Når det nu præciseres understreger det vurderingen af, at det hele tiden har været hensigten, men at virksomheder ikke korrekt har anvendt § 38, samt at man henter inspiration fra IFRS 13.

Martin Haislund Andersen

Det er forfatterens klare holdning, at benytter venturefonde ÅRL fremadrettet og indregner til dagsværdi efter §41, så kommer årsrapporten ikke til, at give et retvisende billede. Der er simpelthen for mange situationer, der reguleres forskelligt, og grundprincippet om matching opfyldes ikke.

Det forekommer underligt, at når man læser høringssvarene i forbindelse med høringen før vedtagelsen af den nye ÅRL, så stiller ingen sig kritisk over begrænsningen i § 38. Der er først og fremmest ikke et hørringssvar fra DVCA, se vedlagte oversigt over hørringssvar i bilag 6. Dertil er eneste hørringssvar indeholdende en bemærkning til §38 fra Foreningen af Statsautoriserede Revisorer. De synes begrænsningen er en god idé, fordi deres medlemmer synes det har været svært, at skelne mellem hvornår investeringsaktivitet er hovedaktivitet og ej, se hørringssvar fra FSR vedlagt som bilag 7. Det er forfatterens holdning, at det er en svag grund til at begrænse § 38, at FSR burde forsvare den oprindelige § 38, da det alt andet lige gør revisors arbejde vigtigere.

DVCAS afdelingschef Gorm Boe Petersen blev via telefoninterview spurgt til DVCAS holdning omkring vedtagelsen af de nye ÅRL og DVCA holdning til, hvorvidt de opfordre deres medlemmer til, at overgå til at aflægge årsrapport efter IFRS. Gorm Boe Petersen svarede, at DVCA ikke var blevet gjort bekendt med vedtagelsen af en nye ÅRL, hvorfor foreningen ikke havde nogle holdninger til området. Ingen af DVCAS medlemmer havde ligeledes rejst problemstillingen. Ovenstående svare kan indikere enten, at man som branche ikke har fokus på regnskabsaflæggelse, og at problemstillingen hos fondene endnu ikke er blevet taget op til overvejelse, da implementeringen først træder i kraft fra regnskabsåret 2016. Eller at man som branchen ved man ikke har det store at skulle have sagt i forbindelse med implementeringen af loven, og derfor bare indordner sig.

Regnskabsbrugere

En af de væsentligste årsager til, at venturefonde generelt ikke giver de oplysninger, som ÅRL kræver, vurderes at være på grund af en venturefonds eksterne regnskabsbrugere. ÅRL definerer regnskabsbruger som personer, virksomheder, organisationer og offentlige myndigheder m.v., hvis økonomiske beslutninger normalt må forventes at blive påvirket af en årsrapport, herunder nuværende og mulige virksomhedsdeltagere, kreditorer, medarbejdere, kunder, alliancepartnere, lokalsamfundet samt tilskudsgivende og fiskale myndigheder.¹²⁰

Med udgangspunkt i definitionen fra ÅRL, har en venturefond ikke de ”normale” regnskabsbrugere som øvrige typer af virksomheder har, da ejerne af fonden typisk får løbende og detaljeret information uden om fondens årsrapport. Eneste brugere af regnskabet, vil derfor være journalister og eventuelle myndigheder.

Giver det mening, at offentliggøre en årsrapport for en venturefond? det kan diskuteres, da der er få regnskabsbrugere, der får gavn af årsrapporten. Denne gavn forsvinder yderligere med den nye ÅRL. Overgår venturefonde ikke til IFRS, kan man sagtens forestille sig, at fondene vælger et eksternt kost-regnskab og et internt dagsværdi-regnskab. Således undgår fondene, at skulle tage stilling til oplysningskrav ved indregning

¹²⁰ ÅRL § 12 stk. 2

Martin Haislund Andersen

og måling til dagsværdi, til gengæld bliver regnskaberne helt værdiløse for alle eksterne interessenter. Et kost-regnskab, vil formentlig kræve, at det interne dagsværdi-regnskab også revideres, da de investorer der indregner til dagsværdi længere oppe vil kræve, at kende dagsværdien, som man hidtil har været vandt til. Ydermere kan et kost-regnskab skabe udfordringer for de PAL-beskattede investorer, da de skal beskattes af værdiskabelsen.

Overgang til IFRS

Ønsker venturefonde at forsætte som hidtil og indregne værdireguleringer over resultatopgørelsen, kan fondene overgå til IFRS. Dette sikrer endvidere, at fondene ikke skal bekymre sig om at skifte regnskabsklasse løbende i løbet af fondens levetid.

Som afhandlingen har redegjort for tidligere kan venturefonde undlade at aflægge koncernregnskabs efter IFRS 10.

Vælger en fond at overgå til IFRS, kræver det en fuld implementering af IFRS, hvilket vil give mere administrativt arbejde og mere lovgivning, der skal følges af de enkelte venturefonde. Det vurderes dog, at omkostningerne og besværet ved at overgå til IFRS er beskedne. Det skyldes at fondene alligevel skal ændre deres regnskabspraksis, hvis de ønsker, at fortsætte med ÅRL, samt at de fremadrettet stadig vil skulle give oplysning om f.eks. væsentligste forudsætninger og usikkerhed ved indregning og måling, samt at forarbejderne til den nye ÅRL foreskriver at man skal finde inspiration hos IFRS 13 ved indregning til dagsværdi. Så det kan antages, at det vil være mere eller mindre de samme typer af oplysninger, der skal gives. Fondene får dog efter forfatterens vurdering en mere retvisende årsrapport, hvis de overgår til IFRS.

Igennem samtaler med relevante personer hos danske venturefonde, virker det sandsynligt, at flere fonde vil overgå til IFRS. Det begrundes med flere forhold. Det bemærkes, at EVCA Reporting Guidelines kræver en forklaring på afvigelser mellem ekstern og intern rapportering, hvorfor det vil kræve administrativt arbejde, at forklare de løbende forskelle mellem de to metoder, man i så fald vil benytte, da den interne rapportering som minimum vil forsætte uændret.

Herudover nævnes det, at det i henhold til IFRS er lettere at undgå at blive omfattet af koncernregnskabspligt. Reglerne i ÅRL §114 giver mulighed for undtagelse, hvis man som venturefond overstiger 50% ejerskab i den periode, hvor man har henblik på, at sælge aktierne. I ”indsigt i årsregnskabsloven” siger kommentarerne at henblik på salg må forventes kun at kunne gælde i 1-2 år samt, at hvis selskabet indgår i en investeringsstrategi på over 2 år, hvilket typisk omfatter venturefonde, kan bestemmelsen ikke anvendes.¹²¹ IFRS 10 giver som skrevet tidligere mulighed for undtagelse for investeringsvirksomheder.

¹²¹ Indsigt i årsregnskabsloven 2012/2013 – side 137

Martin Haislund Andersen

Endvidere taler det for en overgang til IFRS, at venturefonde fremadrettet skal have 2 registreringssystemer, der vil understøtte 2 forskellige måder at indregne kapitalandele i unoterede kapitalandele på, hvis man forsætter med ÅRL indregning efter §41. Et registreringssystem der understøtter den løbende rapportering til investorerne, den vil ligne den man kender fra i dag, og et der understøtter opskrivninger over egenkapitalen, eller kostpris.

Anbefalinger

For at kunne opfylde de krav der i dag er til regnskabsaflæggelsen, og for at kunne imødekomme de krav, der kommer i forbindelse med den nye ÅRL, er det forfatterens anbefaling, at nedenstående punkter adresseres i årsrapporten eller tager stilling til skift i begrebsrammen. Punkterne vil blive uddybet nedenfor:

1. Angivelse af hvilke metoder porteføljen er værdiansat efter
2. Angivelse af multiple spænd ved foretagne investeringer
3. Angivelse af stresstest/følsomhedsanalyse
4. Omtale af og/ eller indregning af, Carried interest
5. Bedre beskrivelse af fondens investeringer
6. Beskrivelse af de risici, der er forbundet med investeringerne
7. Implementering af IFRS

Som skrevet tidligere i afhandlingen, så er det forfatterens opfattelse, at de fejl og mangler årsrapporter fra venturefonde har i dag, vil de også fortsætte med at have fremadrettet, selvom der sker ændringer til ÅRL. Så selvom anbefalingerne er fremadrettet og skal imødekomme de krav, der stilles i den nye lovgivning, så ville de samme anbefalinger også have kunne anvendes til at højne kvaliteten i årsrapporter aflagt efter den nuværende lovgivning.

Anbefalingerne er udarbejdet ud fra et eksternt rapporterings synspunkt, og de har til formål, at højne kvaliteten i den eksterne årsrapport. Der er i anbefalingerne ikke taget højde for, hvorvidt man i venturebranchen er interesseret i at give disse oplysninger som det ser ud i dag.

1. **Angivelse af hvilke metoder porteføljen er værdiansat efter.** Her menes, at fondene bør give regnskabsbruger oplysninger omkring, hvilke metoder der er brugt til at værdiansætte selskaberne. I dag skriver fondene, at de benytter IPEV guidelines. Denne guideline er ikke en metode i sig selv, og det bør derfor præciseres hvilke metoder under IPEV, der er anvendt. Det anbefales ligeledes, at fondene angiver med procentsats, hvor stor del af porteføljen der er værdiansat efter den enkelte metode. Således at regnskabsbruger får oplyst om det f.eks. er 90% af porteføljen, der er værdiansat til kostpris, mens de sidste 10% er seneste rundes kurs eller lign. Hvis regnskabsbruger får denne oplysning, vil regnskabsbruger selv være i stand til at forholde sig til de værdier, der er i fonden. Denne type af oplysning kan eventuelt gives i anvendt regnskabspraksis eller i en note.

2. **Angivelse af multiple spænd ved foretaget investeringer**, er en mulighed for at oplyse om de forudsætninger der ligger til grund for værdiansættelsen. Som præciseret i afhandlingen skal fondene for at leve op til kravene i ÅRL oplyse om de væsentligste forudsætninger og parametre bag værdiansættelsen af porteføljeselskaberne. En overskuelig måde er, at give et spænd over de anvendte multipler. Der henvises til analysen og den praksis, som blev benyttet af Capidea Kapital K/S. Som alternativ til oplysninger om multipler, anbefales det også at fondene oplyser om parametrene i en DCF model, når denne anvendes. Det er dog ikke den mest anvendte værdiansættelses metode i de tidlige startups, men når den benyttes, skal parametrene oplyses. Det vil blive svært for fondene at give andre oplysninger end et spænd i de anvendte multipler og parametre bag en DCF for ikke at give konkurrenterne fortrolige oplysninger.
3. **Angivelse af stresstest/følsomhedsanalyse**, bør gives på samme niveau som de forudsætninger fonden vælger at oplyse om. Angives et spænd på multipler, bør det angives hvilken konsekvens en ændring i de anvendte parametre har på resultat, balance og egenkapital. Ved multipler vil det være en ændring i de anvendte multipler på +/- 1 og ved DCF vil være ændringen i WACC som oplyses.
4. **Omtale af- og eller indregning af Carried interest**. Der er forfatterens opfattelse, at fondene bør omtale carried interest. Den måde hvorpå Via Venture Partners beskriver processen er en fin måde, at fortælle regnskabsbruger, at fremtidige udlodninger fordeles anderledes. Eneste forhold, som mangler hos Via Venture Partners er angivelse af beløb. Ligeledes bør fondene oplyse om IRR, således at regnskabsbrugen selv kan tage stilling til den forventede udvikling. Det antages, at oplysning om IRR ikke er konkurrence skadeligt, og for fonde, hvor der er en sandsynlighed for, at der opstår carried interest, må man antage, at fonden gerne vil gøre opmærksom herpå.
5. **Bedre beskrivelse af fondens investeringer**. Her menes at fondene giver regnskabsbruger oplysninger om de underliggende selskaber. Det anbefales, da mere information om markedsforhold og tendenser i de underliggende brancher des lettere er det for den enkelte regnskabsbruger, at forholde sig til de risici og udfordringer, de enkelte porteføljeselskaber har og dermed også fonden som helhed.
6. **Beskrivelse af de risici, der er forbundet med investeringerne**, er en forudsætning for, at give et retvisende billede i henhold til ÅRL. Det anbefales, at fondene i videst muligt omfang sætter beløbsangivelse på i forbindelse med beskrivelsen af risikoen samt knytter resultatet af en stresstest til beskrivelsen. Hertil anbefales det, at der sker en beskrivelse af, om forventningerne til de enkelte selskaber er nået eller ikke nået. Som nævnt tidligere i afhandlingen så, taber fondene penge på 60-70% af de

investeringer de foretager. Det bør derfor i årsrapporten præciseres, hvordan forholdene er i porteføljeselskaberne, således at regnskabsbruger bliver præsenteret for, om de overordnede forventninger til selskaberne, er på eller under det forventede niveau. Således vil det være muligt for regnskabsbruger, at få et overblik over hvor stor en del af porteføljen, der performer som forventet. Det er ikke afhandlingens anbefaling, at der nødvendigvis skal nævnes med navn og beløb, men et overordnet overblik over porteføljeselskaberne performance holdt op imod det forventede.

7. **Implementering af IFRS**, vil fremadrettet være den mest optimale løsning. Ved implementering af IFRS vil venturefonde kunne fortsætte deres regnskabspraksis som hidtil. Der vil ikke være usikkerhed omkring hvorvidt årsrapporten nogle år skal aflægges efter regnskabsklasse C, og skulle en venturefond ende i en situation, hvor den har bestemmende indflydelse over et porteføljeselskab, og investering og exitstrategien overstiger en periode på 2 år, vil der ikke opstå en situation, hvor der skal udarbejdes koncernregnskab, som det er tilfældet efter ÅRL. De administrative krav er større, og der vil kræve en ekstra indsat i forhold til implementering, men det vil efter forfatterens opfattelse blive opvejet af et bedre ”produkt”, et mere retvisende regnskab og mere sammenlignelige årsrapporter. Derudover vil det eksterne regnskab have samme regnskabspraksis som den interne rapporteringsrapport. Nogle af ovenstående anbefalinger er krævet i henhold til IFRS, men det er stadig forfatterens anbefaling, at implementere anbefalingerne 1, 4, 5 og 6 ved en implementering af IFRS

Konklusion

Afhandlingens formål har været at klarlægge hvorvidt indregning og måling af unoterede kapitalandele i venturevirksomheder giver et retvisende billede i henhold til årsregnskabsloven, og hvorvidt denne indregning præsenteres korrekt i årsrapporten. Afhandlingen har sammenlignet hvordan dagværdi indregnes, måles og præsenteres i venturefonde, med kapitalfonde og selskaber der investerer i investeringsejendomme for, at kunne vurdere om den praksis venturefonde benytter er enestående eller en generel praksis på tværs af brancher.

Indledningsvis har afhandlingen defineret hvad der kendetegner en venturefond. De særlig kendetegn er, at en venturefond typisk ikke har særlig mange interessenter af deres eksterne årsregnskab. En venturefond er typisk et K/S, hvor institutionelle investorer er ejerne og bidrager med kapital. Denne kapital forvaltes af et management selskab, som vælger og udvikler de investeringer fonden foretager. En venturefond har typisk en levetid på 10 år. De første 4-5 år af perioden må fonden foretage nye investeringer, de resterende 5 år må fonden kun foretage opfølgende investeringer i allerede investerede virksomheder, hertil skal fonden forsøge, at sælge sine kapitalandele inden for udløbet af de 10 år. Levetiden kan forlænges hvis et flertal af investorerne ønsker dette.

Martin Haislund Andersen

Det der yderligere kendetegner en venturefond er carried interest som er et performance honorar til de ledende partnere i management selskabet. Performer en venturefond over det forventede, modtager de ledende partnere en del af den udlodning fonden foretager til investorerne, når en kapitalandel er solgt.

For at kunne vurdere om venturefonde lever op til bestemmelserne i ÅRL når unoterede kapitalandele indregnes til dagsværdi efter §38, har afhandlingens første del haft fokus på, at definere hvad der kræves for at opnå et retvisende billede.

Et retvisende billede er den danske version af det internationale begreb ”true and fair view”. For at årsregnskabet skal give et retvisende billede, skal det udarbejdes således, at regnskabsbruger får dækket sit informationsbehov. Informationsbehovet er opdelt i prognose, kontrol og ressourcefordeling. Prognoseopgaven vurderes, at være den mest centrale af de 3. Prognoseopgaven er den fremadrettede vurdering af en virksomheds evne til at genere et positivt cash flow. For at årsregnskabet er udarbejdet således, at prognoseopgaven kan opfyldes, skal årsregnskabet indeholde alle væsentlige og relevante informationer, der er nødvendige for, at regnskabsbruger kan vurdere virksomhedens evne til at genere positive cash flows fremadrettet.

ÅRL § 53, stk. 2 foreskriver, at benytter man § 38 til brug for dagsværdireguleringer af porteføljeselskaber over resultatopgørelsen, skal venturefonde give regnskabsbruger de væsentligste forudsætninger bag værdiansættelsen. I henhold til IAS 1 skal der gives oplysninger om forudsætninger og andre kilder til skønsmæssig usikkerhed, som indebærer betydelig risiko for væsentlig regulering af den regnskabsmæssige værdi af aktiver.

Kommentarerne til ÅRL, mener at de væsentligste forudsætninger bag investering i ejendomme er forrentningskrav, diskonteringsrente og udlejningsgrad.

Analysen viser, at ingen venturefonde i årsregnskabet oplyser om usikkerhed ved indregning og måling. Kravet herom bliver også først specifikt i klasse C, men suppleringskravet i ÅRL §11 stk. 2 foreskriver, at man er forpligtet til at give supplerende oplysninger, hvis den øvrige regulering på området i sig selv ikke er tilstrækkeligt til at give et retvisende billede. Som det blev præciseret tidligere i opgaven, skal årsregnskabet kunne bruges som prognoseopgave for regnskabsbruger. Denne skulle gøre det muligt, at estimere et forventet fremtidigt cash flow. Det vil ikke være muligt for regnskabsbruger, at kunne estimere et cash flow hos en venturefond, hvis denne ikke kender de usikkerheder der er knyttet til investeringer i unoterede kapitalandele i venturevirksomheder.

Martin Haislund Andersen

Følgende forhold vurderes at skulle kunne opfyldes for, at en venturefond udarbejder et retvisende årsregnskab:

- Prognoseopgaven
- Korrekt angivelse af metode til indregning og måling af dagsværdi i anvendt regnskabspraksis
- Væsentligste forudsætninger
- Supplerende oplysninger om usikkerhed ved indregning og måling
- Oplysning om eventualforpligtelser – hvis IRR eller forventning til IRR overstiger hurdle rate

Den indledende analyse viser med alt tydelighed, at der er væsentlig usikkerhed ved indregning og måling af unoterede kapitalandele i venturevirksomheder.

Analysen viser, at de urealiserede opskrivinger i nogle tilfælde udgør op til 62% af den samlede værdi af fondens portefølje, samt at den urealiserede værdi svinger meget fra år til år.

Venturefonde har mulighed for, at aflægge deres årsregnskaber efter IFRS. Benytter en venturefond IFRS vil fondene skulle indregne og måle deres porteføljeselskaber efter IFRS 13. IFRS giver venturefonde mulighed for at indregne og måle til dagsværdi. IFRS 13 har 3 dagsværdiniveauer hvortil målingen af dagsværdien kan henføres til:

1. Officielle kurser
2. Observerbare input
3. Ikke-observerbare input

Kravene kan virke skrapere end hvad ÅRL foreskriver, men langt hen ad vejen er det forfatterens holdning, at ses der kun på kravene i IFRS 13 adskiller de sig ikke voldsomt fra de oplysninger, som forventes i ÅRL. Kravene står bare mere specifikt i IFRS 13, men hvad angår væsentligste forudsætninger, usikkerhed og metodevalg er kravene ikke voldsomt forskellige. Flere af kravene i ÅRL skal dog fanges af suppleringskravet §11 stk. 2 når regnskabsklassen er B.

Der findes flere forskellige metoder til at værdiansætte kapitalandele i venturevirksomheder. Alle analyserede venturefonde benytter IPEV Guidelines, når de løbende værdiansætter deres porteføljeselskaber til dagsværdi. Analysen og interviews har vist, at porteføljeselskaber som oftest er værdiansat til kostpris eller til seneste rundes kurs. Fondene afviger først fra disse, hvis enten porteføljeselskabet er blevet børsnoteret eller hvis venturefonden har en investering, hvor fonden er eneste investor, og udviklingen har været så stor, at fonden gerne vil vise værdiudviklingen. I dette tilfælde vil værdiansættelsen typisk ske på baggrund af multipler, som er vurderet op mod markedet og øvrige Benchmarks.

Alle fondene i analysen henviser i mere eller mindre grad til IPEV guidelines når de i anvendt regnskabspraksis redegør for metode til indregning og måling af unoterede kapitalandele til dagsværdi. Da IPEV Guidelines strækker sig over metoder fra kostpris til en børspris på et noteret marked, så er det svært for en

Martin Haislund Andersen

regnskabsbruger, at vurdere sammensætningen af porteføljen. Det er forfatterens holdning, at fondene burde oplyse om hvor stor en procentdel af porteføljen der er målt til hvilke niveauer i IPEV.

Analysen viser, at 4 ud af de udvalgte venturefonde på papiret præsterer en IRR på over 8% hvilket indikerer at fonden kan ende med at have carried interest. Der bør derfor oplyses herom, idet de berørte fonde har en forpligtelse på balancedagen, hvis eksistens dog først endeligt kan bekræftes af en fremtidig begivenhed, da fondene først skal sende den indskudte kapital tilbage. Ingen af de fonde, som har potentiale til at komme i carried interest oplyser decideret herom. Via Venture Partners oplyser om sammenhængen mellem afkast og forpligtelse, men nævner ikke afkastet, så regnskabsbruger kan ikke selv vurdere sandsynligheden og den formodentlige forpligtelse.

Analysen viser, at årsrapporter indeholdende investeringsejendomme generelt giver regnskabsbrugere flere og bedre oplysninger, og følger årsregnskabslovens bestemmelser ved indregning og måling til dagsværdi. Blandt andet ved at:

- Alle selskaber med investeringsejendomme oplyser om de væsentligste forudsætninger for opgørelsen af dagsværdien som ÅRL §53 foreskriver.
- 4 ud af 6 oplyser om usikkerhed ved indregning og måling, og
- Halvdelen af de 4 oplyser yderligere om den følsomhed, der er forbundet med målingen af investeringsejendomme til dagsværdi.

Med hensyn til de kapitalfonde, der er analyseret i afhandlingen, er konklusionen den samme som for venturefonde. Den eneste kapitalfond der skiller sig ud er Capidea Kapital II K/S, som aflægger årsregnskab efter IFRS. Capidea oplyser om væsentligste forudsætninger, usikkerhed og følsomhed.

Det kan konkluderes, at indregning og måling af unoterede kapitalandele til dagsværdi i venturevirksomheder ikke giver et retvisende billede i henhold til ÅRL. Årsagen hertil er at:

1. Ingen venturefonde vurderes at leve op til kravet om prognoseopgaven, da det ikke er muligt for regnskabsbruger, at vurdere og estimere et fremtidigt cash flow.
2. Alle venturefonde giver korrekt angivelse af metodevalg, men dækker det ind over IPEV og ikke hvilken af IPEV metoderne der er anvendt.
3. Venturefonde giver ikke oplysninger om væsentligste forudsætninger bag værdiansættelsen
4. Venturefonde oplyser ikke regnskabsbruger om den usikkerhed, der er forbundet med investering i unoterede kapitalandele
5. Kun Via Venture Partners giver regnskabsbruger oplysninger om den eventualforpligtelse, der er forbundet med, at en venturefond opnår carried interest.

Martin Haislund Andersen

Igennem samtaler med relevante personer hos danske venturefonde virker det sandsynligt, at flere fonde vil overgå til at aflægge årsrapport IFRS. Det bemærkes, at EVCA Reporting Guidelines kræver en forklaring på afvigelser mellem ekstern og intern rapportering, hvorfor det vil kræve administrativt arbejde, at forklare de løbende forskelle mellem de to metoder, man i så fald vil benytte, da den interne rapportering som minimum vil forsætte uændret.

Vedtagelsen af en nye ÅRL vil i fremtiden gøre det endnu sværere for venturefonde at aflægge et årsregnskab, der giver et retvisende billede. Succesfulde venturefonde vil opleve at komme i regnskabsklasse C i årene hvor fonden sælger sine kapitalandele, for så at ende tilbage i klasse B i de sidste år af fondens levetid som følge af ændringerne til beregning af nettoomsætningen i byggeklodsmodellen.

Hertil begrænser man muligheden for at benytte § 38 således, at de positive værdireguleringer i en venturefond skal foretages over egenkapitalen med binding af den urealiseret opskrivning. Som afhandlingen har eksemplificeret, så vil man opleve ens situationer blive behandlet forskelligt, når en kapitalandel sælges alt efter om man har haft et mellemholdingselskab eller ej.

Venturefonde har altså 2 situationer hvor en venturefond realisere et aktiv, men 2 forskellige måder at indregne gevinsten på.

Det er forfatterens klare holdning, at benytter venturefonde ÅRL fremadrettet og indregner til dagsværdi efter §41, så kommer årsrapporten ikke til, at give et retvisende billede. Der er simpelthen for mange situationer der reguleres forskelligt, og man matcher ikke positive og negative værdireguleringer, i hvert fald ikke 100% og slet ikke når en nedskrivning sker først.

Det kan konkluderes, at indregning og måling af unoterede kapitalandele i venturevirksomheder i dag ikke giver et retvisende billede i henhold til ÅRL, men hvor forholdet i dag er således, at det er venturefondene, der giver få eller ingen oplysninger, som gør at et retvisende billede ikke forekommer, vil det fremadrettet være reguleringen i form ÅRL. Den nye lov giver simpelthen ikke grobund for, at der kan gives oplysninger, der understøtter et retvisende billede, når lovgivningen fjerner muligheden for, at kunne dagsværdiregulere over resultatopgørelsen. Hertil uden at give nye muligheder, men i stedet gør at venturefonde skal benytte paragraffer designet til en helt anden type aktiver, der ikke tager højde for de kendetegn en venturefond har, når den investerer i unoterede kapitalandele.

Det konkluderes, at indregning og måling af kapitalandele i ventureselskaber til dagsværdi ikke giver et retvisende billede i henhold til bestemmelserne i ÅRL. Afhandlingen har undervejs fokuseret på måden hvorpå indregning og måling sker i dag, og dermed også de muligheder der er med §38, som forsvinder når den nye ÅRL træder i kraft. Det er forfatterens vurdering, at afhandlingen på trods af, at §38 begrænses, stadig har en berettigelse når den nye ÅRL træder i kraft, da det er forfatterens opfattelse, at de fejl og mangler venturefonde

Martin Haislund Andersen

har i dag vedrørende oplysninger om væsentligste forudsætninger og oplysninger om usikkerhed ved indregning og måling, vil venturefonde ligeledes have i fremtiden.

Perspektivering

Afhandlingens formål har været af afklare hvorvidt venturefondes indregning, måling og præsentation af unoterede kapitalandele i ventureselskaber når disse indregnes til dagsværdi giver et retvisende billede i henhold til årsregnskabsloven.

Konklusionen har vist, at venturefonde over en bred kam ikke lever op til de lovbestemmelser der er på området og dermed giver årsrapporterne ikke et retvisende billede. Afhandlingen har som følge af konklusionen i afsnittet ”diskussion og anbefalinger” listet 7 anbefalinger op.

Hvis anbefalingerne bliver fulgt, vil det efter forfatterens opfattelse med stor sandsynlighed højne kvaliteten af de årsrapporter, der bliver aflagt af de danske venturefonde. Der vil dog med al sandsynlighed være en modstand fra branchen, hvis anbefalingerne skal implementeres. Branchen for venture- og kapitalfonde har i de seneste år været kritiseret for, at være lukket. Man har derfor historisk ikke givet særlig mange oplysninger i årsrapporten, og skal denne tendens ændres, vil det formentlig kræve ændring i lovbestemmelserne så disse oplysninger bliver præciseret yderligere.

Anbefalinger går længere end kravene i IFRS i dag, som er den regulering der stiller størst krav til regnskabsaflæggelsen. En beskrivelse af markedsforholdene hos porteføljeselskaberne vil nok kræve en lovændring, før disse oplysninger bliver en normal bestanddel af den eksterne årsrapport. Anbefalinger som metodevalg for de enkelte selskaber bør være let at implementere, og er i dag også en del af lovbestemmelserne som fondene ikke lever 100% op til.

Skal ÅRL i fremtiden stadig være den mest benyttede begrebsramme og lovgivning, når der skal aflægges årsrapporter hos venturefonde, vil det kræve yderligere lovændringer. Det kan f.eks. være at udvide § 38 til igen at omhandle alle former for investeringsaktivitet, som det kendes for IFRS.

En anden mulighed vil være, at give bedre muligheder for ”hybride” årsrapporter. Med hybrid menes årsrapporter, hvor de ”normale” interessenter ikke er tilstede. Det kan netop være i tilfælde med venturefonde hvor de aktionærer/investorer, der er, får information andet steds fra end den eksterne årsrapport. Fonden er skattemæssige transparent, så årsrapporten i sig selv ikke giver mulighed for kontrol fra skattemyndigheder. Der er ingen banker eller andre, der har penge involveret i fonden. Man kunne forestille sig, at man gør det lettere, at undgå regnskabspligten, præcis som det kendes fra erhvervsdrivende fonde. Dermed undgår man eksterne årsrapporter, som ikke lever op til de lovbestemmelser, som er på området, og man vil kunne skærpe kravene til oplysninger hos management selskabet.

Martin Haislund Andersen

I takt med, at flere og flere penge investeres i venture og performance stiger, vil fokus også blive rettet mere og mere mod netop venturefonde, og især i de tilfælde, hvor en venturefond vil forestå en børsnotering. Det må derfor antages, at dette fokus også vil ramme måden hvorpå den eksterne rapportering foretages, præcis som man har set det på områder som investeringsejendomme, og dermed skærpe kravene til aflæggelsen af årsrapporten. Men så længe branchen for venture og private equity har så lidt fokus hos dem, der designer lovbestemmelserne, så vil det heller ikke være muligt for venturefonde, at kunne aflægge en retvisende årsrapport. Der skal derfor ske en bevægelse hos begge parter før årsrapporten vil være retvisende.

Litteraturliste

Bøger		
Forfatter	Titel	Forlag
Lotte Rienecker, Peter Jørgensen	Den gode opgave	Samfunds litteratur, 4.udgave, 2012
Lotte Rienecker, Peter Jørgensen	Specielt om specialer	Samfunds litteratur, 4.udgave, 2011
Ib Andersen	Den skinbarlige virkelighed	Samfunds litteratur, 5.udgave, 2013
Torsten Thurén	Videnskabsteori for begyndere	Rosinante, 2 udgave, 2012
EY	Indsigt i årsregnskabsloven	EY, 1 udgave 2014/2015
Deloitte	Introduktion til internationale regnskabsstandarder	Deloitte, 2013
Steven Rogers	Entrepreneurial finance	Mc Graw Hill, 2014
Jens O. Elling	Årsrapporten - teori og regulering	Gjellerup, 1. udgave, 5 oplag
Ole Sørensen	Regnskabsanalyse og værdiansættelsen, en praktisk tilgang	Gjellerup, 4 udgave, 2012
Jens O. Elling	Finansiell Rapportering	Gjellerup, 3. udgave, 2012
Henrik Steffensen, Lykke Skødt, Jan-Christian Nissen, Jan Fedders	Kommentarer til årsregnskabsloven	Karnov, 6 udgave 2011

Publikationer		
Forfatter	Titel	Forlag
PwC	Årsregnskabsloven - forslag til den største ændring i 15 år	Pwc, februar 2015
Deloitte	Ændring af årsregnskabsloven - betyder det noget for mit selskab	Deloitte, maj 2015
Erhvervsstyrelsen	Notat om måling af ejendomme	Erhvervsministeriet 2009
DVCA	Den lille bog om kapitalfonde	DVCA, 2013

Litteraturliste, fortsat

Selskab	Årsrapporter	Regnskabsår
SEED Capital Denmark K/S		2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014
SEED Capital Denmark II K/S		2011, 2012, 2013, 2014
Sunstone Technology Ventures Fund II K/S		2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014
Sunstone Technology Ventures Fund III K/S		2012, 2013, 2014
Sunstone Life Science Ventures Fund II K/S		2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014
Sunstone Life Science Ventures Fund III K/S		2012, 2013, 2014
Via Venture Partners Fond I K/S		2010, 2011, 2012, 2013, 2014
Via Venture Partners Fond II K/S		2011, 2012, 2013, 2014
Northzone V K/S		2012, 2013
IVS Fund II K/S		2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014
NCP-IVS Fund III K/S		2011, 2012, 2013, 2014
Verdane Capital VI K/S		2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014
Executive Capital II K/S		2014
CataCap I K/S		2013, 2014
Capidea Kapital II K/S		2012, 2013, 2014

Litteraturliste, fortsat

Årsrapporter

Selskab	Regnskabsår
Harder Properties ApS	2013, 2014
Q Ejendomme ApS	2013, 2014
CL Ejendomme A/S	2013, 2014
Gabriel Ejendomme A/S	2013, 2014
A/S Københavns Ejendomsselskab	2013, 2014
Aller Ejendomsselskab	2013, 2014

Artikler

Forfatter	Titel	Forlag
A. Dana Callow & Michael Larsen	Understanding Valuation: A Venture Investors Perspective	N.A
Bill Payne	Scorecard Valuation Methodology	N.A
Robert Boyer	Assessing the impact of fair value upon financial crises	Socio Economy Review, 2007

Øvrige

Forfatter	Titel	Forlag
IASB	IAS 1	Karnov Group
IASB	IAS 8	Karnov Group
IASB	IAS 27	Karnov Group
IASB	IAS 28	Karnov Group
IASB	IAS 40	Karnov Group
IPEV Board	International Private Equity And Venture Capital Valuation Guidelines	IPEV Board

Litteraturliste, fortsat

Øvrige		
Forfatter	Titel	Forlag
EVCA	EVCA Reporting Guidelines	EVCA
Erhvervsministeriet	Årsregnskabsloven LBK 1253	Erhvervsministeriet
Erhvervsministeriet	Forslag til ændring af årsregnskabslovens L. 117	Erhvervsministeriet
Europa Parlamentet	Direktiv 2013/34/EU	Den Europæiske Unions Tidende
Vækstfonden	Det danske marked for venturekapital 2015	Vækstfonden
Vækstfonden	Det danske marked for venturekapital 2014	Vækstfonden
EVCA	Q2 2015 date release	The EVCA Research Team

Hjemmesider	
Tilhørende	www adresse
DVCA	www.dvca.dk
Vækstfonden	www.vf.dk
Investopedia	http://www.investopedia.com/articles/financial-theory/11/valuing-startup-ventures.asp
Founders & Founders	http://fundersandfounders.com/how-startup-valuation-works/
Macabacus	https://www.macabacus.com/venture-capital/rounds

Bilag 1 Udvalgte selskaber og fonde til kvalitativ analyse

Nedenstående venturefonde er udvalgt til analysen

- Via Venture Partners K/S
- Sunstone Capital K/S
- SEED Capital Denmark K/S
- Northzone K/S
- Northcap K/S

Nedenstående kapitalfonde er udvalgt til sammenligning

- Executive Capital K/S
- Capidea Kapital K/S
- CataCap K/S
- Verdane Kapital K/S

Nedenstående selskaber med investeringsejendomme er udvalgt til sammenligning

- Harder Properties ApS
- Q Ejendomme ApS
- CL Ejendomme A/S
- Gabriel Ejendomme A/S
- A/S Kjøbenhavns Ejendomsselskab
- Aller Ejendomsselskab

Venturefondene bliver præsenteret nedenfor.

SEED Capital Denmark

SEED Capital er Danmarks største venturekapitalfond inden for tidlige investeringer (seed-fase) og har specialiseret sig i, at identificere, finansiere og udvikle innovative iværksættere, så de sammen kan skabe fremtidens virksomheder indenfor Medtech og IT.

SEED Capital forvalter offentlige midler via et strategisk samarbejde med innovationsmiljøet Pre-Seed Innovation. De har derfor mulighed for, at investere tidligere end de fleste VC virksomheder og bidrage med væsentligt mere kapital end de fleste seed investorer. SEED Capital hjælper porteføljevirkomhederne med værdiskabende aktiviteter såsom forretningsudvikling, organisatorisk og strategisk udvikling, markedsføring, og ad hoc operationel, finansiell og juridisk bistand.

SEED Capital investerer i 15-20 nye lovende vækstvirksomheder hvert år, baseret på screening af mere end 500 forretningsforslag og møder med mere end 100 innovative startups.¹²²

¹²² <http://www.dvca.dk/index.php/users/30/57/dvca-member-detail-page/info-seedcapital-dk/>

SEED Capital II K/S			SEED Capital K/S	
t.kr	2014	2013	2014	2013
Værdiregulering	250.673	87.157	32.404	-30.846
Resultat før skat	236.663	73.337	26.762	-36.078
Investeret kapital	673.075	454.908	212.253	118.408
Egenkapital	701.434	459.657	214.530	119.903
Kapitaltilsagn	682.000	682.000	531.000	531.000

SEED Capital har på tidspunktet for udarbejdelsen 2 venturefonde. Disse 2 er medtaget i analysen men vil blive set som en, da den anvendte regnskabspraksis er ens.

SEED Capital Denmark K/S har 531 millioner DKK under forvaltning¹²³. Fonden er stiftet i 2004. SEED Capital Denmark II K/S har 682 millioner DKK under forvaltning¹²⁴ og er stiftet i 2009. Fonden anvender IPEV guidelines til brug for værdiansættelse af kapitalandele. Ved udgangen af 2014 havde de to fonde tilsammen 19 aktive selskaber.¹²⁵

Fond II som er analysen primære har 7 LP'er.

Nedenfor ses ind- og udbetalinger mellem fonden og dens investorer:

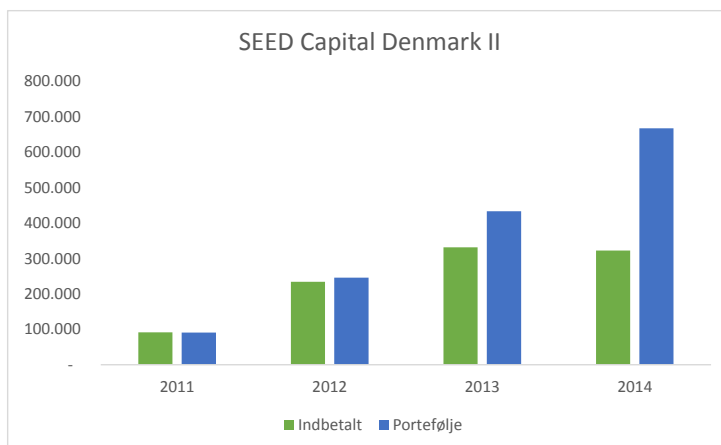
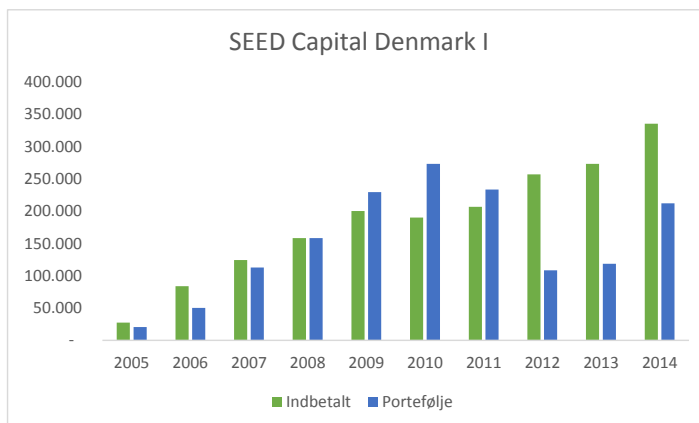
SEED Capital Denmark I		SEED Capital Denmark II	
-42.135.000	30-06-2005	-30.000.000	30-06-2010
-77.025.000	30-06-2006	-77.002.000	30-06-2011
-54.000.000	30-06-2007	-156.824.000	30-06-2012
-48.000.000	30-06-2008	-111.000.000	30-06-2013
-98.000.000	30-06-2009	-68.500.000	30-06-2014
42.294.000	30-06-2009	63.386.000	30-06-2014
-22.350.000	30-06-2010	667.527.000	31-12-2014
27.877.000	30-06-2010		
-21.700.000	30-06-2011		
-55.273.989	30-06-2012		
-21.580.000	30-06-2013		
-67.864.000	30-06-2014		
215.131.000	31-12-2014		
IRR	-14,4%	IRR	23,8%

¹²³ Årsrapport for 2014 side 5, under afsnittet "Capital"

¹²⁴ Årsrapport for 2014 side 5, under afsnittet "Capital"

¹²⁵ Begge årsrapporter side 6.

Nedenfor ses forholdet mellem rådighedsbeløb til investeringer (indbetalt minus administrationsomkostninger) og dagsværdi af porteføljen.



Via Venture Partners

Via Venture Partners er en venturefond med en investeringsramme på DKK 2 mia. kr. med ATP som den væsentligste investor. Selskabet er en multi-stage venturefond med primær fokus på investeringer i hovedsageligt nordiske vækstvirksomheder indenfor it-teknologi. Som multi-stage venturefond kan selskabet investere i hele spektret fra virksomheder uden omsætning og op til meget store buy-outs. Hovedvægten af investeringerne vil være i virksomheder, som er i ekspansionsfasen.¹²⁶

Via Venture Partners Fond II			Via Venture Partners Fond I	
t.kr	2014	2013	2014	2013
Værdiregulering	57.727	36.153	-4.368	-39.866
Resultat før skat	50.752	22.719	-5.851	-41.658
Investeret kapital	508.000	308.318	910.000	846.458
Egenkapital	556.007	258.868	234.716	402.930
Kapitaltilsagn	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000

Via Venture Partners har ligeledes på tidspunkter for udarbejdelsen af denne afhandling 2 fonde. Begge fonde, Via Venture Partners Fond I og Via Venture Partners Fonde II har begge en kapitalramme på 1miliard DKK¹²⁷

Begge fonde har ATP som primære investor.

Via Venture Partners Fond I har 6 aktive selskaber ved udgangen af 2014.

Via Venture Partners Fond II har 7 aktive selskaber ved udgangen af 2014.

¹²⁶ <http://www.dvca.dk/index.php/users/32/57/dvca-member-detail-page/jhz-viaventurepartners-com/>

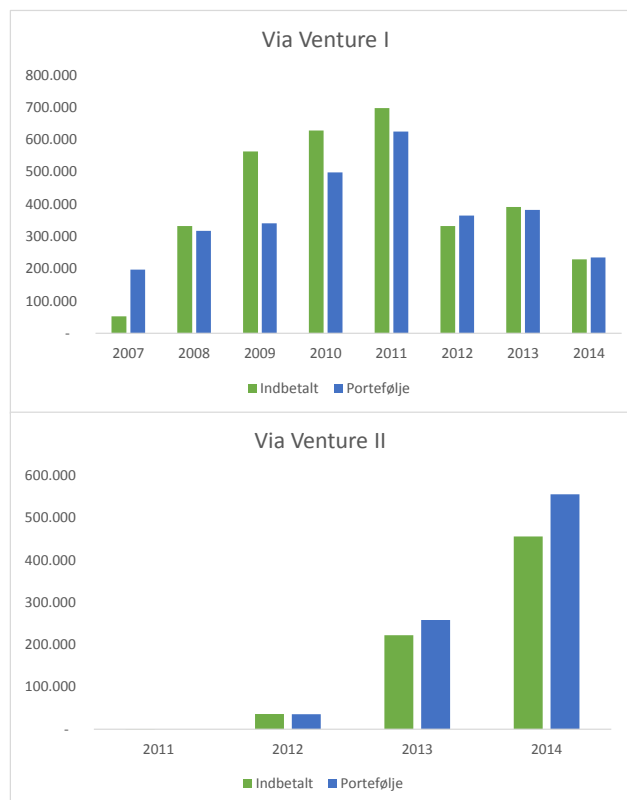
¹²⁷ Årsrapporter for 2014, side 3 under hovedaktivitet

Martin Haislund Andersen

Nedenfor ses ind- og udbetalinger mellem fonden og dens investorer:

Via venture partners I		Via venture partners II	
-52.078.000	30-06-2006	-5.661.000,00	30-06-2011
-171.417.000	30-06-2007	-45.573.000,00	30-06-2012
-143.621.000	30-06-2007	-199.682.000,00	30-06-2013
34.874.000	30-06-2007	-256.642.000,00	30-06-2014
-231.417.000	30-06-2009	10.255.000,00	30-06-2014
-124.941.000	30-06-2010	555.991.000,00	31-12-2014
60.425.000	30-06-2010		
-76.257.000	30-06-2011		
6.671.000	30-06-2011		
-19.973.000	30-06-2012		
385.784.000	30-06-2012		
-63.567.000	30-06-2013		
4.503.000	30-06-2013		
-26.319.000	30-06-2014		
188.693.000	30-06-2014		
234.665.000	31-12-2014		
0,17%		10,21%	

Nedenfor ses forholdet mellem rådighedsbeløb til investeringer (indbetalt minus administrationsomkostninger) og dagsværdi af porteføljen.



Sunstone

Sunstone er en partnerejet venturekapital investor stiftet i 2007 af et internationalt team af erfarne iværksættere, topledere og investeringsprofessionelle. Sunstone fokuserer på at udvikle early-stage life science og teknologi selskaber, som har et stort potentiale til at opnå global succes inden for deres marked. Sunstone har investeret i mere end 50 virksomheder og har gennemført flere succesfulde virksomhedssalg og børsnoteringer. Sunstone administrerer tre Technology fonde og fire Life Science fonde. Med over 5 milliarder kr. under administration, er Sunstone en af de største nordiske venturekapital investorer.¹²⁸

Sunstone teknologi Fund III			Sunstone Life Science Fund III	
t.kr	2014	2013	2014	2013
Værdiregulering	4.312	-1.219	12.886	-835
Resultat før skat	-14.630	-15.163	-2.065	-15.565
Investeret kapital	263.657	144.912	131.233	89.388
Egenkapital	217.483	113.368	97.612	57.832
Kapitaltilsagn	n.a	n.a	n.a	n.a

Analysen i denne afhandling tager udgangspunkt i fondene Sunstone Technology Ventures Fund III og Sunstone Life Science Ventures Fund III.

De to fonde har en kapitalramme på kr.

Sunstone Technology Fund III har 22 aktive selskabet ved udgangen af 2014.¹²⁹

Sunstone Life Science Fund III har 7 aktive selskaber ved udgangen af 2014.¹³⁰

¹²⁸ <http://www.dvca.dk/index.php/users/31/57/dvca-member-detail-page/verland-sunstonecapital-com/>

¹²⁹ Årsrapport for 2014 side 5 under "Management commentary"

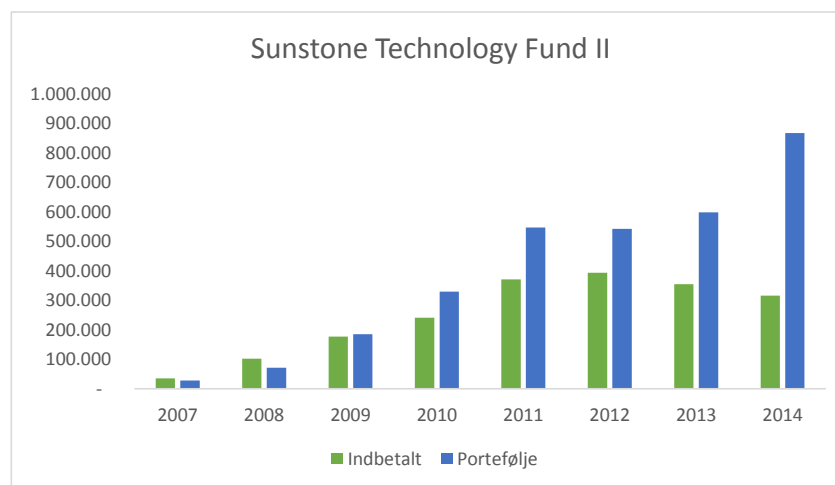
¹³⁰ Årsrapport for 2014 side 5 under "Management commentary"

Martin Haislund Andersen

Nedenfor ses ind- og udbetalinger mellem fonden og dens investorer:

Sunstone Technology II		Sunstone Technology III		Sunstone Life science II		Sunstone Life science III	
		-48.138.000	30-06-2012	-57.909.000,00	30-06-2007	-34.635.000	30-06-2012
-43.105.000,00	30-06-2007	-96.774.000	30-06-2013	-42.785.000,00	30-06-2008	-54.753.000	30-06-2013
-80.923.000,00	30-06-2008	-118.745.000	30-06-2014	-35.786.000,00	30-06-2009	-41.845.000	30-06-2014
-87.286.000,00	30-06-2009	242.865.000	31-12-2014	-67.517.000,00	30-06-2010	102.731.000	31-12-2014
-85.481.000,00	30-06-2010			-134.455.000,00	30-06-2011		
8.121.000,00	30-06-2010			5.000.000,00	30-06-2011		
-140.925.000,00	30-06-2011			-89.789.000,00	30-06-2012		
1.929.000,00	30-06-2011			-55.882.000,00	30-06-2013		
-113.680.000,00	30-06-2012			-63.336.000,00	30-06-2014		
83.912.000,00	30-06-2012			434.608.000,00	31-12-2014		
-51.328.000,00	30-06-2013						
82.268.000,00	30-06-2013						
-47.305.000,00	30-06-2014						
78.243.000,00	30-06-2014						
868.441.000,00	31-12-2014						
IRR	15,3%	IRR	-6,5%	IRR	-6,0%	IRR	-16,1%

Nedenfor ses forholdet mellem rådighedsbeløb til investeringer (indbetalt minus administrationsomkostninger) og dagsværdi af porteføljen, for Technology II og Life science II



Northzone

Northzone Ventures er blandt de ledende early stage venturekapital investorer i Norden. Northzone investerer i teknologi-virksomheder (IKT, materialer og cleantech) med stort vækstpotentiale, og hvor realisering af dette potentiale ofte forudsætter en internationalisering af virksomheden. Northzone investerer fra €0,5 mill. (typisk en "seed" case") til €5 mill. (typisk en "expansion" case) ved første investering (A runden), og følger typisk op med yderligere investeringer op til maximum i størrelsesordenen €20 mill., hvis investeringscasen berettiger dette. Northzone har siden 1996 rejst fem fonde på samlet €325 mill. fra nordiske og internationale institutionelle investorer. Northzone investerer p.t. ud af den femte fond på €175 mill., som blevet rejst i 2006. Northzone består af 9 partnere på kontorerne i København, Stockholm og Oslo, hvorfra de udøver et meget aktivt ejerskab via medlemskab af bestyrelsen. Northzone er typisk lead eller co-lead i investor-syndikater.¹³¹

Northzone V K/S		
t.EUR	2012	2011
Værdiregulering	139.254.971	2.079.865
Resultat før skat	136.768.609	-897.740
Investeret kapital	116.761.281	112.141.815
Egenkapital	288.512.091	147.124.018
Kapitaltilsagn	175.000.000	175.000.000

Northzone V K/s indgår i analysen med deres årsrapport for 2013. Selskabet er ikke pligtig til at offentliggøre årsrapporten i Danmark mere, grundet ændring i struktur med indskydelse af en erhvervsdrivende fond. Selskabets årsrapport fra 2013 indgår i analysen grundet størrelsen på fonden, og grundet nogle specifikke forhold i deres regnskabsaflæggelsen som er relevante for analysen og diskussionen som helhed.

Northzone V K/S har en kapitalramme 175 millioner EUR og er dermed analysen største fond.¹³²

Fonden har ved udgangen af 2013 15 aktive selskaber.¹³³

Fonden investere primært indenfor teknologi, telekommunikation og elektronik i de nordiske lande.¹³⁴

¹³¹ <http://www.dvca.dk/index.php/users/27/57/dvca-member-detail-page/Kronborg-northzone-com/>

¹³² Årsrapport for 2013, side 13

¹³³ Årsrapport for 2013, sammentælling side 12 og 13

¹³⁴ Årsrapport for 2013 side 6 under "hovedaktivitet"

Martin Haislund Andersen

Northzone V K/S er den største fond der med i analysen. Northzone V K/S har skiftet struktur så den i dag er en erhvervsdrivende fond, der ikke er pligtig til at offentliggøre regnskab. Analysen medtager derfor de seneste 2 årsrapporter der er offentliggjort af fonden.

Fondens største investering er i svenske Spotify som ved udgangen af 2012 har fået tilført 20.384.587 EUR. Investeringen i Spotify er ligeledes også den investering der udgør mest af fondens kapitalandele. Værdien af Spotify pr. 31. december 2012 var 237.545.003 EUR svarende til 83,15 % af fondens kapitalandele i associerede virksomheder.

Northcap

NorthCap Fund III K/S		
t.kr	2014	2013
Værdiregulering	1.560	4.271
Resultat før skat	-11.811	-9.559
Investeret kapital	187.302	142.605
Egenkapital	143.923	111.037
Kapitaltilsagn	523.750	523.750

I analysen indgår NCP-IVS Fund III K/S med årene 2013 og 2014.

Fonden har en kapitalramme på 524 millioner DKK¹³⁵

NCP-IVS Fund III K/S har ved udgangen af 2014 10 aktive selskaber.¹³⁶

¹³⁵ Årsrapport for 2014, side 10

¹³⁶ Årsrapport for 2014, side 12, sammentælling af note.

Bilag 2 Interviewede personer

Nedenstående personer er blevet interviewet i forbindelse med udarbejdelse af afhandlingen. Nedenfor fremgår ligeledes dit inputs personerne har bidraget med samt hvilke områder af afhandlingen de har bidraget i.

- Jakob Fuglede Nielsen, CFO i SEED Capital
 - Jakob Fuglede Nielsen, har bidraget med indsigt vedrørende værdiansættelse af ventureselskaber samt kommentarer til- og mening om ny årsregnskabslov og muligheden for overgang til IFRS – referat af interview med Jakob Fuglede Nielsen er vedlagt som bilag 4.
- Jeppe Fur Høier, CFO SunStone Capital
 - Jeppe har bidraget med indsigt vedrørende værdiansættelse af ventureselskaber samt kommentarer til- og mening om ny årsregnskabslov og muligheden for overgang til IFRS. Jeppe ønsker ikke citeres i opgaven hvor der ikke er referat heraf eller citater fra Jeppe i opgaven.
- Bill Haudal, Partner Deloitte
 - Bill har bidraget med baggrundsviden om venturebranchen og revision heraf. Interview med Bill har givet værdifuld viden, mange af de ting som Bill har bidraget med var i lige så høj grad inspiration til indgangsvinkler og inspiration til andre kilder og viden. Bill bliver derfor ikke citeret i opgaven, og der er ikke referat af vores møde som foregik torsdag d. 2 juli 2015 hos Deloitte.
- Morten Friis Munksgaard, Partner Baker Tilly Denmark & Peter Aagesen, faglig afdeling, Baker Tilly Denmark
 - Har bidraget med generel viden om eksternt regnskab, krav til udformning af årsrapporten, krav til indhold, herunder deres mening omkring hvorvidt venturefonde lever op til kravene i årsregnskabsloven om et retvisende billede. Referat af interview er vedlagt som bilag 5.
- Gorm Boe, DVCA
 - Udtaler sig på vejene af DVCA, Gorm bliver citeret et sted i opgaven. Interviewet foregik over telefon.
- Jan-Christian Nilsen, Chefkonsulent I Erhvervsstyrelsen
 - Har bidraget med Erhvervsstyrelsen holdning til den relevante regnskabsregulering for venturefonde. Interviewet via mail. Mailkorrespondance er vedlagt som bilag 3.

Bilag 3 – Referat af interview med Jan-Christian Nissen

Kære Martin,

Tak for dine spørgsmål. Mine svar er baseret på årsregnskabsloven efter, at ændringen i 2015 er vedtaget.

Ad 1) Efter § 53, stk. 2, nr. 1, litra a, skal der oplyses om de værdiansættelsesmodeller og teknikker som har været anvendt. Dette kan f.eks. være oplysning om, at der er anvendt en DCF-model (discounted cash flow) og eventuelt oplysninger om hvordan den konkrete modellen er sammensat.

Efter § 58a, stk. 1, skal der gives oplysninger og de forudsætninger som er anvendt i værdiansættelsesmodellen. Følgende fremgår af lovbemærkningerne til denne bestemmelse:

”Efter den foreslåede § 58 a, stk. 1, skal der gives oplysning om alle de forudsætninger, som er nødvendige for, at regnskabsbrugeren kan vurdere virksomhedens beregninger. Det betyder f.eks. for investeringsejendomme, som måles til dagsværdi efter en DCF-model, at der skal oplyses om f.eks. diskonteringsrente, forventet inflation, tomgang i ejendommen m.v. En DCF-model er en beregningsmodel til tilbagediskontering af forventede fremtidige pengestrømme. Det skal også oplyses, hvorledes der tages højde for forventet inflation, ændringer i huslejeniveau, vedligehold m.v. Dette er oplysninger, som er nødvendige for, at regnskabsbrugeren skal kunne forstå, hvilke faktorer som har påvirket dagsværdiberegningen, samt kunne vurdere, om regnskabsbrugeren er enig i de anvendte forudsætninger, eller om disse virker for optimistiske eller pessimistiske.”

Ad 2) Usikkerheder ved indregning og måling skal for virksomheder i regnskabsklasse C og D oplyses i ledelsesberetningen, jf. årsregnskabslovens § 99, stk. 1, nr. 2. Der er ikke et tilsvarende krav i regnskabsklasse A og B, men det generelle oplysningskrav i § 11, stk. 2, kan medføre, at der skal gives oplysninger om usikkerheder. Jeg skal nævne, at aktiver alene kan indregnes til dagsværdi, hvis denne kan opgøres pålideligt, jf. årsregnskabslovens § 37, stk. 1.

Ad 3) Dette er en ændring, som er krævet af det nye regnskabsdirektiv. Indregning af kapitalandele til dagsværdi efter § 38 var kun relevant for investeringsvirksomheder og kun for deres investeringer i datter- og associerede virksomheder. Hvis en investeringsvirksomhed fortsat ønsker at indregne og måle kapitalandele i datter- og associerede virksomheder til dagsværdi med regulering over resultatopgørelsen, kan dette ske ved overgang til fuld IFRS, eller ved anvendelse af muligheden i § 37, stk. 5. Bemærk at anvendelse af § 37, stk. 5, medfører, at alle indregnings- og målingskrav for finansielle instrumenter i IFRS skal opfyldes, ligesom alle oplysningskrav vedrørende finansielle instrumenter skal opfyldes. Virksomheden kan således ikke vælge at anvende § 37, stk. 5, for kapitalandele i dattervirksomheder, men lovens almindelige krav til indregning, måling og oplysninger om f.eks. debitorer.

Ad 4) Dagsværdireguleringer efter §§ 37 og 38 indregnes fortsat i resultatopgørelsen (dog ikke for sikring). Eneste ændring af betydning vedrører de virksomheder, som ikke længere kan anvende § 38 for visse aktiver. Begrænsningen i § 38 er som nævnt ovenfor primært begrundet i direktivets krav.

Ad 5) I teorien vil den dagsværdi som er indregnet i regnskabet være salgsværdien af kapitalandelene. I praksis vil en faktisk salgspris stort set altid variere fra den beregnede da den faktiske salgspris opstår på basis af en konkret forhandling mellem køber og sælger.

Martin Haislund Andersen

Det er korrekt, at ved salg af et opskrevet aktiv, så vil opskrivningen blive omklassificeret fra opskrivningshenlæggelsen under egenkapitalen til overført overskud. Dette vil ske uden indregning i resultatopgørelsen.

Ad 6) Modellen i § 41 med opskrivinger er primært beregnet på materielle anlægsaktiver som bygninger, skibe, fly m.v. Bestemmelsen er direktivbestemt og er i den danske implementering baseret på samme model, som anvendes i IAS 16. Det vurderes, at bestemmelsen kun i meget begrænset omfang anvendes for kapitalandele i datter- og associerede virksomheder og er således heller ikke justeret i forhold til disse aktivers særlige kendetegn.

Med venlig hilsen

Jan-Christian Nilsen

Chefkonsulent

ERHVERVSSTYRELSEN

Erhvervsvilkår og Regulering

Dahlerups Pakhus
Langelinie Allé 17
2100 København Ø
Telefon: +45 3529 1000
Direkte: +45 35291369
E-mail: JanNil@erst.dk
www.erhvervsstyrelsen.dk

ERHVERVS- OG VÆKSTMINISTERIET

Fra: Martin Haislund Andersen

Sendt: 7. juli 2015 10:46

Til: Jan-Christian Nilsen

Emne: SV: VS: Interview til brug af kandidatafhandling

Hej Jan-Christian

Mange tak for du vil tage dig tid til at svare på mine spørgsmål.

Jeg har nedenfor listet 6 spørgsmål op. Spørgsmålene tager udgangspunkt i både den gældende årsregnskabslov og den for nyligt vedtaget.

1. Er det Erhvervsstyrelsen vurdering, at der ved indregning af kapitalandele til dagsværdi efter §38 skal oplyses om forudsætninger for målegrundlaget (værdiansættelsen)? Eller er det tilstrækkeligt kun, at oplyse om forudsætninger for indregningsmetoden? Her henvises til §53. Her står indregningsmetode og målegrundlag men i § 53 stk. 2 litra b, nævnes kun beregningsmetode.
 - a. Hvis det er styrelsens vurdering, ar der skal oplyses om forudsætningen for værdiansættelsen – er det så også vurderingen dette skal gøres ved indregning efter §41?

2. Er det erhvervsstyrelsens vurdering, at der skal oplyses om usikkerhed ved indregning og måling af kapitalandele når disse indregnes til dagsværdi? Hvad enten dette sker efter §38 eller §41
 - a. Der er i årsregnskabsloven ikke defineret specifikke krav til om at usikkerhed skal oplyses i noterne. Der henvises til suppleringskravet jf. §11 stk. 2. Ved indregning af investeringsejendomme er det efterhånden normal praksis at oplyse om den usikkerhed der er forbundet hermed. Bør det samme gøre sig gældende når andre regnskabsposter indregnes til dagsværdi?
3. I forbindelse med vedtagelsen af den nye årsregnskabslov bliver det ikke længere muligt at indregne værdiregulering af kapitalandele over resultatopgørelsen som hidtil via § 38. Man har i de seneste år tilpasset ÅRL mere og mere i retningen af de internationale standarder. Hvad er årsagen til man vælger at indsnævre §38 til kun at omhandle investeringsejendomme når man samtidig skriver man vil tilpasse mere og mere til internationale standarder?
4. Man ønsker i den nye årsregnskabslov, at give flere oplysninger til regnskabsbruger ved at indføre oplysningskrav med inspiration fra IFRS 13 når der indregnes til dagsværdi. Fjerner man ikke informationer fra regnskabsbruger ved, at indregne dagsværdireguleringer over egenkapitalen frem for resultatopgørelsen?
5. Er det korrekt forstået, at hvis man fremadrettet dagsværdiregulerer sine kapitalandele over egenkapitalen jf. §41, så vil du i teorien altid have samme regnskabsmæssige dagsværdi som salgsværdien ved afståelse, fordi det må antages du har kendskab til værdien før afståelse og dermed har reguleret værdien i bogføringen. Ved afståelsen tilbageføres opskrivningshenlæggelsen direkte over de frie reserver, så du vil aldrig indregne værdiskabelse i resultatopgørelsen?
6. Hvis man modtager udbytte fra kapitalandele, så vil disse indregnes i resultatopgørelsen – og det antages dagsværdien falder tilsvarende – henlægges tilbageføres over de frie reserver og udbytte via resultatopgørelsen. Har man fra Erhvervsstyrelsen gjort sig tanker omkring hvorfor 2 situationer hvor der realiseres værdier fra kapitalandele regnskabsmæssigt håndteres forskelligt?

Martin Haislund Andersen

Bilag 4 – Referat af interview med Jakob Fuglede Nielsen

Hej Martin

Jeg kan tilslutte mig det, som er skrevet, og er indforstået med, at det indgår i hovedopgaven.

Mvh

Jakob

From: Martin Haislund Andersen [

Sent: 9. november 2015 10:25

To: Jakob F. Nielsen

Subject: Kort referat af interview

Hej Jakob

Hermed et kort referat af vores møde vedrørende kandidatafhandling.

Nedenstående er de spørgsmål vores snak tog udgangspunkt i. Med rød er kort gengivet hvad vi snakkede om.

1. Hvilke metoder til værdiansættelse benyttes oftest?
 - a. Benyttes flere værdiansættelsesmetoder samtidig for at verificere værdien?
2. Beregnes der multipler ved første investering?
 - a. Bruges disse multipler til værdiansættelse senere?
3. Kunne I overveje at aflægge årsrapporten efter IFRS 13.
4. Har I nedskrevne retningslinjer for hvordan I værdiansætter selskaber?
5. Hvilke kendetegn er der ved venture vs. Kapitalfonde?

I forbindelse med interview redegjorde Jakob Fuglede Nielsen for de værdiansættelsesmetoder man benytter hos SEED Capital. Som supplement blev sendt de nedskrevne retningslinjer man har på området. Vedrørende hvorvidt man overvejer, at overgå til IFRS var der hos fonden ikke truffet beslutning herom endnu, men man var klar over de udfordringer der er ved enten, at forsætte med ÅRL eller overgå til IFRS.

På spørgsmålet om forskelle mellem venture og kapitalfonde nævnte Jakob Fuglede Nielsen, at man som venturefond prøver at sprede sin risiko ved at investere i et større antal selskaber end kapitalfonde gør, samt at man som venturefond søger syndikering med andre venturefonde. Sluttelig blev det nævnt, at venturefonde typisk er minoritetsaktionær i forhold til kapitalfonde som er hovedaktionær.

Jakob Fuglede Nielsen har læst opgaven og er bekendt med de steder i opgaven hvor han citeres.

Martin Haislund Andersen

Bilag 5 – Referat af interview med Morten Friis Munksgaard og Peter Aagesen

Kære Martin,

Jeg bekræfter hermed nedenstående udsagn.

God weekend og held og lykke med opgaven.

Med venlig hilsen

Peter Aagesen
Cand.merc.aud., Manager



Nimbusparken 24, 2.
2000 Frederiksberg

CV 35257691

Fra: Martin Haislund Andersen

Sendt: 6. november 2015 13:10

Til: Peter Aagesen

Emne: Kort gennemgang af møde vedr. usikkerhed ved indregning og måling

Hej Peter

Som aftalt er hermed et kort referat af interview i forbindelse med afhandlingen. – Vil du give et ok tilbage og bekræfte, at vi har snakket med nedestående.

Tilstede var:

Morten Friis Munksgaard – statsautoriseret revisor

Peter Aagesen – Cand.merc.aud, manager

Nedenfor fremgår de spørgsmål som overordnet blev stillet, skrevet med rød er gengivelse og konklusioner på spørgsmålene:

1. Ville I som revisor for en venture kapitalfond beskrive usikkerhed om indregning og måling i en note?

Ja – der var enighed om, at der skal beskrives om usikkerhed ved indregning og måling af unoterede kapitalandele til dagsværdi. Det skal bemærkes, at ingen af de medvirkende revisorer, revidere venturefonde, kapitalfonde eller lign. hvorfor udtalelserne er af general karakter.

2. Som oftest beskrives usikkerhed ved indregning og måling når en investeringsejendom måles til dagsværdi. Ser du nogle forskelle mellem investeringsejendomme og kapitalandele i ventureselskaber, der gør at usikkerheden ikke skal omtales ved indregning af kapitalandele? Her tænkes på, at det ikke er et lovkrav men at, suppleringskravet i henhold til § 11 stk. 2 tilsiger at hvis lovens bestemmelser ikke i sig selv er tilstrækkelige til at opfylde kravet om et retvisende billede, skal der gives yderligere oplysninger herom.

Der ses ikke nogle forskelle – det er to regnskabsposter som behandles efter §38 i ÅRL, derfor bør omtalen af usikkerhed være ens for begge typer.

3. Med udgangspunkt i fremviste årsrapporter, synes I så at der oplyses tilstrækkeligt om usikkerhed ved indregning og måling?

Nej, ingen af de udvalgte venturefonde oplyser tilstrækkeligt.

4. Med udgangspunkt i fremviste årsrapporter, er det så din opfattelse at årsrapporterne giver et retvisende billede (indregning, omtale, noter mv.) eller mangler der efter din mening noget?

Der mangler oplysning om usikkerhed, følsomhedsanalyse samt de væsentligste forudsætninger bag værdiansættelsen.

Bilag 6 – Oversigt over høringssvar

Bilag 7 – Høringsvar fra FSR

Bilag 8 – Data fra EVCA

Amounts in € thousands		Amount at cost	%	Amount at cost	%
27	Exit route				
	Divestment by trade sale	319.933	70,1	164.872	45,8
	Divestment by public offering	11.139	2,4	61.159	17,0
	<i>Divestment on flotation (IPO)</i>	341	0,1	3.527	1,0
	<i>Sale of quoted equity</i>	10.799	2,4	57.632	16,0
	Divestment by write-off	54.075	11,8	74.581	20,7
	Repayment of silent partnerships	2.659	0,6	6.777	1,9
	Repayment of principal loans	2.901	0,6	5.698	1,6
	Sale to another private equity house	13.517	3,0	29.991	8,3
	Sale to financial institution	8.744	1,9	0	0,0
	Sale to management	43.496	9,5	16.569	4,6
	Divestment by other means	25	0,0	466	0,1
	Total divestment	456.489	100,0	360.113	100,0
Venture		Q1 2015		Q2 2015	
Number of companies		Number of companies	%	Number of companies	%
28	Exit route				
	Divestment by trade sale	57	29,4	56	23,1
	Divestment by public offering	10	5,2	22	9,1
	<i>Divestment on flotation (IPO)</i>	1	0,5	2	0,8
	<i>Sale of quoted equity</i>	9	4,6	20	8,3
	Divestment by write-off	35	18,0	52	21,5
	Repayment of silent partnerships	53	27,3	67	27,7
	Repayment of principal loans	16	8,2	14	5,8
	Sale to another private equity house	6	3,1	11	4,5
	Sale to financial institution	4	2,1	0	0,0
	Sale to management	12	6,2	18	7,4
	Divestment by other means	1	0,5	2	0,8
	Total divestment	192	100,0	241	100,0

Bilag 8 – Oversigt over urealiserede værdier kontra dagsværdien – samt data til afhandlingen

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
SEED I	-2%	-26%	12%	24%	20%	35%	20%	-18%	-41%	5%
SEED II	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	10%	22%	33%	57%
Sunstone Tech II	n.a	n.a	0%	-40%	3%	33%	31%	25%	32%	53%
Sunstone Life II	n.a	n.a	0%	-2%	-1%	2%	2%	6%	8%	-7%
Via Venture I	n.a	n.a	0%	-14%	-45%	-13%	-4%	-59%	-63%	-100%
Via Venture II	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	0%	15%	26%
Nortcap II	0%	6%	-7%	12%	54%	57%	53%	60%	36%	62%
Nortcap III	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	0%	0%	4%	3%

Indregning og måling af kapitalandele i ventureselskaber til dagsværdi

Martin Haislund Andersen

Sunstone Tech II	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Management fee	7.536	14.075	12.797	13.216	8.557	7.443	8.254	7.817
Indbetalt	35.569	102.417	176.906	241.050	371.489	393.814	354.620	315.865
Kostpris	27.719	100.031	178.968	221.130	378.643	408.296	407.806	408.877
Urealiseret	-	-28.789	6.216	108.245	168.324	134.668	191.496	459.564
Portefølje	27.719	71.242	185.184	329.375	546.967	542.964	599.302	868.441

Sunstone Tech III	2011	2012	2013	2014
Management fee		14.110	13.655	18.599
Indbetalt		34.028	117.147	217.293
Kostpris		47.294	117.575	240.095
Urealiseret		-323	-1.542	2.770
Portefølje	-	46.971	116.033	242.865

SEED I	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Management fee	14781	20440	13823	13823	13823	4770	4990	5076	5232	5640
Indbetalt	27.354	83.939	124.116	158.293	200.176	189.879	206.589	256.787	273.135	335.359
Kostpris	21.037	63.478	98.694	120.631	183.674	176.247	187.512	127.473	167.259	202.652
Urealiseret	-376	-13.225	13.869	37.490	45.694	96.889	45.716	-19.078	-48.851	9.601
Portefølje	20.661	50.253	112.563	158.121	229.368	273.136	233.228	108.395	118.408	212.253

SEED II	2011	2012	2013	2014
Management fee	15537	14145	13836	14015
Indbetalt	91.465	234.144	331.308	322.407
Kostpris	81.335	191.043	288.440	289.486
Urealiseret	9.135	55.110	145.234	378.527
Portefølje	90.470	246.153	433.674	668.013

Indregning og måling af kapitalandele i ventureselskaber til dagsværdi

Martin Haislund Andersen

VIA I	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014		
Management Fee										
Indbetalt	52.078	332.242	563.659	628.175	697.761	331.950	391.014	228.640		
Kostpris	196.750	361.393	492.577	562.187	648.445	580.741	621.300	468.546		
Urealiseret	569	-43.907	-151.705	-63.596	-23.394	-215.994	-239.427	-233.791		
Portefølje	197.319	317.486	340.872	498.591	625.051	364.747	381.873	234.755		
VIA II					2011	2012	2013	2014		
Management Fee					5465	9796	13434	12528		
Indbetalt					196	35.973	222.221	456.080		
Kostpris						35.621	219.202	304.613		
Urealiseret						-	39.469	106.789		
Portefølje					-	35.621	258.671	411.402		
Sunstone LIFE 2	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014		
Kostpris	48.755	74.519	99.428	171.166	275.138	343.919	413.976	465.060		
Urealiseret	-	-1.629	-882	2.876	6.144	21.911	35.697	-30.452		
Portefølje	48.755	72.890	98.546	174.042	281.282	365.830	449.673	434.608		
Indskudt kap.	57.909	100.694	136.480	203.997	333.452	432.241	479.123	542.459		
Northcap II	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Kostpris	23.290	43.168	75.418	71.991	66.557	78.059	82.504	49.045	41.697	18.027
Urealiseret		2.575	-5.108	10.178	78.447	103.276	91.999	74.384	23.518	29.303
Portefølje	23.290	45.743	70.310	82.169	145.004	181.335	174.503	123.429	65.215	47.330
Northcap III						2011	2012	2013	2014	
Kostpris						2.280	7.750	95.435	144.725	
Urealiseret						-		4.272	5.208	
Portefølje						2.280	7.750	99.707	149.933	