

1. NOVEMBER 2005

Venturefonde

Analyse af grundlaget for etablering af
nye kapitalstærke venturefonde i Danmark

 **ERNST & YOUNG**
Quality In Everything We Do



Indholdsfortegnelse

	Forord	1
1	Baggrund	2
2	Indledning	4
2.1	Arbejdets indhold	4
2.2	Teamet bag rapporten	6
2.3	Rapportens opbygning	6
3	Executive Summary, observationer og anbefalinger	8
3.1	Observationer	9
3.2	Anbefalinger	10
4	Vilkår og rammer for venturekapital	17
4.1	Hvad er det særlige ved venturekapitalfinansiering	17
4.2	Kompetenceelementer hos early stage venture teams	19
5	Markedet for ventureinvesteringer – Internationale erfaringer	23
5.1	Trends, karakteristika og udvikling	23
5.2	Hvor går de nye europæiske investeringer hen?	28
5.3	Fondsrejsning på det europæiske marked, seneste tendenser.	32
6	Vurdering af det markedsmæssige grundlag for de nye fonde	35
6.1	Hidtidige investeringsmønstre i de nye fondes markedssegmenter	35
6.2	Øresundsregionen	39
6.3	Innovationsmiljøordningen	42
7	Organisatoriske og juridiske rammer for venturefonde – best practice	47
7.1	Indledning	47
7.2	Fondsstruktur	48
7.3	Corporate Governance	54
8	Private investorers krav og forventninger som forudsætning for medvirken til at finansiere de nye fonde (Afsnit 8)	58
8.1	Baggrunden for interviews med investoremner	59
8.2	Struktur	59
8.3	Fondene skal have fokus på afkast	59
8.4	Management	60
8.5	Kompetencer og erfaring	60
8.6	Investeringsstrategi	61
8.7	Fødekanal	61
8.8	Monopol	61
9	Nordiske erfaringer med omdannelse af statslige fonde til fonde på markedsvilkår	62
9.1	Finland	62
9.2	Norge	64
Appendix		
Appendix A	Oversigt over interviewede organisationer	68
Appendix B	Definitioner/ordliste	69
Appendix C	Faserne i venturefinansiering	72

Forord

Denne rapport er udarbejdet af Ernst & Young på vegne af Økonomi- og Erhvervsministeriet med baggrund i regeringens intentioner om at styrke det danske venturemarked gennem etablering af nye kapitalstærke fonde målrettet mod investering i virksomheder inden for Technology og Life Science.

Eventuelle spørgsmål til rapporten bedes rettet til Flemming Bahner eller Søren Strøm.

Ernst & Young



Flemming Bahner
Nordisk leder af Ernst & Young
Venture Capital Advisory Group



Søren Strøm
Partner og nordisk leder af Ernst & Young
Technology, Communication and Entertainment

1 Baggrund

I januar 2005 fremlagde regeringen, i forbindelse med offentliggørelsen af deres "handlingsplan for risikovillig kapital", forslag til en række initiativer med det fælles sigte, at "Danmark i 2010 skal have et af Europas bedst fungerende markeder for risikovillig kapital."¹

Et af initiativerne omhandler etablering af nye kapitalstærke venturefonde med fokus på Technology og Life Science. Regeringens mål er, i samarbejde med pensionsinstitutter og andre private investorer, at etablere nye kapitalstærke venturefonde (eller "fonde") i form af et offentligt-privat partnerskab ("OPP"). Ambitionen er gennem en delvis privatisering af Vækstfonden at skabe venturefonde med et samlet kapitalgrundlag på kr. 2-4 milliarder².

Regeringen ønsker med skabelsen af disse fonde at "videreudvikle det danske venturemarked på markedsmæssige vilkår."³

Økonomi- og Erhvervsministeriet ("Ministeriet" eller "opdragsgiver") har givet Ernst & Young opdrag til at fungere som rådgiver for Ministeriet i forbindelse med etableringen af de nye fonde. Med udgangspunkt i det danske og internationale marked for venturekapital har det været vores opgave at analysere og beskrive, hvordan der på markedsmæssige vilkår mest hensigtsmæssigt kan skabes grundlag for etablering af disse fonde.

Opgaverne blev ved arbejdets påbegyndelse fastlagt til:

- at udarbejde et beslutningsgrundlag til vurdering af behovet for etablering af nye early stage-fonde med kapitalindskud fra statslige midler/Vækstfonden,
- at vurdere relevant organisering, investeringsområder, størrelse for sådanne fonde m.v. Vurderingen skal baseres på internationale erfaringer,
- at analysere og vurdere relevant organisering af overførsel af kompetencer og portefølje fra Vækstfonden i tilknytning til dannelsen af nye fonde,
- at analysere og vurdere relevant investorsammensætning, herunder investormarkedets krav og forventninger til fondenes set-up,
- at vurdere et Private Placement Memorandum,
- at identificere mulige investoremner.

Arbejdet er udført i perioden ultimo februar til september 2005. Der har været afholdt en række møder mellem Ministeriet og Ernst & Young, hvor vi blandt andet har fremlagt delresultater. Derudover blev der afholdt møde ultimo maj 2005, hvor vi fremlagde vores foreløbige observationer og anbefalinger. Med baggrund i disse observationer blev det aftalt, at der ikke skulle udarbejdes et Private Placement Memorandum, og at screening og kontakt til potentielle investorer sker via de tiltag, der anbefales i rapporten.

¹ Handlingsplan for Risikovillig Kapital. Januar 2005, forordet.

² Op.cit. s.12

³ Op.cit. s.31

Som det indirekte fremgår af ovennævnte, ønsker vi at præcisere, at vores opgave ikke har været at foretage en evaluering af Vækstfonden, men derimod udelukkende at udarbejde et beslutningsgrundlag til vurdering af den mest hensigtsmæssige måde at opbygge de nye fonde på (jf. side 1). Rapporten kan derfor ikke anvendes som baggrund for en vurdering af Vækstfondens virke.

2 Indledning

2.1 Arbejdets indhold

Udarbejdelsen af denne rapport er baseret på regeringens formulerede ønske om, at etableringen af de nye fonde skal medvirke til at sikre en videreudvikling af det danske venturemarked. Rejsning af kapital til fondene skal ske på markedsmæssige vilkår, og det er regeringens ønske, at etableringen af fondene skal ske gennem samarbejde med danske og internationale private investorer.

Som det vil fremgå af denne rapport tager de private investorers beslutning om at medinvestere i venturefonde i dag primært udgangspunkt i en vurdering af sandsynligheden for, at det potentielle afkast kan realiseres. Denne beslutning træffes med udgangspunkt i en sammenligning med alternative investeringsmuligheder på det danske og internationale kapitalmarked.

Fokus for vores arbejde har, som konsekvens heraf, været rettet mod at identificere og beskrive, hvilke vilkår der vil være gældende for, at man vil kunne rejse en eller flere fonde.

Arbejdet har omfattet en:

- kortlægning af internationale analyser af vilkår og rammer for ventureinvesteringer i early stage-segmentet, herunder specielt den rolle som fondenes managementteams spiller for en succesrig gennemførelse af ventureinvesteringer,
- gennemgang og bearbejdning af analyser og databaser, der beskriver udviklingen på de europæiske og amerikanske venturemarkeder, herunder specielt hidtidige afkasterfaringer for forskellige fondstyper, branchespecifikke udviklingstræk, investeringsstørrelser m.v.,
- kortlægning af potentielle investorers specifikke krav og forudsætninger for at investere i early stage-fonde af betydelig størrelse,
- kortlægning af investeringsmønstre på det danske og nordiske marked for early stage-investeringer med henblik på en vurdering af størrelsen af det mulige deal flow for fonde inden for de segmenter, som de nye fonde ønskes rettet imod,
- gennemgang af Vækstfondens nuværende aktiviteter på ventureområdet, herunder porteføljesammensætning, investeringsstrategi og kompetenceprofil, samt relationer til fødelinier for investeringer,
- gennemgang af Vækstfondens forslag til investeringsstrategi, fondsstørrelse m.v. for nye fonde,
- analyse af innovationsmiljøernes bidrag til danske early stage-ventureinvesteringer, herunder deres andel af investeringer foretaget af Vækstfonden og fonde med kapitalindskud fra Vækstfonden.

Ud over gennemgang og bearbejdning af informationer fra skriftlige kilder, er der som led i vores analyse gennemført en lang række interviews med centrale videnpersoner inden for følgende områder:

- Danske og udenlandske aktører i venture-markedet.
- Potentielle investorer.
- Personer involveret i privatisering af ventureinvestering i udvalgte lande.
- Nøglemedarbejdere fra Vækstfonden.

I appendix A er en fortegnelse over interviewede organisationer.

Vedrørende statistikgrundlaget

En væsentlig del af det datamateriale, som er anvendt i vores analyser, er baseret på den internationalt anerkendte database VentureSource, som drives af selskabet DowJones/Ventureone. Datagrundlaget for denne database er dels løbende indberetninger fra ventureselskaber om deres konkrete investeringer samt DowJones/Ventureone's egen overvågning af de nationale markeder.

Ernst & Young har som global organisation i en årrække arbejdet sammen med DowJones/Ventureone om denne database og udarbejder sammen kvartalsvist analyser af centrale udviklingstræk på det internationale venturemarked. Dette arbejde udføres af en gruppe omfattende bl.a. Professor Martin Haemmig, CeTIM, Gil Forer, Global Leader, Ernst & Young Venture Capital Advisory Group og senior analyst Nicole Buisson, Ernst & Young, London. Det er vores erfaring, at denne database giver et dækkende billede af investeringsmønstrene i de enkelte lande.

Det skal dog præciseres, at det er vores erfaring, at der, specielt vedrørende mindre investeringer foretaget af små ventureselskaber, kan være en vis forskellighed i dækningsgraden på de enkelte markeder. Såfremt der ønskes et meget præcist og detaljeret billede, der medtager sådanne mindre investeringer, bør man korrigere ved at inddrage nationale analyser. Dette gælder også Danmark, hvor vi specielt skal fremhæve Vækstfondens årlige analyser af investeringsmønstre, der udgør et vigtigt supplerende informationsinstrument til de data, der bringes i denne rapport.

Da vi i dette arbejde specielt har fokuseret på markedet for større ventureinvesteringer, er det dog vores vurdering, at denne begrænsning ved databasen ikke har relevant indflydelse på vores analyseresultater. Det skal dog generelt anføres, at informationer om investeringer i noterede aktier og virksomheder, trods grundige informationskilder, er vanskelige at registrere fuldt dækkende. Specielt vedrørende investeringer i de tidlige faser i virksomheder med et ofte nyt og epokegørende forretningsgrundlag vil der naturligt være en vis forsigtighed i forhold til at afgive informationer offentligt. Derfor vil de absolutte størrelser, som er angivet, være behæftet med en vis usikkerhed. Men i en kortlægning af udviklingstendenser over tid, er det vores vurdering, at det anvendte datamateriale giver et dækkende billede af udviklingen.

Det bemærkes endvidere, at vi i analysen af de internationale udviklingstendenser anvender de internationalt definerede brancheopdelinger, mens vi i kapitel 6 har søgt at opdele investeringerne til fordel for de operationelle afgrænsninger, som Vækstfonden anvender for sine to fonde inden for henholdsvis Life Science og Technology. Disse to begreber anvendes desuden gennem hele rapporten.

2.2 Teamet bag rapporten

Følgende personer fra Ernst & Young Danmark har indgået i arbejdet:

<i>Navn</i>	<i>Titel</i>
Flemming Bahner	Nordisk leder af Ernst & Young Venture Capital Advisory Group
Benny Lyng Sørensén	Partner og leder af Ernst & Young Emerging and Growth Markets/Leder af Ernst & Young Life Sciences Group
Søren Strøm	Partner og Nordisk leder af Ernst & Young Technology, Communications and Entertainment Group
Per Høholt	Senior Manager, Transaction Advisory Services

2.3 Rapportens opbygning

Rapporten er opbygget med følgende enheder:

- Kapitel 3 indeholder et Executive Summary, der sammenfatter vores analyse samt de observationer, som er gjort gennem vores arbejde. Vores anbefalinger til Økonomi- og Erhvervsministeriet fremgår ligeledes af dette kapitel
- Kapitel 4 beskriver, hvad der grundlæggende adskiller ventureinvesteringer, herunder specielt early stage-venture fra andre investeringsformer, der er rettet mod at skabe vækst i nye virksomheder. Der fokuseres specielt på kravene til kompetencer hos managementteamet i ventureselskaberne. Dette skyldes, at det historisk har vist sig, at managementteamets evne til og erfaring med at udvikle virksomhederne er den mest afgørende faktor for en succesrig ventureinvestering både målt i forhold til de virksomheder, som der investeres i og i forhold til afkastet til de investorer, som investerer i venturefondene.
- Kapitel 5 gennemgår udviklingen på de europæiske venturemarkeder, med særlig fokus på Life Science og Technology, som er de sektorer fondene påtænkes rettet imod. Gennem analyser af en række af de hidtidige resultater af europæiske ventureinvesteringer, herunder en sammenligning med udviklingen på det amerikanske marked, giver afsnittet elementer til en forklaring på den skepsis over for at investere i nye fonde i early stage-segmentet, som hersker blandt internationale investorer i venturefonde. Afsnittet afsluttes med en redegørelse for antallet af fonde rejst på det europæiske marked med kapitalstørrelser i samme omfang, som de i Danmark påtænkte nye fonde, og der identificeres fælles træk ved disse fonde af relevans for en bedømmelse af kravene til disse.

-
- Kapitel 6 giver først, på baggrund af en opgørelse af antallet af investeringer i perioden 2001-2004, en vurdering af det mulige antal investeringsemner, der vil være inden for de planlagte fondes investeringsområder, såfremt investeringerne primært skal foregå i Danmark. Derefter analyseres udviklingen på det samlede marked i Øresundsregionen omfattende Danmark og Sydsverige.
 - Da undersøgelsen indikerer, at det samlede antal deals for de nye fonde vil være begrænset, såfremt det nuværende niveau ikke ændres, undersøges, i hvilket omfang Innovationsmiljøordningen, som er den eksisterende statslige ordning til fremme af antallet af nye virksomheder med potentiale for ventureinvesteringer, bidrager til det samlede antal investeringsemner. Det belyses også, hvilket samspil der har været mellem denne ordning og Vækstfondens investeringer i den tidlige fase.
 - Kapitel 7 beskriver overordnet, hvad der i dag internationalt anses som best-practice for de organisatoriske og juridiske rammer for venturefonde og beskriver endvidere rammer for Corporate Governance principperne på området, rapporteringsprincipper m.v.
 - Kapitel 8 beskriver de vilkår, som vi – på baggrund af interviews med en række mulige danske og internationale investorer i de nye fonde – anser for værende et nødvendigt grundlag for de nye fonde, såfremt investorerne skal overveje at investere.
 - Kapitel 9 redegør for erfaringer fra privatisering af offentlige ventureaktiviteter i Finland og Norge, hvor man i slutningen af halvfemserne og frem har gennemført omlægninger af ventureaktiviteter i samme type regi som Vækstfonden til en mere entydigt markedsdrevet form.

3 Executive Summary, observationer og anbefalinger

Tidligere analyser af tilgangen af nye virksomheder med internationalt vækstpotentiale har relativt entydigt indikeret, at med hensyn til det relative antal af nye virksomheder er Danmark på internationalt niveau. De danske virksomheder er dog generelt dårligere til at genere vækst end virksomheder i andre sammenlignelige lande. Dette forhold afspejler sig også i den del af virksomhederne, hvor startfasen finansieres med venturekapital.

Danmark er i de sidste tre til fire år antalmæssigt kommet op blandt de lande i Europa, hvor antallet af ventureinvesteringer i den tidlige fase er højest også målt i absolutte tal. Denne udvikling har i stort omfang været drevet af Vækstfonden samt fonde startet med kapitalindskud herfra.

Vækstfonden hører til en af de mest aktive europæiske investorer i early stage-segmentet. Dette på trods af at fondens investeringsområde alene er Danmark, hvorved adgangen til at kunne foretage investeringer er mindre end for de udenlandske fonde, som også har et højt aktivitetsniveau. Til gengæld mangler det danske marked ventureselskaber med en kapitalmæssig styrke, som kan sikre tilstrækkelige opfølgingsinvesteringer i efterfølgende runder.

Det danske niveau for investeringsstørrelser i early stage-segmentet er generelt lavere end det europæiske, som igen er lavere end niveauet på det amerikanske marked. Da venturefinansierede virksomheder som hovedregel vil være aktører på et globalt marked, betyder de forskellige finansieringsvilkår i vækstfasen alt andet lige en konkurrencemæssig svækkelse af de danske virksomheder.

Denne problemstilling kan delvist løses ved en øget tilgang af kapital fra internationale kapitalfonde også i de tidlige faser. Dette vil endvidere medvirke til at sikre det nødvendige internationale netværk, som er nødvendigt for en global markedsindtrængning. I Danmark indgår ikke-skandinaviske investorer således kun i 35% af de større ventureinvesteringer, som er gennemført i 2004. Interviews med repræsentanter fra større internationale fonde understreger behovet for, at sådanne investeringer kan gennemføres med regionale syndikeringspartnere, der kapitalmæssigt kan matche kapitalindskudsstørrelser på internationalt niveau, og som vil kunne tilføre kapital i efterfølgende faser i samme omfang som de internationale kapitalfonde.

Med udgangspunkt i regeringens ambition om at skabe fonde med international tyngde, der kan fungere på markedsvilkår, er det vores vurdering, at dette vil kræve, at fondene i opbygning og virkemåde skal leve op til internationale vilkår med hensyn til afkast og specielt managementteamets kompetence til at sikre vækst og udvikling i porteføljevirkomhederne. Det er endvidere vores vurdering, at de internationale krav til managementteamet er skærpet betydeligt de senere år. Dette skyldes, at specielt early stage-segmentet ikke har kunnet leve op til de oprindelige afkastforventninger.

Flertallet af de fonde, der har været rejst, har således ikke kunnet levere afkastniveauer over, hvad mere passive og mindre risikable investeringer har kunnet give. Den erfaring, der blandt internationale investorer er draget af disse erfaringer, er, at den afgørende faktor for den succes, som en lille del af de tidligere fonde har haft, har været betinget af erfaring og kompetence hos de managementteams, der har administreret fondene. Derfor er demonstreret relevant kompetence og erfaring med at få virksomheder til at udvikle sig, blevet det helt afgørende kriterium for om investorer er villige til at investere kapital i nye fonde.

Dette er også i overensstemmelse med det, som velanskrevne analyser af udviklingen i den amerikanske venturebranche understreger. Det er supplerende og modspil til de kompetencer, som virksomhedens eget team besidder, der medvirker til at sikre den unge virksomheds vækst og udvikling ikke kapitaltilførslen i sig selv.

3.1 Observationer

Med baggrund i rapportens analyseafsnit og de gennemførte interviews har vi sammenfattet følgende observationer:

- at der eksisterer et behov i Danmark for en styrkelse af vækstvirksomhedernes mulighed for at få tilført kapital af samme størrelse pr. investeringsrunde som internationalt sammenlignelige vækstvirksomheder,
- at kapitaltilførsel til fonde fra private investorer alene vil kunne ske, hvis fonden opererer klart og entydigt på markedsvilkår,
- at det nødvendige deal-flow for nye fonde med et kapitalgrundlag som det af regeringen foreslåede kun er til stede, hvis fondene som minimum investerer på det samlede nordiske marked,
- at privatiseringserfaringer fra øvrige lande viser, at fonde, der skal fungere på markedsvilkår, vil være nødt til at lade investeringerne trække væk fra seed over mod early stage,
- at investeringsmønstrene og investorernes holdning i Skandinavien i stigende grad er tilpasset de internationale forhold,
- at markedet er meget bevidst om risikoen for, at man med to meget store fonde skaber et monopolistisk venturemarked i Danmark,
- at muligheden for og nødvendigheden af at benchmarke fondene betyder, at såvel danske som internationale investorer er blevet langt mere selektive i deres valg af fonde,
- at kravene til fondenes performance og kompetencerne hos de managementteams, der forvalter fondene, er skærpet i væsentlig grad,
- at fundraising i dag hovedsageligt er forbeholdt de fonde, der kan demonstrere et historisk højt afkast, og som råder over et erfarent managementteam, der har demonstreret kompetencer inden for alle elementer i tilknytning til ventureinvesteringer,
- at erfaringer fra andre lande med tilsvarende fokus på udvikling af venturemarkedet viser, at Pre-seed og Seed-kapital nu søges drevet som et statsligt anliggende og er vanskeligt at køre med private midler,
- at der er stor fokus på sammenhængen mellem deal-flow, fondsstørrelse og kompetenceni-veau,

- at fødelinjerne i Danmark og dermed samspillet over til innovationsmiljøerne er for svagt,
- at der er behov for et øget udbud af mindre seed-fonde med kompetencer, der udvikler fødelinjerne, og som er tæt knyttet til innovationsmiljøerne,
- at fonde rettet mod seed og tidlig early stage ikke kan etableres alene på markedsvilkår, men nødvendiggør større offentlig involvering,
- at de nuværende lovgivningsmæssige rammer for Vækstfondens virke kan være en begrænsning for porteføljevirksohedernes vækstmuligheder,
- at det er vigtigt, at det statslige engagement begrænses til tilførsel af kapital, således at det derved sikres, at investeringsbeslutninger udelukkende sker ud fra en afkastmæssig betragtning.

3.2 anbefalinger

Med baggrund i vores analyse og ovennævnte observationer anbefaler vi Økonomi- og Erhvervsministeriet at arbejde videre med regeringens ønske om at styrke muligheden for, at danske vækstvirksomheder inden for Technology og Life Science kan få tilført kapital.

1. Med udgangspunkt i eksisterende managementteams med erfaring og kompetence på internationalt niveau inden for disse to sektorer skal der søges etableret to eller flere specialiserede fonde med et betydeligt kapitalgrundlag. Fondene skal formå at kunne tiltrække kapital til Danmark og danske virksomheder fra såvel danske som internationale investorer.
 - Vores gennemgang af de internationale vilkår for venturefinansiering, beskrevet i kapitel 5, viser, at kapitaltilførslen pr. investeringsrunde, specielt for early stage, er lavere i Danmark end i førende europæiske lande som Storbritannien og markant mindre end for tilsvarende amerikanske investeringer.

En medvirkende faktor hertil er givet, at vækstpotentialer hos de danske virksomheder, og den heraf følgende værdiansættelse, i en række tilfælde er mindre end på de anførte markeder. Samtidig er der mangel på fonde på det danske marked, som har den nødvendige kapitalstørrelse. De virksomheder, der rummer det fornødne internationale vækstpotentiale, har i dag et problem med at få tilført kapital på lige fod med virksomhedernes globale konkurrenter på samme udviklingstrin.

- Kapitalgrundlaget for de fleste danske venturefonde er under EUR 50 millioner, hvor kun Nordic Venture Partners og BankInvest som aktive investorer har større fonde under administration. To danske investorer, som tidligere har været meget aktive spillere i early stage-segmentet, nemlig Dansk Kapitalanlæg og LD, besluttede sidste år at ophøre med at investere inden for området. Til sammenligning har vi i Sverige identificeret 12 venturefonde og i Norge 5 fonde med mere end EUR 100 millioner. Tilsvarende tal for Tyskland og Storbritannien er henholdsvis 24 og 20 for sådanne fonde.

- Kapitaltilførsel til virksomheder med globalt vækstpotentiale vil typisk ske som syndikering mellem flere kapitalfonde. For virksomheder fra en lille økonomi som den danske er det afgørende, at internationale fonde med et stærkt globalt netværk indgår i syndikeringen og derved tilfører kompetencer til selskaberne. En forudsætning herfor er, at de danske fonde, der medvirker, kan tilføre kapital i samme omfang som de internationale investorer.
- Under vores interviews med repræsentanter fra internationale fonde er det blevet påpeget, at den manglende evne til at investere kapital i samme omfang, som den internationale fond ønsker, er en barriere for at gå ind som medinvestor med danske investorer. Den heraf følgende udtynding af de danske fondes medejerskab vanskeliggør mulighederne for at nå til enighed om investeringsvilkår. Et forhold som potentielt hæmmer mulighederne for at sikre den nødvendige kapital- og kompetencetilførsel til virksomhederne.
- Vilkårene for rejsning af kapital til nye fonde har siden markedets sammenbrud i 2001 været særdeles vanskelige, og vi har i vores rapportering redegjort for en række væsentlige årsager hertil. Der er ikke i den seneste udvikling basis for at vurdere, at der i Danmark kan rejses fonde af den nødvendige størrelse og med de nødvendige kompetencer alene via privat initiativ. Der må derfor, via statslig medvirken, sikres de nødvendige rammebetingelser for at udvikle fonde på internationalt niveau, f.eks. efter de retningslinjer som er angivet i efterfølgende anbefalingspunkter.
- Dannelsen af nye fonde med øget kapitalgrundlag er kun en blandt flere forudsætninger, som af strategiske grunde skal etableres for at skabe bedre rammer for udvikling og vækst hos danske virksomheder med globalt potentiale. Vores gennemgang af større danske ventureinvesteringer, talmæssigt opgjort i kapitel 6, giver ikke umiddelbart baggrund for at indikere, at et stort antal af de virksomheder, der har modtaget venturekapital, ville have udviklet sig anderledes og opnået bedre resultater alene med mere kapital tilført.

Som det bliver beskrevet i kapitel 4 er der meget klare og entydige internationale erfaringer, der viser, at kun venturefonde med kompetencemæssigt og erfaringsmæssigt meget stærke managementteams skaber nødvendig vækst i virksomhederne. Kapitalstørrelsen på fondene er en nødvendig men langt fra en tilstrækkelig faktor for at opnå det ønskede resultat. Det er således kun, hvis fondene etableres med tilstrækkeligt stærke managementteams med disse dokumenterede egenskaber, at fondene kan forventes at løse de udfordringer, som er angivet ovenfor.

- I oplægget fra Økonomi- og Erhvervsministeriet og Vækstfonden er fondenes ønskelige størrelse angivet til mellem DKK 1 til 1½ milliarder. Såfremt fondene primært skal investere i Danmark og det sydsvenske område, viser vores gennemgang af potentialet for investeringer, målt ved antallet af investeringsemner, at der næppe er kritisk masse for sådan en fond. En inddragelse af det samlede nordiske marked synes til gengæld at sikre kritisk masse for de nødvendige fondsstørrelser. Vi skal derfor anbefale, at fondenes geografiske investeringsområde udstrækkes til hele Norden, således at fondene kan etableres med en størrelse, der kan medvirke til at sikre den nødvendige investeringsstørrelse i de enkelte investeringsrunder.

2. Med baggrund i konklusionen om, at den vigtigste forudsætning for at rejse privat kapital til de nye fonde er at kunne tiltrække managementteams med dokumenteret track-record, skal vi anbefale, at der ved den statslige investering i de nye fonde sikres, at valget af managementteams sker ved, at beslutningen overlades til enten en midlertidigt eller permanent organisation, der besidder stor og uafhængig fagkyndig ekspertise. Tiltrækning af managementteams er en kompliceret proces, som kun vanskeligt lader sig gøre efter de almindelige udbudsprocedurer m.v. Derudover kræver det stor faglig indsigt at sikre valget af de rette kompetencer. Endelig er det afgørende, at der er fuld sikkerhed for, at valget træffes af en instans, som både er formelt og reelt uafhængig af managementteams eller organisationer med tilknytning hertil, og som i givet fald ønsker at byde ind på opgaven.

Vi skal derfor anbefale, at man sikrer, at beslutningen om investering af statslige midler i de nye fonde overlades til en organisation, som er sammensat med stærk faglig kompetence til at udvælge og investere i fonde med de ønskede profiler, og som er klart og entydigt uafhængig af organisationer, virksomheder og personer, som vil være mulige interessenter i de nye fonde. Der er flere muligheder for at opfylde dette formål.

Det kan ske ved, at der til lejligheden nedsættes et udvalg med den angivne profil og fuld beslutningskompetence i forhold til generelle retningslinjer udstukket af staten.

Alternativt anbefaler vi, at der etableres et statsligt investeringsselskab, hvis eneste formål vil være at tiltrække kapital til danske virksomheder gennem minoritetsinvestering i venturefonde på lige fod med private investorer.

Denne anbefaling understøttes yderligere af vores observation af behovet for på sigt at videreudvikle det danske venturemarked med endnu flere aktører på internationalt niveau, samt behovet for at udvikle seed-markedet.

Vi skal på den baggrund anbefale at tage udgangspunkt i den norske model beskrevet i kapitel 9, hvor man har etableret et investeringsselskab, der har til formål at foretage mindretalsinvesteringer i venturefonde, der er eller vil være aktive på det norske marked, og som kan understøtte en strategisk udvikling af markedet.

Vi foreslår således, at:

- de midler fra Vækstfonden, som nu eller på sigt skal indskydes i nye fonde, overføres til dette investeringsselskab, eller at der indgås en administrationsaftale med et eksisterende ikke statsligt investeringsselskab, der giver det nye selskab fuldmagt til at træffe beslutning om investering af midlerne i nye fonde,
- det nye danske investeringsselskab etableres med en bestyrelse og direktion med dokumenteret og mangeårig erfaring inden for seed- og early stage-venture. De skal have demonstreret en rolle som aktiv investor og have et grundigt kendskab til de danske og internationale investormarkeder. Alternativt kan det overvejes at outsource dette som nævnt ovenfor,

- ledelsen umiddelbart efter sin etablering skal stå for forhandlinger med potentielle private investorer i de nye fonde og sammen med dem tilrettelægge en proces for at udvælge mulige managementteams. Det bemærkes, at vi under arbejdet med denne opgave har fået henvendelser fra flere internationale managementteams med angivelse af interesse for at komme i dialog om at rejse fonde på det danske marked,
- ledelsen derudover skal udforme en strategiplan for en videreudbygning af det danske venturemarked, primært etablering af de store nye fonde samt udbygning af seed-markedet,
- selskabet herudover kan tillægge andre opgaver i relation til udvikling af det danske seed- og venturemarked,
- retningslinjer for investeringselskabets investeringsstrategi skal tage udgangspunkt i international "best practice".

Da fondene skal etableres på markedsvilkår og med væsentlig medfinansiering fra private investorer, anbefales det, at man i det videre arbejde tager udgangspunkt i de i afsnit 7 og 8 beskrevne retningslinjer.

3. Vækstfondens nuværende portefølje inden for områderne Life Science og Technology, samt de tilhørende investeringsteams, udskilles som to selvstændige selskaber.
 - Vækstfonden har siden 2001, hvor man begyndte at investere ansvarlig kapital i virksomheder, opbygget et stort antal porteføljevirkksomheder. I de sidste par år har man ved en opdeling af investeringsaktiviteterne i to ventureområder, Life Science og Technology, opbygget to managementteams. Disse to teams har på trods af den lovmæssige begrænsning om udøvelse af aktivt ejerskab haft en betydelig rolle i at tilføre supplerende kompetencer til udviklingen af selskaberne. Vækstfonden har bl.a. med baggrund i disse erfaringer allerede i forbindelse med regeringens fremlæggelse af planerne om de nye fonde tilkendegivet, at de to managementteams ønskede at stå for administrationen af de nye fonde.

Gennemgangen af de internationale erfaringer samt de private investorers tilkendegivelser, hvor der entydigt lægges meget vægt på lang erfaring, herunder specielt erfaring med succesrige exits, har som ovenfor anført ført til en anbefaling af, at der igangsættes en bredere søgeproces for at finde de rette managementteams.

- Vores gennemgang af Vækstfondens nuværende porteføljevirkksomheder i de to ventureenheder viser, baseret på fondens egne input, at der for størsteparten af porteføljen er tale om, at den som minimum vil være under udvikling 3-5 år endnu. Det er vigtigt, at det meget omfattende medejerskab af danske højvækstvirkksomheder, som Vækstfonden har opbygget de sidste 3-4 år, forvaltes med respekt for de forventninger til samarbejdet med Vækstfonden, som var gældende, da investeringerne blev foretaget.

Det er således hensigtsmæssigt, at de teams, der har stået for investeringsbeslutninger og efterfølgende samarbejde med porteføljevirkksomhederne, fortsætter denne opgave i de kommende år.

Vi vurderer, på baggrund af gennemgangen af international praksis, samt de tilkendegivelser vi har fået fra danske og internationale investorer, at det ikke er hensigtsmæssigt, at man – som foreslået af Vækstfonden – både administrerer den nuværende portefølje af virksomheder samt sideløbende har ansvaret for at opbygge og administrere de nye store fonde.

- Vi skal samtidig understrege, at vi finder det vigtigt, at de erfaringer, der nu er opbygget hos de to teams i Vækstfonden, gives optimale muligheder for i en senere fase at kunne tiltrække kapital. For at sikre størst mulig synlighed og handlerammer herfor anbefales det, at de nuværende porteføljer placeres i to selvstændige juridiske enheder, evt. i form af to aktieselskaber, men med Vækstfonden som fortsat ejer. Vi skal endvidere anbefale, at man beder et internationalt panel med relevant kompetence, f.eks. udpeget af den Europæiske Venture Capital forening (EVCA), gennemgå den nuværende portefølje med henblik på at indgå aftale med de to managementteams om konkrete vilkår for, hvornår det er forsvarligt, af hensyn til den eksisterende portefølje, at gå ud og rejse nye fonde.
- Som angivet i kapitel 4 er aktivt ejerskab i form af kompetencetilførsel til porteføljevirk-somhederne afgørende for porteføljevirk-somhedernes udvikling. Det anbefales derfor, at begrænsningerne på udøvelsen af ejerskab i porteføljevirk-somhederne ophæves. Med et sådant tiltag, en klar opsplittning af porteføljen og en selskabskonstruktion, hvor der alene er tale om at modne en afgrænset portefølje til frasalg, sikres en synliggørelse af de økonomiske resultater, som de to teams præsterer, hvilket ved god performance øger de to teams chancer for at kunne få ny privat kapital under administration.
- En sideeffekt af ovenstående er, at der vil være en klar fokus på at sikre tilbageløb fra de nuværende investeringer. Da statens indskud i de nye fonde skal komme fra eksisterende kapital i Vækstfonden, som i væsentligt omfang er bundet i direkte investeringer i virksomheder og i fonde, vurderer vi det hensigtsmæssigt, at der, uanset den videre udformning, sikres størst muligt fokus på, at der sikres et optimalt tilbageløb af de nuværende investeringer.

Det gælder også de indirekte investeringer, hvoraf en betydelig del er bundet i fonde, der løber i ti år, hvor der fortsat er forpligtelser til indbetaling flere år frem, og hvor mulighederne for tilbageløb kan ligge en del år frem i tiden.

4. Der skal ske en styrkelse af antallet af seed kapital-investorer for at sikre fødelinjen til de nye fonde.
 - Etableringen af de nye fonde skal finansieres via de midler, der er placeret i Vækstfonden. Det betyder, at Vækstfondens nuværende aktivitetsform og -omfang på seed- og early stage-investeringsområdet ophører ved dannelsen af de nye fonde bortset fra opfølgingsinvesteringer i den eksisterende portefølje. De nye fonde skal dog være rettet mod samme segmenter, som Vækstfondens nuværende to ventureteams har arbejdet inden for og med fokus også på seed og early stage. Investeringsprofilen hos Vækstfondens to investeringsteams har de sidste par år haft et skærpet fokus på, at investeringerne skulle leve op til samme krav til forrentning og vækstpotentiale, som vil gælde for de nye fonde.

Det samlede billede af investeringsaktiviteten, sådan som den afspejles i porteføljesammensætningen og hos de fonde, som har modtaget kapital fra Vækstfonden, viser, at der – i klar overensstemmelse med fondens formål – har været en meget bredt dækkende involvering i det danske seed- og early stage-marked. Med de nye fondes nødvendigvis meget selektive fokus på virksomheder med globalt vækstpotentiale kan det forventes, at man typisk vil gå ind på et senere tidspunkt i virksomhedernes udviklingsstadiet end i dag. Dette forhold understøttes af de internationale erfaringer med at transformere statslige fonde som Vækstfonden til fonde drevet på markedsvilkår. Som beskrevet i kapitel 9 viser både finske og norske erfaringer, at fonde, der skal virke på markedsvilkår og derfor efter de retningslinjer, som er angivet under punkt 3 ovenfor, nødvendigvis må bevæge sig et stykke op i fødekæden.

- Det anbefales, at der, parallelt med oprettelsen af de nye fonde, sker en udvikling af både de eksisterende og evt. nye seed-fonde. Disse fonde skal have tilstrækkelig kompetence og kapital til at udvælge og modne de helt tidlige virksomheder. Da geografisk nærhed er afgørende for virksomhederne i den helt tidlige fase, anbefales det, at disse fonde udvikles i tæt samspil med de regionalt opbyggede innovationsmiljøer. For at sikre overensstemmelse mellem kapitalgrundlaget, kompetenceniveau hos managementteamet og fondenes målsætning bør fondene etableres med et specialiseret og branchemæssigt afgrænset sigte. Det skal endvidere sikres, at fondene har nødvendig viden om og netværk til relevante internationale investormiljøer.
- Der er i de senere år opbygget et antal mindre seed-fonde, heraf flere med tæt tilknytning til innovationsmiljøerne, ligesom regeringen har taget initiativ til dannelsen af fonden SeedDanmark. For disse fonde gælder, at de i de kommende år vil have behov for at få tilført ny kapital og kompetence for at kunne opfylde funktionen som fødekæde til de nye venturefonde.

På trods af den nødvendigvis stærke fokus på at tilføre privat kapital til de nye fonde anbefales det derfor, at der parallelt hermed skabes incitamenter, evt. i form af statslig risikoafdækning, der kan medvirke til at videreudvikle og forbedre de kompetencer, som er under opbygning i de mindre seed-fonde.

- Med ophøret af investeringsaktiviteter i Vækstfonden vil der, selv med en forbedring af seed-fondenes virke, være behov for at sikre gode finansieringsrammer for den store underskov af danske virksomheder, som ikke har vækstpotentiale til og/eller ønske om at inddrage venturekapital som finansieringsform. Som angivet i kapitel 4 er venturefinansiering, hvis den skal ske på markedsvilkår og opfylde afkastkrav til investorer, som afspejler risikoen, kun et instrument for en mindre gruppe af virksomheder. Vores erfaring og arbejde inden for dette område i Danmark viser, at der er en meget stor, og specielt i regional sammenhæng, betydningsfuld gruppe af virksomheder med vækstpotentiale, som kunne stimuleres og udvikles. Men analyserne af disse virksomheders økonomi og ledelsesforhold viser også, at det for stort set alle de identificerede vækstvirksomheder gælder, at de ikke er velegnet til venturefinansiering. Det anbefales, at der i forbindelse med det videre arbejde med både de nye fonde og udbygningen af seed-fonde sættes fokus på, at disse aktiviteter ikke skal håndtere vækststudfordringerne i de her nævnte målgrupper.

5. En styrkelse af innovationsmiljøernes relation til seed-fonde og de specialiserede fonde.

- Et unikt oftest forskningsbaseret videngrundlag er centralt for den målgruppe af virksomheder, som de nye fonde skal rettes mod. Forskningscentre og universiteter er derfor en nødvendig og central fødelinje for ventureinvesteringer. Vores kortlægning i afsnit 6 af innovationsmiljøernes bidrag til investeringsaktiviteten inden for området større ventureinvesteringer indikerer, at der er behov for at vurdere, hvordan man kan øge antallet af emner, der kommer fra innovationsmiljøerne og dermed sikre et bedre samspil mellem de forskellige seed-fonde og innovationsmiljøerne.

Som beskrevet i kapitel 6 har der fra ordningens start og i dens faktiske implementering i de enkelte miljøer været forskellig vægtning af, i hvilket omfang der skulle fokuseres på virksomheder, som er relevante for de fondsdannelser, som nærværende rapport omhandler. Innovationsmiljøernes tætte relationer, ejermæssigt og på anden måde, til forskningsinstitutioner og universiteter, gør dem til vigtige aktører, når fødelinjen til de nye fonde skal udvides. Samtidig har de fleste af miljøerne enten egne eller tætte samarbejdsrelationer til seed fonde, som kan være udgangspunkt for en videreudvikling af venturedimensionen i deres aktiviteter. Det anbefales derfor at inddrage den venturerelevante del af innovationsmiljøernes virke i den videre proces relateret til etablering af de nye fonde.

4 Vilkår og rammer for venturekapital

4.1 Hvad er det særlige ved venturekapitalfinansiering

Anvendelsen af den særlige finansieringsform venturefinansiering som instrument til igangsættelse af nye virksomheder har primært i USA, men også i et vist omfang i Europa, vist sig at være et ganske effektivt instrument til at skabe højvækstvirksomheder. Det er dog langt fra alle vækstvirksomheder, der rummer et økonomisk potentiale, som kan honorere de afkastkrav, som ligger indbygget i selve venturefondskonstruktionen.

Specielt i en lille økonomi som den danske er det vigtigt at være meget opmærksom på, at venturekapitalfinansiering af virksomhedsudvikling kun er relevant for et mindre segment af vækstvirksomheder. Megen kritik, både af venturefondene og investorers krav for at gå ind i venturefonde, overser muligvis de forudsætninger, der gælder i denne branche, hvorfor man let formulerer svært indfriele forventninger til den rolle, som fondene kan spille i den nationale vækststrategi.

De basale elementer i venturefinansiering, udviklet siden halvtredserne i USA, består af en venturefond med kapitalindskud fra en række investorer, målrettet mod investering i bestemte virksomhedstyper typisk i de tidligste faser af virksomhedens liv. Fonden vil som hovedregel have en tidsbegrænset levetid, typisk 10 år med mulighed for forlængelse i 2 – 4 år, hvorefter resultatet af fondens investeringer gøres op, og kapitalen, inklusiv forrentning, føres tilbage til investorerne. Fonden forvaltes af et managementselskab, som rummer kompetencer til at identificere og gennemføre investeringer og efterfølgende aktivt bidrage til virksomhedens videre udvikling.

Der er altså tale om et aktivt ejerskab, hvor det vækst- og afkastpotentiale, der er identificeret hos den virksomhed, der investeres i, forsøges optimeret ved at supplere ledelseskompetencerne i virksomheden med eksterne personer med relevante kompetencer. Tilsvarende er der tale om, at der ad denne vej sker en risikoafdækning, således at tab ideelt set ikke sker på grund af forhold, man kunne have gjort noget ved.

Det attraktive for investorerne i fondene er muligheden for at få et, i forhold til alternative investeringer, højt afkast. Investeringerne baseres på medejerskab af en virksomhed på et tidspunkt, hvor markedsværdien for selskabet er lille, grundet markedets manglende kendskab til virksomhedens produkter og oftest det forventede vækstpotentiale i virksomheden, for så siden hen, via den videre modning af selskabet, at kunne afhænde selskabet til en markant øget værdi.

Når investeringen sker via fonde og ikke i form af direkte investeringer i den enkelte virksomhed, skyldes dette ud over investorernes ønske om at overlade forvaltning af sådanne investeringer til personer med særlige kompetencer primært hensynet til at afbalancere risikoen. Ved at foretage investeringer i en gruppe af virksomheder og i form af syndikering med andre fonde eller privatpersoner, som kan tilføje supplerende kompetencer ud over dem ens egne fondsforvaltere besidder, reduceres risikoen for den samlede portefølje.

Grundlæggende er filosofien, at investorerne via disse instrumenter kan afbalancere usikkerheden ved investeringer, hvor risici ved produktets muligheder, markedets udvikling m.v. er store. Derved deles tabsrisikoen med andre, og de tab, der uvægerligt opstår på en del af investeringerne, afvejes ved, at andre investeringer giver et højt afkast.

5. En styrkelse af innovationsmiljøernes relation til seed-fonde og de specialiserede fonde.

- Et unikt oftest forskningsbaseret videngrundlag er centralt for den målgruppe af virksomheder, som de nye fonde skal rettes mod. Forskningscentre og universiteter er derfor en nødvendig og central fødelinje for ventureinvesteringer. Vores kortlægning i afsnit 6 af innovationsmiljøernes bidrag til investeringsaktiviteten inden for området større ventureinvesteringer indikerer, at der er behov for at vurdere, hvordan man kan øge antallet af emner, der kommer fra innovationsmiljøerne og dermed sikre et bedre samspil mellem de forskellige seed-fonde og innovationsmiljøerne.

Som beskrevet i kapitel 6 har der fra ordningens start og i dens faktiske implementering i de enkelte miljøer været forskellig vægtning af, i hvilket omfang der skulle fokuseres på virksomheder, som er relevante for de fondsdannelser, som nærværende rapport omhandler. Innovationsmiljøernes tætte relationer, ejermæssigt og på anden måde, til forskningsinstitutioner og universiteter, gør dem til vigtige aktører, når fødelinjen til de nye fonde skal udvides. Samtidig har de fleste af miljøerne enten egne eller tætte samarbejdsrelationer til seed fonde, som kan være udgangspunkt for en videreudvikling af venturedimensionen i deres aktiviteter. Det anbefales derfor at inddrage den venturerelevante del af innovationsmiljøernes virke i den videre proces relateret til etablering af de nye fonde.

4 Vilkår og rammer for venturekapital

4.1 Hvad er det særlige ved venturekapitalfinansiering

Anvendelsen af den særlige finansieringsform venturefinansiering som instrument til igangsættelse af nye virksomheder har primært i USA, men også i et vist omfang i Europa, vist sig at være et ganske effektivt instrument til at skabe højvækstvirksomheder. Det er dog langt fra alle vækstvirksomheder, der rummer et økonomisk potentiale, som kan honorere de afkastkrav, som ligger indbygget i selve venturefondskonstruktionen.

Specielt i en lille økonomi som den danske er det vigtigt at være meget opmærksom på, at venturekapitalfinansiering af virksomhedsudvikling kun er relevant for et mindre segment af vækstvirksomheder. Megen kritik, både af venturefondene og investorers krav for at gå ind i venturefonde, overser muligvis de forudsætninger, der gælder i denne branche, hvorfor man let formulerer svært indfriele forventninger til den rolle, som fondene kan spille i den nationale vækststrategi.

De basale elementer i venturefinansiering, udviklet siden halvtredserne i USA, består af en venturefond med kapitalindskud fra en række investorer, målrettet mod investering i bestemte virksomhedstyper typisk i de tidligste faser af virksomhedens liv. Fonden vil som hovedregel have en tidsbegrænset levetid, typisk 10 år med mulighed for forlængelse i 2 – 4 år, hvorefter resultatet af fondens investeringer gøres op, og kapitalen, inklusiv forrentning, føres tilbage til investorerne. Fonden forvaltes af et managementselskab, som rummer kompetencer til at identificere og gennemføre investeringer og efterfølgende aktivt bidrage til virksomhedens videre udvikling.

Der er altså tale om et aktivt ejerskab, hvor det vækst- og afkastpotentiale, der er identificeret hos den virksomhed, der investeres i, forsøges optimeret ved at supplere ledelseskompetencerne i virksomheden med eksterne personer med relevante kompetencer. Tilsvarende er der tale om, at der ad denne vej sker en risikoafdækning, således at tab ideelt set ikke sker på grund af forhold, man kunne have gjort noget ved.

Det attraktive for investorerne i fondene er muligheden for at få et, i forhold til alternative investeringer, højt afkast. Investeringerne baseres på medejerskab af en virksomhed på et tidspunkt, hvor markedsværdien for selskabet er lille, grundet markedets manglende kendskab til virksomhedens produkter og oftest det forventede vækstpotentiale i virksomheden, for så siden hen, via den videre modning af selskabet, at kunne afhænde selskabet til en markant øget værdi.

Når investeringen sker via fonde og ikke i form af direkte investeringer i den enkelte virksomhed, skyldes dette ud over investorernes ønske om at overlade forvaltning af sådanne investeringer til personer med særlige kompetencer primært hensynet til at afbalancere risikoen. Ved at foretage investeringer i en gruppe af virksomheder og i form af syndikering med andre fonde eller privatpersoner, som kan tilføje supplerende kompetencer ud over dem ens egne fondsforvaltere besidder, reduceres risikoen for den samlede portefølje.

Grundlæggende er filosofien, at investorerne via disse instrumenter kan afbalancere usikkerheden ved investeringer, hvor risici ved produktets muligheder, markedets udvikling m.v. er store. Derved deles tabsrisikoen med andre, og de tab, der uvægerligt opstår på en del af investeringerne, afvejes ved, at andre investeringer giver et højt afkast.

Fondenes risikospredningsmulighed var det afgørende nyskabende element set fra et mere overordnet samfundsøkonomisk synspunkt⁴. Der blev hermed etableret et instrument til at håndtere de meget store og risikofyldte investeringer, som kræves for at udvikle oftest højteknologiske virksomheder til globale spillere på et globalt marked, hvor konkurrencen betyder, at implementeringshastigheden og indtrængningstiden på markedet er afgørende succesparametre.

I forhold til målgruppen for fondenes investeringer, nemlig de nye virksomheder, er konsekvensen, at hver enkelt af de investeringer, som fondene foretager, skal rumme muligheden for at give et afkast, der kan forrente ikke alene den kapital, der er indskudt i den enkelte virksomhed, men også den kapital der er tabt på andre af fondens investeringer.

Selvom venturefinansiering længe har været en væsentlig vækstskaber i USA og efterhånden også i flere af de store europæiske økonomier, er det en finansieringsform, som først sent er blevet udbredt i Danmark, mens specielt Sverige men også Finland har været tidligere i gang med at udvikle denne finansieringsform som en selvstændig industri. I Danmark er egentlig venturefinansiering i international forstand, med fonde administreret af professionelle managementteams, der har opbygget erfaringer fra flere efterfølgende fonde, således stadig en relativt umoden finansieringsform.

Der er således stor afstand mellem den internationale anvendelse af begrebet venturefinansiering og så de begreber, der anvendes i den danske debat til beskrivelse af venturekapital. I dansk sammenhæng anvendes begrebet venturefinansiering meget bredt, således at det ofte anvendes som samlet betegnelse for stort set alle former for egenkapitalinvesteringer i nystartede virksomheder. Det kan således konstateres, at en stor del af de danske aktører på venturemarkedet, inklusive Vækstfonden og en række af de fonde, som Vækstfonden har investeret i, har og har haft en investeringsprofil, hvor kun en mindre del af porteføljen har været attraktiv for internationale venturefonde, fordi deres vækstpotentiale har været begrænset i forhold til internationale krav.

I processen med etablering af nye fonde med en målsætning om at kunne fungere på internationalt niveau er det vigtigt at have fokus på ikke at videreføre denne brede fortolkning, da det hos den brede gruppe af danske virksomheder og aktører vil skabe forventninger til fondenes virkemåde, som ikke kan indfries, ligesom man risikerer at videreføre kompetenceprofiler og erfaringer i de nye fonde, som ikke vil kunne leve op til de krav, som er en forudsætning for sådanne fondes succes.

Regeringens målsætning er at etablere en eller flere store venturefonde med kapitalstørrelser, der også i international sammenligning er markante. Regeringen ønsker, at fondene etableres på markeds-mæssige vilkår med tilførsel af kapital fra danske og internationale private investorer. Det følger deraf, at grundlaget for fondenes investeringsstrategi, opbygning og vilkår i øvrigt må tage udgangspunkt i de vilkår, som internationalt er basalt grundlag for sådanne fondes eksistens.

⁴ Se f.eks. Gompers og Lerner: "The Money of Invention" Harvard University Press, 2002 for en gennemgang af venturebranchens historiske udvikling og særlige kendetegn...."

Det betyder at:

- Målgruppen af virksomheder, som kan modtage investeringer fra sådanne fonde alene, er virksomheder med særdeles højt afkastpotentiale, hvilket i praksis vil sige globalt udviklingspotentiale. Kun herigennem kan fondene opnå et afkast, der vil være på niveau med sammenlignelige investeringer i de typer af internationale fonde med samme fokus, som vil være danske og udenlandske private investorers alternativ til at investere i regeringens nye fonde.
- Der skal være et relevant udbud af internationale co-investorer, som enten ved første investeringsrunde eller ved opfølgingsrunder vurderer virksomhedernes vækstpotentiale som tilstrækkelige til at deltage i syndikeringer, og som har den fornødne kapitalstyrke til at sikre de oftest betydelige kapitaltilførsler, som kræves for at realisere globale udviklingspotentialer.
- Det eller de managementselskaber, som skal stå for investeringerne i de nye fonde, skal på et internationalt niveau kunne demonstrere kompetencer og erfaring med succesrigt at identificere virksomheder med det relevante vækstpotentiale samt evner til via aktivt ejerskab at sikre optimal udnyttelse af vækst- og indtjeningspotentialet i porteføljevirkomhederne og endelig at kunne bringe dem frem til exit med et afkast på internationalt niveau.

I forlængelse af de indtil nu begrænsede erfaringer med at drive egentlige ventureselskaber på internationalt niveau har der i dansk sammenhæng kun været begrænset fokus på at sikre en bred kompetencesammensætning hos managementteams. Det påpeges således i et studie fra FORA⁵, Økonomi- og Erhvervsministeriets egen analyseenhed, at manglen på erfarne managementteams er en af de vigtigste barrierer for en videreudvikling af den danske venturebranche. Det er derfor en vigtig forudsætning for at kunne tiltrække kapital til nye fonde, at der fokuseres meget på at få etableret managementteams med den tilstrækkelige kompetence. Specielt for early stage-investeringer gælder det, at bredden i kompetencer er mere nødvendig end i senere investeringsfaser.

4.2 Kompetenceelementer hos early stage venture teams⁶

Den vigtigste funktion, som early stage-venturekapital tilfører den nystartede virksomhed, er evnen til at supplere virksomhedens egen ledelse på de kompetenceområder, hvor de ikke selv er tilstrækkeligt stærke, og da iværksætterne typisk har deres styrke inden for et begrænset men selvfulgelig afgørende område, skal managementet hos venturefondene kunne supplere meget bredt. Samtidig skal de også kunne forstå de fagområder, som iværksætteren selv er stærk på, sådan at de kan føre en relevant dialog om firmaets udvikling. Profilen på et managementteam skal derfor dække alle aspekter af de forhold, der er afgørende for en nystartet virksomheds succes. Nedenfor gennemgås udvalgte forhold, der har betydning for bedømmelse af kompetencerne hos managementteams.

⁵ "Et benchmarkstudie af venturemarkedet – hvad kan Danmark lære? Juni 2004 af Tanja Bisgaard og Jørgen Rosted

⁶ Beskrivelsen af kompetencekrav er baseret dels på gennemgang af Gompers m.fl. op.cit., kompetencebeskrivelser fra det norske investeringsfond Argentum, samt egne (Fl. Bahner) erfaringer fra opbygning af investeringsteams i de danske innovationsmiljøer.

4.2.1 Bedømmelse af investeringsemnets forretningsgrundlag

Et investeringsteam modtager typisk flere hundrede investeringsemner til gennemsyn og opsøger måske selv lige så mange i løbet af et år. Karakteristisk for early stage-segmentet er, at emnerne trods gode og grundige forretningsplaner er "nyt land" teknologisk og markeds-mæssigt og derfor områder, hvor det ikke er tilstrækkeligt blot at have den teoretisk baserede tekniske indsigt, hvad enten det er teknologi- eller markedsforhold der vurderes.

Erfaringsbaseret kompetence til at bedømme udviklingsmulighederne, typisk opnået ved selv at have modnet teknologier eller markeder i en opstartsvirksomhed eller som en del af en stor virksomhed, vil være nødvendig og er også typisk den erfaringsbaggrund, der ses hos de succesrige management-teams.

Emnemæssigt skal teamet dække over bl.a. følgende områder:

- Faglig indsigt i de teknologiområder, som fonden er målrettet imod - herunder IP-rettigeheder og erfaring med udviklingsarbejde inden for de relevante teknologiområder.
- Generel erfaring med forholdene inden for de markeder og segmenter, som indgår i fondens definerede investeringsstrategi.
- Økonomi og finansiering – herunder rentabilitet set fra venture capital-synspunktet.
- Organisation – internt og netværk.
- Management/personaleledelse.
- International erfaring

4.2.2 Bedømmelse af virksomhedens organisation og struktur

En virksomhed i den tidlige fase er organisatorisk "ufærdig" i sin form og skal, i et samarbejde mellem iværksætteren og venturefonden, opbygges hensigtsmæssigt. Når investeringsaftalen forhandles på plads, skal der være klare beskrivelser af organisation, retlige rammer m.v. Men samtidig er det reglen, snarere end undtagelsen, at strategi og implementeringsplaner ændres voldsomt i virksomhedens første leveår. Det stiller store krav til at kunne udforme organisatoriske og legale rammer, således at ændringer kan gennemføres smidigt, hvilket igen kræver både teoretisk og praktisk erfaring på feltet, således at nødvendige tilpasninger kan gennemføres enten i en tæt dialog mellem selskabets ledelse og investorer eller med en hurtig accept. En erfaringsbaggrund fra virksomhedstyper med tilsvarende organisatoriske og retlige ændringer er nødvendig.

De områder, der typisk skal kunne arbejdes med, udgør følgende:

- Retlige og andre aftalemæssige forhold (selskabsform, aktionæroverenskomst, investeringsaftaler m.v.).
- Organisering af virksomheden, ledelsesstruktur, incitamentsprogrammer m.v.
- Udviklingsplan for organisationen tilpasset virksomhedens vækst mål.

4.2.3 Håndtering af processer

En ofte overset væsentlig faktor for en succesrig investering er at sikre det bedst mulige samarbejde mellem virksomhedens stiftere/iværksættere og kernemedarbejderne på den ene side og ventureinvestorerne på den anden. Udvikling af virksomheder i den tidlige fase, hvor stort set alle forhold er under opbygning og løbende forandring, skaber et stort potentiale for konflikter mellem investorer og de oprindelige stiftere. Investorerne vil gennem sin kontrol over kapitaltilførslen til selskabet reelt sidde med magten til at afgøre, hvilken vej selskabet skal udvikle sig, og om det overhovedet skal overleve. Mange konflikter i nystartede virksomheder udspringer af, hvad de oprindelige ejere opfatter som diktater fra investorerne om en udvikling, som de selv finder er forkert eller mangelfuldt fagligt begrundet.

Det er afgørende, at managementteamet magter at fastlægge en strategi for selskabet og etablere de nødvendige processer for at implementere strategien i samarbejde med og baseret på en reel konsensus mellem den eller de ejere, der er de faktiske drivere af udviklingen og så venture. Konflikter på det punkt er tidsrøvende og ødelæggende for virksomhedens udvikling og dermed også for den investering, som er foretaget. Samtidig er der en stor risiko for, at iværksætteren mister motivationen og dermed den væsentligste driver i virksomhedens udvikling.

Erfaring fra succesrig håndtering af sådanne processer, enten fra egen start af virksomhed eller fra deltagelse i opstartsvirksomheder, er hensigtsmæssig.⁷

Her kan peges på følgende forhold som væsentlige egenskaber:

- Etisk høj standard i håndtering af den asymmetriske magtrelation, man som investor har i forhold til et early stage-selskab.
- Pro-aktiv identifikation af konflikter i porteføljevirksomheden.
- Konstruktiv problemløsning ved forandringsprocesserne i virksomheden.
- Tillid hos virksomhedens interne og eksterne aktører til teamets evne til konstruktiv problemløsning.

4.2.4 Ny kapitaltilførsel og exit

En vigtig rolle for early stage-investorer, som typisk vil være de første investorer i det nye selskab, er at bistå selskabets ledelse med at skaffe kapital gennem syndikering med nye ventureinvestorer og/eller andre finansielle kilder. Som påpeget bl.a. af Vækstfonden er behovet for at øge antallet af kontakter til det internationale venturemarked hos danske venturefonde stort. Vækstfonden har således gennem tilknytning til venturepartnere i USA gjort et stort arbejde for at opkvalificere kompetencerne i det danske venturemiljø. Det er således afgørende, at der i de teams, der arbejder med bestyrelsesarbejde og rådgivning i øvrigt af porteføljevirksomhederne, er stærk fokus på at præsentere selskaberne på det internationale marked og derved øge muligheden for at kunne tiltrække international kapital og kompetencer til selskabet.

⁷ I en undersøgelse af succesfaktorer blandt start-up-virksomheder i Silicon Valley har Harvard-Professoren Paul Gompers påvist, at en af de væsentligste parametre var, om stifteren af et selskab tidligere havde arbejdet i en start-up-virksomhed. Argumentet var, at bl.a. proceserfaringen fra tilsvarende virksomheder var udslagsgivende.

Denne rolle kræver opbygning af netværk og forståelse for de præmisser, der gælder for investeringer på det internationale marked. Tilsvarende gælder med hensyn til en mulig exit af virksomheden. Et af de mest kritiske forhold, set med investorøjne, er managementselskabernes evne til og forudsætninger for at sikre exit af porteføljevirkksomhederne eller mangel på samme. Det er fremhævet i alle de interviews, vi i tilknytning til denne rapport har gennemført med investorer, at den tiårige horisont for fondene, som er standard i dag, kræver stærkere fokus end hidtil på at forberede porteføljevirkksomhederne til exit. Det er derfor helt afgørende, at teamene besidder konkret og mangeårig erfaring på lead-investor niveau med

- identifikation af næste investeringsrundes partnere,
- forhandling og closing med samme,
- identifikation af exit-muligheder,
- forhandling og closing med samme.

4.2.5 Netværk til fødelinjer

I perioden før 2001 var udbuddet af relevante investeringsemner langt større end i dag og behovet for aktivt at opsøge mulige emner derfor mindre erkendt. I dagens marked er det vigtigt i større omfang at søge dialog med mulige investeringsemner langt tidligere i forløbet og herunder sikre, at den modning af den spæde forretningsidé, som foregår forinden, det bliver relevant at investere, også sker med tilstrækkelig kvalitet. Det er ligeledes vigtigt, at netværket til de udviklingsmiljøer, som fostrer forretningsiderne, styrkes. For danske early stage-fonde betyder det, at managementteams bør have erfaring med og relevante kompetencer til at kunne være i tæt dialog med følgende aktører:

- Videninstitutioner
- Inkubatorer/innovationsmiljøer
- Forskerparker
- Videnvirksomheder
- Andre VC'ere.

4.2.6 Netværk til kundepotentiale for relevante porteføljevirkksomheder

En betydelig del af de virksomheder, som vil være målgruppen for early stage-investeringer, vil ledelsesmæssigt primært have kompetencer, der er knyttet til de unikke teknologier, som ofte vil være grundlaget for virksomhedens udvikling, mens kompetencer knyttet til opbygning af kunderelationer vil være mindre stærke.

Da udviklingen af teknologigrundlaget er centralt, vil en prioritering af opbygningen af staben i virksomhedens første fase typisk fokusere på den tekniske dimension, således at der heller ikke ad denne vej vil tilføres de nødvendige kompetencer i virksomheden, der kan sikre kontakt til fremtidige kunder, også før der reelt er et produkt eller en prototype at tage udgangspunkt i. Her spiller både ventureselskabets egne teamkompetencer og deres netværk en vigtig rolle som supplerende kompetence.

5 Markedet for ventureinvesteringer – Internationale erfaringer

5.1 Trends, karakteristika og udvikling

5.1.1 Udviklingstræk på det europæiske venturemarked

Det europæiske early stage-venturemarked har ikke i samme grad som det amerikanske lykkedes med at levere de samme attraktive afkast. Dette gælder også før markedets sammenbrud i 2001.

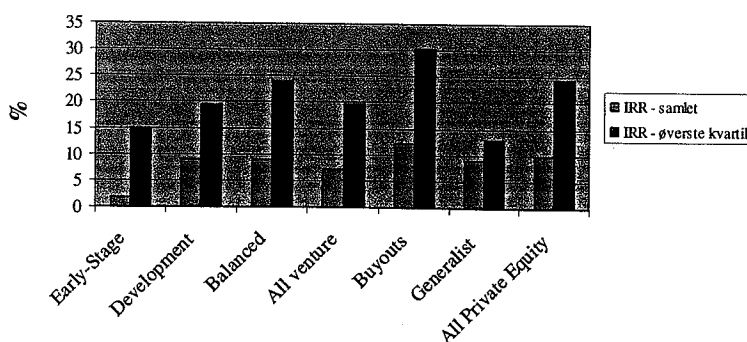
Udviklingen på det europæiske venturemarked siden 2001 har betydet, at der i dag generelt blandt investorerne i forbindelse med rejsning af kapital til nye europæiske fonde er en meget kritisk holdning over for fondene og managementteamet bag fondene. Det er generelt blevet langt vanskeligere at rejse nye fonde. Investorerne fokuserer i dag i langt højere grad end tidligere på tilstedeværelsen af managementteams med stor relevant og dokumenteret erfaring samt muligheden for at demonstrere evnen til succesrige exit fra fondene. Følgende citat fra en erfaren aktør på den europæiske venture-scene illustrerer, hvordan man anskuer de herskende vilkår for rejsning af kapital til nye fonde:

"I think undoubtedly there's going to be some further consolidation in the European VC market going forward, driven by the fact that there will be managers who simply cannot get new capital raised..... A very small number of managers who have prospectively strong track records and/or historically robust performance, and are well-positioned in terms of strategy in the marketplace, will be able to attract actually quite a bit of capital, relatively quickly even.

But for the significant numbers of others who either haven't been around as long or don't have that kind of performance to show, it will be a much more difficult process and may in fact be an unsuccessful one."⁸

Den efterfølgende beskrivelse af en række udviklingstræk på det europæiske marked, herunder en sammenligning af enkelte relevante parameter med udviklingen i USA, har til formål at belyse baggrunden for denne fortsat meget vanskelige situation i forbindelse med rejsning af kapital til nye fonde.

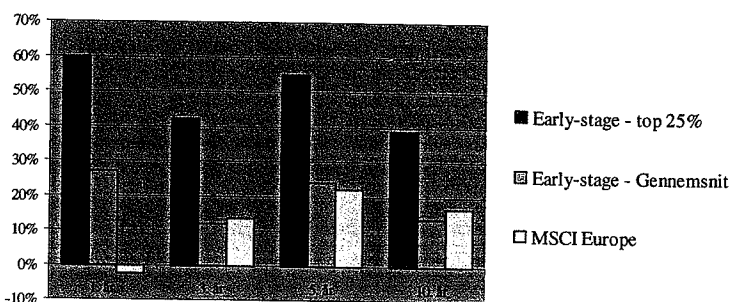
Europæiske Private Equity Fonde etableret 1980-2003
IRR til investorerne fra etablering til 31. december 2003



⁸ Peter Wilson Managing Director, Harbour West Partners, I "Renewal and new Frontiers- Global Private Equity: Venture Capital Insights Report 2004-2005" Ernst & Young Venture Capital Advisory Group, p. 78

Tabellen viser det gennemsnitlige afkast for fonde, opdelt på fokusområder. Det skal dog bemærkes, at det gennemsnitlige afkastniveau for disse fonde afspejler meget stor spredning blandt fondene. Det gælder således specielt for early stage-venturefonde, at et meget lille antal managementteams

Europæisk VC fonde & MSCI Europe
Netto IRR til investorerne
31. december 2000



Kilde: Ernst & Young /VentureOne

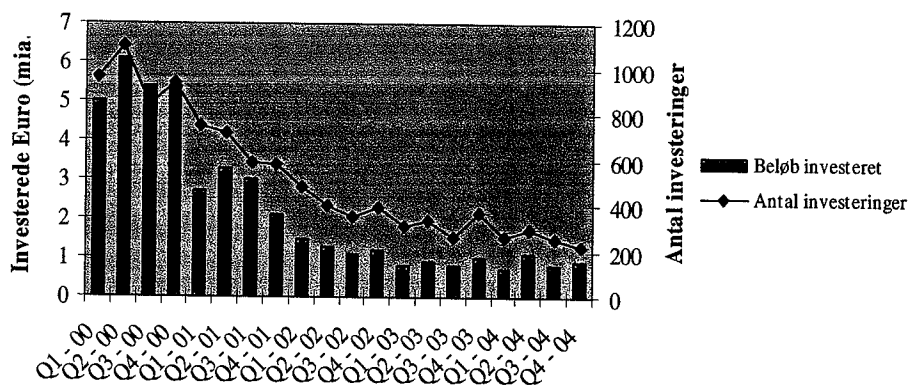
performer godt og således trækker gennemsnittet op. Selv før markedet brød sammen i 2001, var det således kun de bedste europæiske early stage-fonde, der gav bedre afkast end investering i mere traditionelle områder, her målt ved Morgan-Stanleys indeks for udviklingen i aktier dækkende de 500 største noterede virksomheder i Europa.⁹

Venturefondenes manglende evne til at demonstrere afkast kombineret med den globale afmatning, som satte ind i

2000 – 2001 inden for stort set alle de industriområder, som har været fokus for ventureinvesteringer, medførte omfattende fald i ventureaktiviteterne i Europa, både målt på antallet af investeringer og samlet investeret kapital.

Det overordnede billede, når det samlede ventureinvesteringsmarked inklusive later stage investeringer anskues, er, at det europæiske marked endnu ikke udviser nogen tegn på revitalisering ovenpå det meget kraftige fald, der skete i 2001. Fra fjerde kvartal 2001 har investeringsaktiviteten, både målt i form af antallet af investeringer og samlet investeret kapital, været relativt stabilt på det lave niveau, der blev lagt, da markedet dykkede. Der er ikke sket nogen væsentlig forbedring i hverken antal af virksomheder, der har modtaget investeringer, eller samlet kapital investeret.

Ventureinvesteringer i Europa, antal og investeret kapital i mia. Euro pr. kvartal



Kilde: Ernst & Young /VentureOne

Det er dog for 2004 interessant at notere sig, at faldet i antal investeringer

ikke følges op af tilsvarende fald i investeret kapital. Færre virksomheder får andel i de ca. EUR 3½ milliarder, der er investeret. En medvirkende årsag til dette kan være, at fondene, efter der er gennemført omstruktureringer og strategiskift i porteføljevirkomhederne, nu investerer med det formål at sikre de bedste virksomheder i deres eksisterende portefølje frem til en forventet exit.¹⁰

⁹ Tabellen er taget fra: Morten Frederiksen: "Seed-capital and Portfolio Management". Abstract of an MBA-study, CBS 2002

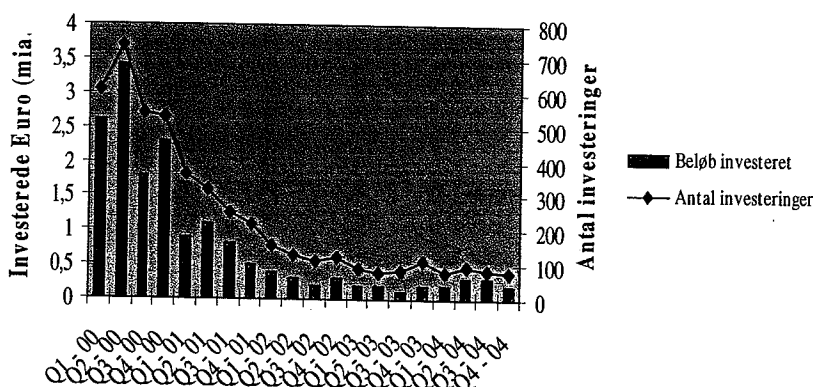
¹⁰ Et dansk eksempel herpå er BankInvest, der, efter en periode med omstruktureringer i porteføljeselskaberne, i sommeren 2005 etablerede en ny fond med indskud fra internationale investorer, med det primære formål at sikre opfølgingsinvesteringer i sin eksisterende portefølje.

Udviklingen for det generelle venturemarked anskues af førende aktører som moderat positiv baseret på forventningen om, at det trods alt har været muligt at fastholde et stabilt investeringsniveau:

”... we’re seeing early recovery and stabilization. I think it will continue to improve. I don’t think it will be the kind of sharp early recovery seen in the United States that slowed down in the second half last year.(i.e.2003). Ours was much more steady and continues to be more steady.--- We’re back in a business-building environment now as opposed to a sort of a value-preservation environment.”¹¹

For så vidt angår investeringer til helt nystartede virksomheder har nedgangen været endnu større end for de øvrige investeringssegmenter.

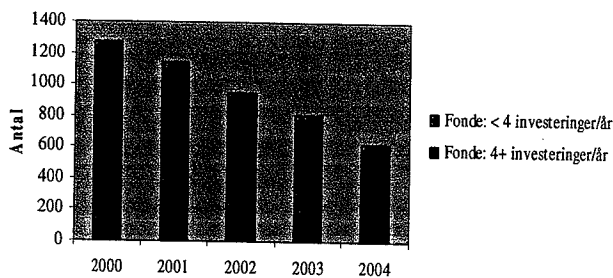
Seed/ early stage investeringer Europa, antal investeringer og tilført kapital



Kilde: Ernst & Young /VentureOne

Vi skal i det følgende se nærmere på, hvordan antallet af fonde og investeringsaktiviteten i de enkelte fonde har påvirket udviklingen af det europæiske venturemarked siden 2001.

Pulje af venturefonde: Antalle af aktive venturefondes investeringer i alle industrier
50% samlet reduktion i aktive venturefonde



Kilde: Ernst & Young / VentureOne

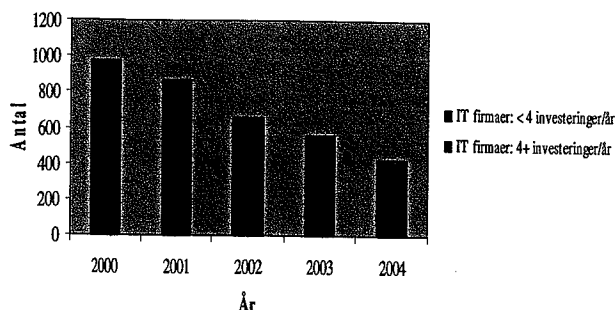
Antallet af aktivt investerende fonde på det europæiske marked er næsten halveret siden 2001, og de, der fortsat investerer, har for de flestes vedkommende været meget selektive. Mindre end fire investeringer på årsbasis er i dag normen.

Billedet af et faldende antal fonde nuanceres dog noget, når fondene opdeles på primære investeringssegmenter. Således har reduktionen været stærkest inden for Technology fonde, mens der generelt på Life Science området har været en stabilisering fra 2003 og frem. Billedet af, at fondene generelt foretager mindre end fire investeringer om året, er fælles for begge segmenter¹².

¹¹ Anne Glover, Co-Founder and CEO Amadeus Capital Partners, in Ernst & Young Venture Capital Advisory Group ”Renewal and Frontiers”-op.cit. p 21

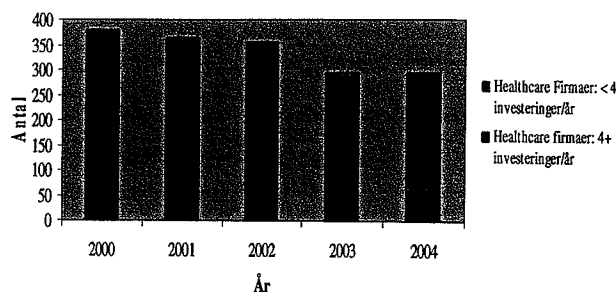
¹² I analysen af de internationale udviklingstendenser er der anvendt den brede internationale definition af sektorerne. Bemærk at dette ikke er sammenfaldende med den operationelle definition som Væsktfonden anvender til betegnelse sektorerne for de to nye fonde.

Antallet af aktive venturefondes investeringer i IT firmaer



Kilde: Ernst & Young / VentureOne

Antallet af aktive venturefondes investeringer i Healthcare firmaer

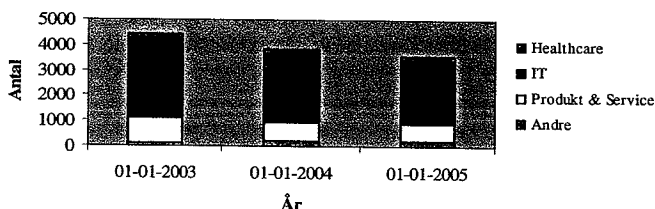


Kilde: Ernst & Young / VentureOne

Det mindskede antal aktive venturefonde, med et faldende antal investeringer, påvirker naturligvis tilgangen til populationen af venturefinansierede virksomheder i Europa. Nedenfor ses en opgørelse over antallet af venturefinansierede virksomheder i Europa henholdsvis primo 2003, 2004 og 2005.

Puljen af private venturefinansierede virksomheder mindskes

959 færre venturefinansierede virksomheder siden 1/1-2003

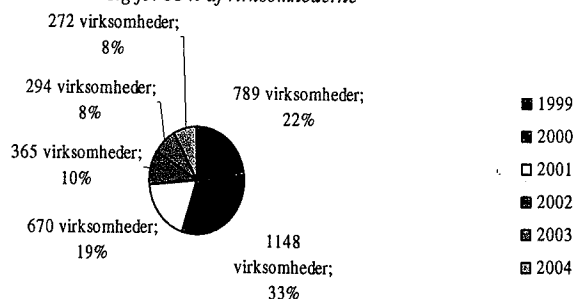


Kilde: Ernst & Young / VentureOne

Næsten tusind færre venturefinansierede virksomheder i Europa er et af resultaterne af den mindskede investeringsaktivitet i de senere år. Hele Healthcare området har været mindre ramt af tilbagegangen end de øvrige områder. Der er således empirisk belæg for den kritik, der har været rejst omkring de forringede muligheder for at få finansieret sin virksomhed med venturekapital i de senere år.

En del af forklaringen er blandt andet, at vilkårene på markederne, specielt for it-produkter og -ydelser har været svære, hvilket naturligt påvirker bedømmelsen af et fornuftigt afkast på nyinvesteringer inden for området. Kigger vi nærmere på sammensætningen af den nuværende europæiske

Aktuel pulje pr. år af førstegangsfinsiering
førstegangsfinsierede virksomheder i 2000 og tidligere tegner sig for 55% af virksomhederne



Kilde: Ernst & Young / VentureOne

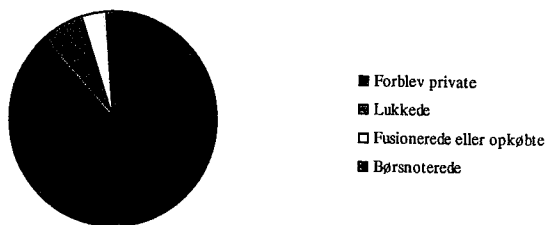
pulje af venturefinansierede virksomheder ses det, at en meget stor del, nemlig 55% af puljen, hidrører fra investeringer, som er gjort før 2000.

Der findes altså et stort antal virksomheder i fondenes eksisterende porteføljer, som enten fortsat kræver opfølgingskapital eller generelt påvirker mulighederne for at gå ind i nye investeringer.

Den store andel af porteføljevirkksomheder, som ikke frasælges eller lukkes ned, betyder, at rejsning af nye fonde for de eksisterende managementteams vanskeliggøres. Når der ikke kan demonstreres

frasalgs eller børsnotering, er det vanskeligt at argumentere for, at man succesrigt kan administrere nye fonde med den ønskede ti-årshorisont. Udviklingen i 2004 giver igen ikke basis for at vurdere, at dette forhold er under ændring. Nedlukning af porteføljevirkksomheder er en lige så hyppig årsag til afgang fra puljen, som exit i form af børsnotering eller salg.

Hvad skete der med puljen i løbet af 2004?
 12% pulje-exit eller lukning i året. Status pr. 1/1-05 af de 3854 virksomheder, som var private eller uafhængige pr. 1/1-04.

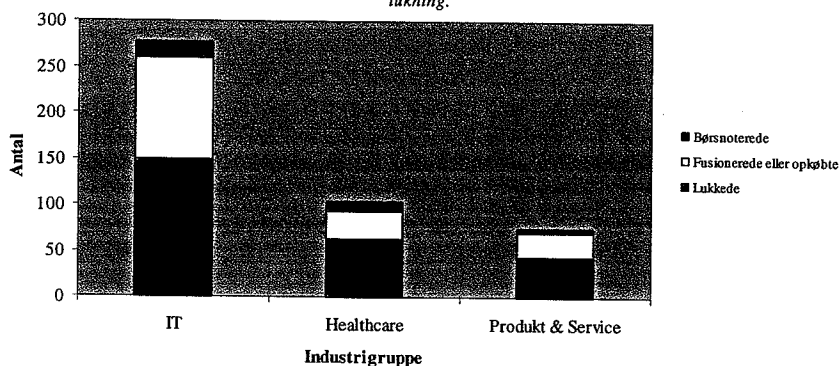


Kilde: Ernst & Young / VentureOne

danske fonde ønskes rettet imod, ses der ikke væsentlige forskelle i mønsteret:

Deler man så afgangens op på industrigrupper, herunder de to segmenter, som de nye

Afgange pr. industrigruppe
 IT, Produkt & Service oplever højere for fusion eller opkøb. Alle grupper oplever højere lukning.



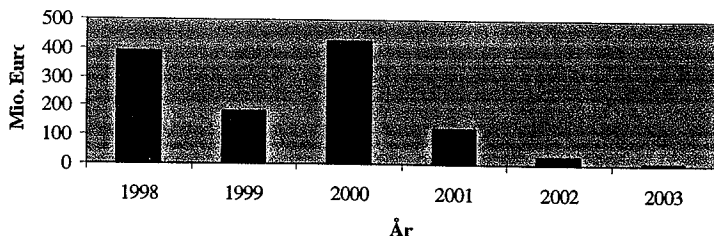
Kilde: Ernst & Young / VentureOne

Med dette mønster er det ikke overraskende, at vi ser meget store tab for fondene i 2004. Tab som for 52% vedkommende kan føres tilbage til førsterundeinvesteringer foretaget i 1999-2000. Det betyder investeringer foretaget af fonde,

der formentlig har været rejst i perioden 1996-2000. Managementteams, der har administreret fonde i denne periode, vil have – sådan som det også blev påpeget i de citater, vi bragte i indledningen til dette afsnit – meget svært ved at tiltrække kapital til nye fonde.

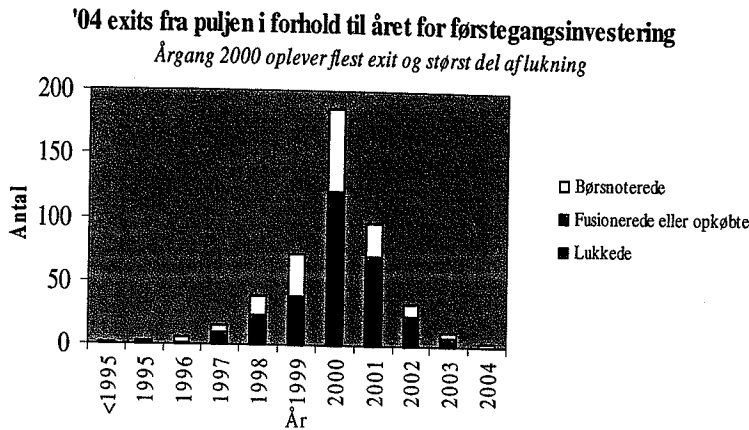
Venture kapital tabt ved lukning af firmaer i løbet af 2004, i forhold til året for førstegangsinvestering

Virksomheder fra '99 & '00 tegner sig for 52% af tabte Euro i '04



Kilde: Ernst & Young / VentureOne

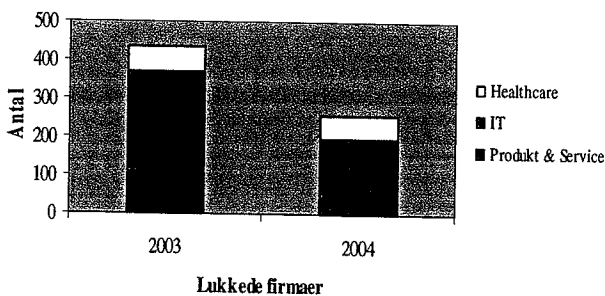
Kigger man samlet på antallet af virksomheder, der er lukket, henholdsvis frasolgt, opgjort i forhold til året for deres første investering, ses det, at der også for de efterfølgende år, det vil sige 2002 og 2003, er tale om, at afgang fra puljen primært sker via lukning.



Kilde: Ernst & Young / VentureOne

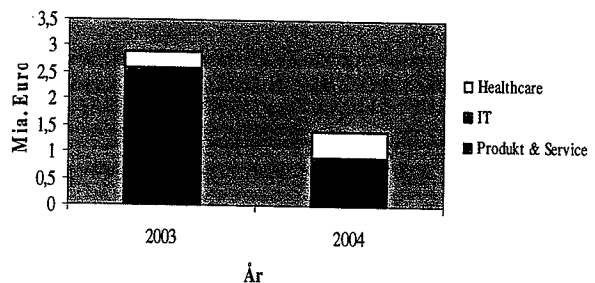
Men effekten af, at det er færre virksomheder, screenet mere kritisk end før, der tilføres puljen, samtidig med udrensningen af gamle virksomheder, begynder at kunne ses. Fra 2003 til 2004 er der sket en stabilisering med hensyn til nedlukning af virksomheder inden for it, mens Healthcare området fortsat øger den mængde kapitaltab, der realiseres:

Tempoet for virksomhedslukninger er faldende
lukkede virksomheder målt på antal



Kilde: Ernst & Young / VentureOne

Tempoet for virksomhedslukninger er faldende
lukkede virksomheder målt på tabt venturekapital



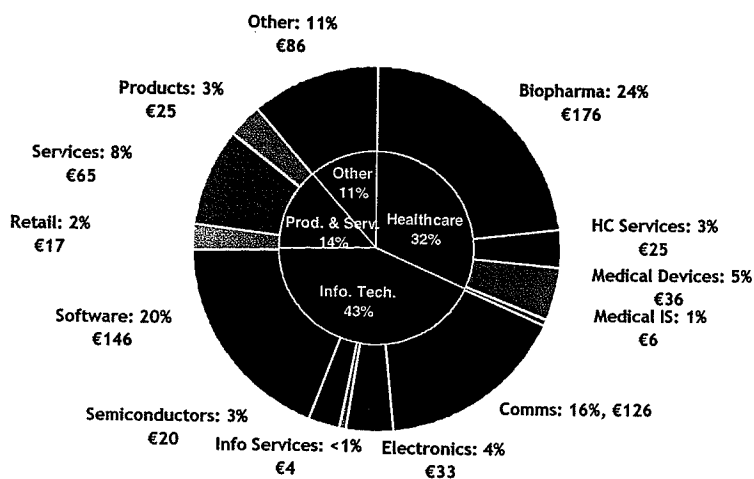
Kilde: Ernst & Young / VentureOne

5.2 Hvor går de nye europæiske investeringer hen?

En analyse af henholdsvis deals og investerede euro på de enkelte industrisegmenter angivet nedenfor viser, at det europæiske marked fortsat investerer en væsentlig andel af kapitalen inden for Healthcare, hvor ca. en fjerdedel af antallet af investeringer gennemføres, og hvor ca. en tredjedel af den investerede kapital anbringes.

Tilsvarende dækker it-området henholdsvis 46% af antallet af deals og 43% af den investerede kapital.

Første rundeinvesteringer fordelt på sektorer

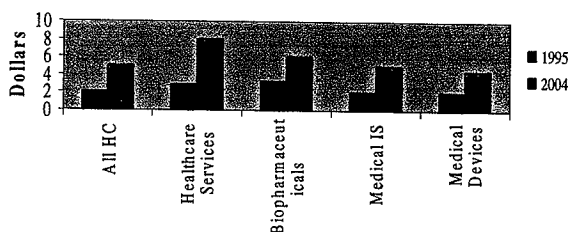


Kilde: Ernst & Young/Ventureone, 2004

Det billede, der samlet tegner sig, er en industri i konsolidering. Færre aktører og langt færre investeringer udvalgt med et mere kritisk fokus end før. Men en udvikling der er nødvendig, ikke alene for at sikre bedre afkast, men også fordi de globale markedsvilkår er skærpede. Porteføljevirksomhederne konkurrerer med amerikansk finansierede virksomheder, hvor både kompetence og kapitalstørrelse giver mulighed for at investere større beløb pr. runde også ved førsterundeinvesteringer:

US Healthcare / førsterundeinvesteringskarakteristika 1995 vs. 2004

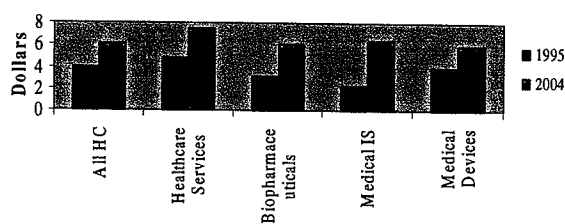
Runde størrelse / værdiansættelsesforholdet er ens.
Gennemsnitlig rundestørrelse



Kilde: Ernst & Young / VentureOne

US Healthcare / førsterundeinvesteringskarakteristika 1995 vs. 2004

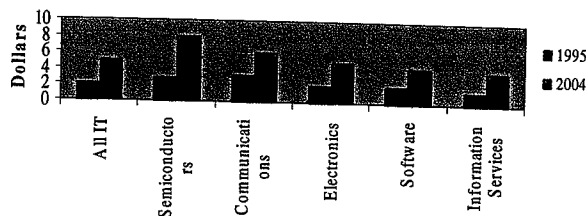
Rundestørrelse / værdiansættelsesforholdet er ens.
Gennemsnitlig førstegangsværdiansættelse



Kilde: Ernst & Young / VentureOne

US IT / førsteunde investeringskarakteristika 1995 vs. 2004

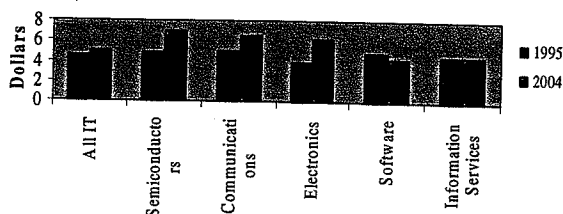
Rundestørrelse er steget, men værdiansættelsen er faldet.
Gennemsnitlig rundestørrelse



Kilde: Ernst & Young / VentureOne

US IT / førsteunde investeringskarakteristika 1995 vs. 2004

Rundestørrelse er steget, men værdiansættelsen er faldet.
Gennemsnitlig førstegangsværdiansættelse

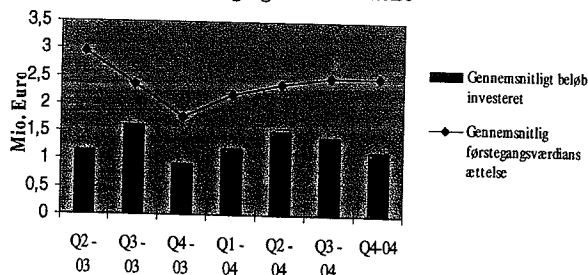


Kilde: Ernst & Young / VentureOne

Europæiske førsteunde investeringer:

De amerikanske gennemsnitlige investeringsstørrelser for førsteunde investeringer ligger markant højere end de europæiske, både hvad angår investeringsstørrelse og værdiansættelse. (Det danske tal ligger her i underkanten af det europæiske gennemsnit. Vækstfonden har således opgjort tallet for 2004 til EUR 0,9 millioner.¹³ Tilsvarende tal for Storbritannien er ifølge VentureOne EUR 1,49 millioner og for Sverige EUR 1,9 millioner). Om årsagen til denne forskel er, at de amerikanske early stage-ventureinvesteringer generelt er langt mere selektivt udvalgt med et større markedspotentiale end hvad man ser generelt for de europæiske ventureinvesteringer, hvilket begrundes den høje pre-money-valuation eller større investeringsvillighed, er vanskeligt at afgøre. Men det understøtter et af argumenterne for at sikre danske globale vækstvirksomheder adgang til fonde med mulighed for investeringsrunder på amerikansk niveau.

Gennemsnitligt beløb investeret og gennemsnitlig førstegangsværdiansættelse



Kilde: Ernst & Young / VentureOne

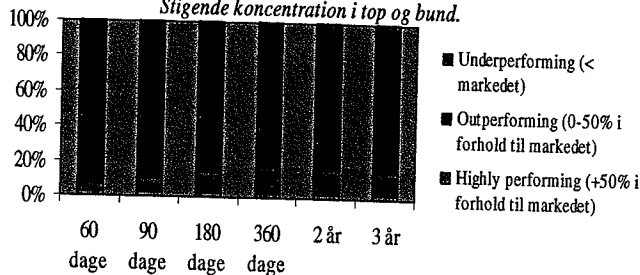
For at kunne konkurrere med amerikanske venturefinansierede selskaber har det været et centralt argument i forbindelse med etablering af en eller flere store fonde i Danmark, at den investerede kapital pr. investeringsrunde skulle kunne øges specielt på early stage-området. Det forudsætter samtidig, at de danske virksomheder rummer et vækstpotentiale, der giver basis for de større værdiansættelser, der indgår i det amerikanske billede.

Men der er også et andet forhold, som indikerer, hvorfor amerikansk venture generelt synes mere succesrig. I Ernst & Young Venture Capital Advisory Group følger vi løbende udviklingen for virksomheder før og efter exit, hvad enten det sker via børsnotering eller salg. En sammenligning af de amerikanske og europæiske virksomheder, som børsnoteres første gang, indikerer nogle interessante forskelle m.h.t. virksomhedernes performance efter børsnoteringen.

¹³ "Det danske marked for Venturekapital og Buy-out 2005" Vækstfonden september 2005

Tidsmæssig fordeling af europæiske førstegangs børsnoterede virksomheders performance

Størstedelen af førstegangs børsnoterede virksomheder underperformer i forhold til markedet efter tre år. Stigende koncentration i top og bund.



Kilde: SDC, Factset

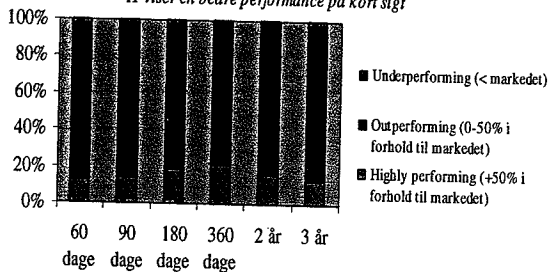
Som det fremgår af tabellen er problemet for europæiske ventureselskaber ikke alene det forhold, at der har været få muligheder for børsnotering. At investere i nyintroducerede europæiske ventureselskaber synes ikke at give god sandsynlighed for at fange vinderne. 3/4 af alle selskaber underperformer i forhold til deres respektive konkurrenter på markedet målt på performance efter tre år.

En opdeling på de to hovedsegmenter, som de nye danske fonde er tænkt målrettet imod, viser dog, at Healthcareinvesteringer på længere sigt performer bedre end it-investeringer. 80% af alle it-børsnoteringer, underperformer, mens det for Healthcare er 70%, og nok så vigtigt 20% af Healthcare børsintroduktionerne performer mere end 50% bedre end sammenlignelige virksomheder på de respektive markeder.

En opdeling på de to hovedsegmenter, som de nye danske fonde er tænkt målrettet imod, viser dog, at Healthcareinvesteringer på længere sigt performer bedre end it-investeringer. 80% af alle it-børsnoteringer, underperformer, mens det for Healthcare er 70%, og nok så vigtigt 20% af Healthcare børsintroduktionerne performer mere end 50% bedre end sammenlignelige virksomheder på de respektive markeder.

Europæiske førstegangs børsnoterede virksomheder 1995 - Q1'05: IT

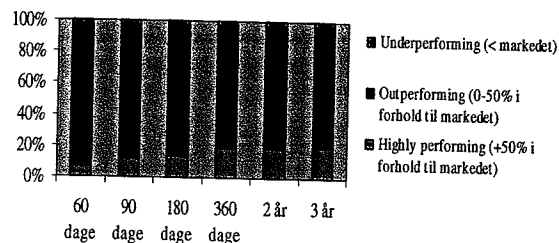
IT viser en bedre performance på kort sigt



Kilde: SDC, Factset

Europæiske førstegangs børsnoterede virksomheder 1995 - Q1'05: Healthcare

Healthcare har en højere procent af high performance efter tre år

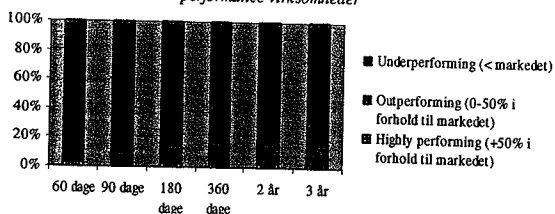


Kilde: SDC, Factset

Differentieres så gruppen af børsintroduktioner i forhold til deres finansieringsbaggrund, kommer der et overraskende billede frem. Virksomhedernes performance efter børsintroduktionen er generelt dårligere, hvis de har været finansierede af venturefonde.

Europæiske førstegangs børsnoterede virksomheder 1995 - Q1'05: Ikke venturekapital støttede

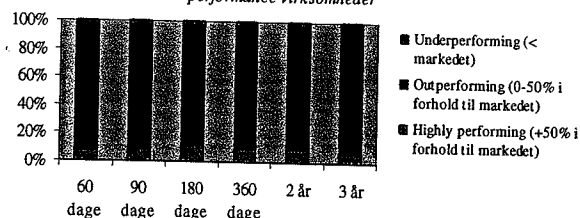
Venturekapital støttede i Europa viser en lavere procent af high performance virksomheder



Kilde: SDC, Factset, VentureOne

Europæiske førstegangs børsnoterede virksomheder 1995 - Q1'05: Venturekapital støttede

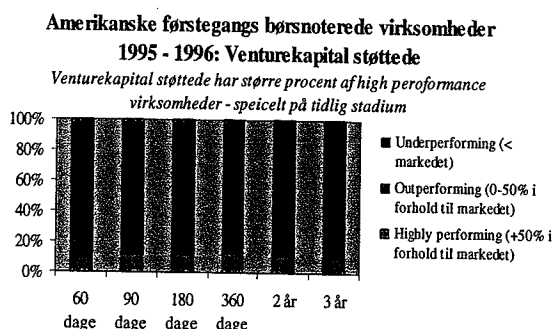
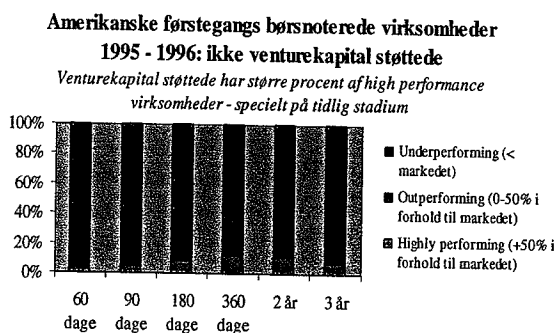
Venturekapitalstøttede i Europa viser en lavere procent af high performance virksomheder



Kilde: SDC, Factset, VentureOne

Det er naturligvis ikke muligt at drage skarpe konklusioner vedrørende venturefondenes betydning for ovenstående tendens. En lang række faktorer, som vi ikke i denne analyse har haft mulighed for at gå tættere ind i, kan tænkes at spille ind, herunder for eksempel de europæiske markeders branchepreferencer, som kan tænkes at være fokuseret på traditionelle industriområder, som ikke normalt finansieres via venturefonde. Det er alligevel interessant, at en industri, hvis væsentligste eksistensberettigelse skulle være at få virksomhederne til at vokse gennem tilførsel af kompetent kapital i form af ledelsesressourcer, netværk m.v., ikke kan demonstrere en effekt i forhold til virksomhedernes langtidsperformance efter exit. At der synes at være et problem understøttes af de amerikanske erfaringer.

En analyse af den amerikanske udvikling viser omvendt, at performance her er relativt ens mellem venturefinansierede og ikke-venturefinansierede, med en lidt bedre performance for de venturefinansierede virksomheder specielt i det første år efter børsnoteringen:



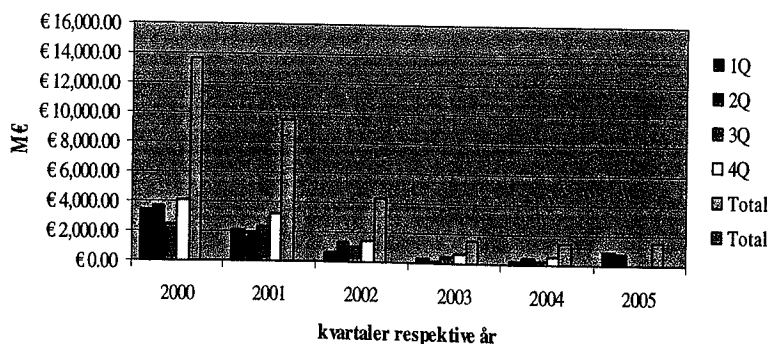
Kilde: SDC, Factset, VentureOne

Kilde: SDC, Factset, VentureOne

5.3 Fondsrejsning på det europæiske marked, seneste tendenser

Vi har ovenfor gennemgået en række centrale udviklingstræk på det europæiske venturemarked, som skal medvirke til at forklare den meget vanskelige situation, som har kendetegnet de seneste års muligheder for at rejse nye fonde. Nedenstående tabel viser det antal tilsagn, der har været givet til nye fonde siden 2000.

Tilsagn til europæiske venturefonde for kvartalerne 2001 til 2Q 2005



Kilde: Ventureone

Hvor der i 2002 var et niveau for året som helhed på ca. EUR 4.5 milliarder, faldt tilsagnene i de to næste år til ca. EUR 1.5 milliarder. Til gengæld ses det, at de første to kvartaler i 2005 har givet en stærk stigning, således at der allerede nu er rejst kapital på samme niveau som i de to foregående år. Det er dog for tidligt at vurdere, hvorvidt denne tendens fortsætter, da der, som det også fremgår af grafen, er væsentlige variationer mellem de kvartalsmæssige tilsagn.

Ser man nærmere på antallet af fonde, der siden 2003 og frem til og med udgangen af 2004 er rejst med fondsstørrelser på EUR 100 millioner eller mere og med klart fokus på venture, er der på basis af VentureOne's registreringer alene rejst 12 nye fonde. Der er en række fællestræk ved de managementselskaber, som har lykkedes med at rejse fondene, fællestræk som bekræfter det billede af hvilke kriterier, der anvendes fra investorsiden. Disse fællestræk beskrives yderligere i kapitel 4 i denne rapport.

Der er blandt andet tale om følgende fællestræk:

- Managementteams med dokumenteret erfaring fra forvaltning af tidligere fonde.
- Fonde med bredt geografisk fokus

Fond/managementselskab	Størrelse af investeret kapital	Kapitalværdi af tidligere management-rejste fonde	Antal tidligere rejste fonde	Geografisk fokus	Står
	€				
Abingworth Management, UK	308,7	551,6	7	UK, USA, Vesteuropa	All
ACE Management, France	100	150	4	Frankrig, Vesteuropa	First
AGFprivateequity, France	1000	250	8	Europa	Second, later
First venture, Germany	100	180	2	Vesteuropa, USA	All
Index Ventures, Switzerland	300	610,72	3	Vest-og N.Europa, USA	First, second
Innovationsfond Hessen, Germany	100	uoplyst	uoplyst	Tyskland, Østeuropa	All
Iris Capital, France	176,55	450	4	Vesteuropa	First, second
Matignon Investissement, France	100	220	2	Europa	First, second
Nordic Venture partners, Denmark	115	315	3	Norden	First, second
Sofinova, France	385	900	4	Vesteuropa, USA	First, second

En gennemgang af de fonde, der er rejst i første halvår af 2005, ændrer ikke på billedet, som er angivet i ovenstående tabel. Wellington Partners, et tysk ventureselskab, har rejst deres tredje teknologifond med en kapital på EUR 150 millioner, og selskabet Firstventury, ligeledes et tysk selskab, har rejst deres tredje fond, Aeris Technology Fond på EUR 100 millioner. For begge fonde gælder, at deres investeringsområde er henholdsvis Tyskland og øvrige Vesteuropa. For Aeris Technology Fond endvidere USA, hvor managementselskabet også har en afdeling.

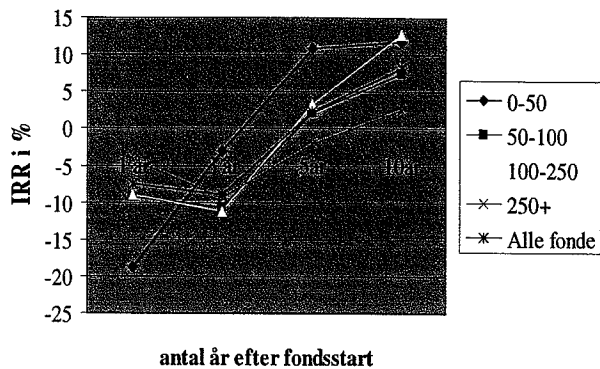
Billedet bekræfter altså fortsat, at det er managementteams med demonstreret erfaring fra tidligere fonde, der rejser kapital til større fonde. Det er endvidere relevant at notere, at den norske fond Four Seasons Venture, som overtog den statslige norske portefølje i 2005, jf. beskrivelsen i kapitel 9, har rejst deres femte venturefond med en kapital på EUR 66,5 millioner. Investeringsfokus er her Norden og det øvrige Nordeuropa.

Det billede, som rejsning af kapital til rejsning af større fonde i Europa, viser, bekræfter altså beskrivelserne andetsteds i denne rapport af, at såfremt ambitionerne er at etablere fonde i størrelsesordenen EUR 100 millioner, må det forventes, at:

- investorerne stiller krav om stærke demonstrerede kompetencer,
- det mulige deal-flow til fondene skal være af en størrelse, som kun kan opnås ved et relativt bredt geografisk investeringsområde.

Til gengæld synes der ikke at være basis for at antage, at alene store fonde kan medvirke til at opfylde de generelle afkastkrav, som investorerne forventer. Ud fra nedenstående opgørelse over afkast i forhold til fondsstørrelser, synes det således at være muligt med de rigtige managementteams at tiltrække kapital også til mindre fonde.

Afkast fordelt på fondsstørrelse, angivet i EUR millioner €, alle fonde stiftet mellem 1980 og 2003



Kilde: VentureEconomics

6 Vurdering af det markedsmæssige grundlag for de nye fonde

6.1 Hittidige investeringsmønstre i de nye fondes markedssegmenter

For at få et billede af det potentielle investeringsgrundlag for de nye venturefonde har vi analyseret antallet af investeringer på det danske marked i perioden 2001 til 2004. I analysen har vi alene fokuseret på den del af investeringerne, der forventes at kunne opfylde de krav til størrelser på investeringsrunder, vækstpotentiale m.v., som der vil være for de nye fonde. Det billede, der ad denne vej tegnes, kan ikke anvendes som en generel beskrivelse af den danske investeringsaktivitet.

Planerne om etablering af fonde med et kapitalgrundlag på mellem DKK 1 og 1½ milliard har blandt andet taget udgangspunkt i et ønske om at kunne tilbyde danske virksomheder med væsentligt globalt vækstpotentiale et kapitalindskud i de første investeringsrunder, som er større end, hvad der hidtil har været gældende. Med etableringen af fondene med en ti-årig levetid, vil den aktive investeringsperiode være fire til fem år, hvorefter der alene vil blive foretaget opfølgingsinvesteringer i den portefølje, der er etableret i den første periode.

Vækstfondens to investeringsteams har udarbejdet oplæg til en investeringsstrategi for de nye fonde, sådan som de som managementselskab for fondene ville udforme den. Det fremgår heraf, at man med den givne kapitalstørrelse for fondene ønsker at fokusere på virksomheder, hvor førsterundeinvesteringer vil ligge mellem EUR 2 og 3 millioner. Efterfølgende runder vil ligge mellem EUR 3 og 10 millioner og en samlet kapitaltilførsel fra fondene på minimum EUR 20 millioner. Vi anser – med den givne fondsstørrelse – denne bedømmelse som et realistisk udgangspunkt, såfremt fondene skal være fuldt investerede inden for den normale investeringsperiode.

Vi vil i det følgende analysere, hvorvidt de hittidige investeringsmønstre inden for de relevante segmenter og inden for de geografiske rammer, der har været angivet for fondene, sandsynliggør, at det vil være muligt at anvende fondens midler inden for de tidsmæssige rammer, som er markeds-konform med de internationale forhold.

I de oplæg, som er kommet dels fra Økonomi- og Erhvervsministeriet og dels via input fra Vækst-fonden, er der angivet en række rammer for fondenes investeringer:

- **Investeringsstørrelse:** Virksomhederne skal have et betydeligt vækstpotentiale, og de skal have behov for kapitaltilførsel, hvor den enkelte runde mindst udgør EUR 2 millioner. Der skal være et samlet kapitalbehov frem til exit på minimum EUR 20 millioner.
- **Antal investeringer årligt:** Den enkelte fond skal som minimum investere i 5-6 nye virksomheder årligt eller svarende til en samlet portefølje, når fondene er fuldt investeret, på 25 - 30 virksomheder.
- **Investeringsgeografi:** Fondene skal have Danmark og Sydkandinavien som primært investeringsområde, dog således at op til 25% kan investeres uden for regionen, hvis der er strategiske begrundelser herfor.
- **Sektorfokus:** Fondene skal have fagligt fokus på henholdsvis Life Science, omfattende biotek og medicoteknologi og Technology omfattende software, kommunikationsteknologi samt materialer.

- Virksomhedernes udviklingsstadiet: Fondene skal være fokuserede på early stage-segmentet, men således at der på niveau med nye investorer kan medinvesteres i samtlige investeringsrunder frem til exit.

Vi skal i det følgende belyse det mulige antal investeringer i hvert af årene 2001-2004, som ville have været en mulig målgruppe for de nye fonde. Dette er sket på basis af VentureOne-databasens opgørelse over samtlige registrerede danske ventureinvesteringer de pågældende år.

Vi har opdelt analysen således, at vi først fokuserer på potentialet på det danske marked, hvor vi ser detaljeret på udviklingen i de relevante investeringsmønstre siden 2001. Dernæst beskriver vi mindre detaljeret udviklingen på det sydsvenske og de øvrige nordiske markeder for samlet at kunne vurdere den mest hensigtsmæssige afgrænsning af de nye fondes investeringer.

Udvælgelsen for den danske del er sket på følgende måde: Vi har medtaget investeringer, som har investeringsrunder ned til EUR 1 million henholdsvis EUR 2 millioner og endvidere vurderet antallet af virksomheder, som samlet har modtaget minimum henholdsvis EUR 5 eller EUR 10 millioner. Med disse beløbsgrænser har vi søgt at identificere de investeringer, som potentielt kunne have haft grundlag for en kapitaltilførsel som angivet for de nye fonde, idet vi antager, at den valgte kapitalstørrelse indikerer, at investorerne har haft forventninger til et betydeligt vækstpotentiale hos virksomheden.

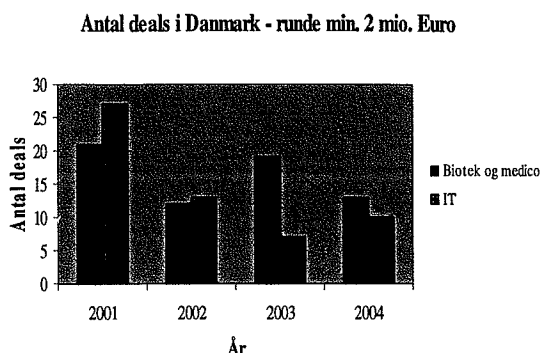
Der er naturligvis en vis usikkerhed forbundet med en sådan metode, men vi skønner, at den valgte afgrænsning, også baseret på en konkret vurdering af de enkelte investeringer, der er udvalgt på dette grundlag, giver et realistisk billede af markedspotentialet. Vi har alene medtaget investeringsemner inden for de segmenter, som er angivet ovenfor for de nye fonde. Derimod er investeringer inden for miljø, landbrug og energi samt traditionel fremstilling holdt udenfor.

Bortset fra enkelte store investeringer, som klart og entydigt har kunnet identificeres som later stage, er der ikke selekteret i investeringerne m.h.t. stadiet, da det ikke skønnes muligt at gøre på en entydig måde uden en detaljeret analyse af de enkelte investeringsemner. Det skal pointeres, at dette medfører, at det samlede estimat af investeringsemner for de nye fonde, såfremt man fastholder et stærkt early stage-fokus med den anvendte opgørelsesmetode, muligvis er overvurderet¹⁴.

Det skal endvidere pointeres, at det, der undersøges, er det antal investeringsmuligheder med den ønskede profil, som der har været det pågældende år. Der er således en række virksomheder, som modtager nye investeringer flere gange i den undersøgte periode. Men da vi skal kortlægge, hvilke mulige investeringsbeslutninger de nye fonde kan stå i for hvert år, har vi valgt at tælle hver investeringsrunde for sig. Opmærksomheden henledes blot på, at antallet af mulige virksomheder med de angivne profiler, som det samlet har været muligt at investere i i den undersøgte periode, er mindre end summen af de deals, der er opgjort. Til vurdering heraf kan oplyses, at det samlede antal virksomheder, som i perioden 2001 til 2004 opfylder kravene til både mindst én investeringsrunde på EUR 2 millioner eller mere, og som samlet har modtaget venturekapital på EUR 10 millioner eller mere, for Life Science segmentet udgør 21 virksomheder og for Technology segmentet 16 virksomheder.

¹⁴ Det er dog sådan, at stort set samtlige virksomheder, som indgår i populationen, på investeringstidspunkterne fortsat er på et tidligt udviklingsstadiet og uden markant egenindtjening.

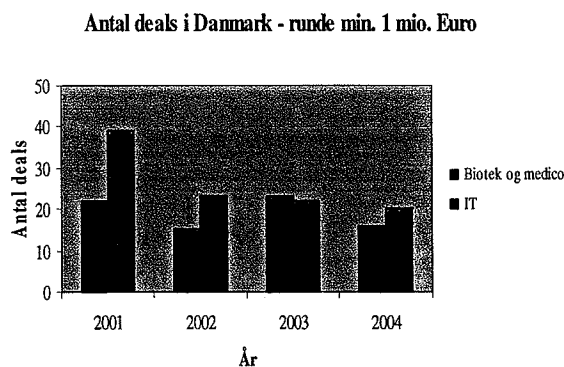
6.1.1 Antallet af deals, der lever op til kravet minimum EUR 2 millioner i én af investeringsrunderne



Kilde: Ernst & Young / Ventureone

Set i forhold til det antal mulige investeringsemner, som eksisterer for internationale fonde af tilsvarende størrelse, er det dog relevant at rejse spørgsmålet, om der er nødvendig kritisk masse alene på det danske marked, hvis ovenstående indikator af markedsstørrelsen er valid. Det er derfor relevant at se på, om en inddragelse af de virksomheder, som i mindst én investeringsrunde har modtaget mindst EUR 1 million i kapitaltilførsel, indikerer, at der er flere mulige investeringsemner.

6.1.2 Antallet af deals med minimum EUR 1 million i én af investeringsrunderne



Kilde: Ernst & Young / Ventureone

at den kapitaltilførsel, som de nye fonde ønsker at foretage, ville have medført, at virksomhedens vækstmuligheder ville kunne leve op til fondens krav.

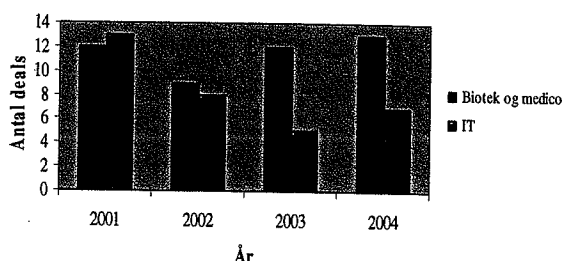
En måde at vurdere potentialet blandt målgruppen er at se på i hvilket omfang de, udover dealstørrelsen på EUR 1 million, har magtet samlet at tilføre kapital til den videre vækst. Hvis man her lægger en minimumsstørrelse på EUR 10 millioner, vil billedet se ud som beskrevet i de to efterfølgende afsnit.

Det samlede antal deals inden for begge segmenter har alle årene efter 2001 været af en begrænset størrelse. Gennemsnittet for de tre sidste år for Life Science området er ca. 14 årlige deals, mens det for Technology er 10 deals. Såfremt de nye fonde skal operere primært på det danske marked og investere i mellem fem og seks virksomheder årligt, betyder det, at fonden skal være investor i ca. halvdelen af alle deals, hvilket vil give de nye fonde en markedsandel, der svarer til den, som den nuværende Vækstfond har på det danske marked.

Dette øger i et vist omfang målgruppen for begge fonde. For Life Science fonden ses, at antallet af virksomheder de sidste tre år har svinget mellem 11 og 17 virksomheder, mens der for Technology fonden indikeres en øgning af mulige deals fra mellem 13 og 22. Det vil være hensigtsmæssigt, at de managementteams, der skal drive de nye fonde, gennemgår denne målgruppe med udgangspunkt i den investeringsstrategi, der ønskes anlagt. Gennemgangen skal ske med henblik på at sandsynliggøre,

6.1.3 Antal deals med mindst EUR 1 million og samlet kapitaltilførsel på EUR 10 millioner

Antal deals i Danmark - runde 1 mio. Euro og 10 mio. Euro

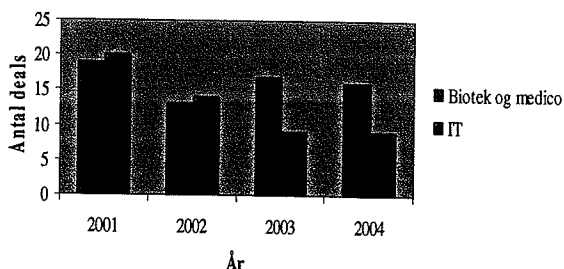


Kilde: Ernst & Young / Ventureone

Med tilføjelsen af dette parameter afgrænses populationen igen ned til et niveau, der må vurderes som kritisk. For Life Science ligger gennemsnittet på ca. 11 mulige investeringsemner, mens det for Technology ligger på ca. 6 virksomheder svarende til, at den nye Technology fond skulle investere i samtlige mulige årlige danske emner. Det er dog muligt også at argumentere for, at man her ser effekten af, at de danske virksomheder generelt har været underfinansieret i forhold til det nødvendige niveau – eller sagt på en anden måde – at tallene dokumenterer behovet for danske investorer, der kan tilføre kapital på internationalt sammenligneligt niveau. Halverer vi nu kravet til samlet investeret kapital til minimum EUR 5 millioner, burde vi få en størrelse, som ville kunne løftes også af mindre danske venturefonde enten alene eller ved syndikering med en eller to partnere.

6.1.4 Antallet af deals med minimum EUR 1 million og mindst EUR 5 million i tilført kapital

Antal deals i Danmark - runde 1 mio. Euro og 5 mio. Euro



Kilde: Ernst & Young / Ventureone

Dette øger igen populationen, og sammenholdes tallene med tabellen i afsnit 6.1.2, ses det, at størstedelen af de deals, hvor dealstørrelsen mindst én gang har udgjort EUR 1 million, også har en samlet kapitaltilførsel på EUR 5 millioner.

En samlet vurdering af mulige investeringsemner med den for fondene ønskede profil er dog samlet, at det efter vores opfattelse vil være vanskeligt at opnå kritisk masse for fondene med et primært dansk fokus.

De ovenfor angivne tal rummer samtlige ventureinvesteringer i perioden uden skelen til modenheten i udviklingstrin hos virksomhederne. Såfremt den her angivne størrelse af mulige investeringsemner fortsat vil være gældende i fondenes aktive investeringsperiode, vurderes det at være vanskeligt at sikre et tilstrækkeligt deal-flow til nye fonde med den størrelse og det geografiske fokus, som er antaget.

Analysen viser dog, at der på Life Science området, hvor investeringsrunder og samlet kapitaltilførselsbehov generelt er større, og hvor kompetencer med kommerciel tilgang er stærke i regionen, rummer bedre muligheder for at have kritisk masse i antallet af mulige deals, mens etableringen af en så stor fond på Technology området synes at være vanskelig at begrunde alene i forhold til de hidtidige danske udviklingsmønstre.

Fondene vil ved inddragelse af den svenske del af Øresundsregionen ikke få en væsentligt forøget tilgang af investeringsemner. Såfremt antallet af deals for Sydsverige medregnes med udgangspunkt i samme kriterier som ovenfor og med en kapitalrunde på minimum EUR 1 millioner, ses der ikke umiddelbart en væsentlig forøgelse af populationen af relevante investeringsemner.

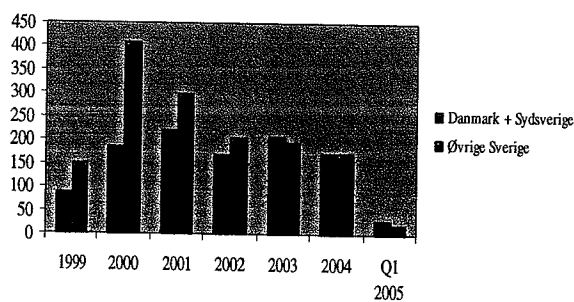
Ud af et samlet antal investeringer på 67, kan alene 14 henføres til Sydsverige. De 14 investeringer er fordelt med 7 på Life Science området og 7 på Technology området. Det skal bemærkes, at Sverige i modsætning til Danmark havde et meget stort antal Technology investeringer på i alt 40 i 2004. Technology segmentet i Sverige er dog i væsentligt omfang placeret i Stockholm-regionen.

Det kunne understøtte, at Technology fondens investeringsfokus skal udvides til at omfatte hele Sverige. For at give et bredere vurderingsgrundlag for hvorvidt fondene skal inddrage den samlede Øresundsregion og evt. hele Sverige i sit investeringsområde, har vi nedenfor kortlagt de generelle investeringsmønstre for dette område, sådan som de er registreret i databasen VentureOne.

6.2 Øresundsregionen

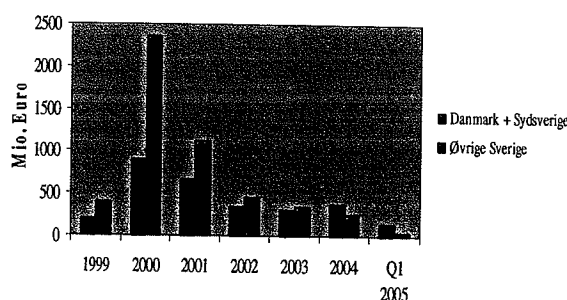
Vi skal i det følgende gennemgå investeringsmønstre, størrelser og branchefordelinger på henholdsvis det danske og svenske marked, herunder specielt se på potentialet i Øresundsregionen som nær-område. For at belyse potentialet hvis de to nye fonde skal have Danmark samt Sydsverige som primært investeringsfelt, har vi her sammenlignet investeringsmønstrene i henholdsvis Danmark samt Sydsverige inklusiv Göteborg-området med udviklingsmønstrene i den øvrige del af Sverige, som kunne være et muligt supplerende investeringsområde for de nye fonde.

Antal Transaktioner



Kilde: Ernst & Young / Ventureone

Fremskaffet kapital



Kilde: Ernst & Young / Ventureone

Ser man først på den generelle udvikling i antallet af transaktioner, hvor der er tilført kapital, og summen af investeret kapital, bekræftes det kendte billede af, at Sverige, primært trukket af Stockholm og Uppsala-regionen, indtil markedets sammenbrud i 2000 og 2001 har været langt mere aktiv på venturemarkedet end Danmark og Sydsverige. Det er også relevant at notere, at den udligning af ventureaktivitetsniveauet mellem de to områder, der er set de seneste år, primært skyldes et stort fald i den svenske aktivitet.

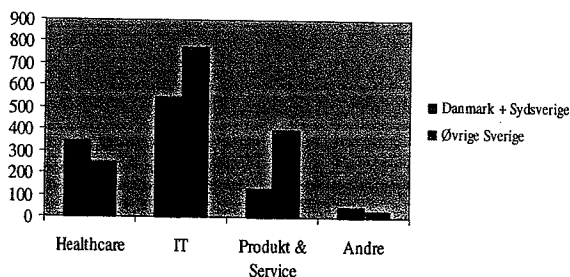
En optimistisk vurdering af de kommende markedsmuligheder kunne tage udgangspunkt i, at en ny fremgang på venturemarkederne i Danmark og Sydsverige samlet ville komme på niveau med situationen i 2001. Dette ville betyde et årligt investeringsniveau på ca. EUR 600 millioner. Hvis de nye fonde med en samlet kapital på EUR 400 millioner investeres i Øresundsregionen over seks år, vil det betyde årlige investeringer på ca. EUR 66 millioner svarende til ca. 11% af den samlede investerede kapital.

Hvis der omvendt tages udgangspunkt i investeringsaktiviteten i 2004 som et niveau, der vil fortsætte i fondenes levetid, så vil det samlede investeringsniveau i Øresundsregionen være ca. EUR 400 millioner, hvilket betyder, at de nye fondes andel vil udgøre ca. 16%. En geografisk fokusering, der omfatter hele Danmark og Sverige, vil nedsætte andelen til ca. 8%.

Det er i den forbindelse væsentligt at notere sig, at der samlet set er en væsentlig forskel mellem de to geografiske områder med hensyn til investeringernes fordeling inden for de nye fondes fokusområder. Der er således over tid et meget væsentligt forskelligt investeringsmønster, som ses meget klart, når det samlede antal investeringer inden for forskellige branchesegmenter i de to geografiske områder analyseres.

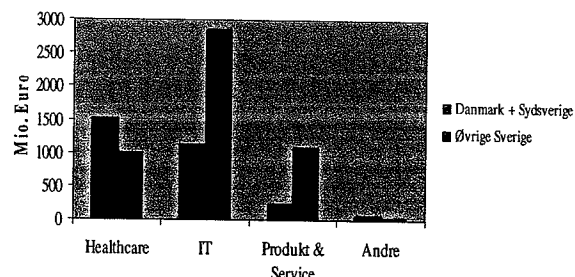
Det samlede Healthcare segment i Danmark og Sydsverige har, når det samlede investeringsmønster for perioden 1999 til og med første halvår 2005 vurderes, en stærkere position, både målt ved antal deals og ved tilført kapital, end i den øvrige del af Sverige. Technology området er modsat langt svagere i den danske og sydsvenske region sammenholdt med det øvrige Sverige. Forskellen mellem antallet af transaktioner i Danmark og Sverige er dog mindre end for tilført kapital¹⁵.

Antal transaktioner, industri



Kilde: Ernst & Young / Ventureone

Fremskaffet kapital, industri

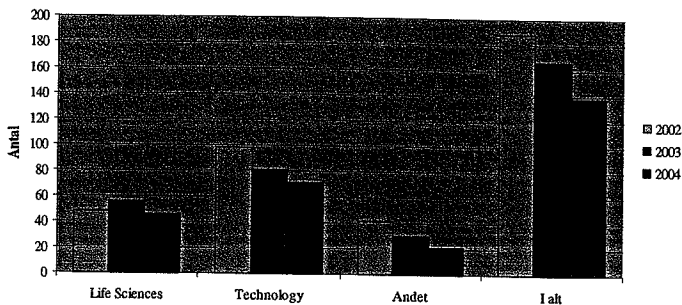


Kilde: Ernst & Young / Ventureone

¹⁵ Dette kan dog skyldes, at vi her opgør samtlige deals, der indgår i VentureOne-databasen. Som påpeget i det indledende afsnit er databasen mindre præcis med hensyn til opgørelsen af specielt deals med små investeringsstørrelser, og det kan spille ind her.

6.2.1 Norden som investeringsområde

Investeringer i Norden med mindst én runde på > EUR 1 mio
2002 - 2004



Kilde: Ernst & Young / Ventureone

Det er det fælles træk for de større fonde, der er rejst i de nordiske lande de sidste år, at de er etableret med hele det nordiske område (Danmark, Sverige, Norge og Finland) som investeringsområde. Ser vi på antallet af deals med mindst én investeringsrunde på EUR 1 million eller mere, og som ligger inden for de to fondes investeringsområder, forekommer det hensigtsmæssigt at vælge det samlede Norden som investeringsområde. Tilgangen af mulige deals er for begge fonde betydeligt og udgør en væsentlig del af de samlede

investeringer. Muligheden for kompetenceopbygning og for syndikeringer er klart bedre end med et snævert geografisk valg.

6.2.2 Sammenfatning vedrørende undersøgelsen af investeringsmønstrene

Ud fra et dansk synspunkt vil det, uanset om man opretholder et dansk, sydkandinavisk eller nordisk fokus, være nødvendigt at forbedre indsatsen for at øge antallet af relevante investeringsemner markant i forhold til de antal investeringer, som ovenstående analyse har vist. Tilsvarende vil der være et behov for at sætte øget fokus på kvaliteten i modningen af de nye danske virksomheder. Hvis fondene alene skal have et dansk og sydsvensk fokus, er det afgørende, at antallet af mulige investeringsemner forøges. Hvis man omvendt for at sikre kritisk masse og kapitalgrundlag for de nye fonde udvider det geografiske investeringsområde til hele Norden, vil danske virksomheder skulle konkurrere med andre nordiske virksomheder om fondenes investeringer, hvilket alt andet lige vil skærpe kravene til virksomhedernes kvalitet og globale potentiale.

Såfremt der ønskes en forbedret tilgang af kapital på det danske marked via store dansk-kontrollerede venturefonde, ses det at være en nødvendig forudsætning for sådanne fondes etablering på markedsvilkår med det heraf følgende krav til god rentabilitet, at man sikrer, at de fødelinjer, der skaber rammerne for de nye videnbaserede virksomheder med globalt vækstpotentiale, er udformet på en sådan måde, at de øger antallet af investeringsemner i forhold til den mængde, der er i dag. Vi skal i rapportens afsluttende del komme med anbefalinger til mulige veje for at opnå et sådant formål.

Vi har for at skabe et bedre grundlag for at vurdere de nuværende fødelinjer og samspillet mellem dem, undersøgt, hvordan innovationsmiljøernes bidrag til venturemarkedet for større ventureinvesteringer har været, ligesom vi har set på, hvordan og i hvilket omfang Vækstfonden via sine virkemidler har understøttet de virksomheder, som er startet via innovationsmiljøordningen.

Vi har opgjort innovationsmiljøernes bidrag til det segment af virksomheder, som de nye fonde skal rettes imod og sammenholdt det med den generelle investeringsaktivitet, der har været i innovationsmiljøerne siden starten i 1998. Vi har endvidere set på, i hvilket omfang den kompetence vedrørende early stage venture, som er udviklet i Vækstfonden de sidste fire år, har samvirket med innovationsmiljøerne.

6.3 Innovationsmiljøordningen

Innovationsmiljøordningen blev etableret af Erhvervsministeriet i 1998. Efter en udbudsrunde og efterfølgende godkendelse muliggør ordningen, at en række selskaber, regionalt fordelt over landet, på statens vegne kan investere såkaldt forprojektkapital i helt nystartede virksomheder. Miljøerne er udvalgt sådan, at de dækker landets centrale universiteter og forskningsinstitutioner og har et formaliseret samarbejde med samme universiteter og forskningsinstitutioner. Således indgår de forskellige universiteters og forskningscentres ledelse typisk i bestyrelsen for de enkelte innovationsmiljøer.

Hermed fik forskningsmiljøerne et instrument til at medfinansiere virksomheder med udspring i den avancerede forskning på institutionerne.¹⁶ Rammerne for innovationsmiljøernes investeringer er ikke afgrænset til virksomheder med udspring fra forskningsinstitutioner. Med den regionale opdeling lå der også et incitament til at udfylde en rolle som regionalt udviklingscenter med fokus på finansiering af videnbaserede virksomheder i den specifikke region og dennes opland. Specielt i ordningens første år var de generelle styringsmekanismer for ordningen entydigt rettet mod at starte flest mulige virksomheder, idet størrelsen af bevillingerne til driften af innovationsmiljøerne var afhængig af, hvor mange virksomheder man satte i gang.

Det er således nødvendigt at forstå, at ordningens regelsæt og praktiske administration ikke har givet et klart fokus med hensyn til, hvilke typer virksomheder der skulle investeres i. Det har derimod været ønsket gennem den regionale administration af ordningen, via en af staten uafhængig operatør, at give plads til mange forskellige måder at medfinansiere og bistå nye virksomhedsstartere.

Når vi således nedenfor belyser innovationsmiljøernes rolle i relation til den type vækstvirksomheder, som er målgruppe for større ventureinvesteringer, kan det ikke anvendes til generelt at vurdere kvaliteten i forhold til målsætningerne, hverken for ordningen som helhed eller for de enkelte miljøer, men alene til en bedømmelse af ordningens effekt på dannelsen af højvækstvirksomheder med venturefinansiering. Der er således videreført et stort antal virksomheder via ordningen, og for flere af miljøerne er det også lykkedes at sikre en betydelig øgning af de statslige midler, der i første runde skydes ind i virksomhederne:

¹⁶ Et af målene med initiativet var at udvikle en proces i lighed med den man havde iagttaget i en lang række lande, herunder Sverige. (I Lund havde Den Tekniske Højskole allerede på dette tidspunkt en lang række spin-off virksomheder placeret i forskerparken Ideon, og der var en meget omfattende ventureinvesteringsaktivitet rettet mod den type virksomheder).

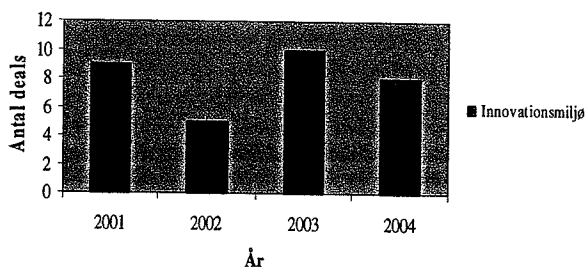
Virksomheder startet i Innovationsmiljøordningen Perioden 1998 - 2004

Innovationsmiljø	Antal igangsatte virksomheder	Tilført ekstern kapital, DKK mio.
Teknologisk	138	258
Syddansk	56	59
Novi	78	114
Østjysk	87	125
HIH	55	81
CAT	55	334
Symbion	55	133
DTU	85	168

Kilde: VTU samt CAT

Sammenholdes disse tal med analysen af de virksomheder, som skal være målgruppen for de venturefonde, der her er til undersøgelse, indikerer det, at finansieringen for de fleste miljøers vedkommende kun i mindre omfang består af venturekapital samt muligvis kapital fra business angels og andre finansieringskilder. Med hensyn til bidrag fra Vækstfonden belyses dette nærmere nedenfor. Desværre er finansieringskilderne ikke oplyst i materialet fra VTU.

Antal deals fra innovationsmiljøer - runde min. 1 mio.
Euro



Kilde: Ernst & Young / Ventureone

Ser vi alene på den samlede gruppe af virksomheder, der i en enkelt investeringsrunde har modtaget EUR 1 million eller mere, ligger antallet af investeringer i virksomheder fra innovationsmiljøerne på mellem 4 og 7. Hvis disse virksomheder også skal have fået tilført en samlet kapital til dato på EUR 5 millioner eller derover, bliver antallet af investeringer i populationen, der kommer fra innovationsmiljøerne, mindre. Der er således i de sidste to år alene tale om 3 og 4 investeringer. Der skal endvidere tages højde for, at der her er tale om antal investeringsrunder.

For virksomhederne fra Innovationsmiljøerne er der en del gengangere. Det samlede antal virksomheder, som kan identificeres i populationen af virksomheder, der i perioden 2001-2004 indgår en eller flere gange med en kapitaltilførsel på minimum EUR 1 million, udgør således alene 14 virksomheder sammenholdt med 353 videreførte virksomheder i alt.

Det skal dog tilføjes, at der herudover i denne gruppe indgår et antal virksomheder, som er startet via de private seed-kapital selskaber og etableret og drevet af aktørerne bag innovationsmiljøerne. Både CAT-Seed, Symbion Capital og NOVI har porteføljevirkomheder med i denne opgørelse, som har modtaget førsterunde-investeringer fra disse selskaber, uden at de først er startet med investering fra det tilknyttede innovationsmiljø.

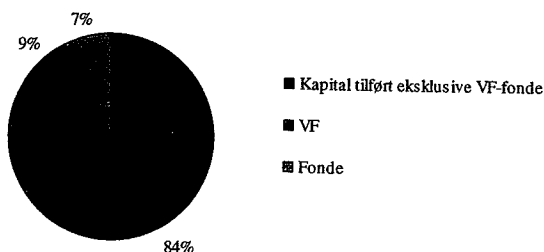
I lyset af at det samlede antal videreførte virksomheder fra innovationsmiljøerne fra starten i 1998 og til og med 2004 er opgjort til 353, er det stadig et meget lille antal virksomheder, som ad denne vej er ført frem til større ventureinvesteringer. Iagttagelsen bekræfter det billede, som andre analyser har vist, at danske vækstvirksomheder generelt har vanskeligt ved at vokse til internationalt niveau.

Det ligger uden for denne rapports formål at gå ind i en egentlig vurdering af innovationsmiljøernes generelle performance. Men såfremt der ad denne vej skal ske en forøgelse af antallet af mulige investeringsemner for de kapitalfonde, der ønskes igangsat, er der behov for at analysere, hvordan man kan forbedre miljøernes evne og mulighed for at opfylde et sådant formål. Det vil ligeledes være relevant at overveje, om der er tilstrækkelig synergi mellem de forskellige offentlige aktiviteter inden for området.

For at bedømme dette forhold har vi nedenfor kortlagt, i hvilket omfang Vækstfonden og de ad denne vej startede early stage-fonde har samvirket med de enkelte innovationsmiljøer. Vi har således i forbindelse med vores gennemgang af Vækstfondens og associerede fondes nuværende portefølje kortlagt de virksomheder, der har modtaget kapital fra begge parter og så sammenholdt disse informationer med tal for innovationsmiljøernes aktiviteter, sådan som de fremgår af de årlige rapporter, som Ministeriet for Videnskab, Teknologi og Udvikling, der i dag administrerer innovationsmiljøordningen, gennemfører.

6.3.1 Vækstfondens samspil med innovationsmiljøerne

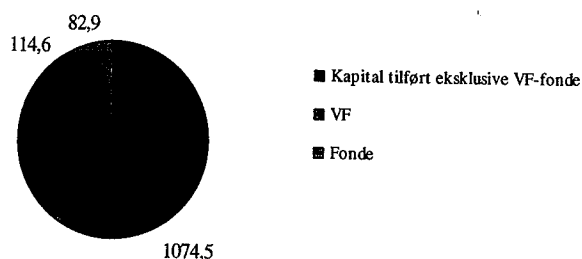
Vækstfondens involvering i virksomheder startet i innovationsmiljøerne



Kilde: VTU og vækstfonden

Når den samlede mængde kapital, som er tilført virksomheder startet via innovationsmiljøordningen fra starten i 1998 og til og med udgangen af 2004, sammenholdes med de investeringer, som Vækstfonden og dennes associerede fonde har foretaget i innovationsmiljøvirksomheder, udgør disse midler henholdsvis 9% og 7% af de samlede midler svarende til i alt ca. 197 millioner, der er investeret ud af i alt lidt over en milliard. Dette er illustreret i nedenstående figur:

Vækstfonden og ass. fondes andel af tilført kapital efter seed-runde



Kilde: VTU og Vækstfonden

Vækstfonden og Innovationsmiljøinvesteringerne

Innovationsmiljø	Antal virksomheder	VF-fase: fordelelige virksomheder	VF-fase: fordelagtige	Udviklet kapital (DKK mio.)	Reguleret kapital (DKK mio.)
Teknologisk	138	6	4%	258	6
Syddansk	56	5	9%	59	5
Novi	78	2	3%	114	2
Østjysk	87	3	3%	125	3
HHH	55	0	0%	81	0
CAT	55	6	11%	334	6
Symbion	55	4	7%	133	4
DTU	85	11	13%	168	11

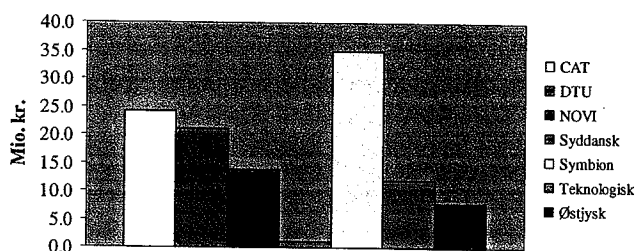
Kilde: VTU og Vækstfonden

Analyseres antallet af virksomheder, som har modtaget kapital fra de to kapitalkilder, ses det, at det samlet set er en meget lille del af virksomhederne i innovationsmiljøerne, der modtager finansiering ad denne vej, i alt ca. 11% af de videreførte virksomheder.

Det er ikke muligt uden en nærmere analyse af de porteføljevirkomheder, som findes i innovationsmiljøerne, at vurdere, om de resterende næsten 90% af virksomhederne ikke rummer det nødvendige potentiale for en videre modning. Et af målene med de nye fonde er, at de skal sikre en stærk kontakt allerede i seed-fasen mellem den nystartede virksomhed, den eventuelle inkubatorinvestor og de nye fonde. Der synes derfor at være behov for at øge fokus på at få knyttet kapitalaktiviteterne tættere til efterfølgende investorer.

Ser man alene på Vækstfondens egne investeringer fordelt på de enkelte miljøer, er der med undtagelse af syddansk innovation og innovationsmiljøet i Herning, tale om beløb fra 8 millioner op til 34 millioner. Samlet er der en klar overvægt af investeringer i de miljøer, der er tilknyttet hovedstadsregionens forskningsinstitutioner. Virksomheder fra CAT, Symbion og DTU står således for ca. 82 ud af de 114 millioner, der er investeret. Dette mønster er sammenfaldende med, hvad der er gældende for de samlede danske ventureinvesteringer.

Vækstfondens direkte investering i innovationsmiljøvirksomheder

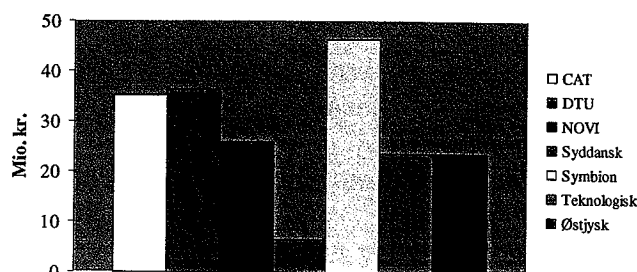


Da Vækstfonden er lovgivningsmæssigt tvunget til i hvert enkelt investeringstilfælde at investere sammen med private ventureselskaber, vil dette forhold også afspejle sig i Vækstfondens investeringsprofil. Endvidere gælder det, at Symbions høje andel af investeret kapital fra Vækstfonden udgøres af biotekselskaber med et stort tilsagn fra Vækstfonden. Men i relation til at forskningsmiljøerne i hele Danmark, via deres innovationsmiljøer, skal være fødelinje til nye venturefonde, er det vigtigt, at der er et tæt regionalt samspil i bred forstand.

Vækstfonden har da også gennem sine investeringer i andre ventureselskaber medvirket til at øge antallet af regionale aktører, som med tættere tilknytning til de regionale miljøer end Vækstfonden selv kan medvirke til at bedre vækstchancerne for innovationsmiljøvirksomhederne.

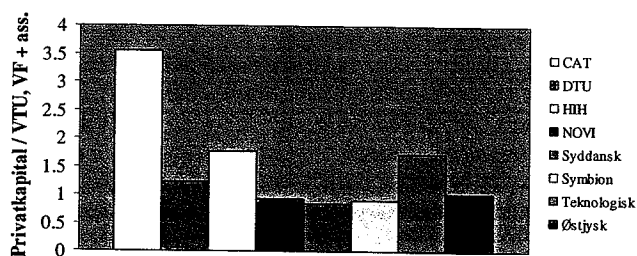
Dette forhold belyses nærmere i grafen til højre, hvor disse fondes investeringer er medtaget. Der ses en mere jævn fordeling af den tilførte kapital på de forskellige miljøer, og specielt for NOVI og Østjysk ses det, at disse fonde medvirker til en jævnere regional fordeling, om end det stadig gælder, at porteføljevirkomheder fra CAT, Symbion og DTU står for 115 ud af de i alt 197 millioner, der er tilført.

Vækstfondens og ass. fondes investeringer i IM-miljøer



Kilde: VTU og Vækstfonden

Innovationsmiljøets gearing af tilført kapital fra VTU, VF + ass. fonde



Kilde: VTU og Vækstfonden

I grafen til venstre beskrives de enkelte miljøers evne til at opnå "gearing" med helt private midler, den offentlige og offentligt støttede kapital, som er tilført virksomhederne via innovationsmiljøordningen, Vækstfonden og de fonde, som Vækstfonden er medejer af. Dette for at måle om Vækstfondens grad af involvering i porteføljevirkomhederne øger sandsynligheden for, at det private kapitalmarked tilfører kapital til virksomhederne.

Som det ses, ligger alle på nær CAT, der gearer investeringerne med en faktor 3,5, med ca. 1 til 1½ gange gearing af de ad offentlig vej tilførte midler til virksomhederne. Sammenholdes det med den meget store spredning, der er i Vækstfondens kapitalindsud i porteføljevirkomheder hos de enkelte miljøer, synes der ikke at være belæg for, at samspillet med Vækstfonden øger miljøernes evne til at tiltrække kapital.

Det er ligeledes interessant at registrere, at de regionale forskelle, hvor specielt Hovedstaden med sine stærke forskningsinstitutioner og store virksomheder normalt skulle begrunde en regional spredning i det her tilfælde med CAT som undtagelse, ikke ses her. Det kan også noteres, at Teknologisk Institut uden i større omfang at have indgået samarbejde med Vækstfonden og associerede fonde er lykkedes med at rejse betydelig kapital til sine virksomheder. Da Teknologisk Innovations målgruppe i høj grad har været andre end de stærkt videndrevne virksomheder, som er mål for venturemarkedet, afspejler dette formentlig, at denne type virksomheder ikke har ligget inden for den målgruppe, som Vækstfonden med sin venturestrategi har fokuseret på. Det samme gælder for HIH-development, som intet samarbejde har haft med Vækstfonden.

7 Organisatoriske og juridiske rammer for venturefonde – best practice

7.1 Indledning

I dette afsnit vil vi fremkomme med anbefalinger vedrørende fondsstruktur og corporate governance. Fondsstruktur omfatter i denne forbindelse forhold som fondenes juridiske form, ledelsesstruktur, management fees og incitamentsstrukturer m.v. Corporate governance omfatter forhold som rapporteringsstruktur, kompetencefordeling, forhold vedrørende risiko m.m. Afsnittet er baseret på investorkrav samt erfaringer fra vores egen organisation i såvel Danmark som internationalt.

Ved tilrettelæggelsen af fondsstruktur og corporate governance forhold er det væsentligt at bemærke, at investorer i forbindelse med deres investeringsbeslutning vil foretage en samlet afvejning af investeringstilbuddet. I denne forbindelse er fondsstruktur og corporate governance blot to elementer i den samlede vurdering. Med andre ord kan investorernes holdning til disse forhold variere afhængig af øvrige elementer som f.eks. tilknyttede managementteams og deres dokumenterede resultater, attraktiviteten af investeringsstrategien osv. Uanset dette element af variabilitet i investorernes krav til fondsstruktur og corporate governance ses en række tendenser i de formelle strukturer:

- Investorerne ønsker en selskabsstruktur med begrænset hæftelse.
- Investorerne ønsker en hensigtsmæssig beskatning.
- Investorerne ønsker om muligt successiv indbetaling af midler til fonden i takt med, at fonden investerer.
- Investorerne ønsker periodisk rapportering i løbet af året.

Over tid har forskellige former for fondsstrukturer udviklet sig, som - afhængig af situationen - tilgodeser de grundlæggende investorkrav. Hvorvidt disse krav kan opfyldes via fondsstruktur m.v. afhænger eksempelvis af, om fonden skal være tilrettelagt, således at kapitalandele i fonden skal kunne handles frit, f.eks. over Fondsbørsen. I en sådan situation bør fonden pr. definition etableres som et aktieselskab, som enten er børsnoteret, eller som er tilrettelagt med henblik på senere notering.

I rapporten har vi som udgangspunkt behandlet den situation, hvor fondene etableres som "private" fonde, dvs. med kapitalindskud fra en række professionelle institutionelle investorer og dermed uden hensyntagen til muligheden for børsnotering.

Vi skal for god ordens skyld gøre opmærksom på, at de detaljerede juridiske forhold, dokumenter og lignende i forbindelse med den faktiske etablering af fondene bør klarlægges og udarbejdes af en jurist/et advokatfirma med kompetencer inden for det selskabsretlige område.

7.2 Fondsstruktur

7.2.1 Kapitalfondenes juridiske form

Over tid har venturefondes strukturer udviklet sig såvel internationalt som i Danmark. De såkaldte Limited Partnerships (L/P) er internationalt set best practice for etablering af venturefonde. I Danmark koncentrerer den udviklede praksis sig væsentligst om kommanditselskaber (K/S). K/S'et svarer til det internationalt kendte L/P.

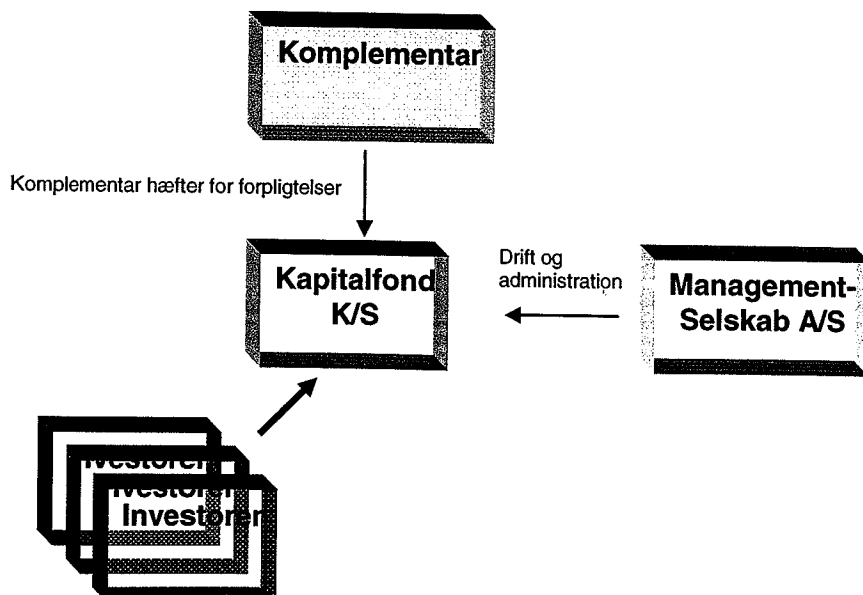
Et alternativ til K/S'et er de såkaldte partnerselskaber (P/S). Fælles for såvel K/S'et som P/S'et er, at der er begrænset hæftelse for investorerne, og at K/S'et hhv. P/S'et ikke er selvstændige skattesubjekter. Det vil lidt forenklet sige, at overskud og underskud indregnes hos de enkelte investorer i forhold til deres forholdsmæssige ejerandele og de skatteregler, der gør sig gældende for de pågældende investorer.

Der er dog nogle forskelle mellem et K/S og et P/S. Selskabsformen P/S er i dets nuværende form forholdsvis ny i Danmark, og der er mange fællestræk over til et aktieselskab. Eksempelvis skal den vedtægtsmæssige kapital være fuldt indbetalt. Det har den konsekvens, at såfremt kapitalen ønskes indbetalt i takt med, at behovet for likviditet opstår i venturefonden, vil dette i hvert enkelt tilfælde kræve, at der skal ske en formel kapitalforhøjelse med deraf følgende generalforsamlinger, vedtægtsændringer m.v.

K/S'et har den fordel, at kapitalen kan indbetales i rater i takt med, at behovet opstår. Udtrykket "called capital" betegner den kapital, venturefonden har bedt om.

Det er vores opfattelse og vurdering, at K/S'et i dansk sammenhæng fortsat må anses for best practice, idet K/S'et i de fleste tilfælde vil tilgodese investorernes ønsker og krav til formel struktur.

K/S'et organisering kan vises således:



Investorerne vil som kommanditister hæfte begrænset og maksimeret jf. aftalen i vedtægterne. Kapitalen vil som udgangspunkt blive indbetalt i takt med K/S'ets behov for kapital.

Komplementaren (internationalt "General Partner") vil hæfte fuldt ud. I praksis vil komplementaren ofte være et aktie- eller anpartsselskab. General Partner selskabet kan ejes enten af investorerne i K/S'et eller af andre parter.

7.2.2 Ledelsesstruktur

Som tidligere anført er en af de kritiske faktorer for en vellykket fundraising i en venturefond oftest, at de rette managementkompetencer knyttes til fonden. For at tiltrække sådanne kompetencer har det ofte vist sig nødvendigt at give denne person/disse personer ("management" eller "partnere" afhængig af aflønningsstruktur m.v.) forholdsvis uindskrænkede rammer, for så vidt angår gennemførelse af investeringsstrategien i det daglige arbejde. Dette har haft den konsekvens, at best practice lige i øjeblikket er, at partnerne tegner K/S'et som direktion via et et-strengt ledelsessystem, idet det bemærkes, at der ikke er lovkrav om en bestyrelse i et K/S.

Direktionsrollen udfyldes ofte via et managementselskab tegnet af de pågældende personer. Det praktiske arbejde med administrationen og investeringsrådgivningsarbejdet for fonden varetages ofte af dette managementselskab.

En ofte anvendt konstruktion er, at managementselskabet varetager administration samt behandling af investeringsoplæg/investeringsrådgivning. Det samme gør sig gældende i udenlandske L/P'er, og konstruktionen vil således være velkendt hos mange udenlandske investorer.

I såvel danske som udenlandske fonde er det ikke ualmindeligt, at der til managementselskabet bliver tilknyttet advisory boards, som har til formål at rådgive managementselskabet om etablering og gennemførelse af deres investeringsstrategier. Et sådant advisory board er i sagens natur kun af rådgivende karakter.

7.2.3 Regulering af investor-/ejerforhold

I forbindelse med etableringen af fondene skal der etableres et antal aftaler mellem investorerne. Disse aftaler har ud over at præcisere investorernes indbetalingsforpligtelser også til formål at regulere konditionerne ved ind- og udtræden af fondene. Som eksempel kan anføres:

- Regulering af forholdet mellem investorerne ved udtræden, herunder forkøbsret m.v.
- Beslutning om salg og/eller likvidering af fonden.
- Beslutning om afbrydelse af samarbejdet med managementselskabet.

7.2.4 Statens ejerandel og indflydelse

Det er vores vurdering, at det er centralt for private investorers tilslutning til etableringen af fondene, at statens rolle og ejerandel ligger fast fra etableringstidspunktet. Vi vurderer, at det ikke vil være hensigtsmæssigt, hvis staten – direkte eller indirekte – har bestemmende indflydelse på etableringstidspunktet. En sådan situation kan efter vores opfattelse skabe usikkerhed hos private investorer om statens involvering i det endelige set-up.

Managementselskabet skal, for at kunne opretholde sin uafhængighed af særinteresser, være uafhængigt af investorerne i fonden, herunder også staten.

7.2.5 Management fee og incitamentsstruktur

I forbindelse med etableringen af kapitalfondene skal der indgås aftaler med managementselskabet for de ydelser, som managementselskabet leverer til fondene. EVCA har udarbejdet et notat, der beskriver, hvorledes de forskellige typer af honorarer fastsættes. Det er vores vurdering, at disse i et væsentligt omfang vil kunne benyttes på en dansk fond, men det må i den sidste ende bero på en forhandling i den konkrete situation.

Placement fee

EVCA anfører, at det vil være højest usædvanligt, at fondene skal betale en up-front fee i forbindelse med etableringen ud over de omkostninger, der direkte kan henføres til selve etableringen. Dette svarer tillige til vores vurdering og kendskab til praksis på området. Dog vil det i sidste instans være op til forhandling og skal ses i lyset af den samlede honorerings sammensætning.

Management fee

Det er vores erfaring, at en markedskonform management fee i Danmark kan andrage ca. 2 – 3% p.a. af fondens indbetalte kapital. Niveauet har over de senere år været faldende. EVCA anfører, at en management fee typisk vil udgøre 1,5% til 2,5% p.a. af fondens indbetalte kapital. Procentsatsen vil kunne variere i forhold til fondens størrelse, hvilket betyder, at jo større fonden er, jo mindre vil satsen alt andet lige være. Andre forhold, der kan påvirke fee-strukturen, er antallet af investeringer, kompleksiteten af disse, tidshorisont og så videre.

Set fra et investorsynspunkt er det vigtigt, at der etableres en fee-struktur, som sikrer, at managementselskabet og indirekte dette selskabs ejere ikke forgyldes i en grad, som vil blive opfattet som urimelig. Større honorarer accepteres, når der er genereret et signifikant afkast af investeringerne i fonden.

Transaction fee

Vi er ikke bekendt med, at der afregnes såkaldte transaction fees i Danmark. En sådan vil i givet fald skulle udbetales, når der er foretaget en investering. Vi skal derfor ikke anbefale, at der aftales en sådan.

Carried interest

Carried interest ("Carry") er et resultatafhængigt honorar og vil ofte være en del af management fee strukturen. Dette opgøres typisk på grundlag af nettoprovenuet fra salget af porteføljevirksohmheden. Dette provenu fremkommer som forskellen mellem nettosalgssummen med fradrag af den investerede kapital. Det skal i den forbindelse bemærkes, at nettosalgssummen kan bestå af flere elementer, såsom en kontant del, en earn-out baseret og en betaling i form af aktier i en anden virksomhed. Hvorledes disse specifikt skal opgøres og vægtes falder uden for denne rapport at redegøre for.

Honoraret kan sammensættes og opgøres på talrige måder, men i den sidste ende beror det på en forhandling mellem parterne i forbindelse med udarbejdelsen og fastlæggelsen af betingelserne ved fondenes etablering.

Følgende elementer skal indgå i fastlæggelsen:

- Skal den opgøres på grundlag af hver enkelt transaktion eller summarisk på årlig basis?
- Skal tabsgivende transaktioner indregnes, således at der kun afregnes på grundlag af den akkumulerede nettogevinst?
- I nogle fonde bliver der først udbetalt en Carry, når investorerne har fået udbetalt et provenu, der svarer til den samlede indbetalingsforpligtelse fra investorerne. I nogle tilfælde indarbejdes der en tilbagebetalingsforpligtelse på den udbetalte Carry, såfremt kapitalen i fonden efterfølgende tabes. Dette kan betyde, at investorerne vil kræve, at managementselskabet indbetaler en del af deres Carry på en sikkerhedskonto.

EVCA anfører, at en markedskonform sats for beregning af carried interest udgør 20 % af nettoprovenu/gevinst.

Ledelsens involvering i managementselskabet

Det er vores erfaring, at en af de faktorer, der driver medarbejderne i managementselskabet, er mulighederne for selv at få en eventuel gevinstandel af de investeringer, som foretages i fondene. Dette kan bl.a. ske ved at give centrale medarbejdere (partnere) mulighed for at få en ejerandel i de porteføljevirksohmheder, der investeres i. Dette kan eventuelt kombineres med options- og warrantprogrammer.

7.2.6 Økonomisk struktur

Kapitalfonden

Kapitalfondens økonomiske struktur vil være en egenkapitalfinansieret portefølje af investeringer i early stage-virksohmheder. Kapitalfonden vil typisk have begrænsede likvide midler, men dog tilstrækkelige til at gennemføre investeringer inden for en kortere periode samt tilstrækkelige til at dække løbende driftsomkostninger. Kapitalfonden vil i en initial periode være født med underskud hidrørende fra management fees til managementselskabet. Hvorvidt kapitalfonden selv skal afholde udgifter eksempelvis til revision, advokat og lign. vil afhænge af aftalen med managementselskabet.

Kapitalfonden vil, jf. årsregnskabslovens bestemmelser, som udgangspunkt skulle værdiansætte/måle sine investeringer til markedsværdi, hvilket vil føre til løbende op- og nedskrivninger via resultatopgørelsen. Dette er i overensstemmelse med EVCA's overordnede bestemmelser.

Da kapitalfonden ikke har momspligtig aktivitet, kan fonden ikke få refunderet moms af sine omkostninger hos ToldSkat.

Managementselskabet

Selvom managementselskabet principielt er uafhængig af kapitalfonden, skal der dog knyttes et par kommentarer hertil. Managementselskabets økonomiske grundlag vil principielt være indtægter fra administration og rådgivning af kapitalfonden, jf. ovennævnte omtale af management fee og incitamentsstruktur. Managementselskabets omkostninger vil i overvejende grad være personaleomkostninger, men vil også bestå af andre omkostninger som husleje, edb osv.

Det er interessant at bemærke, at managementselskabets aktiviteter kun delvist vil være momsbelagte, nemlig for så vidt angår administrationen, hvorimod investeringsrådgivningsdelen er momsfri. Dette har den afledte konsekvens, at managementselskabet ikke kan få fuld momsrefusion af sine omkostninger, men kun forholdsmæssigt jf. forholdet mellem momspligtige og momsfrie aktiviteter.

For kapitalfonden vil en fee betalt til managementselskabet således være momsbelagt for så vidt angår administrationsdelen, hvilket er en moms, som kapitalfonden, jf. omtalen ovenfor, ikke kan få refunderet hos ToldSkat.

General Partner-selskab

Et general partner-selskab vil ofte være mere eller mindre tomt og uden nævneværdig aktivitet om nogen. For dets rolle som fuldt hæftende komplementar kan det dog være passende, at general partner-selskabet ydes et mindre årligt honorar. Dette honorar kan herefter medgå til dækning af general partner-selskabets omkostninger til regnskabsudarbejdelse mv.

7.2.7 Skat

Beskatningen af investorer i K/S'er er ikke selvstændigt lovreguleret i dansk skatteret, men bygger på retspraksis. K/S'et er ikke undergivet selskabsbeskatning, men i stedet påhviler de skattemæssige konsekvenser af K/S'ets dispositioner investorerne direkte. De enkelte investorer i K/S'et anses efter dansk skattepraksis for at eje en ideel andel af K/S'ets aktiver og passiver, og investorerne beskattes direkte af deres andel af overskud og underskud efter de skatteregler, der gælder for den enkelte investor.

Beskatning af udbytter og aktieavancer sker eksempelvis direkte hos investorerne på grundlag af deres ideelle andel af K/S'et, selvom det formelt er K/S'et, der modtager udbytter eller afstår aktier. Den ideelle andel opgøres som hovedregel som den enkelte investors andel af K/S'ets samlede kapital. Den enkelte investor kan højst fradrage tab med et beløb svarende til den pågældendes hæftelse for K/S'ets forpligtelser.

Investorerne i et K/S kan bestå af såvel juridiske personer (selskaber m.v.) og fysiske personer hjemmehørende i Danmark og udlandet. Der kan således være stor forskel på den skattemæssige behandling af samme transaktion hos de enkelte investorer.

Da et K/S er skattemæssigt transparent, må det for udenlandske investorer undersøges, om K/S'ets aktiviteter medfører, at eventuelle udenlandske investorer anses for at have fast driftssted i Danmark (og derfor begrænset skattepligt til Danmark). Udenlandske investorer er således alene skattepligtige i Danmark af aktieavancer, hvis de har fast driftssted i Danmark. Udbytter, som betales fra porteføljevirkksomheder til K/S'et, kan derimod altid pålægges kildeskat op til 28% i Danmark, jf. nedenfor. Der bør indhentes en bindende forhåndsbesked fra ToldSkat for at afklare, om et K/S vil udgøre et fast driftssted for eventuelle udenlandske investorer. Praksis på skatteområdet peger i retning af, at en kapitalfond organiseret som K/S ikke vil udgøre et fast driftssted, men det må undersøges konkret.

Kapitalforhøjelser og -nedsættelser

Hvis kapitalforhøjelser og -nedsættelser i K/S'et ikke forrykker investorernes ideelle ejerandele, har disse ingen danske skattemæssige konsekvenser. Indtræder nye investorer ved en kapitalforhøjelse, anses de hidtidige investorer for at have delafstået K/S'ets aktiver og passiver til de nye investorer. Tilsvarende gælder, hvor de hidtidige investorer ikke nytegner kapital i forhold til den eksisterende fordeling.

Salg af kapitalandele

Sælger en investor sin kapitalandel til en anden investor, som ikke allerede er investor i K/S'et, har dette ingen danske skattemæssige konsekvenser for de øvrige investorer. Den sælgende investor anses for at have solgt en ideel andel af samtlige af K/S'ets aktiver og passiver til køber. Køber anses for at have købt en ideel andel af K/S'ets aktiver og passiver. Tilsvarende gælder, såfremt den sælgende investor sælger sin ideelle kapitalandel til de resterende investorer i K/S'et.

Udlodninger til K/S'et og K/S'ets investorer

Ved udlodning af udbytte fra en porteføljevirkksomhed til et K/S skal der som udgangspunkt indeholdes 28% udbytteskat. Såfremt investor er hjemmehørende uden for Danmark, kan Danmark være forpligtet til at nedsætte kildeskatten i overensstemmelse med en eventuel dobbeltbeskatningsoverenskomst mellem Danmark og det pågældende land.

Modtager K/S'et udbytter fra udenlandske porteføljevirkksomheder, må det konkret undersøges, om udbyttebetalingen pålægges udbytteskat i det pågældende udland. Kildeskatten vil således afhænge af, i hvilket land henholdsvis porteføljevirkksomheder og investor er hjemmehørende.

Udlodning af udbytter fra K/S'et til dets investorer pålægges ikke dansk udbyttekildeskat, da K/S'et som nævnt ikke er et selvstændigt skattesubjekt. Tilsvarende gælder for et likvidationsprovenu ved likvidation af K/S'et.

P/S'er er ligesom K/S'er transparente skattemæssigt, og der gælder således samme skattemæssige regler for P/S'er.

7.3 Corporate Governance

7.3.1 Generelt

God corporate governance handler om, hvilke overordnede målsætninger selskaber bør forfølge og hvorledes selskabers ledelsesstrukturer og -opgaver mest hensigtsmæssigt tilrettelægges og føres ud i livet.

Det er vigtigt, at der etableres en ledelsesstruktur, som sikrer, at set-up i fondene og managementselskabet lever op til, hvad der defineres som god corporate governance i Danmark i dag og at den lever op til de tendenser, der karakteriseres i udviklingen i f.eks. England og USA. I den forbindelse skal der blandt andet tages stilling til følgende:

- ledelsens aflønningsform,
- ledelsens uafhængighed,
- hvilke krav der skal stilles til oplysninger om virksomhedsledelse, såsom ledelsens bekræftelse af væsentlige ikke-finansielle oplysninger,
- etablering af rammerne for kommunikation med aktionærer, hvilket i dette tilfælde vil sige investorerne i fondene.

Der kan i et vist omfang hentes inspiration fra Nørby-Johansen-udvalgets anbefalinger, som kan deles op i syv hovedpunkter:

- aktionærernes rolle og samspil med selskabsledelsen,
- interessenternes rolle og betydning for selskabet,
- åbenhed og gennemsigtighed,
- bestyrelsens opgaver og ansvar,
- bestyrelsens sammensætning,
- aflønning af bestyrelse og direktion,
- risikostyring.

Det er vores vurdering, at såfremt der etableres de i afsnit 7.3.2 nævnte rapporteringsstrukturer og -systemer, vil der være grundlag for at kunne udføre en corporate governance, som vil kunne tilfredsstille investorerne og deres respektive bagland.

7.3.2 Rapporteringsstruktur

Det er vores vurdering, at der i løbet af året skal ske afrapportering af både finansiell og ikke-finansiell karakter til investorerne i de enkelte fonde. Rapporteringen bør efter vores opfattelse tilgå investorerne periodisk i løbet af året, så tilpas ofte at der er tilstrækkelig relevant information at rapportere. Udgangspunktet bør efter vores opfattelse være en kvartalvis afrapportering. Vi vil i dette afsnit diskutere, hvorledes rapporteringen bør sammensættes og hvilke elementer, der kan indgå heri. Det overordnede formål med rapporteringen er at tilfredsstille investorerne og deres behov for information om, hvad der foregår i de fonde, som de har investeret i. Det gælder både for en offentlig investor såvel som en privat.

Det efterfølgende forslag til hvorledes rapporteringen kan se ud, er i et vist omfang baseret på EV-CA's anbefalinger.

#	Produkt	Indhold	Frekvens	Hvornår
1	Årsrapport	Officiel revideret årsrapport udarbejdet på grundlag af reglerne i årsregnskabsloven.	Årligt	Senest 4 måneder efter udgangen af foregående regnskabsår.
2	Kvartalsrapport	Kvartalsrapport hvor selve regnskabet udarbejdes efter samme regnskabsprincipper som årsrapporten. Informationsniveauet i kvartalsrapporten kan være kondenseret.	Kvartalvist	Senest 30 dage efter udgangen af kvartalet.
2.1	<ul style="list-style-type: none"> • Resultatopgørelse • Balance • Cash-flow 	Eventuelt i kondenseret form, jf. også kravene for børsnoterede virksomheder i IAS 34.	Kvartalsvist	Senest 30 dage efter udgangen af kvartalet.
3	Performance måling	<ul style="list-style-type: none"> • Udvikling i fri likviditet og kapital. • Opgørelse af indgåede forpligtelser. • Afrapportering af indgåede investeringer siden sidst. • Afrapportering på solgte og afviklede investeringer (deal flow). 		Senest 30 dage efter udgangen af kvartalet.
3.1	Opgørelse af honorarer udbetalt til managementselskabet.	Skal give investorer et overblik over, hvor meget de betaler til managementselskabet, og hvordan dette er beregnet.	Kvartalsvist	Senest 30 dage efter udgangen af kvartalet.
3.2	Opgørelse af hvor meget, der er trukket på disponible midler.	Opgørelsen har til formål at give investorerne et overblik over udviklingen af likviditeten		Senest 30 dage efter udgangen af kvartalet.

#	Produkt	Indhold	Frekvens	Hvornår
4	Budget og prognoser			
4.1	Budget for det kommende år.	Skal indeholde de traditionelle elementer, såsom resultatopgørelse, balance og likviditetsbudget.	Årligt	Udarbejdes senest to måneder før udgangen af foregående regnskabsår.
4.2	Budgetrevision	Har til formål at give investorer et overblik over managementselskabets evne til at leve op til budgetter.	Kvartalsvist eller halvårligt	Udarbejdes senest en måned efter udgangen af kvartal/halvår.
4.3	Prognose over forventet tilbageløb fra investeringer (flerårige likviditetsprognoser).	Har til formål at give investorer et overblik over det forventede tilbageløb, herunder den tidsmæssige placering.		
5	Ikke-finansiell rapportering			
5.1	- Redegørelse for eventuelle ledelsesmæssige ændringer i managementselskabet.		Kvartalsvist	Senest 30 dage efter udgangen af kvartalet.
5.2	Porteføljerapportering	Formål at give investorer et konkret overblik over udviklingen i de enkelte investeringer og skal blandt andet indeholde følgende: <ul style="list-style-type: none"> • Beskrivelse af investeringen og ledelsen i virksomheden. • Beskrivelse af hvor meget der er investeret, og hvor meget andre investorer har bidraget med (syndikeringsstruktur). • Beskrivelse af virksomheden og dens branche. • Forventede behov for fremtidige kapitalindsud, herunder eventuelle overordnede cash-flow analyser for de enkelte investeringer. • Investeringens stadie. • Skønnet værdiansættelse af virksomheden. • Beskrivelse af exit-planer for den pågældende virksomhed. 	Kvartalsvist	Senest 30 dage efter udgangen af kvartalet.

7.3.3 Kompetencefordeling og overvejelser vedrørende risiko

Som tidligere omtalt kan etableringen af kapitalfondene, jf. den mest udbredte model i øjeblikket/best practice, under K/S-formen føre til, at der etableres et et-strengt ledelsessystem, hvor managementselskabet/partnerne har fuld beslutningskompetence. Der er dog mulighed for etablering af en bestyrelse, som i givet fald vil få samme opgave som i eksempelvis et aktieselskab, hvor bestyrelsen fører tilsyn med og er kontrolorgan i relation til direktionen.

I det tilfælde, at K/S'et blot får en direktion, vil der ikke være et kontrolorgan i det daglige arbejde. Der bør efter vores opfattelse overvejes kompenserende foranstaltninger til afdækning af de kontrolopgaver, der kendes fra selskabslovgivningen. De kompenserende foranstaltninger bør etableres, uden at disse griber ind i den så afgørende beslutningskompetence for partnerne i relation til investeringerne.

Det kan eksempelvis foreslås, at der etableres et organ, eventuelt en revisionskomité, som fører tilsyn af kontrolmæssige forhold og forretningsgange, og som kommunikerer med kapitalfondens revisorer.

8 Private investorers krav og forventninger som forudsætning for medvirken til at finansiere de nye fonde

De danske institutionelle investorer har historisk set i større eller mindre omfang været aktive aktører i forbindelse med finansieringen af danske vækstvirksomheder og har således været markante deltagere i udviklingen af det danske venturemarked. Investeringerne er foretaget direkte såvel som gennem investeringer i danske venturefonde og -selskaber.

Ud over vækstvirksomheder har de institutionelle investorer i Danmark altid spillet en vigtig rolle i forbindelse med generel finansiering af danske virksomheder. Historisk har det været praksis, at investeringerne skete i eget regi. En øget kapitaltilstrømning til pensionskassesektorerne over de senere år har medført en ændring af pensionskassernes aktivsammensætning, idet det har været nødvendigt at øge den internationale eksponering.

Denne ændrede investeringsstrategi har medført en stigende grad af internationalisering hos de institutionelle investorer. I "jagten" på et højere afkast har de institutionelle investorer søgt til fjerne markeder, men har samtidig erkendt, at det ikke var muligt at opbygge tilstrækkelig ekspertise inden for disse områder, hvorfor de begyndte at outsource denne del til forvaltning hos store internationale porteføljeformidlere.

I løbet af de senere år har der været en stigende tendens hos de institutionelle investorer til at outsource en stor del af deres internationale investeringer. Dette har nu bredt sig til også at omfatte investering i unoterede danske virksomheder. Investering i unoterede aktier kræver forholdsvis mange ressourcer for at optimere afkastet, hvorfor en stor del af de danske institutionelle investorer i dag foretager deres investering i unoterede aktier gennem danske og internationale private equity-fonde.

En øget offentlig opmærksomhed på det afkast, der genereres til pensionsopsparerne, samt en øget liberalisering af sektorer har betydet, at der i langt højere grad end tidligere fokuseres på en optimering af aktiv sammensætning og dermed på at sikre det maksimale afkast for pensionsopsparerne. Dette har været en yderligere katalysator for de institutionelle investorer til at skyde flere penge i danske og internationale private equity-fonde.

Den erfaring, de institutionelle investorer har oparbejdet gennem deres investeringer i Danmark i internationale private equity-fonde kombineret med erfaringerne fra deres ventureinvesteringer, afspejler sig i dag i deres ønsker og krav til deres eventuelle investering i de nye fonde.

I kraft af at det internationale venturemarked har eksisteret tilstrækkeligt længe til at kunne benchmarke de enkelte fonde og managementteams bag fondene, har investorer i langt højere grad end tidligere mulighed for at vælge fonde med udgangspunkt i historisk performance. Dette sammenholdt med at udbuddet af fonde er stort, gør, at investorerne er yderst kritiske med, hvor de investerer deres penge. Dette afspejler sig i den sammenfatning, vi har foretaget med udgangspunkt i den interviewrunde, vi har gennemført blandt et udvalg af danske institutionelle investorer og udenlandske fonde.

Sammenfatningen afspejler ikke de historiske investeringer, vi har set inden for venture, men den ændrede markedssituation, som betyder en anden investeringsadfærd end tidligere.

8.1 Baggrunden for interviews med investoremner

Med udgangspunkt i regeringens ønske om at de nye fonde i første omgang skal kunne tiltrække kapital fra danske institutionelle investorer og efterfølgende fra internationale investorer, er der gennemført en interviewrunde blandt et udvalg af danske institutionelle investorer og internationale fonde for at få klarlagt deres krav og ønsker til fonde af denne karakter.

Resultatet af denne interviewrunde, sammenholdt med kravene til rejsning af kapital i dag og de internationale erfaringer i forbindelse med privatisering af statslige fonde, har vi sammenfattet i følgende hovedoverskrifter:

- Struktur
- Fondene skal have fokus på afkast
- Management
- Kompetencer og erfaring
- Investeringsstrategi
- Fødekanal
- Monopol

Der er mange overvejelser i forbindelse med investering i venturefonde, og der vil altid være særskilte forhold, som har betydning for den enkelte investor. Vi har i denne rapport forsøgt at samle de væsentligste forhold, der har betydning for regeringens overvejelser i forbindelse med etablering af de nye fonde.

8.2 Struktur

De institutionelle investorer i Danmark lægger stor vægt på, at fondene etableres med udgangspunkt i en struktur, der er markedskonform med internationale standarder for etablering af venturefonde, herunder blandt andet juridisk set-up, management fee og carried interest (se afsnit 7).

Der kan etableres et samlet managementselskab for de nye fonde, men fondene skal være fokuseret inden for deres respektive område, og der skal etableres specialiserede investeringsteams for de nye fonde.

For de internationale investorer er det naturligt, at fondene skal følge de internationale standarder.

8.3 Fondene skal have fokus på afkast

Blandt de interviewede personer blev der lagt stor vægt på, at de nye fonde skal have et klart formål om at skabe det højst mulige afkast til investorerne, hvilket i international sammenhæng er helt naturligt.

Historisk er det investorenes erfaring, at investeringer inden for venture i Danmark med statslig medfinansiering ikke nødvendigvis altid er sket ud fra en afkastmæssig betragtning, men også ud fra andre samfundsmæssige og lokalpolitiske hensyn.

Det udbud af fonde, der eksisterer i dag, og de institutionelle investorers højere grad af internationalisering betyder, at statslig medfinansiering, hverken på det formelle eller uformelle plan, må give anledning til tvivl om, at fokus på at skabe det højst mulige afkast kan fastholdes.

8.4 Management

Managementselskabet skal være uafhængig af de enkelte investorer og skal ikke kunne påvirkes direkte eller indirekte af staten eller andre investorer.

Ingen af investorerne skal have mulighed for at udøve nogen form for veto i forbindelse med fondens investering.

Managementselskabet skal have dokumenteret relevant erfaring og track-record målt efter samme kriterier, som anvendes ved investorenes øvrige beslutning om investering i danske og internationale fonde, herunder demonstreret evne til at føre virksomheder frem til exits med acceptable afkast.

Managementselskabets ledelse skal være fri for enhver mistanke om, at de kan påvirkes af diverse aktuelle politiske ønsker til investeringsvalg.

Man er kritisk over for, at managementselskabet både skal stå for management af Vækstfondens eksisterende portefølje og så den nye fond.

8.5 Kompetencer og erfaring

Venturefondens succes afhænger af managementteamets evne til at source og vælge de rigtige investeringer og efterfølgende drive og udvikle selskaberne til en exit.

Det er derfor vigtigt at sikre, at der er en komplementaritet af kompetencer i managementselskabet og i de respektive investeringsteams inden for områderne 1) Investering, 2) Udvikling af selskabet og tiltrækning af kapital og 3) Exit.

Det er i den forbindelse vigtigt, at managementteamet kan dokumentere, at det besidder erfaringer, der dækker disse områder.

En venturefonds succes afhænger af managementteamets evne til at være entydigt rettet mod at vælge de virksomheder, der kan give det forventede særdeles høje afkast. Offentlig medfinansiering af en sådan fond bør således ikke ske på baggrund af forventninger til, at fonden skal opfylde andre formål, f.eks. finansiering af en bredere målgruppe af virksomheder, som kan give et fornuftigt afkast for andre investeringsinstrumenter, eller infrastrukturelle tiltag rettet mod regional udvikling, beskæftigelse m.v.

Disse formål bør realiseres gennem andre initiativer. Specielt i et lille land som Danmark er det investorenes vurdering, at det vil være hensigtsmæssigt, at sådanne initiativer etableres og styrkes parallelt med satsningen på at rejse venturefonde af den størrelse, som er angivet i opdraget.

8.6 Investeringsstrategi

Investorerne lægger vægt på, at der i fondenes investeringsstrategi er en sammenhæng mellem fondenes størrelse, geografiske investeringsfokus, virksomhedsstadium, levetid og fokus, således at der skabes det rette fundament for fondenes mulighed for at kunne levere et godt afkast til investorerne.

Det skal sikres, at der i de respektive investeringsteams er de rette kompetencer til at kunne gennemføre strategien, alternativt må strategien tilpasses de muligheder, der er for at tiltrække de rette kompetencer til de to investeringsteams.

Investeringerne skal i al væsentlighed være rettet mod den senere fase i early stage-segmentet. Der er ikke tiltro til, at seed-investeringer kan give et fornuftigt afkast inden for fondenes levetid på 10 år.

Investeringer skal kunne foretages uden andre geografiske begrænsninger end de, der fastlægges i den – alene ud fra forrentningshensyn – formulerede investeringsstrategi.

Investeringsstrategien skal kunne ses som værende supplerende og ikke i konkurrence med fonde, som de enkelte potentielle investorer allerede investerer i eller påtænker at investere i.

Fondene og de tilknyttede managementselskaber skal have et grundlag, der gør, at man kan realisere det strategiske perspektiv om at sikre tiltrækning af internationale investorer enten allerede i første closing eller som minimum i anden closing.

Friheden for managementselskabet/partnerne til at operere og træffe konkrete beslutninger inden for de fastlagte strategiske rammer skal være de samme, som gælder for fonde rejst i rent privat regi.

8.7 Fødekanal

Der blev udtrykt bekymring for, hvorvidt der som følge af fondenes størrelse og fokus mod late early-stage kunne opstå et hul i fødelinjen. Med udgangspunkt i dette og analysen af fødelinjen i afsnit 5 er det vores vurdering, at det er væsentligt, at det i forbindelse med etableringen af disse fonde samtidig overvejes, hvordan fødelinjen kan styrkes og dermed sikre, at der ikke opstår "huller" i fødelinjen.

8.8 Monopol

Der var hos såvel danske institutionelle investorer som hos internationale fonde en vis nervøsitet at spore med så store fonde med et så begrænset geografisk investeringsfokus. Set ud fra vækstvirksomhedernes synsvinkel vurderede de det som begrænsende for deres udviklingspotentiale, hvis der kun er "en stor" finansieringskilde at gå til.

9 Nordiske erfaringer med omdannelse af statslige fonde til fonde på markedsvilkår

Op gennem halvfemserne har en lang række lande målrettet arbejdet med at opbygge et stærkt venturemarked med det klare formål at understøtte væksten af højteknologiske virksomheder. Erfaringer fra disse initiativer har visse fællestræk. En af de fælles erfaringer, der er gjort, er, at det efter opbygningsperioden er fundet hensigtsmæssigt at sikre en mere markedskonform udformning af aktiviteterne.

I forhold til de aktuelle danske planer for etablering af nye fonde er der i henholdsvis Norge og Finland anvendt modeller, som kan indgå som inspiration for de danske tiltag. Vi har derfor gennem interviews med en række nøglepersoner, som har været involveret i processerne i de to lande, søgt at identificere erfaringer, som kan videregives til brug for den danske proces.

9.1 Finland

En væsentlig del af aktiviteterne rettet mod at udvikle et finsk venturemarked er foregået i regi af den store nationale fond for forskning og udvikling, SITRA. Fonden er stiftet i 1967 og er opbygget som en uafhængig offentlig fond under tilsyn af det finske parlament. Fonden har en bred vifte af aktiviteter rettet mod at skabe vækst og udvikle international konkurrenceevne blandt finske virksomheder.

I halvfemserne har fonden inden for ventureområdet stået for investeringer i en lang række finske og internationale venturefonde. Det sidste blandt andet med det formål at sikre viden om og medvirke til opbygning af netværk til international venturekapital for at kunne sikre opbygning af den nationale ventureindustri med udgangspunkt i et internationalt kompetenceniveau. Sideløbende hermed foretog man selv investeringer i finske virksomheder, både på seed- og early stage stadiet og i mere modne virksomheder.

9.1.1 Dannelse af nye finske managementselskaber

I 1997 blev der taget initiativ til at starte to early stage-fonde med afsæt i den managementerfaring, der var opbygget inden for SITRA rettet mod henholdsvis Technology og Life Science. De to managementselskaber blev grundlaget for oprettelsen af henholdsvis BioFund og Eqvitec. Begge fonde er i dag aktive investorer på det skandinaviske marked, herunder Danmark gennem investeringer i henholdsvis Chempaq A/S, Egalet A/S og Thomsen Bioscience A/S (Biofund) samt Speakanet A/S (Eqvitec).

Fondene blev opbygget efter det set-up, der oftes anvendes internationalt med et managementselskab og en fond, bortset fra at SITRA var medinvestor både i fondene og managementselskaberne. De første fonde blev etableret i 1998. BioFund rejste EUR 33,6 millioner og Eqvitec EUR 68 millioner.

SITRAs ejerandel i managementselskaberne var ved dannelsen på 51% i begge selskaber, men er siden nedbragt til en 20% ejerandel i Eqvitec og en 30% ejerandel i BioFund. Begge selskaber har siden rejst nye fonde.

BioFund har rejst 3 venturefonde, den seneste i 2001 med en kapital på EUR 82,5 millioner samt to mindre opfølgingsfonde. Eqvitec har i 2001 rejst sin anden fond med en kapital på EUR 134 millioner og har derudover rejst to mezzaninfonde. SITRAs ejerandele i de rejste fonde udgør i dag henholdsvis EUR 13 (15,8%) og 14 millioner (10,5%)¹⁷.

9.1.2 Erfaringer fra den finske proces

- Dannelsen af de to fonde med afsæt i kapital og teamkompetencer fra SITRA er resultatet i to stærke og aktive ventureaktører. Med base i Finland og med en geografisk investeringsprofil omfattende hele Skandinavien er de to fonde blevet en væsentlig aktør også i Sverige, og de første investeringer er foretaget i Danmark.
- Tidspunktet for etableringen af de to fonde tilbage i 1998 udgør en væsentlig forskel med hensyn til muligheden for at tiltrække private investorer til sådanne fonde. I Finland har vilkårene for fondsrejsning, herunder krav til erfaring hos management, også ændret sig efter 2001, ligesom den skepsis vedrørende fokus på seed- og early-stage, som kan konstateres generelt i Europa, også blev klart udtrykt under vores interviews med finske aktører.
- SITRAs medejerskab af managementselskaberne samtidig med rollen som investor i fondene er ikke i overensstemmelse med international best-practice og er et forhold, der fortsat er til drøftelse mellem managementselskaberne og SITRA med henblik på afvikling.
- For begge fonde gælder det, at der i forlængelse af etableringen på markedsvilkår er sket en bevægelse fra investeringer i seed- og tidlig early stage over mod investeringer i virksomheder med et mere udviklet forretnings- og teknologigrundlag.
- Det er SITRAs opfattelse, at det ikke er muligt på kommercielt grundlag, det vil sige ud fra et markedsdrevet investeringsprincip, at udvikle seed-segmentet. De er derfor ophørt med at foretage investeringer med lån og ansvarlig kapital i den meget tidlige fase, sådan som f.eks. den danske innovationsmiljøordning gør. I stedet støtter de udvikling af selskaber i seed-fasen gennem forskellige former for subsidiering, dels infrastrukturstøtte til drift og kompetenceudvikling i de finske inkubatorer, dels stipendier til udformning og videreudvikling af forretningsplaner.

¹⁷ Sitras årsregnskab 2004

9.2 Norge

I Norge var venturefinansiering via statslig involvering et vigtigt element i statens strategi for erhvervsudvikling op gennem i halvfemserne. Gennem organisationen SND-invest ønskede den norske stat aktivt at påvirke erhvervsudviklingen gennem både indirekte investeringer – typisk i regionale udviklingsfonde, diverse låneinstrumenter og endelig gennem direkte ventureinvesteringer. I 2001 beslutter den norske regering at ændre denne strategi, idet de på baggrund af de hidtidige erfaringer vurderer, at den mest begrænsende faktor på markederne for egenkapital "ikke synes at være selve projekt- eller kapitaltilgangen, men tilgangen på gode kapitalforvaltningsmiljøer rettet mod relativt nyetablerede virksomheder med stort lønsomhedspotentiale, men også mod mere modne virksomheder med udviklingspotentiale".¹⁸

Der sker som led i dette strategiskift flere ændringer, der rummer erfaringer af relevans for denne rapports emne.

I forbindelse med den norske stats beslutning om at sælge SND-invest blev der igangsat en udbudsproces med det formål at sælge porteføljen i SND-invest samt de i organisationen ansatte investeringsteams til et eller flere private ventureselskaber. Processen, sådan som den blev beskrevet for os af involverede aktører, var meget lang og uhensigtsmæssig for de involverede parter inklusiv den norske stat.

Det er væsentligt at notere, at processen ifølge de interviewede personer, der var involveret, blandt andet var blevet vanskeliggjort af, at der undervejs var mange diskussioner i offentligheden om den mest hensigtsmæssige strategi. Specielt gav den usikkerhed, som der altid vil være med hensyn til prisfastsættelse af virksomheder i den meget tidlige fase, anledning til meget forskellige vurderinger af, om porteføljen blev solgt for lavt og dermed med uacceptable tab for den norske stat.

Resultatet blev, at et privat norsk ventureselskab, Four Seasons Venture, rejste en fond, som efterfølgende vandt udbuddet og overtog den samlede portefølje samt den til SND-invest tilknyttede stab.

Der er følgende erfaringer at drage fra den valgte proces:

- Det var muligt at skabe interesse hos flere private investorer og managementteams bag private fonde for at overtage porteføljen. Det managementteam, der overtog porteføljen, har formået at udvikle porteføljen i positiv retning og har således efterfølgende rejst nye fonde.
- Et samlet salg af en portefølje med mange seed- og early stage-investeringer rummer en betydelig risiko for, at der realiseres store tab på mange af virksomhederne. Årsagen hertil er, at køber i sit pristilbud vil indregne en efterfølgende evaluering af porteføljen og en heraf følgende lukning af en del af virksomhederne.

¹⁸ Stortingsmelding nr.38, 2000-2001, indhold citeret fra beskrivelse i "Argentum AS-utvikler og formuesforvalter. En vurdering av selskabs funksjon, organisering og virksomhet." ECON analyse, Oslo 2004

-
- Et samlet salg via udbud vil skabe betydelig usikkerhed både hos ejerkreds og personale i de virksomheder, der indgår i porteføljen og ligeledes hos det managementteam, der står bag den fond, som sættes til salg. Da sælger er en offentlig myndighed, vil det, som i det norske eksempel, naturligt give anledning til offentlig debat, som vanskeliggør processen og eventuelt kan afholde nogle investorer fra at give tilbud.

9.2.1 Oprettelse af et statsligt investeringsselskab for indirekte investeringer – Argentum

Begrundet bl.a. i ovenfor anførte Stortingsmelding ønskede den norske stat at etablere et selskab, hvis formål skulle være at styrke tilgangen af norsk og international risikovillig kapital til nystartede virksomheder. Selskabet er et fund-of-funds-selskab med en samlet kapital på NOK 2,45 milliarder.

Argentums overordnede mål er at styrke konkurrenceevnen og den fremtidige værdiskabelse i norsk erhvervsliv ved at¹⁹:

- forbedre tilgangen af risikovillig kapital for innovative forskningsbaserede virksomheder.
- styrke det kompetente, langsigtede ejerskab af vækstvirksomheder,
- styrke konkurrenceevnen og den fremtidige værdiskabelse i norske virksomheder,
- udvikle nye muligheder inden for segmenter og virksomhedsklynger, hvor Norge allerede står stærkt,
- bygge værdifulde netværk mellem ejere, forvaltere og FOU-miljøer og virksomheder.

Det fastlægges endvidere i vedtægterne, at selskabet skal drives på forretningsmæssige vilkår og optræde som kommerciel investor gennem deltagelse i private investeringsfonde eller investeringselskaber. For at sikre efterlevelse af denne regel er der fastlagt et afkastkrav på 10% over den risikofri rente.

Argentums ejerandel af fondene må højst udgøre 49,9%

9.2.2 Argentums investeringsstrategi

Selskabet har fastlagt en investeringsstrategi, som omfatter følgende elementer:

- der skal satses på de bedste af de etablerede managementselskaber. Kun på den måde kan det høje afkastkrav opnås. Der er etableret en systematisk screeningproces, hvor man evaluerer kompetencerne hos de managementteams, som der overvejes at investere i i forhold til de valgte investeringsstrategier,

¹⁹ Afsnit 1 i Instruks for styret i Statens investeringsselskab AS, (Argentum) vedtaget generalforsamlingen 01.10.2001 og udleveret til Ernst&Young af selskabets direktion.

- investeringerne skal spredes ud på segmenter og på udviklingsstadier. For at sikre et godt afkast skal vægten dog lægges på later stage. Argentum angiver selv, at fasefordelingen på den samlede virksomhedsportefølje fra de fonde, der er investeret i, er fordelt med 5% på seed, 18% på early stage, 23% på later stage, 7% på modne virksomheder og 47% på buy-out²⁰,
- de fonde, der investeres i, skal som minimum have en størrelse på NOK 300 millioner.
- Argentum træffer først beslutning om investering i en fond, når der foreligger tilsagn fra private investorer. Dette er for at sikre, at Argentum ikke får til opgave at subsidiere eller kvalitetssikre investeringer for private investorer,
- der ligger ikke nogen begrænsning om, at de fonde, der investeres i, udelukkende skal have fokus på investering i norske virksomheder,
- Argentum skal bidrage aktivt til at udvikle nye managementteams på områder, hvor der er potentiale,
- Argentum skal bidrage aktivt til at sikre, at udenlandske fonde og managementteams etablerer sig i Norge,
- Argentum skal for at sikre kompetenceudvikling og netværksopbygning investere mindre beløb i rent udenlandske fonde.

Argentum har til dato investeret i ni fonde, hvoraf to er udenlandske. Specielt skal fremhæves investeringen i Capman, som var medvirkende til, at Capman etablerede en afdeling af denne fond i Norge.

Argentum forventer ifølge dets årsberetning 2004 at være fuldt investeret ved udgangen af 2005. Der er i juli 2005 sikret ny likviditet i selskabet, idet Argentum har solgt 30% af sin ejerandel i de ni fonde i porteføljen til det norske forsikringselskab Gjensidige for ca. NOK 600 millioner. Salget af de 30% var resultatet af et udbud og har angiveligt givet Argentum en IRR på 40% på de nu afhændede ejerandele.²¹

Der er i 2004 gennemført en uafhængig evaluering af selskabets hidtidige resultater, som angiver en generelt positiv vurdering fra markedet af selskabets hidtidige virke i forhold til de politisk opstillede mål.

9.2.3 Erfaring fra den norske proces

Argentum har kun haft en kort levetid og trods den positive evaluering, er det stadig for tidligt at vurdere den langsigtede samlede effekt. Vi skal derfor til brug for den danske proces alene anføre følgende vurderinger, som danner baggrund for vores overvejelser vedrørende anbefaling af et tilsvarende set-up til den danske stats initiering af nye fonde i Danmark:

²⁰ Angivet i Argentums årsberetning for 2004.

²¹ Oplysninger angivet i Thomson: European Venture Capital and Private Equity Journal. Issue 125, september 2005, p.17

-
- Med et investeringsselskab, som på alle områder investerer efter samme kriterier, som gælder for private investorer i venturefonde, har man sikret, at statslige initiativer for at rejse nye fonde sker på et grundlag, der respekterer de krav, som private investorer vil have for at medvirke til at løfte opgaven med at udvikle nationale venturefonde.

Antallet af fonde og deres profil understøtter en antagelse om, at en sådan model vil være anvendelig til at udvikle den nødvendige dialog med private investorer – også i en dansk sammenhæng.

- Selskabets stærke fokus på at udvikle kompetente managementteams og den systematiske screeningsproces sætter fokus på en, også i international sammenhæng, afgørende barriere for videreudvikling af venturemarkedet.
- De danske vækstvirksomheder vil opleve et langt bedre miljø for rejsning af kapital, idet formålet med dette set-up netop er at understøtte fonde med fokus på investering i Danmark. Etablering af to store fonde gør det vanskeligere for vækstvirksomheder at hente finansiering, såfremt de ikke lige rammer ind i fondenes investeringsfokus.
- Trods principper om at undgå det indebærer selskabets store kapitalgrundlag og tilknyttede organisation på et lille marked som det danske risiko for, at selskabet får en monopolstatus og dermed dominerende indflydelse på det danske venturemarked. En tilpasning af modellen til danske forhold bør overvejes, herunder mulighederne for ekstern forvaltning.

Appendix A Oversigt over interviewede organisationer

Interviewede organisationer:

Danmark:

Industriens Pension

ATP- PEP

PKA

PFA

LD

Pension Danmark

DVCA

Uffe Bundgaard Jørgensen

Forskningscenter Risø: Vicedirektør Jon Wulf Petersen

Norge:

Argentum

Four Seasons

Finland:

SITRA

Eqvitec

Belgien:

GIMV

Europe Unlimited

Tyskland:

Atlas Ventures

UK:

Venture One

Henderson Global Investors

Ernst & Young Venture Capital Advisory Group

Der har herudover været drøftelser med en række nøgleaktører i det danske og internationale seed- og venturemarked i relation til dele af de analyser, som er gennemført i rapporten og de observationer, de har givet anledning til.

Appendix B Definitioner/ordliste

Benchmarking	Sammenligning af historisk afkast
Buy-out	En transaktion, hvor en virksomhed eller dele af en virksomhed bliver købt.
Closing	Anvendes når en venturefond lukker for rejsning af yderligere kapital. I en venturefond kan der være tale om flere closings.
Deal-flow	Det antal investeringsmuligheder en venturefond bliver præsenteret for.
Early stage	Se appendix C.
Exit	Frasalg eller nedlukning af en porteføljevirkomhed.
Healthcare	I denne rapport dækker begrebet de områder, der er anført i graferne i afsnit 5.2.
Innovationsmiljø	Et selskab, der er godkendt af den danske stat til investere statslige midler i helt nye virksomheder.
IRR	Internal Rate of Return => den interne rente
Later stage	Se appendix C.
Life Science	I rapporten omfatter Life Science de af Vækstfonden definerede områder: Agro-bioteknologi, biofarmaci, bioteknologi, mediko-udstyr, diagnostik, kosttilskud og ernæring.
Offentligt-private partnerskab	Partnerskab, hvor den private og offentlige part fordeler de risici, der er tilknyttet et givet projekt.
Performance	En fællesbetegnelse for managementselskabets evne til at udvikle fonden, herunder det genererede afkast til investorerne.
Porteføljevirkomhed	En virksomhed, der er en del af venturefondens investeringer.
Pre-money-valuation	Værdiansættelsen af en virksomhed lige før den får tilført kapital.

Private Equity

Kapital, der blandt andet finansierer køb, vækst og generationsskifte af modne virksomheder.

VTU

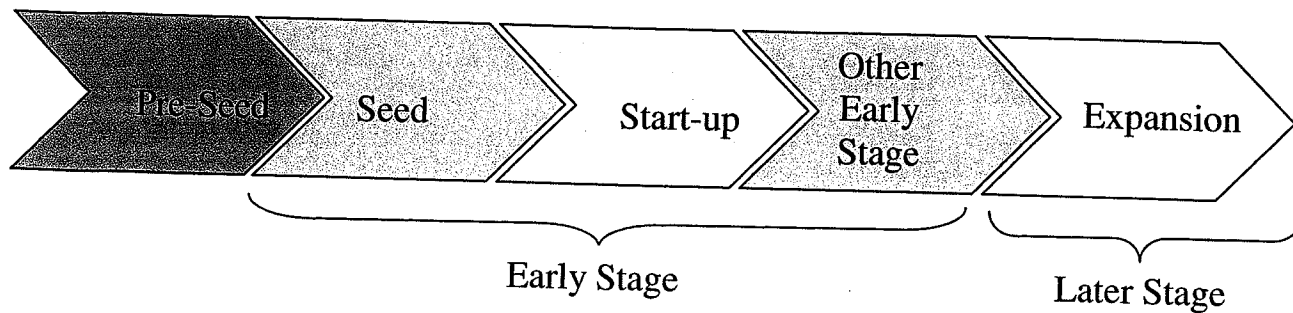
Ministeriet for Videnskab, Teknologi og Udvikling.

Appendix B Definitioner/ordliste – fortsat

Private Placement Memorandum	Dokument, der anvendes i forbindelse med rejsning af kapital.
Seed	Se appendix C.
Technology	I rapporten omfatter Technology de af Vækstfonden definerede områder: Kommunikationsteknologi og komponenter, software, industriteknologi, miljø og energi.
Venture	Begrebet er beskrevet nærmere i kapitel 4.

Appendix C

Definition af faserne i venturefinansiering Jvf. Den Europæiske Venture Kapital Organisation (EVCA)



Pre-Seed: Finansiering, der ydes til den allerførste vurdering og bearbejdning af forretningsidéen og udarbejdelse af den første forretningsplan.

Seed: Finansiering, der ydes til at undersøge, bedømme og udvikle forretningskonceptet, før virksomheden når den egentlige startfase.

Start-up: Finansiering, der ydes til virksomheden til produktudvikling og den første markedsføring. Virksomhederne kan være under etablering, eller kan have eksisteret i kort tid, men de har endnu ikke solgt produkter på kommercielle vilkår.

Other Early Stage: Finansiering, der ydes til virksomheder som har færdiggjort produktudvikling, men kræver yderligere kapital til at starte kommerciel produktion og salg. Virksomhederne i denne fase har endnu ikke genereret overskud.

Expansion: Finansiering, der ydes til vækst og ekspansion i virksomheder, som har nået den profitable fase. Kapital skal for eksempel anvendes til at finansiere øget produktionskapacitet, markeds- eller produktudvikling og/eller til at tilføre yderligere arbejdskapital.

Ernst & Young
Statsautoriseret Revisionsaktieselskab

Tagensvej 86
2200 København N
Tlf.: 35 87 22 22
Fax: 35 87 22 00
E-mail: ey.copenhagen@dk.ey.com

ERNST & YOUNG

www.ey.com/dk