

Udvalget om risikovillig kapital

Juni 2010



Indholdsfortegnelse

1 Sammenfatning	
1.1 Indledning.....	3
1.2 Baggrund.....	4
1.3 Udvalgets konklusioner.....	5
1.4 Udvalgets sammensætning.....	9
2 Innovation og markedet for risikovillig kapital	
2.1 Indledning.....	11
2.2 Finansiering af innovative virksomheder.....	13
2.3 Betydningen af velfungerende markeder for risikovillig kapital.....	16
2.4 Hovedkonklusioner fra kortlægning af udvalgte landes politikinstrumenter.....	19
3 Det danske marked for risikovillig kapital	
3.1 Indledning.....	24
3.2 Det danske venturemarked.....	25
3.2.1 Kapital i danske fonde og virksomheder.....	26
3.2.2 Afkast af danske venturefonde og -virksomheder.....	31
3.3 Venturemarkedets samfundsøkonomiske betydning.....	35
3.3.1 Forskning, udvikling og innovation.....	36
3.3.2 Beskæftigelse.....	37
3.3.3 Lønniveau.....	37

4 Den hidtidige offentlige indsats	
4.1 Indledning.....	39
4.2 De offentlige aktører.....	39
4.2.1 Vækstfonden.....	40
4.2.2 Innovationsmiljøerne	42
4.3 Etablering af ny venturefond.....	44
4.4 Etablering af alternativ markedsplads i Danmark.....	45
4.5 Investering af kapital- og ratepensionsmidler i unoterede aktier.....	46
5 Forslag til den fremadrettede indsats.....	49
5.1 Beskrivelse af de enkelte hovedforsla.....	52
6 Litteraturoversigt.....	60

Kapitel 1

Sammenfatning

1.1 Indledning

Dansk økonomi står overfor en række udfordringer, hvis Danmark skal tilbage på vækstsportet og atter blive blandt de rigeste lande i verden. I OECD's seneste opgørelse placeres Danmark på en 11. plads i velstand. I 1998 lå Danmark som nummer 5.

Den danske arbejdsstyrke vil i de kommende år undergå en forandring, hvor store årgange vil forlade arbejdsmarkedet og blive erstattet af små årgange. Danmark har ikke en arbejdskraftreserve i samme omfang som mange andre lande pga. en i forvejen forholdsvis høj erhvervsdeltagelse. Dertil skal lægges udfordringen fra globaliseringen, som også fremover vil stille store krav til virksomhedernes konkurrenceevne.

Virksomhedernes investeringer i kapitalapparat har historisk set leveret store vækstbidrag¹. Nye og innovative virksomheder med stort vækstpotentiale kan være med til at bidrage til den samlede innovationsaktivitet i samfundet og dermed være med til at løfte produktiviteten. Men det kræver både risikovillig og kompetent kapital for at få flere vækstvirksomheder til at lykkes.

Udfordringen er imidlertid, at det danske marked for finansiering af potentielle vækstvirksomheder er forholdsvis nyt og endnu giver et helt utilstrækkeligt privatøkonomisk afkast, der ikke modsvarer risikoen ved at investere i sådanne typer af virksomheder. Det kan betyde, at investeringer i nye virksomheder ligger lavere, end hvad der er samfundsøkonomisk optimalt.

Oven i dette kommer, at finanskrisen med det efterfølgende internationale økonomiske tilbageslag og markedets forventninger om lavere privat risikovillighed i de kommende år vil udgøre en særlig udfordring for, hvordan man kan få de private investorer til at investere i de tidlige faser af venturemarkedet, hvor risikoen og behovet for specialiseret viden er størst.

¹ Se fx Økonomisk Tema om produktivitet, Økonomi- og Erhvervsministeriet (2009).

Samtidigt har manglende tilbageløb af tidligere års investeringer lagt begrænsninger på likviditeten og dermed mulighederne for, at de statslige aktører har kunnet foretage nyinvesteringer i den forløbne periode, hvor det private marked for risikovillig kapital har været tørret mere eller mindre ud.

Endelig har ringe privatøkonomiske afkast af tidligere års investeringer i danske venturefonde været med til at gøre de institutionelle investorer tilbageholdende med at give kapitaltilsagn til nye fonde.

Udvalget har på den baggrund peget på løsningsmodeller, der på en og samme tid kan være med til at afløfte nogle af de særligt store risici, der er forbundet med at investere i de tidlige faser af markedet, og samtidigt sikre bedre økonomiske incitamentter for investorerne til at tilvejebringe ny kapital og likviditet til markedet.

1.2 Baggrund

I regeringsgrundlaget fra november 2007 – *Mulighedernes samfund* – og i regeringens globaliseringsstrategi er der formuleret et mål om, at Danmark i 2015 skal være blandt de lande i verden, der har flest vækstiværksættere. Målet skal ses i forhold til, at iværksættere bidrager til innovation, konkurrence og produktivitet.

På baggrund af det ambitiøse mål nedsatte økonomi- og erhvervsministeren i april 2008 udvalget om fremtidens marked for risikovillig kapital. Ifølge kommissoriet (bilag 1) skal udvalget gøre rede for, hvorledes den risikovillige kapital – herunder eksisterende statslige midler på området – i højere grad kan understøtte målsætningen om at skabe flere nye vækstvirksomheder.

Af kommissoriet fremgår endvidere, at udvalget skal foretage en kortlægning af det danske marked målt på en række nøgletal, inkl. venturefondenes afkast og exits. Derudover skal der laves en benchmarking med udlandet. I benchmarkingen skal indgå eksisterende teoretiske og empiriske studier på området, herunder hvad det betyder for vækstiværksættere at have et velfungerende marked for risikovillig kapital.

Endelig skal udvalget foretage en vurdering af rammevilkårene, herunder vurdere udvalgte initiativer fra tidligere år. Udvalget kan på den baggrund komme med forslag til, hvordan markedet kan styrkes, så målsætningen om flere vækstiværksættere muliggøres.

Tidsplanen for udvalgsarbejdet er blevet rykket med knapt et år. Det skyldes den finansielle krise og regeringens indsats heroverfor. Denne indsats omfatter også Erhvervspakken fra efteråret 2009, hvor der bl.a. er blevet tilført 500 mio. kr. til nye venturefonde, som er øremærket de tidlige faser på markedet, hvor der, som det også fremgår af denne rapport, er særligt mangel på private midler.

Som en del af den politiske aftale om erhvervspakken blev det endvidere besluttet, at der skulle foretages en evaluering af Vækstfonden med henblik på at vurdere det fremtidige behov for risikovillig kapital. Ernst & Young er blevet udpeget til at gennemføre denne evaluering, og udvalget har på den baggrund ikke lavet nogen selvstændig empirisk analyse af Vækstfondens ventureinvesteringer.

I denne afrapportering fra udvalget til økonomi- og erhvervsministeren er der fokuseret på den faktuelle kortlægning af markedet for risikovillig kapital, hvilke udfordringer der aktuelt er på dette marked, og hvordan indsatsen fremadrettet kan tilrettelægges for bedst muligt at kunne bidrage til regeringens mål på området. Udvalget har i den forbindelse udarbejdet et katalog med initiativer, som kan være med til at understøtte markedet, jf. kapitel 5.

Udvalget har valgt at fokusere på initiativer, som er rettet imod kapitalsiden af markedet for risikovillig kapital. Udvalget er imidlertid samtidig af den opfattelse, at også mere generelle rammevilkår som fx skatteregler og det offentliges investeringer i infrastrukturen er vigtige rammevilkår for potentielle vækstvirksomheder.

Regeringen har i sit arbejdsprogram fra februar 2010 sat sig nye konkrete mål for bedre adgang til risikovillig kapital, herunder tilførsel af yderligere 500 mio. kr. til risikovillig kapital. Udvalgets forslag til den fremadrettede indsats kan bidrage til en udmøntning heraf.

1.3 Udvalgets konklusioner

Rapporten indeholder en første kortlægning af danske venturefondes² performance siden 1998. De venturefonde, der blev etableret i perioden 1998-2001, har med et gennemsnitligt årligt afkast på -7,3 pct. for de afhændede porteføljevirkksomheder haft et væsentligt lavere afkast end venturefonde, der blev etable-

² Venturefonde investerer i nye potentielle vækstvirksomheder med et højt innovationsindhold og stort markedspotentiale.

ret i de efterfølgende år. Afkastet i de danske venturefonde etableret i perioden 2002-2005 har for de afhændede porteføljevirkksomheder ligget på gennemsnitligt 12,6 pct. årligt. Korrigeret for administrationsomkostninger dog væsentligt lavere, jf. kapitel 3.

IT-boblens endeligt i 2000 kan være en delvis årsag, men analysen tyder samtidigt på, at investeringerne i den første periode ikke i tilstrækkeligt omfang var fokuseret på virksomheder med fornødent potentiale. Der var formentlig for mange aktører, som ikke havde det fornødne volumen, og som derfor ikke kunne sikre de nødvendige opfølgingsinvesteringer.

Endvidere er antallet af afhændede virksomheder, såkaldte exits, relativt lavt i forhold til antallet af virksomheder, der er blevet investeret i. Fonde, som blev etableret i 1998-2001, havde i 2009 stadig ca. 60 pct. af virksomhederne i porteføljerne, og værdien af disse virksomheder indikerer, at forretningsgrundlaget og kvaliteten af virksomhederne ikke har været tilstrækkeligt. Det skal ses i forhold til, at en venturefond som hovedregel er tidsbegrænset, typisk 10 år med mulighed for forlængelse 2-4 år, hvorefter resultatet af fondens investeringer gøres op og fordeles mellem investorerne.

Selv om der er sket en forbedring af fondenes afkast for de fonde, der er etableret i 2002-2005, ligger danske venturefondenes gennemsnitlige afkast fortsat under afkastene for andre europæiske og amerikanske fonde. Udviklingen peger dog på, at kompetenceniveauet blandt markedsaktørerne er blevet forbedret i de senere år. Der synes med andre ord at være sket en markedsmodning, som fremadrettet peger mod bedre privatøkonomiske afkast.

Der er en række betingelser, som skal være opfyldt, for at markedet for risikovillig kapital fremover kan blive mere uafhængigt af en stor offentlig tilstedeværelse på markedet. Den vigtigste er, at afkastene i højere grad skal være konkurrencedygtige i forhold til andre kapitalmarkeder for at kunne tiltrække private investorer på lang sigt.

Tiltrækningen af private investorer vil også kunne tiltrække andre nødvendige aktører og muliggøre en positiv spiral af yderligere specialisering af kompetencer, som kan danne grundlag for højere afkast. Uden tilstrækkelige afkast vil det være vanskeligt at tiltrække privat kapital og etablere denne positive spiral.

En offentlig indsats, der sigter mod at opbygge et privat marked for finansiering af nye innovative virksomheder, er en balancegang mellem at tilføre volumen til markedet uden samtidig at fortrænge private investorer, som ellers ville have foretaget investeringer i de pågældende virksomheder.

Rationalet for en offentlig indsats er derfor størst i de tidlige faser, hvor der for private investorer ikke er det forventede privatøkonomiske afkast, som modsvare risikoen. En offentlig indsat i de tidlige faser, hvor private investorer tøver, vil derfor potentielt medføre et samfundsøkonomisk afkast, der overstiger de samfundsøkonomiske omkostninger ved at bruge offentlige midler på markedet.

Regeringens handlingsplan for risikovillig kapital fra 2005 og de seneste års styrkede indsats over for de tidlige faser af venturemarkedet forventes at sætte sig positive spor. Senest blev der med regeringens erhvervspakke tilført venturemarkedets tidlige faser 500 mio. kr. til nye venturefonde. Men også innovationsmiljøerne har fået tilført flere midler i forbindelse med globaliseringsmidlerne og gennem UMTS-midlerne (midler fra auktionen over tilladelser til 3. generations mobiltelefoni). Med det nye regeringsprogram fra februar 2010 vil der blive tilført yderligere 500 mio. kr. til markedet for risikovillig kapital.

Den offentlige indsats siden årtusindeskiftet viser en udvikling frem mod en mere markedskonform indsats, hvor privat kapital er en forudsætning for offentlig medfinansiering.

Udfordringen i den fremadrettede indsats vil være, hvordan man kan skabe den fornødne kritiske masse på markedet og sikre, at det privatøkonomiske afkast kan blive tilstrækkeligt attraktivt for private investorer.

Det er udvalgets vurdering, at der også fremover er behov for en offentlig indsats for at opbygge et velfungerende marked for risikovillig kapital. Indsatsen må imidlertid ikke fortrænge private investorer. Det vil også besværliggøre indsatsen for at få private kommercielle kompetencer ned i de tidlige faser af markedet. Indsatsen skal i stedet katalysere et større privat engagement.

Udvalgets hovedforslag er rettet mod at sikre de fornødne økonomiske incitamenter for de private og institutionelle investorer til at investere i potentielle vækstvirksomheder og skal ses som et supplement til statens øvrige indsats bl.a. gennem Vækstfonden.

Oversigt over udvalgets hovedforslag

<p>Vækstlån</p>	<p>Det foreslås at etablere en statslig låneordning målrettet potentielle vækstvirksomheder i segmentet umiddelbart efter innovationsmiljøerne.</p> <p>Som modkrav til forholdsvis attraktive finansieringsvilkår skal der være krav om privat egenkapitalindsud. Sigtet er at forbedre nye innovative virksomheders adgang til ”kompetent” kapital, hvor private aktører udover kapital også tilfører deres specialiserede viden til nye potentielle vækstvirksomheder. Ordningen kan indrettes som:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) direkte finansiering af enkeltvirksomheder med fastforrentede lån eller, 2) venturefondslån, som retter sig mod gearing af venturefondes kapital efter amerikansk og engelsk forbillede. I tillæg til kapital fra private og institutionelle investorer kan venturefondene få adgang til et lån, der finansieres via udstedelse af vækstobligationer. <i>Staten garanterer for de udstedte vækstobligationer.</i> <p>Ordningerne kan være med til at give en større fleksibilitet i Vækstfondens nuværende palette af finansieringsinstrumenter overfor målgruppen af nye potentielle vækstvirksomheder, hvor hovedparten af fondens investeringer i dag er indirekte gennem Sunstone Capital. Ordningerne kan kombineres med supplerende direkte investeringer fra Vækstfonden.</p> <p>For så vidt angår garantimodellen, skal der stilles objektive krav til de venturefonde, der får adgang til et lån, der finansieres via udstedelse af vækstobligationer med statsgaranti gennem fx en akkreditering. Garantimodellen med private akkrediterede venturefonde vil være mindre ressourcekrævende for den statslige operatør sammenlignet med en model med direkte investeringer i enkeltvirksomheder.</p>
<p>Fleksible rammer for pensionskassernes investeringer</p>	<p>Det foreslås, at Finanstilsynet gives muligheder for at dispensere fra den nuværende 10 pct.-grænse for pensionskassernes investeringer i unoterede aktier, hvor andelen ud over de 10 pct. behandles svarende til de kommende Solvens II regler.</p> <p>Formålet er at nedbryde unødige barrierer for institutionelle investorer i unoterede aktier.</p>
<p>Styrket kommercialisering af forskningen</p>	<p>Det anbefales, at alle universiteter skaber klare incitamenter og sikrer de fornødne kompetencer til at kommercialisere nye idéer og opfindelser fra forskningen. Det handler bl.a. om klarere og mere</p>

	ambitiøse mål for kommercialisering i universiteternes udviklingskontrakter. Det kan fx være mål for etablering af spinout-virksomheder, hvor man samtidig bør trække på innovationsmiljøernes iværksætterkompetencer.
Stærkere incitamenter til investeringer i unoterede aktier for kapital- og ratepensionsmidler.	Det foreslås at forbedre mulighederne for investeringer i unoterede aktier for kapital- og ratepensionsmidler. Forbedringen kan ske på tre områder. For det første ved at ejerandelen for ejeren af kapital- og ratepension forhøjes fra de nuværende 25 pct. For det andet ved at det bliver muligt at bruge en større andel af de samlede pensionsmidler over 4 mio. kr. i ordningen. Endelig gennem en slækkelse af kravene om familiemæssig tilknytning mellem investorerne.

De generelle rammebetingelser, herunder målrettet offentlig efterspørgsel og investeringer i infrastrukturen, har efter udvalgets vurdering stor betydning for udviklingen af nye vækstvirksomheder.

Herunder har også skattereglerne betydning for investeringsadfærd, privatøkonomisk afkast og volumen af investeringerne i potentielle vækstvirksomheder.

Udvalget peger endvidere på, at beskatningsreglerne påvirker investorernes og porteføljevirkomhedernes incitamenter. Udfordringen er her at sikre ”level playing field” i forhold til andre landes skatteregler og samtidigt undgå skattebetingede forvriddinger, som har negative samfundsøkonomiske virkninger.

1.4 Udvalgets sammensætning

Management partner Henrik Albertsen

Bestyrelsesformand Elsebeth Budolfson

Områdechef Birgitte Christensen (Skatteministeriet)

Udviklingsdirektør Anders Hoffmann (Erhvervs- og Byggestyrelsen)

Direktør Søren Hougaard (AMS Group A/S)

Fondsdirektør Bjarne Graven Larsen (ATP)

Finansdirektør Jens Lundager, fmd. (Økonomi- og Erhvervsministeriet)

Direktør Christian Motzfeldt (Vækstfonden)

Adm. direktør/CEO Torben Möger Pedersen (Pension Danmark A/S)

Vicedirektør Hans Müller Pedersen (Ministeriet for Videnskab, Teknologi og Udvikling)

Kontorchef Thomas V. Pedersen (Finansministeriet)

Adm. direktør Per Bremer Rasmussen (F&P)

Adm. direktør Ingelise Saunders (ACE BioSciences A/S)

Managing Director Ulla Brockenhuus-Schack (DTU-Innovation)

Partner Gregers Kronborg (DVCA og North Zone Ventures)

Formand og direktør Lars Stigel (Forskerparker og Innovationsmiljøer i Danmark hhv. Østjysk Innovation)

Vicedirektør Dorrit Vanglo (LD)

I løbet af udvalgets arbejde har Jens Lundager overtaget Økonomi- og Erhvervsministeriets formandskab i udvalget efter Ulrik Nødgaard. Gregers Kronborg har erstattet Ulrik Spork, partner i Novo Venture Partner, i udvalgets arbejde.

Kapitel 2

Innovation og markedet for risikovillig kapital

2.1 Indledning

For nye, innovative virksomheder, hvor forretningsgrundlaget er nye idéer baseret på forskning og udvikling, er kapitalindsud fra venturefonde eller business angels ofte den eneste finansieringsmulighed. Der er tale om virksomheder, der har vækstpotentiale, og som kan bidrage forholdsmæssigt meget til samfundets velstandsudvikling. Set fra en samfundsøkonomisk vinkel er det derfor vigtigt, at der er adgang til finansiering for sådanne virksomheder.

Erfaringerne fra især USA peger på, at denne type virksomheder finansieret med venturekapital har potentialet til at vokse mere end sammenlignelige virksomheder, og at de har en forholdsvis stor betydning for innovationskraften og produktivitetsudviklingen i samfundet som helhed.

En udfordring er imidlertid at kunne tiltrække den fornødne private kapital til finansiering af sådanne virksomheder. Risikoen er høj, idet en stor andel af forretningsidéerne viser sig ikke at bære igennem. Det privatøkonomiske afkast af investeringer i innovative virksomheder har ikke kunnet modsvare risikoen og har som gennemsnit ligget under afkastet af mere sikre aktiver, som fx børsnoterede virksomheder.

Det samfundsøkonomiske afkast kan ligge væsentligt over det privatøkonomiske afkast pga. virksomhedernes forholdsmæssigt store innovationsaktivitet. Det kan betyde færre private investeringer, end hvad der er samfundsøkonomisk optimalt.

Erfaringerne fra nogle af de mest udviklede venturemarkeder i verden viser, at der er behov for en offentlig indsats for at få velfungerende markeder for risikovillig kapital. Endvidere viser de, at det tager lang tid at udvikle sådanne markeder.

Boks 2.1: Hvad er venturekapital ?

Venturekapital (VC) er som regel ikke-børsnoteret aktiekapital ("private equity"), der er målrettet nye potentielle vækstvirksomheder. Investorerne kan være institutionelle investorer som fx pensionskasser eller såkaldte business angels, der selv har erfaring som iværksættere, og som har grundlagt større formuer gennem salg af egne virksomheder.

Virksomheder finansieret med venturekapital er ideelt set ledet af teams med særlig teknologisk og kommerciel baggrund, der gør virksomhederne i stand til at håndtere de særlige risici, der er forbundet med sådanne virksomheder. Venturekapital kan med fordel ledsages af ledelsesmæssige og teknologiske kompetencer.

Investeringer i venturevirksomheder indebærer muligheder for store afkast, men også store risici. Derfor foregår investeringerne oftest igennem venturefonde, som investerer i et udvalg af såkaldte porteføljevirkomheder på vegne af de forskellige investortyper for på den måde at sprede risikoen for de enkelte investorer. Venturefonde tilvejebringer kapital til virksomheder, som har en risikoprofil, der gør det vanskeligt at opnå finansiering på det traditionelle kapitalmarked eller gennem bankerne.

At få adgang til venturekapital er som et nåleøje. Langt størstedelen af de virksomheder, der søger om adgang til venturekapital, får afslag, da de ikke vurderes at have de fornødne kvaliteter i form af det forretningsmæssige grundlag, vækstpotentiale og ledelsesmæssige kompetencer.

De fleste venturefonde har en fast levetid på 10 år med mulighed for enkelte års forlængelse. I de første 3-4 år af en fonds levetid udvælges og investeres i nye virksomheder, hvorefter fokus er på ledelse og opfølgingsinvesteringer i de eksisterende porteføljevirkomheder. Investorerne afgiver kapitaltilsagn, som de forpligter sig til at udbetale i takt med fondens investeringer. Modellen er udviklet i USA's Silicon Valley, hvor de store gennembrud i nye teknologiske vækstvirksomheder tog fart i 1980'erne.

Fondene bliver aflønnet årligt med omkring 2 pct. af kapitaltilsagnene ("management fees") og en variabel aflønning ("carried interest"), som typisk er på 20 pct. af det årlige overskud. De forholdsvis høje omkostninger ved investeringer i venturefonde betyder, at investorerne går efter de bedste fonde for at kunne sikre sig fornuftige afkast sammenlignet med alternative investeringer i fx børsnoterede virksomheder. Men det betyder også, at de fleste venturefonde kun går efter virksomheder med meget store potentielle vækstrater og dermed store potentielle afkast. Derfor nåleøjet.

Finansiering af venturevirksomheder kan deles op i følgende tre udviklingsfaser, som hver for sig kan kræve én eller flere kapitalrunder at gennemføre. En tommelfingerregel er, at hvis det koster 1 kr. at komme igennem seedfasen, så koster det 10 kr. at komme igennem opstartsfasen og 100 kr. at komme igennem vækstfasen:

Seedfasen

Her er forretningsidéen på projektstadiet, og iværksætteren arbejder med at sammensætte en troværdig forretningsplan og udviklingsforløb. Kapital fra investorerne benyttes til at udvikle demonstrationsmodeller og til at foretage markeds- og rettighedsundersøgelser. I Danmark kommer den statslige kapital typisk fra et af de 6 innovationsmiljøer under Videnskabsministeriet (se boks 3.3 i kapitel 3 for uddybning).

Opstartsfasen

I opstartsfasen opbygges en egentlig virksomhed med prototype, produktudvikling, salg og markedsføring. Den statslige kapital er typisk fra Vækstfonden eller en af de fonde, som Vækstfonden har investeret i.

Vækstfasen

De første kunder er blevet til flere, og virksomheden skal nu for alvor til at vokse. For biotekvirksomheder er et eller flere produkter kommet i klinisk fase 2 eller 3, og udviklingen kræver mange gange mere kapital end udvikling i præklinisk fase og seedfasen. I vækstfasen inviterer virksomheden typisk store fonde med som investorer.

2.2 Finansiering af innovative virksomheder

Innovation eller forskning og udvikling (F&U) og den efterfølgende kommercialisering sker i større veletablerede virksomheder, men også i unge eller helt nye virksomheder.

Innovation i modne markeder og kontinuert innovation af eksisterende produkter sker oftest i etablerede virksomheder. Derimod sker ikke-kontinuert innovation i form af helt nye produkter mv. mest effektivt og ofte kun i unge virksomheder drevet af visionære iværksættere og ildsjæle. Innovation kan omfatte både teknologi, produkter og forretningsmodeller¹.

Der er flere muligheder for almindelige virksomheder til at finde finansiering. Det kan være fremmedkapital, fx banklån, eller egenkapital som fx aktier, der udbydes privat (unoteret) til investorer eller udbydes offentligt over et aktie-marked (børs).

For nye, innovative og videnstunge virksomheder er forretningsgrundlaget oftest baseret på idéer og ny viden, som dermed ikke opfylder bankers krav om sikkerhed i materielle aktiver. I tillæg skal disse virksomheder bruge forholdsvis lang tid på teknologi- og produktudvikling, mens de endnu ikke har omsætning, og derefter tid på markedsudvikling før de bliver profitable. Det gør, at de økonomiske nøgletal, som banker lægger til grund for almindelig kreditvurdering, ikke findes. Dertil kommer, at der er tale om virksomheder med høj grad af usikkerhed om fremtidsmulighederne, der kan være baseret på ny teknologi,

¹ Innovation af forretningsmodel: Fx at sælge bøger over Internet i stedet for i butikker på hovedstrøget.

nye produkter og/eller en innovativ forretningsmodel. Virksomhederne har derfor ofte en lang investeringshorisont, inden det færdige produkt kan introduceres på markedet, og der kommer sorte tal på bundlinien.

Mere konkret knytter usikkerheden sig til forhold som 1) vil teknologien fungere så godt i praksis, som man forventer og håber, 2) vil produktets fordele blive værdsat af kunderne, 3) kan man skaffe effektiv markedsadgang, 4) hvilke konkurrerende teknologier, produkter og forretningsmodeller vil man møde, 5) kan ledelsen eksekvere professionelt og effektivt, 6) hvad vil større konkurrenter foretage af modtræk, 7) hvor store ressourcer og hvor lang tid vil det i virkeligheden kræve, 8) hvor mange penge skal der bruges, 9) har investorerne tilstrækkeligt med midler til at understøtte selskabet hele vejen til succes (finansiell risiko), og endelig 10) har investorerne fælles mål med investeringen, herunder samme tidsperspektiv for og vej til exit?

Disse typer af risici kræver særlige kompetencer at kunne vurdere. Der er for stor forskel i viden om det konkrete projekt mellem långiver og entreprenør (asymmetrisk information) til, at lånefinansiering er nogen reel mulighed. Derfor må nye innovative virksomheder med et højt element af usikkerhed søge risikovillig kapital.

Venturekapital er en form for risikovillig kapital, hvor indskud af egenkapital i porteføljevirkomheder foretages af venturefonde, statslige innovationsmiljøer eller individuelle investorer, ofte benævnt business angels. Iværksætterens motivation sikres samtidigt ved, at denne selv har et betydeligt ejerskab. Tillige stiller investorer i risikovillig kapital egne kompetencer og netværk til rådighed for iværksætteren for at modne virksomheden og øge chancen for succes.

Venturefonde er som hovedregel tidsbegrænsede, og ventureteamet² skal vise resultater i form af videresalg af porteføljevirkomheder med gevinst, såkaldte exits, for at kunne tiltrække kapital til senere fondsetableringer. Hvor banker opnår afkast i form af renter af lånet, får venturefonde og business angels del i "up side" ved succesfulde exits, idet de igennem deres investeringer har ejerandele i virksomhederne, fx aktieposter. Det giver et stort økonomisk incitament for ventureinvestorer til at udvikle virksomheden frem til exit, så investeringen forrentes bedst muligt.

² En venturefond etableres typisk som et "limited partnership" eller på dansk et K/S. Det er sædvanligvis et ventureteam, som tager initiativ til at etablere en fond. Ventureteamet er rådgiver for fonden og medinvestor i fonden på lige fod med de andre investorer.

Der kan opstå incitamentsproblemer i forholdet til iværksætteren, hvis denne får udvandet sin ejerandel hen over de forskellige finansieringsrunder. Det samme kan være tilfældet for mindre venturefonde (og business angels)³.

Investorerne (også kaldet ”limited partners/LP”) i venturefonde er typisk institutionelle investorer, private formueforvaltere og private almennyttige fonde (det sidste primært i USA). Disse kan være danske, nordiske eller internationale/globalt. De internationale LPs kræver (ud over udsigt til konkurrencedygtig afkast) strukturer, som er skattetransparente, så de kun skal betale skat i deres hjemland, og de kræver et aftalegrundlag, som er i overensstemmelse med internationale standarder. De håndterer ofte mange investeringer og bruger næsten aldrig ressourcer på at forhandle aftalegrundlag, som ikke er markedskonforme.

Partnerne i ventureteams er ofte højt uddannede, fx ingeniører, med en succesfuld kommerciel og international karriere bag sig, og nogle er tidligere succesfulde iværksættere. Det er i høj grad personligt talent, vision og erfaring, som er grundlaget for en succesfuld karriere som venturepartner. Man siger populært, at venture ikke kan institutionaliseres, det er et ”people game”. Personer med de rette færdigheder og en veneration for iværksætteri, og som vil være venturepartner, vil typisk kunne arbejde ud fra hvilken som helst lokalitet. Erfaringsmæssigt investerer venturepartnere dog tidligere i virksomheder, som ligger tæt på deres egen fysiske lokalitet, og senere i virksomheder som ligger længere væk. Derfor har det en værdi i de tidlige faser for et lokalt marked, at de bedste ventureteams har et kontor i lokalområdet.

³ Det betyder, at mindre venturefonde, business angels og entreprenøren kan have incitament til at begrænse væksten, hvis væksten er kapitalkrævende. Hvis de ikke gør det, så risikerer de at få et forholdsvis ringe afkast pga. udvanding, på trods af at virksomheden måtte være meget succesfuld.

2.3 Betydningen af velfungerende markeder for risikovillig kapital

Ejerskab og værdiskabelse

Venturefondenes tætte samspil med entreprenørerne er en central del af værdiskabelsen i porteføljevirkksomhederne. Det sker gennem aktivt ejerskab, som kan sikre, at ledelsen handler i overensstemmelse med ejernes interesser.

Fra studier af virksomheder i Silicon Valley, der er finansieret af venturefonde (Hellmann og Puri, 2002), viser det sig, at disse virksomheder sammenlignet med andre virksomheder, der ikke er finansieret med venturekapital, oftere lader entreprenører udskifte med en anden professionel leder, hvis det viser sig, at de ledelsesmæssige evner hos den siddende ledelse er en hindring for virksomhedens vækst.

Det ligger i en venturefonds natur, at den er tidsbegrænset, og at ejerskabet af virksomhederne i porteføljen dermed også er tidsbegrænset. Udviklingen af markedet for venturekapital hænger derfor nøje sammen med exitmulighederne, som kan sikre fonden og investorerne et fornuftigt afkast. Exitmulighederne vil være påvirket af konjunkturerne.

Exit kan bl.a. ske ved en børsnotering eller gennem et industrielt salg til en etableret virksomhed. Bascha og Walz, 2001, peger på, at børsnotering ofte er den bedste løsning for såkaldte højværdivirksomheder, og industrielt salg den bedste løsning for lavværdivirksomheder. For den første kategori af virksomheder er fordelene, at venturefondenes ry og ”blåstempling” af virksomhederne fører til bedre aftaler med investeringsbanker mv. end for andre virksomheder. Dertil kommer, at fondenes evne til at overvåge virksomhederne mindsker nye investorers usikkerhed, hvorved der kan opnås en bedre børsnoteringspris. For lavværdivirksomheder er omkostningerne ved emission mv. ofte for store til, at det kan betale sig at foretage en børsnotering.

Nyere studier (Kaplan, 2009) tyder på, at antallet af industrielle salg fremover vil være langt større end børsnoteringer. For 10 år siden havde der udviklet sig en opfattelse blandt de amerikanske iværksættere/CEOs af, at børsnotering var den ”fine” exit. Denne opfattelse er i dag ændret. Det industrielle salg har den fordel, at det ofte kan ske tidligere end en børsnotering.

Mere generelt bekræfter øvrige studier, at en god exit grundlæggende afhænger af virksomhedens kvalitet, karakteren af dens aktiver og varigheden af venture-

fondens investeringer. Ikke overraskende er sandsynligheden for børsnotering størst for gode og forholdsvis modne virksomheder med høj kvalitet.

Venturemarkedets betydning for virksomheders vækst

Venturefondes betydning for virksomhedernes vækst viser ikke entydige resultater. Det gælder især europæiske fonde, mens virksomheder i USA, som er finansieret af venturefonde, ifølge tilgængelige data skaber mere værdi end virksomheder, der ikke er finansieret af venturefonde⁴.

Flere studier (fx Jones og Williams, 1998 samt Audretsch og Lehmann, 2004) peger på, at det i overvejende grad er unge og innovative virksomheder, som finansieres af risikovillig venturekapital, og at finansiering fra en venturefond har en positiv indflydelse på disse virksomheders vækst⁵. Dertil kommer, at venturefonde ser ud til at afhjælpe virksomheder med at overkomme kreditbegrænsninger, der er en følge af asymmetrisk information, og på den måde hjælper virksomhederne til overhovedet at komme i gang.

Venturefondes betydning for virksomheders produktivitet

Teknologiske fremskridt og anvendelsen heraf i produktionen er tæt forbundet med økonomisk velstand. Det er også baggrunden for den store bevågenhed, som forskning & udvikling har i markedsøkonomier.

Chemmanur et al., 2008 viser, at effektiviteten i venturefinansierede virksomheder er betydeligt højere end i virksomheder, der ikke er finansieret med venturekapital. Venturefondenes track record har en signifikant positiv korrelation med porteføljevirkomhedernes produktivitet. Store fonde op til en vis størrelse lader til at være bedre end små fonde til at sikre en større produktivitet. Amerikanske erfaringer⁶ viser, at venturefonde med en størrelse på mindst 200 mio. USD giver de bedste privatøkonomiske afkast, mens fondsstørrelser over 500 mio. USD giver faldende privatøkonomisk afkast.

⁴ Den statistiske dækning af ventureområdet er generelt behæftet med usikkerhed, da den i stor udstrækning er baseret på frivillige indberetninger. Det kan fx betyde, at oplysninger om fondenes afkast ikke til fulde afspejler det faktiske afkast. Ifølge Guy Fraser-Sampson (2009) er tallene for de amerikanske venturefonde således stærkt overdrevne, da det kun er de 25 pct. bedst performerende fonde, der indberetter deres interne afkast. Fsva. tal for europæiske fonde, er det kun de største lande, hvor tallene for fondenes afkast er repræsentative.

⁵ Dette er en naturlig konsekvens af, at en stor del af det investerede beløb anvendes på ansættelse af medarbejdere og øget salgs- og markedsføringsindsats.

⁶ Steve Kaplan, University of Chicago Booth School of Business (2009).

Ikke overraskende viser studiet også, at et højt niveau for produktivitet og vækst heri har positiv indflydelse på en succesfuld exit i form af en børsnotering eller et industrielt salg. Det bekræfter hypotesen om, at en god exit grundlæggende afhænger af virksomhedens kvalitet, karakteren af dens aktiver og varigheden af venturefondens investeringer.

Afledte effekter af innovation på samfundsøkonomien

Flere studier (fx Hellman & Puri og Lerner, 2009) viser, at venturekapital står for en relativt stor andel af den samlede industrielle innovation. Popov og Roosenboom, 2009 synes at bekræfte tidligere analyser på amerikanske data, der viser, at venturekapital skaber forholdsvis meget industriel innovation.

Mange studier har vist, at det samfundsøkonomiske afkast af forskning, udvikling og kommercialisering (innovation) er signifikant større end det privatøkonomiske afkast. Ud fra en række studier af det privatøkonomiske afkast af virksomheders forskning og udvikling og det samfundsøkonomiske afkast heraf har Grilicheses (omtalt i Lerner, 2009) estimeret gabet mellem det privatøkonomiske og samfundsøkonomiske afkast til at ligge mellem 50 pct. og 100 pct.

Det vil sige, at hvis en virksomhed har 10 pct. i afkast af sine investeringer i forskning og udvikling, vil det samfundsøkonomiske afkast være på mellem 15 og 20 pct. En sådan positiv eksternalitet ("spillover") kan være medvirkende til, at private virksomheder investerer mindre i forskning og udvikling, end hvad der er samfundsøkonomisk optimalt. I litteraturen peges på, at der kan være et rationale for en offentlig indsats på områder i samfundsøkonomien, hvor der er positive eksternaliteter⁷.

I Lerner (2009) argumenteres for, at et sådant rationale for offentlig involvering forstærkes af, at de privatøkonomiske afkast i venturefonde i de toneangivende vestlige lande har været skuffende. Som gennemsnit har afkastene i venturefonde i USA, Canada, Vesteuropa, Australien, Japan og New Zealand i de sidste to årtier nemlig ligget på 3,8 pct. årligt. Det vægtede gennemsnit, hvor de store fonde tæller forholdsvis mere, har været negativt med minus 1½ pct. i årligt afkast. En forklaring på de ringe afkast kan være, at en del af de store fonde er etableret under it-boblen ved årtusindeskiftet med rigelig kapital i

⁷ Ved negative eksternaliteter som fx virksomheders forurening er den offentlige sektors rolle at internalisere de negative samfundsmæssige omkostninger på den forurenende virksomhed ved fx at påbyde højere standarder for energieffektivitet eller gennem grønne afgifter.

markedet, hvor kvaliteten af porteføljevirksohmhederne senere viste sig tvivlsomme.

Forholdsvis lave privatøkonomiske afkast af investeringer i venturefonde kan forstærke problemet med at tiltrække privat kapital til fremtidige ventureinvesteringer.

Udover kapitalrestriktioner som følge af asymmetrisk information og spillover effekter nævner Lerner (2009) et tredje og sidste rationale for offentlig involvering. Det er den såkaldte ”virtuous cycle” eller kritisk masse i forhold til ”entrepreneurship” og venturekapital. Baseret på erfaringerne fra USA tager det lang tid at få samspillet mellem entreprenørerne, de finansielle og juridiske rådgivere, institutionelle investorer, venturekapitalister m.fl. til at fungere.

Det forudsætter kritisk masse og mange ”lærepenge” at opnå de fornødne kompetencer hos aktørerne. Fx er det lettere at rekruttere personale og at finde juridisk ekspertise i finansiering af venturevirksomheder til virksomhedsopstart nummer 100 end ved den første virksomhedsopstart i en given region.

Indtil der er opnået en kritisk masse, kan der ifølge Lerner (2009) være et rationale for offentlig involvering i forhold til ”entrepreneurship” og venturekapitalister i det omfang, at den offentlige involvering skaber positive eksternaliteter.

2.4 Hovedkonklusioner fra kortlægning af udvalgte landes politikinstrumenter

En kortlægning af en række landes offentlige politikinstrumenter til udvikling af markederne for risikovillig kapital⁸ beskriver, *hvilken* rolle staten har spillet i fem udvalgte lande.

Kortlægningen har to centrale konklusioner. For det første at et velfungerende venturemarked ikke opstår af sig selv. Alle fem betragtede lande, Canada, Danmark, Finland, Holland og USA har anvendt en offentlig indsats til at udvikle markedet igennem forskellige typer af offentlige programmer, som har

⁸ Kortlægningen bygger på konklusionerne fra et internationalt studie af offentlige politikker anvendt på markedet for risikovillig kapital i Canada, Danmark, Finland, Holland og USA. De valgte lande er blandt de førende iværksætterlande. Analysen er lavet af Erhvervs- og Byggestyrelsens enhed for forskning og analyse, FORA. De enkelte landerapporter er tilgængelige på <http://ice.foranet.dk/>.

været begrundet med et erkendt behov for teknologiudvikling, udvikling af nye virksomheder, højværdijobs og eksport.

For det andet at det tager tid at udvikle et nyt marked. I USA blev de første instrumenter introduceret i 1930'erne, mens de første venturefonde i Finland blev skabt i 1960'erne.

Staten er i alle landene fortsat involveret i at udvikle markederne, oftest ved at stille risikovillig kapital til rådighed eller ved at geare privat kapital. I USA står staten eksempelvis fortsat for ca. 11,2 pct. af alle amerikanske ventureinvesteringer via det offentlige SBIC-program (2004).

Boks 2.2: Eksempler på større offentlige initiativer i USA

SBIC-programmet (The Small Business Investment Company) er ét centralt føderalt program ud af flere finansieringsprogrammer målrettet små og mellemstore virksomheder (SMV). Programmet er administreret af SBA (Small Business Administration). Formålet med programmet er at understøtte den private finansiering af små og mellemstore virksomheder. Det sker igennem en gearingsmodel, hvor SBA giver en statsgaranti på udbudte obligationer, der sikrer kapital til certificerede SBIC-fonde. Statsgarantien betyder, at obligationsindehaverne er sikret deres forventede afkast, og at de private fonde kan finansiere nye virksomheder med et lavere afkastkrav. SBA tager et fast gebyr til dækning af administration og tab på garantien. Provenuet fra den offentlige emission af obligationer allokeres derefter via den private SBIC-fond til fondens porteføljevirkomheder som aktiekapital, mezzaninkapitel eller længerevarende stående lån uden offentlig involvering i øvrigt.

Fondene skal i den forbindelse opfylde en række krav, herunder om ”track-records” for ”management teams.”

SBIC-programmet blev etableret i 1958 og har over de sidste godt 40 år indskudt ca. 55 mia. USD i låne- og aktiekapital til mere end 106.000 små og mellemstore virksomheder i USA. I perioden oktober 2008 til september 2009 investerede SBIC-programmet således 1,9 mia. USD i 2.697 virksomheder med et gennemsnitligt kapitaltilsagn på ca. 690.000 USD pr. virksomhed. 15 pct. af de samlede investeringer i perioden gik til virksomheder under 5 år.

Målgruppen for investeringerne fra SBIC-fondene er virksomheder i udvalgte segmenter med en værdi under 18 mio. USD, hvor mindst 20 pct. skal være virksomheder med en værdi på under 6 mio. USD. Lånet skal som udgangspunkt være tilbagebetalt senest 7 år efter indskuddet.

Mere information om SBIC-programmet kan findes på www.sba.gov/inv.

Også i Israel blev venturemarkedet kick-startet af en offentlig investeringsfond, Yozma. Fonden blev brugt til at linke israelske firmaer med udenlandske busi-

ness angels ved at geare udenlandsk finansiering, primært fra USA, samt ved udstedelse af lånegarantier til udenlandske investorer.⁹

Der er overordnet set fire grupper af instrumenter, som har været anvendt til at udvikle markederne i forskellige lande:

- 1) At staten alene tilbyder gearingskapital til private investorer uden nogen form for direkte statslig involvering i markedet (USA på føderalt niveau og UK)
- 2) At staten sammen med private investorer tilvejebringer kapital igennem diverse fund-of-funds-ordninger¹⁰, der typisk går til bestemte markedssegmenter (alle lande, inkl. Danmark)
- 3) At staten tilvejebringer investeringsgarantiordninger, hvilket dog er ved at blive udfaset i de fleste lande (undtagen Holland og UK)
- 4) At staten foretager direkte investeringer i porteføljevirkksomheder (anvendes i Canada, Finland og Danmark).¹¹

En oversigt over landenes anvendte politikinstrumenter fremgår af figur 1. Hvert land har et unikt setup af politikinstrumenter, idet alle landene dog søger at gøre virksomhederne mere investeringsparate, indføre skatteincitamenter og øge pensionskassernes muligheder for at investere i unoterede aktier.

Et andet fællestræk for de forskellige landes håndtering af området er, hvordan der er kommet fokus på efterspørgselsorienterede instrumenter. Det er instrumenter, der fx fremmer bestemte typer af virksomheder. Eksempelvis Danmarks grønne førerposition som følge af offentlig regulering af energiforbruget. I forhold til tidligere er der tale om et skift i anvendte instrumenter, idet de fleste markeder blev kickstartet primært med udbudsorienterede instrumenter.

Flere lande har efter finanskrisens begyndelse iværksat programmer, som giver tilskud og billige lån til teknologiselskaber. I mange tilfælde også til udenland-

⁹ Israel havde det højeste niveau af venture kapital målt i andel af BNP i OECD, i perioden 1998-2001. Se OECD (2003): Venture Capital Policy Review: Israel STI Working Paper 2003/3.

¹⁰ Fund-of-funds repræsenterer en investeringsstrategi, som går ud på at have en portefølje af andre investeringsfonde i stedet for investeringer direkte i de underliggende porteføljeselskaber.

¹¹ Studiet af USA er kun blevet gennemført på føderalt niveau, hvorfor initiativer med direkte investeringer i de enkelte delstater ikke er medtaget.

ske, hvis de binder sig til at flytte dele af deres aktiviteter til det pågældende land. Dette gælder bl.a. USA, Rusland, Tyskland og Frankrig.

Figur 2.2: Forskellige anvendte politikinstrumenter i 2007¹²

	Virksomhedsudvikling	Direkte investeringer, inkl. offentlige fonde og co-investeringer	Grants/tilskud	Investeringsgarantier	Fund-of-funds	Business angel netværk	Aktive pensionsfonde	Exitmarkeder	Skatteincitament	Gea-ringskapital
Canada										
Danmark										
Finland										
Holland										
USA										
	EFTERSPØRGSELSSIDEN	UDBUDSSIDEN								
		Direkte offentlig involvering ----->----->----->-----								facilitering af kapital
			Feltet markeres lysere, hvis landet har mindre end 3 instrumenter indenfor det givne politikområde.							
			Feltet markeres mørkere, hvis landet har 3+ instrumenter indenfor det givne politikområde.							

Kilde: FORA, 2008.

Anm.: Efterspørgselssiden er virksomhederne og finansieringsinstrumenterne udbudssiden.

¹² Kortlægningen viser udelukkende politikinstrumenter, som landene havde i anvendelse i 2007. Den er således ikke bagudskuende. For USA vises udelukkende politikinstrumenter på føderalt plan. Kategorien ”Virksomhedsudvikling” dækker over en række forskellige initiativer indenfor 6 områder: vækstvirksomheder, vidensintensive sektorer, entrepreneurshipuddannelse, kommercialisering, investeringsklarhed og matchmaking. De mørkere felter indenfor denne kategori angiver, at landet har minimum 3 politikinstrumenter indenfor minimum ét af de 6 områder.

Kapitel 3

Det danske marked for risikovillig kapital

3.1 Indledning

Det er ikke entydigt, hvorvidt der er mangel på kapital på det danske marked for risikovillig kapital, eller om der er mangel på investeringsmuligheder. På den ene side har der været et lavt privatøkonomisk afkast af investeringer, hvilket peger på for meget kapital i forhold til det forretningsmæssige potentiale. Omvendt kan der tages afsæt i det samfundsøkonomiske afkast og venturemarkedets betydning for innovation. Med det udgangspunkt vil mere kapital kunne opbygge markedet til en vis kritisk størrelse til gavn for samfundsøkonomien.

Mængden af kapital under forvaltning, dvs. den samlede mængde af kapital, som investorer har givet tilsagn om at investere, har været nogenlunde konstant i forhold til Danmarks samlede produktion siden 2000 og ligger på ca. 1,25 pct. af bruttonationalproduktet.

De venturefonde, der blev etableret i perioden 1998-2001, har haft et væsentligt lavere afkast end venturefonde, der blev etableret i de efterfølgende år. Det tyder på, at de første investeringer ikke har været afgrænset til virksomheder med fornødent potentiale.

Endvidere er antallet af afhændede virksomheder, exits, relativt lavt i forhold til antallet af virksomheder, der er blevet investeret i. For fonde etableret i 1998-2001 er ca. 60 pct. af virksomhederne stadig i venturefondenes porteføljer, og værdien af disse virksomheder indikerer også, at forretningsgrundlaget og kvaliteten af virksomhederne ikke har været tilstrækkeligt, og dermed at mulighederne for afhændelse er begrænsede.

For fonde etableret i 2002-2005 er der sket en forbedring af fondenes afkast. Stadig ligger danske venturefondenes gennemsnitlige afkast dog lavere end afkastene for andre europæiske og amerikanske fonde, men udviklingen kan tages som en indikator for, at kompetenceniveauet blandt markedsaktørerne er forbedret i denne periode.

Kapitlets konklusioner understøtter, at afkastpotentialer i virksomheder, der har fået venturekapital, ikke har været højt nok til at kunne tiltrække private investorer i en grad, så markedet bliver selv bærende.

På den anden side ses en fremgang i markedet, der kan fortolkes som en opgradering af de fornødne kompetencer blandt markedsaktørerne.

En række betingelser skal være samtidigt opfyldt for, at markedet for risikovillig kapital bliver selv bærende. Afkastet skal først og fremmest have en vis størrelse, som kan dække aktørernes omkostninger og godtgøre en specialisering af kompetencer mv. Samtidig er det klart, at uden et tilstrækkeligt afkast vil det være vanskeligt at tiltrække den fornødne private kapital på sigt.

En offentlig indsats, der sigter mod at opbygge et marked for finansiering af nye innovative virksomheder, er en balancegang mellem at tilføre volumen til markedet og samtidig gøre markedet tilstrækkeligt attraktivt med et afkast, der kan tiltrække private investorer.

3.2 Det danske venturemarked

I dansk sammenhæng er venturemarkedet et relativt nyt fænomen. Den danske venturebranche startede i 1980'ernes begyndelse, hvor den 2. oliekrise klingede af. Det var en periode kendetegnet ved rentefald, aktiekursstigninger og generel optimisme i samfundet. Samtidig gennemførtes den første forsigtige liberalisering af banklovgivningen og pensionssektorens placeringsregler. I 1977 oprettedes LD, der sammen med ATP blev og fortsat er betydende investorer på venturekapitalmarkedet.

Venturekapitalen har oplevet tre optimistiske epoker kendetegnet af rigeligt kapitaludbud, etablering af mange nye venturekapital virksomheder og stor investeringslyst. Disse opgangsperioder er hver gang blevet afløst af bratte fald og voldsom decimering af antallet af aktører i venturebranchen.

Perioden fra 1983 – 1987 var venturemarkedets start, hvor indledende fremgange blev afløst af tilbagefald og neddrøpling. Især bankerne spillede en aktiv rolle i venturekapitalens første år.

Den næste positive bølge var fra 1995 – 2000, som var præget af IT og Internet-innovationer. Alle investorsegmenter var aktive i denne periode med stor kapitalrigelighed, herunder etablerede virksomheders investeringer gennem

corporate ventures.¹ I kølvandet på teknologiaktiernes og vækstbørsernes kollaps i 2001 mistedes også troen på venturekapitalen, og der skete en udradning af stort set hele branchen.

I perioden 2003-2008 skød helt nye spillere op. Modellerne for fondsstrukturering og god selskabsledelse spredte sig fra kapitalfondene til venturekapitalen. Institutionelle investorer og staten blev centrale aktører som investorer. Opblomstringen har fået en brat slutning under finanskrisen.

Boks 3.1: Venturefonde og management teams i Danmark

- Siden starten i 1985 har der optrådt ca. 84 større venturekapitalfonde i Danmark. Af disse er 53, svarende til 63 pct., ophørt eller under afvikling, de fleste som følge af utilfredsstillende resultater.
- Ingen af de 15-20 klassiske venture selskaber, der blev etableret i midtfirserne, overlevede den første decimering.
- Af ca. 45 virksomheder, der skød op sidst i 1990'erne, overlevede omkring 15 pct. krisen i 2001-2003, og kun et par stykker lever i 2009.
- 21 virksomheder eller ca. 25 pct. af de omtalte 84 venturefonde er fortsat i live, men kan ikke fremvise en "track-record", og de respektive teams har endnu ikke bevist evnen til at rejse nye fonde, skønt de eksisterende er fuldt investerede.
- 10 virksomheder eller 12 pct. er aktivt nyinvesterende og søger ikke kapital. Næsten alle disse er kendetegnet ved at have én enkelt stor investor.

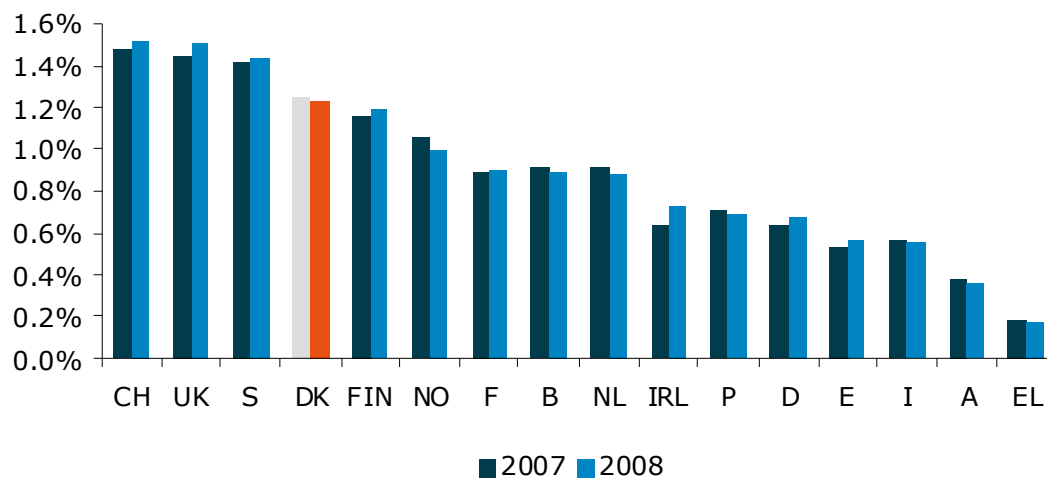
Kilde: Vækstfonden.

3.2.1 Kapital i danske fonde og virksomheder

Det overordnede niveau for den samlede mængde af kapital under venturefondes forvaltning var i 2008 ca. 1,25 pct. af bruttonationalproduktet, jf. figur 3.1. Danmark ligger således internationalt i top 5 lige efter Schweiz, UK og Sverige.

¹ "Corporate venture" adskiller sig på væsentlige områder fra anden venture. Der er tale om store virksomheder (Corporates), som via interne ventureteams investerer i portefølje-virksomheder, typisk inden for samme branche, og de kan foruden kapital også tilføre ekspertise og etablerede netværk til venturevirksomheden. Der kan også være tilfælde, hvor store virksomheders motivation er mere strategisk begrundet, fx for at få adgang til ny teknologi for konkurrenter. Dermed kan afkast spille en mindre rolle end for venturefonde, som alene investerer med henblik på at opnå finansielle afkast.

Figur 3.1: Kapital under forvaltning, pct. af BNP, udvalgte lande

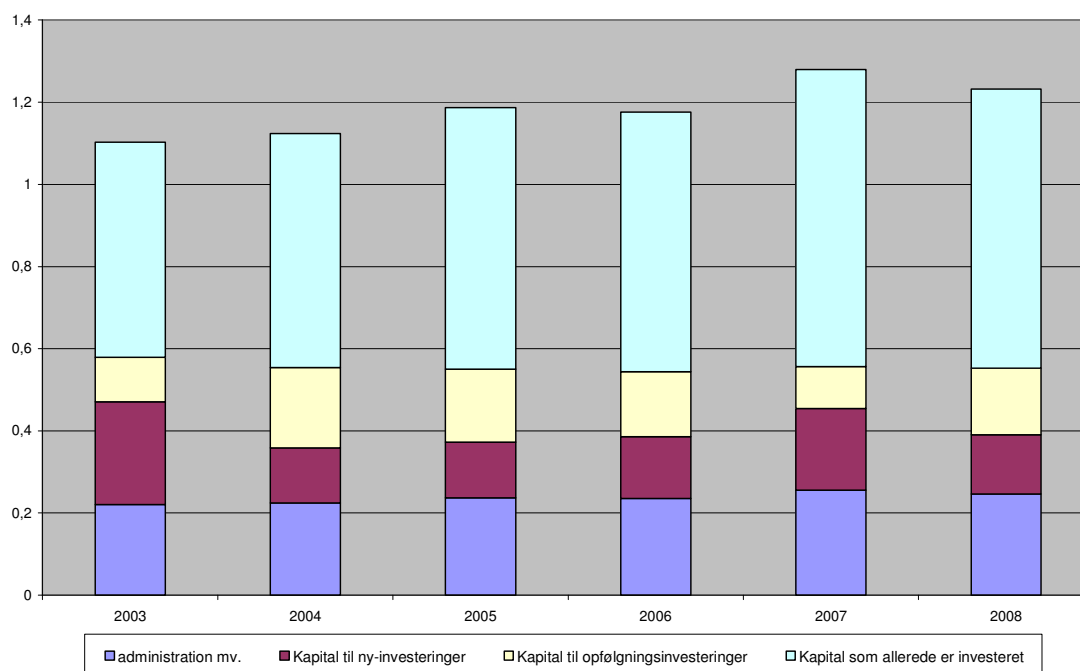


Kilde: EVCA.

Andelen af kapital under forvaltning har været svagt stigende siden 2000 efter en markant tiltrækning af kapital i årene op til år 2000. Mængden af kapitaltilsagn har været lidt højere end Danmarks generelle velstandsstigning siden 2000 efter en markant stigning i kapital i perioden op til.

Andelen af kapital, der kan anvendes til aktive investeringer, udgør ca. en fjerdedel af den samlede mængde af kapital. Fordelingen mellem kapital til nye investeringer og opfølgingsinvesteringer svinger en smule fra år til år, og andelen af kapital til opfølgingsinvesteringer var i 2007 på det laveste niveau i perioden. Administrationsomkostninger udgør en femtedel, svarende til 2 pct. om året i fondenes typiske levetid på ti år, jf. figur 3.2.

Figur 3.2: Kapital under forvaltning, pct. af BNP

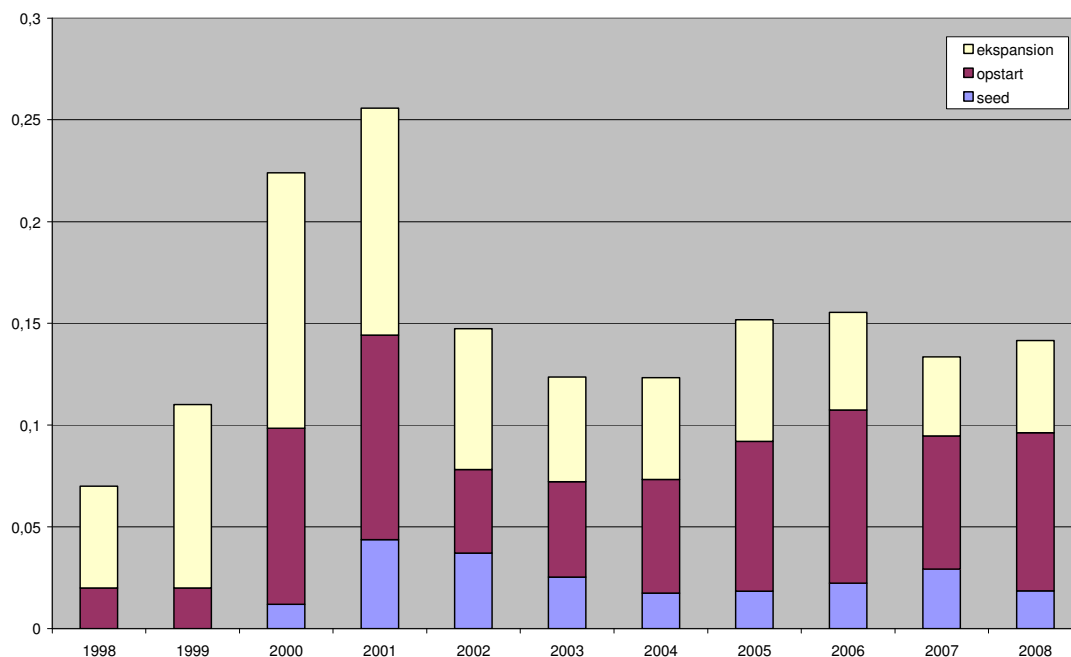


Anm: Indsamlingsmetoden varierer i figur 1 og figur 2 og niveauet kan derfor ikke sammenlignes direkte. I estimatet for omkostninger til administration mv. er der taget udgangspunkt i et gennemsnitligt årligt fee på 2 pct. af kapital under forvaltning over en typisk tiårig tidshorisont for levetiden af en venturefond.

Kilde: Vækstfonden og Danmarks Statistik.

Årlige investeringer beskriver markedets effektive efterspørgsel efter kapital, jf. figur 3.3. Markedets størrelse i pct. af BNP steg markant i forbindelse med it-boblen op til 2000, hvor der inden for en kort periode var en markant stigning i værdiansættelsen af virksomheder med venturekapital. Efterfølgende viste virksomhederne sig ikke at kunne indfri investorenes forventninger til den nye teknologiske indtjeningsmuligheder. Siden 2002 har andelen af ventureinvesteringer ligget nogenlunde stabilt på ca. 0,13 pct. af BNP. Dette niveau er fastholdt i 2008, til trods for finanskrisen, jf. figur 3.3.

Figur 3.3: Årlige investeringer i Danmark, pct. af BNP



Anm: Tallene angiver danske investorers samlede investeringer, inklusiv investeringer foretaget i udenlandske virksomheder. For 1998 og 1999 er seed-fasen inkluderet i tal for opstartsfasen.

Kilde: Vækstfonden og Danmark Statistik.

Boks 3.2: Mindre andel af kapital i vækstfasen

IT-boblen i 2000-2001 markerede et strukturelt skift i de årlige investeringer på venturomarkedet. I 1998-1999 blev størstedelen af den investerede kapital allokeret i vækstfasen², hvorimod kun ca. en tredjedel af den investerede kapital er blevet allokeret i vækstfasen siden 2003. Andelen af kapital, der indskydes som førstegangsinvesteringer i seedfasen, har siden 2003 ligget nogenlunde stabilt på ca. 15 pct. af de samlede årlige ventureinvesteringer, mens den resterende halvdel af investeringerne allokeres i opstartsfasen som opfølgingsinvesteringer.

Virksomheders kapitalbehov stiger i takt med udviklingen af produkter. Som tommelfingerregel stiger kapitalbehovet med en faktor 10 for hver fase, dvs. at kapitalbehovet i vækstfasen typisk vil være 100 gange større end i seed-fasen.

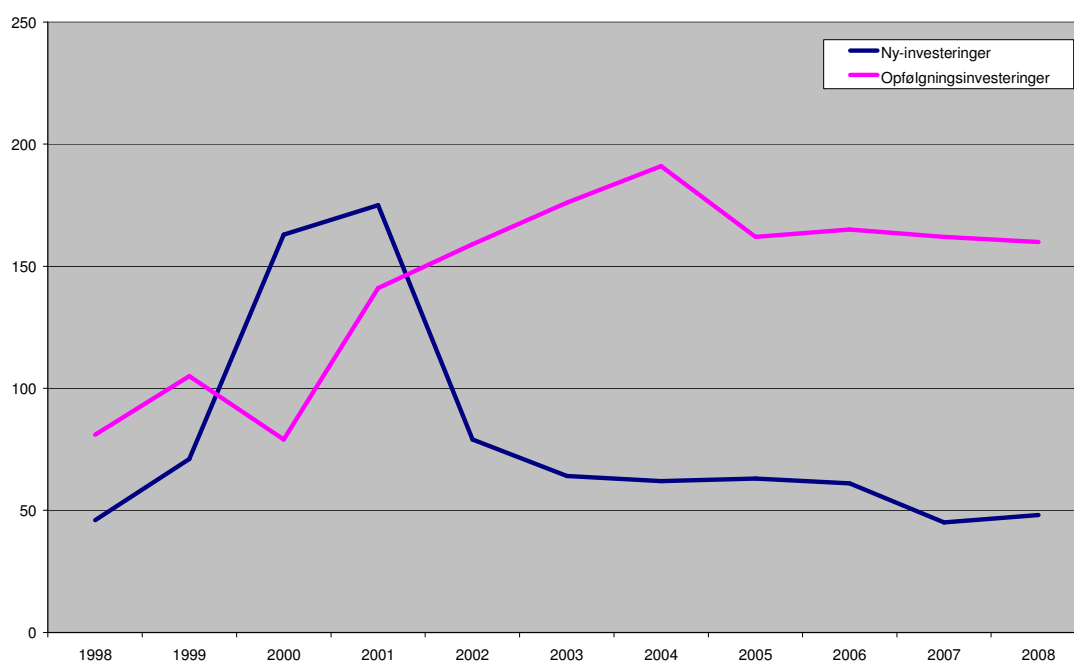
² For definition af venturemarkedets faseopdeling, se boks 2.1 i kapitel 2.

Der vil naturligvis være variation mellem brancher, ligesom virksomheders forretningsgrundlag vil afgøre det specifikke kapitalbehov.

Virksomhedernes stigende kapitalbehov genfindes i forholdet mellem seed- og opstartsfaserne. Derimod viser forholdet mellem investeringer i opstarts- og vækstfaserne, at danske venturefonde investerer relativt lidt i vækstfasen, dvs. i de senere faser. Det kan enten tyde på, at kvaliteten af virksomhederne kun i få tilfælde er tilstrækkelig til, at man påbegynder en ekspansion frem mod markedsintroduktion. Eller det kan skyldes, at danske venturefonde ikke har haft fornøden kapital til at følge virksomhederne helt til exit.

Bortset fra it-boblen i 2000-2001 er antallet af investeringer i nye danske vækstvirksomheder nogenlunde konstant. Tilsvarende gælder for det samlede antal investeringer, dvs. nyinvesteringer og opfølgingsinvesteringer, jf. figur 3.4.

Figur 3.4: Antal investeringer i danske virksomheder

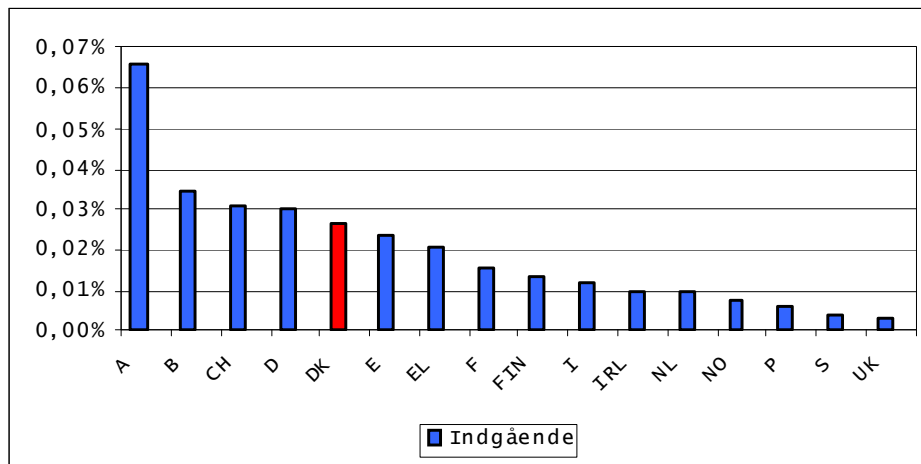


Kilde: Vækstfonden (2009).

En del af de årlige investeringer i venture i Danmark kommer fra udenlandske investorer. Ud af de samlede investeringer i Danmark på godt 0,13 pct. af BNP er en femtedel fra udenlandske investorer. Danmarks placering som nummer 5

i tiltrækning af udenlandsk kapital peger på, at en del af de danske venturefinansierede virksomheder er attraktive at investere i, jf. figur 3.5.

Figur 3.5: Udenlandske investeringer, pct. af BNP, 2008.



Kilde: EVCA (2008).

3.2.2 Afkast af danske venturefonde og -virksomheder

Det primære formål for en privat investor er at skabe den højest mulige forrentning af den investerede kapital under hensyn til den påtagne risiko. Afkastet af en investering, målt som differencen mellem indskudt og realiseret kapital, er derfor væsentligt for at kunne tiltrække nye investeringer. Venturemarkedets cykliske natur med etablering af fonde på baggrund af afkast fra afsluttede fonde medfører, at afkastets størrelse vil have betydning for markedets evne til fremadrettet at vokse og tiltrække kapital til nye fonde.

Det kan være vanskeligt at vurdere værdien af en venturevirksomhed. For det første er der tale om unoterede aktier, der derved ikke handles på aktiemarkeder. For det andet betyder virksomhedens arbejde med at udvikle produkter frem mod markedsintroduktion, at der vil være en meget beskeden omsætning. Derfor værdisættes venturefinansierede virksomheder på baggrund af omkostninger i de tidlige faser, mens et begyndende salg af produkter i vækstfasen giver mulighed for værdisætning på baggrund af omsætning.

Afkastet for danske fonde og virksomheder er generelt lavere end andre danske kapitalmarkeder. Andelen af den investerede kapital, som er kommet tilbage til investorerne (den såkaldte multiple) er i gennemsnit 80 pct. af den investerede kapital for perioden 1998-2009, og dermed er en femtedel af investorenes oprindelige kapitalindskud gået tabt. Investorerne skal herudover betale omkost-

ninger til fondenes drift, hvorved tabet stiger med yderligere ca. en femtedel af den investerede kapital.

Afkastet af investeringer kan også beregnes som en årlig forrentning, som ofte betegnes som *internal rate of return* (IRR³). For alle fonde er den gennemsnitlige årlige forrentning negativ med et gennemsnit på -6,67 pct. Det fremgår også, at der noteres tab for alle underinddelinger af afkastet af danske virksomheder, hvilket vil sige, at indtægter fra salg af succesfulde virksomheder ikke opvejer afskrivningerne, jf. tabel 3.1.

Tabel 3.1: Afkast for danske fonde for perioden 1998-2005, i 1.000 kroner

Exits					
	Investeret kapital	Realiseret værdi	Cash-flow	Multipel	IRR
Danske fonde	2.483.654	2.130.202	-353.451	0,9	-4,90%
Danske virksomheder	1.255.610	1.038.254	-217.355	0,8	-5,40%
Fortsat i portefølje					
	Investeret kapital	Bogført værdi	Cash-flow	Multipel	IRR
Danske fonde	5.759.107	4.584.376	-1.174.730	0,8	-8,40%
Danske virksomheder	3.962.013	3.360.097	-601.916	0,9	-6,60%
Ikke oplyst					
	Investeret kapital	Bogført værdi	Cash-flow	Multipel	IRR
Danske fonde	1.163.495	1.145.294	-18.201	1	-0,80%
Alle					
	Investeret kapital	Værdiopgørelse i alt	Cash-flow	Multipel	IRR
Danske fonde	9.406.256	7.859.874	-1.546.382	0,8	-6,67%
Danske virksomheder	5.217.623	4.398.351	-819.272	0,8	-6,20%

Anm.: Tallene er gennemsnitsafkast vægtet med kapitalbeholdningen. For venturefonde er afkastet beregnet som bruttoafkast. Administrationsomkostningerne er fratrukket på nedenstående

³ Den interne rente (IRR) udtrykker rentabiliteten af en investering, hvor der er korrigeret for tidspunkterne for tilbagebetalingen af en investering. En investering er således mere rentabel, des hurtigere investeringen betales tilbage. Mere teknisk forklaret er den interne rente – også kaldet diskonteringsfaktoren – den rente, der giver en akkumuleret nutidsværdi af en række cash-flows eller betalinger, som er lig nul.

opdelinger af fondes afkast. For virksomheder er angivet bruttoafkast, som afspejler virksomhedernes performance. Opgjort per 30. september 2009.

Kilde: Vækstfonden og ATP.

Afkastet er mest negativt for de fonde, der blev etableret før 2001. Når administrationsomkostninger til fondene er betalt, er det mindre end halvdelen af den investerede kapital, som føres tilbage til investorerne. For den nye generation af venturefonde, som etableredes efter 2002, er afkastet omtrent nul af afhændede virksomheder (exits), når administrationsomkostninger til management teams er trukket fra. Fondenes alder betyder, at størstedelen af virksomhederne endnu ikke er salgsmodne, og en foreløbig opgørelse viser et tilbageløb (multipel) på 84 pct. jf. tabel 3.2.

Tabel 3.2 Afkast af nye og ældre fonde i Danmark

	1998-2001		2002-2005	
	Multipel	IRR, pct.	Multipel	IRR, pct.
Brutto Exits	0,8	-7,3	1,3	12,6
Fortsat i portefølje	0,5	-13,3	0,9	-2,1
Ikke oplyst	0,1	-33,7	0,7	-13,3
Samlet	0,6	-11,0	1,0	-1,2
Afkast minus adm. omkostninger				
Samlet	0,40	-16,3	0,84	-6,2

Anm.: Tal er gennemsnitsafkast, vægtet med kapitalbeholdningen. Afkasttallene er opgjort per 30. september 2009. Adm. omkostningerne er typisk på 2 pct. af kapitalbeholdningen.

Kilde: Vækstfonden og ATP.

Størstedelen af venturefondenes virksomheder er imidlertid ikke blevet afhændet. I tidsbegrænsede venturefonde bruges de første 2-3 år af fondens levetid til at identificere investeringer, hvorimod de sidste 4-5 år anvendes til at sikre exits af virksomhederne.

De ældre fonde, etableret 1998-2001, vil derfor være i gang med at realisere investeringerne, mens de nyere fonde stadig har størstedelen af virksomhederne i porteføljen. Fordelinger mellem virksomheder, der har været igennem exits, og virksomheder, der fortsat er i portefølje, tyder på, at ca. 60 af den oprindelige

portefølje af virksomheder endnu ikke er afhændet fra de tidlige fonde, mens ca. 80 procent af virksomhederne i de senere fonde stadig er i portefølje

For afhændede virksomheder, det vil sige, at de enten er ”exit’et” gennem lukning eller gennem børsnotering eller salg til industriel køber, fra fonde etableret i 2002-2005, var det effektive afkast på 12,6 pct. pr. år, hvilket er væsentligt højere end for afhændede virksomheder i de tidligere fonde, hvor det effektive afkast var på -7,3 pct. pr. år, jf. tabel 3.2

Sammenlignes danske fondes afkast med europæiske og amerikanske fonde ses, at selvom danske fonde har forbedret afkastene, ligger selv de nye fonde under både europæiske og især amerikanske fonde med hensyn til afkast, jf. tabel .3.

Tabel 3.3: Afkast af venturefonde i Danmark, Europa og USA (netto)

	1998-2001		2002-2005	
	Multipel	IRR i pct.	Multipel	IRR i pct.
Danske fonde	0,4	-16,3	0,8	-6,2
Europæiske fonde	0,8	-4,7	1,0	-5,4
Amerikanske fonde	1,0	1,6	1,0	0,7

Anm.: Tallene er fratrukket administrationsomkostninger til fonde og er vægtet med kapitalbeholdningen. Danske tal er opgjort per 30. september 2009, udenlandske tal er opgjort per 30. juni 2009.

Kilde: Vækstfonden og ATP (Danmark) og Thompson Reuters Venture Expert database (Europa og USA).

Det danske venturemarked ligger stadig noget under afkastet på andre kapitalmarkeder. Det danske indeks for noterede aktier, C20-indekset, har i samme periode en multipel på 1,5⁴.

Exit og afkast

En måde for investorer at opkøbe virksomheder er ved at investere i virksomhedernes sene kapitalrunder. På denne måde kan virksomheden opkøbes på et tidligere tidspunkt set i forhold til en egentlig børsnotering. Man kan se dette som en ’tidlig exit’, hvor kapitalfonde og andre industrielle investorer opkøber

⁴ Udviklingen for C-20 indekset er beregnet som stigningen fra 2. januar 2003 til 30. september 2009. Kilde: OMX Nasdaq, C-20 indeks.

virksomheder inden en egentlig børsnotering. I dette perspektiv kan man betragte den kendsgerning, at udenlandske investorer investerer i virksomhedernes sene kapitalrunder som et tegn på, at der i Danmark udvikles virksomheder med et markedspotentiale, som er interessant for globale aktører.

3.3 Venturemarkedets samfundsøkonomiske betydning

Der er betydelige vanskeligheder ved at kortlægge venturemarkedets samlede samfundsøkonomiske betydning. Det kræver nemlig, at venturekapital som finansieringsform kan isoleres. Men i og med at venturemarkedet betjener den samlede gruppe af sammenlignelige virksomheder, kan det være svært at opstille et sammenligningsgrundlag af lignende virksomheder, der tager højde for forskelle i risikoprofil og den lange investeringshorisont frem mod markedsintroduktion af produkter. Blandt andet vil nye bioteknologiske virksomheder ikke kunne finansieres uden venturekapital.

Endvidere betyder venturemarkedets lange investeringshorisont, at der går lang tid, inden den endelige konklusion på effekten af venturekapital kan fældes. Det stiller krav om lange tidsserier for at kunne indfange den samlede effekt.

Venturemarkedet er i dansk sammenhæng relativt ungt og et lille segment af kapitalmarkedet, som ikke har den samme statistiske bevågenhed som andre dele af den danske økonomi.

Centre for Economic and Business Research (CEBR) har foretaget en effektanalyse for udvalget af venturekapital i dansk sammenhæng.⁵ Det tilgængelige materiale af virksomhedernes regnskabsoplysninger muliggør en effektanalyse for perioden 1997 til 2006 og dækker dermed 10 år, svarende til løbetiden for en typisk venturefond. For fonde og virksomheder etableret efter 1997, vil fondene typisk ikke være gjort op inden for talmaterialets tidsperiode. Konklusionerne skal derfor læses i lyset af disse begrænsninger, idet analysen dog forsøger at imødegå datamaterialets begrænsninger ved en række robusthedscheck, herunder bioteknologi-branchens særlige kapitalbehov, uden at analysens konklusioner omstødes.

I det følgende indgår analysen i kombination med andre analyser, der belyser relevante danske forhold.

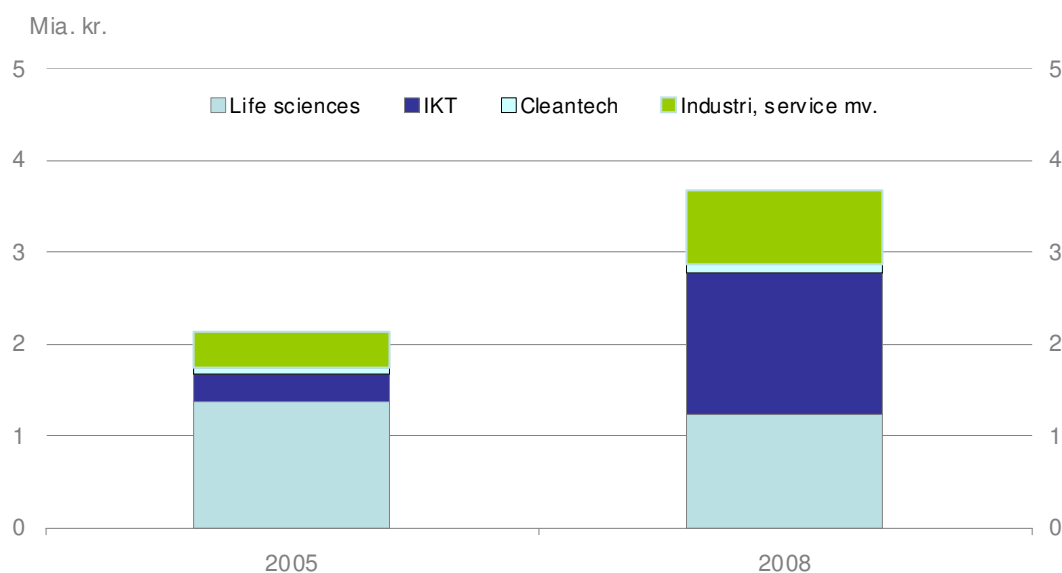
⁵ Centre for Economic and Business Research (CEBR), 2009, *Effektanalyse af dansk venturekapitals betydning for virksomheders overlevelse og vækst*.

3.3.1 Forskning, udvikling og innovation

I dansk sammenhæng viser tal fra Innovationsmiljøerne, at 184 ud af 257 virksomheder i de 6 innovationsmiljøer, svarende til godt 70 pct., har beskyttet deres forretningsidé med patenter eller patentansøgninger eller andre former for beskyttelse af intellektuel ejendom. Det bekræfter, at der er en sammenhæng mellem forsknings- og udviklingsintensive virksomheder og venturefinansiering.

Udviklingen i Danmark antyder samtidig, at en stigende andel af den samlede forsknings- og udviklingsaktivitet finder sted i venturesegmentet. Fra 2005 til 2008 er porteføleselskabernes samlede årlige udgifter til forskning og udvikling steget fra 2 mia. kroner til 3,7 mia. kroner.⁶ Stigningen i selskabernes forsknings- og udviklingsudgifter udgør ca. 30 pct. af den samlede stigning i udgifter til forskning og udvikling i Danmark.

Figur 3.6: Udgifter til forsknings- og udvikling



Kilde: Vækstfonden 2009.

⁶ Vækstfonden, 2009.

3.3.2 Beskæftigelse

Jobskabelse kan betragtes som en indikator for virksomheders vækst, samtidig med at lønmodtageres indtægt er med til at stimulere den samlede efterspørgsel i samfundet.

Det er et væsentligt kendetegn ved venturemarkedet, at en del af virksomhederne lukker i de tidlige år. Dette skyldes den indbyggede usikkerhed ved forskning og udvikling, da der kan opstå forhold, der umuliggør projektets fortsættelse. En analyse af venturemarkedets beskæftigelseseffekt skal derfor baseres på en nettobetragtning, der tager højde for, at der skabes arbejdspladser i nye virksomheder, mens der destrueres arbejdspladser i andre.

I perioden 1997 til 2006 finder CEBR's analyse,⁷ at venturefinansierede virksomheder har lavere nettojobskabelse end kontrolgruppen. Den gennemsnitlige årlige vækst for virksomhederne er 7 pct., mens kontrolgruppen opnår en årlig nettovækst i jobskabelsen på 10 pct. i samme tidsperiode. I faktiske tal har venturefinansierede virksomheder netto skabt 2.500 jobs, mens kontrolgruppen har skabt ca. 4.000 nye job. Her er dog ikke indregnet afledte beskæftigelseseffekter som følge af de såkaldte spillover effekter fra venturefinansierede virksomheders innovationsaktiviteter.

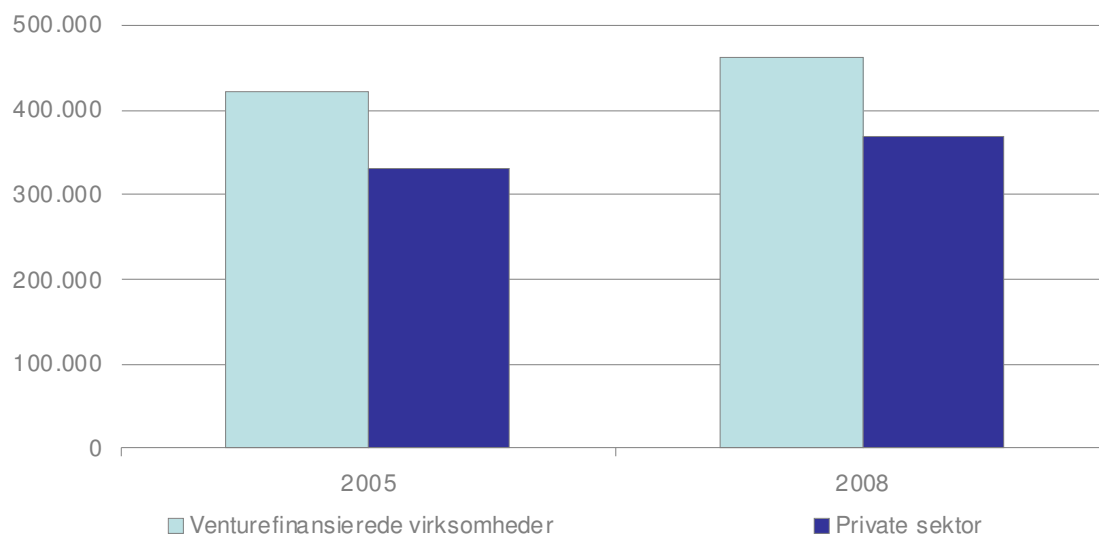
3.3.3 Lønniveau

Det gennemsnitlige lønniveau i en virksomhed kan tages som et udtryk for, hvilke typer af jobs der skabes i virksomheden, og som et udtryk for, hvor meget værdi ansatte skaber i virksomheden. Når gennemsnittet for højtuddannedes løn er generelt højere end for det resterende arbejdsmarked, skyldes det, at højtuddannede i gennemsnit tilfører mere værdi i virksomhederne.

Analysen af danske venturefinansierede virksomheder viser, at det gennemsnitlige lønniveau er højt i denne type af virksomheder. I 2008 var de gennemsnitlige lønomkostninger ca. 460.000 kr., mens det tilsvarende lå omkring 370.000 kr. for den samlede private sektor, jf. figur 3.7.

⁷ CEBR, side 45.

Figur 3.7: Lønomkostninger, 2008



Anm: Virksomhedernes udbetalinger af løn, opgjort i løbende priser.

Kilde: Vækstfonden (2009).

Denne sammenligning tager ikke højde for forskelle i uddannelsesniveau. Når venturefinansierede virksomheder sammenlignes med virksomheder i kontrolgruppen, fremgår det, at det gennemsnitlige lønniveau i virksomhederne var ca. 7 pct. højere end i kontrolgruppen i virksomhedernes første leveår.⁸

Samtidig ses også en højere stigning i de gennemsnitlige lønomkostninger. Over en tidsperiode på 7 til 10 år, svarende til tidsperioden fra etablering til exit for venturefinansierede virksomheder, er den gennemsnitlige stigning i lønomkostningerne ca. 40 pct. højere for venturefinansierede virksomheder end virksomheder i kontrolgruppen.⁹ Det betyder, at i de venturefinansierede virksomheder, som overlever i 7-10 år, vil lønningsniveauet ligge væsentligt højere end for sammenlignelige virksomheder.

⁸ CEBR, side. 50. Effektanalysen fra CEBR kan ikke vise, at det højere lønniveau modsvarer en højere produktivitet og værdiskabelse.

⁹ Ifølge Vækstfonden (2009) er de samlede lønudgifter i venturefinansierede virksomheder steget med 7 mia. kr. fra 2005 til 2008.

Kapitel 4

Den hidtidige offentlige indsats

4.1 Indledning

Det fremgik af regeringsgrundlaget fra 2003, Vækst, Velfærd - Fornyelse II, at regeringen ville fremlægge en handlingsplan for at styrke erhvervslivets adgang til risikovillige investeringer.

Der blev på den baggrund nedsat tre arbejdsgrupper med repræsentanter for pensionsinstitutter, pengeinstitutter, private investorer, iværksættere, innovationsmiljøer mv. Arbejdsgrupperne pegede i deres afrapportering på en række forslag til at styrke adgangen til risikovillig kapital og sikre et mere velfungerende venturemarked.

Baseret på arbejdsgruppernes arbejde offentliggjorde regeringen i januar 2005 Handlingsplanen for risikovillig kapital med forslag til en række initiativer for at styrke rammerne for risikovillig kapital.

Handlingsplanen har ført til konkrete initiativer som fx en delvis privatisering af Vækstfonden (Sunstone Capital mv.), forbedrede muligheder for institutionelle investorer investeringer i unoterede aktier samt etableringen af en alternativ markedsplads for nye og små virksomheder (First North).

4.2 De offentlige aktører

For så vidt angår den statslige indsats, findes en række aktører til at understøtte nye danske vækstvirksomheder. De centrale statslige aktører i de tidlige faser af venturemarkedet er Vækstfonden og de 6 statslige innovationsmiljøer.

Statslige kapitalindskud udgør ca. en tredjedel af den samlede kapital under forvaltning i venturemarkedet. Det samlede offentlige engagement udgør ca. 85 pct. af kapitaltilsagnene i seed-fasen.

I udvalgets diskussioner har der været enighed om, at der historisk set i visse perioder er blevet investeret i for mange virksomheder, og at dette er en medvirkende årsag til det lave privatøkonomiske afkast. Dette gælder også for den offentlige indsats, og der har været tale om en læreproces på linie med kompetenceopbygningen i private fonde.

Som med det resterende marked er der også fremgang at spore i den offentlige indsats, og virksomheder med offentlig venturekapitalindsud har en sammenlignelig vækst med kontrolgruppen af virksomheder.¹ For en særskilt evaluering af Vækstfonden henvises til Ernst & Young (2010).

4.2.1 Vækstfonden

Vækstfonden blev etableret i 1992 med det formål at fremme innovation og fornyelse i erhvervslivet for derigennem at opnå større samfundsøkonomisk afkast. Vækstfondens formål har været uændret siden fondens etablering, men rammerne for, hvordan fonden kan bruge sin kapital til at fremme målet, har ændret sig undervejs.

Vækstfondens historie og aktivitet kan herudfra deles op i to delperioder:

1992-2001: Projektfinansiering med lån

I den første periode ydede Vækstfonden risikovillige lån til at finansiere specifikke udviklingsprojekter i enkeltvirksomheder. Tilbagebetalingen af lån var betinget af, at udviklingsprojekterne skabte omsætning, og var det ikke tilfældet, kunne virksomhedens gæld eftergives mod at overdrage eventuelle rettigheder eller opfindelser fra projektet til Vækstfonden. Finansieringsformen og de lempelege tilbagebetalingsbetingelser medførte et udlånstab i Vækstfonden på 60-80 pct.

Investeringskapitalen til udviklingsprojekterne blev tilvejebragt via obligationsafkastet fra det oprindelige kapitalindsud fra staten. Grundkapitalen på 2 mia. kroner kunne således ikke benyttes til projektfinansieringen.

2001- : Ny strategi med virksomhedsfinansiering på markedskonforme vilkår.

Den nye strategi betød, at statens kapitalindsud aktivt kunne investeres som egenkapital. Dette foregik på kommercielle vilkår som indskud af kapital i venturefonde eller som direkte investeringer i virksomheder, eventuelt i samarbejde

¹ Effektanalyse af risikovillig kapital, CEBR (17. august 2009).

med business angels og andre private investorer. Det gav mulighed for at øge Vækstfondens investeringsvolumen og medførte, at nye investeringer finansieredes ved tilbageløb fra tidligere investeringer. Dermed blev fokus flyttet til langsigtet virksomhedsudvikling på markedskonforme vilkår. Samtidig blev der indirekte indbygget et privatøkonomisk afkastkrav, idet Vækstfondens egenkapital ikke må komme under 1,7 mia. kr.

Boks 4.1: Vækstfonden i nøgletal

- Modtaget ca. 6.500 henvendelser
- Medfinansieret ca. 1.700 nye virksomheder.
- Investeret i 21 venturefonde og regionale investeringsselskaber
- Tiltrukket estimeret 30-40 mia. kr. fra private investorer til porteføljeselskaberne
- Udbetalt ca. 5½ mia. kr. til virksomheder og fonde, heraf ca. 750 mio. kroner er gået til virksomheder, som udspringer af innovationsmiljøerne
- Fået et tilbageløb på ca. 1,3 mia. kr. Det svarer til knap 24 pct. Det skal ses i forhold til, at lange investeringshorisonter betyder, at afkastet for en række af investeringerne endnu ikke kan realiseres, jf. kapitel 3.

Med Vækstfondens nye strategi i 2001 kan fonden yde medfinansiering til:

- Venturefonde der tilfører kapital og kompetencer til innovation og fornyelse i små og mellemstore virksomheder samt spin-off virksomheder
- Risikobetonede og perspektivrige udviklingsaktiviteter i små og mellemstore virksomheder
- Pengeinstitutters udlån til udviklingsaktiviteter i mindre virksomheder indenfor innovation, markeds- og organisationsudvikling, opstart for iværksættere, generationsskifter mv.

I 2007 blev en del af Vækstfondens direkte investeringsaktivitet placeret i en venturefond, Sunstone Capital, som forvaltes af et nyoprettet management-team, der beskæftiger en række af Vækstfondens tidligere medarbejdere. Herefter blev investeringsfokus rettet mod indirekte investeringer gennem de såkaldte fund-of-funds (se afsnit 4.3 for beskrivelse af Sunstone Capital).

Størstedelen af Vækstfondens investeringer sker gennem indirekte investeringer i private venturefonde som fx Sunstone Capital. Vækstfondens tilstedeværelse på venturemarkedet viser sig ved, at fonden har investeret i langt hovedparten af eksisterende danske venturefonde. Vækstfonden har ofte haft rollen som ”cornerstone” investor, hvilket vil sige, at fonden har haft en afgørende rolle for den enkelte fonds etablering.

Ultimo 2008 var ca. 86 pct. af Vækstfondens aktive kapital forvaltet i privat regi på markedskonforme vilkår. Vækstfonden og fonde, som Vækstfonden har investeret i, har investeret ca. halvdelen af den samlede supplerende kapital, som er tilgået innovationsmiljøernes porteføljevirkomheder siden 1998 (se boks 4.2 om de statslige innovationsmiljøer). I Vækstfondens portefølje af direkte investeringer findes ca. en tredjedel af virksomhederne i innovationsmiljøerne. Vækstfondens direkte investeringer i innovationsmiljøernes porteføljevirkomheder har således bidraget til at sikre kapital til porteføljevirkomhedernes senere vækstfaser.

Vækstfonden medfinansierer hovedsageligt virksomheder i opstarts- og ekspansionsfasen, mens målgruppen for innovationsmiljøerne er nye virksomheder (under 1/2 år) i de tidlige seed-faser, jf. afsnit 4.2.2.

4.2.2 Innovationsmiljøerne

Innovationsmiljøerne blev igangsat i 1998 med det formål at skabe og udvikle flere videntunge iværksættervirksomheder med vækstpotentiale. Innovationsmiljøerne bidrager til dette formål ved at identificere og vurdere forretningsidéer med kommercialiseringspotentiale samt hjælpe videniværksættere med at realisere disse projekter gennem tilførsel af udviklingskapital på den anden side.

Innovationsmiljøerne arbejder i den meget tidlige seed-fase af kommercialiseringsprocessen, hvor der er betydelig usikkerhed om, hvorvidt sådanne projekter kan realiseres. Innovationsmiljøerne udgør et væsentligt bindeled mellem forsknings- og videnmiljøerne på den ene side og det private marked for risikovillig kapital.

Udviklingskapital, rådgivning og sparring er centrale midler til at hjælpe innovative iværksættere igennem den tidligste risikofyldte udviklingsfase, hvor det er svært at tiltrække private investorer.

Det, at innovationsmiljøerne opererer i de tidligste udviklingsfaser af nye virksomheder, gør det ligesom for venturefinansierede virksomheder vanskeligt at gøre op, hvilke effekter innovationsmiljøerne har haft². De realiserede afkast af statslige investeringer i innovationsmiljøerne er væsentligt lavere end for Vækstfondens investeringer, der opererer i markedssegmentet efter Innovationsmiljøerne, jf. boks 4.2. Hidtil er ca. 20 pct. af det investerede beløb kommet retur.

Boks 4.2: Innovationsmiljøerne³

Innovationsmiljøernes investeringer på vegne af staten sker som egenkapital (såkaldt forprojektkapital) og lån med forskellige investeringsmodeller fra miljø til miljø. Frem til 2001 kunne innovationsmiljøerne investere op til 750.000 kr. i en ny virksomhed på vegne af staten. I 2001 blev ordningen mere markedskonform, så statens investeringer skal suppleres med minimum 18 pct. private midler i virksomheden. Heraf skal mindst 10 pct. komme fra innovationsmiljøet selv. I 2007 blev grænsen for forprojektkapital hævet til 1,5 mio. kroner.

Siden 2003 har innovationsmiljøerne haft mulighed for at supplere med såkaldt sekundær statslig forprojektkapital op til 2,5 mio. kroner, under forudsætning af at statens andel maksimalt udgør 40 pct. af den opfølgende investering i virksomheden. Dermed skal private investorer matche statens indskud med mindst 3,75 mio. kroner.

I 2008 investerede staten gennem innovationsmiljøerne 98,2 mio. kroner fordelt med 57,9 mio. og 40,3 mio. kroner på henholdsvis primær og sekundær forprojektkapital.

I perioden 1998-2008 har Innovationsmiljøerne blandt andet:

- Modtaget ca. 10.000 henvendelser og gennemført ca. 2000 forundersøgelser, som har ført til etableringen af ca. 800 nye virksomheder
- Investeret ca. 915 mio. kr. på vegne af staten
- Tiltrukket næsten 4 mia. kr. fra private investorer til porteføljeselskaberne – de seneste 5 år er der tiltrukket mere end 6 kroner fra private investorer for hver 1 kr., der er investeret på vegne af staten
- Omkring 185 mio. kroner af statens investeringer er kommet retur. Det svarer til 20 pct. af det investerede beløb, idet der dog skal tages højde for, at lange investeringshorisonter betyder, at afkastet for en række af investeringerne endnu ikke kan realiseres.

Ved udgangen af 2008 var der ca. 260 virksomheder i innovationsmiljøernes porteføljer.

² Effektmåling af innovationsmiljøernes støtte (2009), Forsknings- og Innovationsstyrelsen.

³ For en nærmere præsentation af en række nøgletal og centrale resultater henvises til Performanceregnskaber for Innovationsmiljøerne (2009), Videnskabsministeriet..

IKT og life science tegner sig for hver en tredjedel, industri/elektronik udgør ca. hver femte, mens hver tiende investering sker inden for miljø/energi med tendens til stigning.

De 6 statslige innovationsmiljøer er i dag: DTU Symbion Innovation, CAT Innovation, Syddansk Teknologisk Innovation, Østjysk Innovation, InnovationMidtVest og Novi Innovation.

I det følgende beskrives udvalgte dele af den øvrige offentlige indsats, herunder udvalgets vurdering af denne.

4.3 Etablering af ny venturefond

Etableringen af en ny venturefond var et centralt initiativ i handlingsplanen for risikovillig kapital 2005 med henblik på at styrke det danske marked for innovationsfinansiering. Det blev i den forbindelse vurderet, at en forudsætning for at kunne tiltrække private investorer var, at der blev rejst fonde af en betydelig størrelse i separat, uafhængigt forvalterregi med solide kompetencer.

I forlængelse af Folketingets vedtagelse af lov nr. 525 af 7. juni 2006 blev Sunstone Capital A/S stiftet i maj 2007. Etableringen af Sunstone Capital skete som en delvis privatisering af Vækstfonden, hvor der under Sunstone Capital blev etableret i alt fire fonde. De to af disse fonde (primære fonde) bestod af en oprindelig portefølje på 33 virksomheder, som Vækstfonden havde opbygget inden for life sciences og teknologi, hvor der hidtidigt var investeret 900 mio. kr. med yderligere reserverede knap 800 mio. kr. Vækstfonden ejer 100 pct. af disse fonde.

I de to andre fonde (sekundære fonde) blev der rejst 1,2 mia. kr. hos følgende 7 finansielle investorer: Industriens Pension, Nordea Liv & Pension, MP Pension, kunder i Carnegie Private Banking, Tryg i Danmark, LD og Vækstfonden. Disse fondes investeringsfokus er små og mellemstore virksomheder (SMV) inden for udvikling af nye lægemidler og kommunikationsteknologi. Vækstfonden ejede ved etableringen 49,5 pct. af disse fonde.

Det samlede kapitalgrundlag for Sunstone Capital ved etableringen i maj 2007 var 2,9 mia. kr., hvor private investorer tegnede sig for ca. 600 mio. kr. Der er siden etableringen kommet yderligere to investorer til, og Sunstone Capital har nu i alt 3,1 mia. kr. under forvaltning.

En nærmere vurdering af Vækstfondens investeringsaktiviteter kan findes i Ernst & Young's evaluering af Vækstfonden, jf. den politiske aftale om erhvervspakken, der blev indgået den 22. september 2009.

4.4 Etablering af alternativ markedsplads i Danmark

Regeringen vil gøre det lettere og billigere for mindre og mellemstore virksomheder at rejse risikovillig kapital. På den baggrund fremgik det som et initiativ i regeringens handlingsplan for risikovillig kapital, at Københavns Fondsbørs ville etablere en alternativ markedsplads i løbet af 2. halvår 2005. Initiativet var inspireret af positive erfaringer bl.a. fra den engelske markedsplads AIM.

Efter Folketingets godkendelse af ændring af lov om værdipapirhandel medio 2005 blev den alternative markedsplads First North etableret i december 2005. First North er en del af Nasdaq OMX koncernen, som er udbyder af børser/markedspladser i København samt en række andre lande.

Der er siden december 2005 blevet noteret 28 små og mellemstore virksomheder herunder venturevirksomheder med en gennemsnitlig markedsværdi på noteringstidspunktet på 120 mio. kr. First North platformen er siden blevet udvidet med Sverige, Finland og Island. I dag har godt 140 virksomheder, heraf 23 på den danske platform, ladet sig optage til handel på First North platformen.

Der er i Danmark rejst ca. 1 mia. kr. i kapital på First North, hvor hovedparten af denne kapital har været rejst i perioden 2006-2007. Den generelle tendens for børsnoteringer på både børser og alternative markedspladser i Europa viser, at der har været et markant fald i antal børsnoteringer fra 2007 til 2008, om end faldet har været mindre for de alternative markedspladser⁴.

Der er en række forholdsvis strenge krav til en notering en børs. En notering på en alternativ markedsplads som First North indebærer lempeligere krav i form af mindre aktionærspredning, intet krav om virksomhedens alder, intet krav om regnskabsaflæggelse ifølge IFRS og ingen særlige corporate governance krav. Dette skyldes primært hensyn til virksomhedernes mindre størrelse, samt hensyn til de forholdsvis høje omkostninger, som en mindre virksomhed kan opleve ved en notering på en børs.

⁴ Kilde: IPO Watch review of the year 2008, PriceWaterhouseCoopers

Der har været flere opstartsproblemer for de virksomheder, der er blevet noteret på First North i Danmark, hvilket har ført til en vis stigmatisering af disse virksomheder. Dette har ført til, at der er sket en løbende skærpelse af de krav, som Nasdaq OMX stiller til noterede virksomheder på First North. Det gælder fx. krav om, at virksomheder, der ønsker at lade sig notere på First North, skal have et cash flow til minimalt 1 års fortsat drift. Det er vurderingen, at disse stramninger har været med til at sikre en højere grad af beskyttelse samt bedre information til investorerne, end det hidtil har været tilfældet.

Typen af virksomheder, der lader sig notere på First North, er imidlertid ofte mere risikofyldte, end virksomheder, der lader sig notere på hovedmarkedet. Det er formentlig årsagen til, at der relativt set har været flere suspenderinger af handlen på First North end på hovedmarkedet Nasdaq OMX.

Det er sammenfattende udvalgets vurdering, at der kan være behov for en alternativ markedsplads som en del af den samlede finansieringsplatform for risikovillig kapital. For venturevirksomheder vil alternative markedspladser ideelt set være mere egnede som en exitmulighed end som en kilde til finansiering. Udvalget vurderer imidlertid, at der formentlig vil være behov for en revitalisering af den eksisterende markedsplads, hvis den fremover skal kunne fungere som en exitmulighed for venturevirksomheder.

4.5 Investering af kapital- og ratepensionsmidler i unoterede aktier

Som et led i regeringens handlingsplan for risikovillig kapital fra 2005 foreslog udvalget, at der blev åbnet op for, at private kan investere rate- og kapitalpensionsmidler direkte i unoterede aktier. Dermed ligestilles investeringer i noterede og unoterede aktier skattemæssigt.

På den baggrund blev forslag til lov om ændring af pensionsafkastbeskatningsloven og pensionsbeskatningsloven m.v. vedtaget af Folketinget i 2005. Efter forslaget kan kapital- og ratepensionskunder investere midler i unoterede kapitalandele i aktie- eller anpartsselskaber under en række nærmere betingelser, der bl.a. sikrer, at udelukkende personer, der har råd til at påtage sig den større risiko ved unoterede end noterede aktier, kan bruge ordningen. Ændringen af reglerne har bl.a. skabt bedre vilkår for porteføljeinvesteringer i unoterede aktier og anparter.

Der foreligger ikke centralt indsamlede data, så det nøjagtige beløb, der er investeret for kapital- og ratepensionsmidler direkte i unoterede aktier, kan opgøres. Baseret på en større stikprøve blev brugen af ordningen imidlertid i december 2008 af Finansrådet estimeret til samlet set at være i størrelsesordenen ca. 700-750 mio. kr. fordelt på ca. 1.200 ordninger. Beløbet er behæftet med betydelig usikkerhed.

Det er Finansrådets aktuelle vurdering, at der siden december 2008 er sket en betydelig stigning i brugen af ordningen, hvorfor det aktuelle estimat er på ca. 900 mio. kr. Hvor mange af disse midler, der er investeret i venturevirksomheder, er der imidlertid ikke data for. Det er udvalgets opfattelse, at kun få midler heraf er investeret i venturevirksomheder.

Regeringens øvrige initiativer

Udover de initiativer, der er en del af regeringens handlingsplan for risikovillig kapital, kan der nævnes:

Regionale iværksætterfonde

Staten har via Vækstfonden allerede medvirket til at etablere en iværksætterfond i Østdanmark (Seed Capital) for nogle år siden med en startkapital på ca. 350 mio.kr., hvor knap halvdelen kom fra Økonomi- og Erhvervsministeriet og Vækstfonden.

Med globaliseringsaftalen fra 2006 blev der afsat 75 mio. kr. statslige midler til etablering af en Iværksætterfond i Vestdanmark. Fonden skulle ligeledes have tilført 75 mio. kr. fra Vækstfonden og midler fra private investorer. Fonden er endnu ikke blevet udmøntet som følge af manglende privat medfinansiering, men der arbejdes på at få fonden op at stå i 2010.

Innovationsmiljøerne

I 2009 er der indgået en politisk aftale om globaliserings- og UMTS-midlerne, der tilfører yderligere ca. 70 mio. kr. årligt over tre år til de seks innovationsmiljøer, der finansierer opstart af helt nye innovative virksomheder. Innovationsmiljøerne modtager i forvejen godt 130 mio. kr. årligt på finansloven.

Samtidig åbnes der op for at investere op til seks mio. kr. per virksomhed mod tidligere kun fire mio. Det betyder, at den enkelte iværksætter selv skal rejse mindre kapital og bedre kan bringe sit projekt frem til et stade, hvor man kan tiltrække andre investorer.

Proof of business

Med globaliseringsaftalen fra 2006 blev der afsat 42 mio. kr. årligt fra 2007-2009 til ”proof of business”. Midlerne er afsat til at tilbyde innovative nye virksomheder mulighed for at gennemgå sparrings- og udviklingsforløb samt modtage risikovillige investeringer fra Vækstfonden. Sparrings- og udviklingsforløb udbydes af Connect Danmark bl.a. via de fem regionale væksthuse. Med Globaliseringsaftalen fra 2009 blev der afsat 25 mio. kr. årligt fra 2010-2012 til at videreføre ordningen.

Etablerings- og Iværksætterkontoordningen

Med globaliseringsaftalen fra 2006 blev der med ændringerne af etablerings- og iværksætterkontoloven skabt gunstigere vilkår for at spare op til start af egen virksomhed. Der blev afsat 20 mio. kr. årligt fra 2008 til ordningen.

Mulighederne er yderligere blevet forbedret med globaliseringsaftalen fra 2009, og der er afsat yderligere 20 mio. kr. årligt til ordningen fra 2010.

Erhvervspakken for små og mellemstore virksomheder

Med Erhvervspakken stillede staten via Vækstfonden 500 mio. kr. til rådighed for markedet for risikovillig kapital. Der kan søges om statslige kapitalindskud, hvis det er lykkedes at rejse tilsvarende private midler. Det er et krav, at midlerne går til nye investeringer i de tidlige markedsstadier.

I december 2009 fik fire nye fonde betingede tilsagn om indskud af kapital på i alt 500 mio. kr. Én af de fire fonde har siden fået endelige kapitaltilsagn fra private investorer. De resterende fonde har nu indtil ultimo juni 2010 til at sikre endelige tilsagn fra private investorer, som skal til for at matche indskuddet fra erhvervspakken.

Som led i Erhvervspakken blev det besluttet, at der skal foretages en uafhængig evaluering af Vækstfonden, herunder fondens indsats på markedet for risikovillig kapital i Danmark, og i hvilken udstrækning Vækstfonden har gjort en forskel i forhold til det øvrige venture marked og de finansielle markeder. Evalueringen skal også belyse behovet for yderligere kapitaltilførsel. Evalueringen er siden udført af Ernst & Young og blev offentliggjort medio april 2010.

Med regeringens arbejdsprogram fra februar 2010 er der stillet yderligere 500 mio. kr. i udsigt til styrkelse af markedet for risikovillig kapital.

Kapitel 5

Forslag til den fremadrettede indsats

Regeringens ambitiøse målsætninger for Danmarks velstand forudsætter, at danske virksomheder kommer op i gruppen af de mest innovative i verden. En tilstrækkelig volumen og en kritisk masse på venturemarkedet, som muliggør specialisering og kompetenceopbygning, men også konkurrence mellem aktørerne for at sikre en effektiv allokering af ressourcerne, vil kunne bidrage hertil.

Udfordringerne for den fremadrettede indsats skal ses i forhold til, at det privatøkonomiske afkast af danske ventureinvesteringer i det seneste årti har været negativt. Det er en helt afgørende forudsætning at få vendt denne udvikling for at kunne tiltrække flere private investorer til de tidlige faser af venturemarkedet, hvor risikoen er størst. Der er dog klare indikationer på, at den hidtidige indsats er ved at bære frugt.

Den offentlige indsats på venturemarkedet siden årtusindeskiftet viser en udvikling frem mod en mere markedskonform indsats, hvor privat kapital er en forudsætning for offentlig medfinansiering, og mod en opprioritering af indsatsen i de tidlige faser af markedet. Det er en udvikling, som vil være med til at sikre en større effekt af den offentlige indsats.

Gabet mellem det samfundsøkonomiske og privatøkonomiske afkast ved investering i de tidlige faser skal indsnævres for således at kunne tiltrække endnu flere private investorer. Det er samtidigt vigtigt at have for øje, at en forudsætning for, at en øget indsats i de tidlige faser af markedet bærer frugt, er, at der er det fornødne aftræk af projekter og virksomheder i de senere vækstfaser.

Der er principielt to måder, hvorpå man kan skabe kritisk masse på markedet, så der kommer den fornødne kapital og kvalitet i markedet. Den ene er at forøge de offentlige investeringer i markedet, og den anden er at gøre investering i de tidlige faser mere tiltrækkende for private investorer ved at sikre større privatøkonomiske afkast.

Rene offentlige investeringer, der ikke kombineres med vilkår om privat medfinansiering, risikerer at fortrænge private investeringer. Det kan være udtryk for støttespild, og det kan besværliggøre indsatsen for at få private

kommercielle kompetencer ned i de tidlige faser af markedet. Dette kalder på initiativer, der kan være med til at sikre bedre risikokorrigerede privatøkonomiske afkast.

Finanskrisen med det efterfølgende internationale økonomiske tilbageslag og markedets forventninger om lavere privat risikovillighed i de kommende år udgør en særlig udfordring for, hvordan man kan få de private investorer til at investere i de tidlige faser af venturemarkedet, hvor risikoen og behovet for specialiseret viden er størst.

Dertil kommer, at manglende tilbageløb af tidligere års investeringer har lagt begrænsninger på likviditeten og dermed mulighederne for, at de statslige aktører har kunnet foretage nyinvesteringer i en periode, hvor det private marked for risikovillig kapital er tørret mere eller mindre ud.

Endelig har ringe privatøkonomiske afkast af tidligere års investeringer i danske venturefonde været med til at gøre de institutionelle investorer tilbageholdende med at give kapitaltilsagn til nye fonde.

Udvalget har på den baggrund peget på løsningsmodeller, der på en og samme tid kan være med til at afløfte nogle af de særligt store risici, der er forbundet med at investere i de tidlige faser af markedet, og samtidigt sikre bedre økonomiske incitamenter for investorerne til at tilvejebringe ny kapital og likviditet til markedet.

Regeringen har i sit arbejdsprogram fra februar 2010 sat sig nye konkrete mål for bedre adgang til risikovillig kapital, herunder tilførsel af yderligere 500 mio. kr. til risikovillig kapital. Udvalgets forslag til den fremadrettede indsats kan tjene som grundlag for en udmøntning heraf, jf. boks 5.1.

Boks 5.1. Udvalgets hovedforslag

Vækstlån	<p>Det foreslås at etablere en statslig låneordning målrettet potentielle vækstvirksomheder i segmentet umiddelbart efter innovationsmiljøerne.</p> <p>Som modkrav til forholdsvis attraktive finansieringsvilkår skal der være krav om privat egenkapitalindsat. Sigtet er at forbedre nye innovative virksomheders adgang til ”kompetent” kapital, hvor private aktører udover kapital også tilfører deres specialiserede viden til nye potentielle vækstvirksomheder. Ordningen kan indrettes som:</p> <ol style="list-style-type: none">1) direkte finansiering af enkeltvirksomheder med fastforrentede lån eller,
----------	---

	<p>2) venturefondslån, som retter sig mod gearing af venturefondes kapital efter amerikansk og engelsk forbillede. I tillæg til kapital fra private og institutionelle investorer kan venturefondene få adgang til et lån, der finansieres via udstedelse af vækstobligationer. <i>Staten garanterer for de udstedte vækstobligationer.</i></p> <p>Ordningerne kan være med til at give en større fleksibilitet i Vækstfondens nuværende palette af finansieringsinstrumenter overfor målgruppen af nye potentielle vækstvirksomheder, hvor hovedparten af fondens investeringer i dag er indirekte gennem Sunstone Capital. Ordningerne kan kombineres med supplerende direkte investeringer fra Vækstfonden.</p> <p>For så vidt angår garantimodellen, skal der stilles objektive krav til de venturefonde, der får adgang til et lån, der finansieres via udstedelse af vækstobligationer med statsgaranti gennem fx en akkreditering. Garantimodellen med private akkrediterede venturefonde vil være mindre ressourcekrævende for den statslige operatør sammenlignet med en model med direkte investeringer i enkeltvirksomheder.</p>
<p>Fleksible rammer for pensionskassernes investeringer</p>	<p>Det foreslås, at Finanstilsynet gives muligheder for at dispensere fra den nuværende 10 pct.-grænse for pensionskassernes investeringer i unoterede aktier, hvor andelen ud over de 10 pct. behandles svarende til de kommende Solvens II regler.</p> <p>Formålet er at nedbryde unødige barrierer for institutionelle investorers investeringer i unoterede aktier.</p>
<p>Styrket kommerialisering af forskningen</p>	<p>Det anbefales, at alle universiteter skaber klare incitamenter og sikrer de fornødne kompetencer til at kommerialisere nye idéer og opfindelser fra forskningen. Det handler bl.a. om klarere og mere ambitiøse mål for kommerialisering i universiteternes udviklingskontrakter. Det kan fx være mål for etablering af spinout-virksomheder, hvor man samtidig bør trække på innovationsmiljøernes iværksætterkompetencer.</p>
<p>Stærkere incitamenter til investeringer i unoterede aktier for kapital- og ratepensionsmidler.</p>	<p>Det foreslås at forbedre mulighederne for investeringer i unoterede aktier for kapital- og ratepensionsmidler. Forbedringen kan ske på tre områder. For det første ved at ejerandelen for ejeren af kapital- og ratepension forhøjes fra de nuværende 25 pct. For det andet ved at det bliver muligt at bruge en større andel af de samlede pensionsmidler over 4 mio. kr. i ordningen. Endelig gennem en slækkelse af kravene om familiemæssig tilknytning mellem investorerne.</p>

De generelle rammebetingelser, herunder den økonomiske politik og den offentlige efterspørgsel og investeringer i infrastrukturen, har efter udvalgets vurdering stor betydning for udviklingen af nye vækstvirksomheder. Herunder har også skattereglerne betydning for investeringsadfærd, privatøkonomisk afkast og volumen af investeringerne i potentielle vækstvirksomheder.

Udvalget har således drøftet mulighederne for at påvirke investorerne og porteføljevirkomhedernes incitamenters gennem forskellige skatteinstrumenter. Her kan bl.a. nævnes ”negativ skat” gennem udbetaling af den skattemæssige værdi af fradrag for udgifter til forskning og udvikling i virksomheder, der endnu ikke har fået overskud af driften.

Udfordringen er her at opnå ”level playing field” i forhold til andre landes skatteregler og samtidigt undgå skattebetingede forvridninger, som har negative samfundsøkonomiske virkninger.

5.1 Beskrivelse af de enkelte hovedforslag

I lighed med den engelske låneordning, Capital for Enterprise, og den amerikanske lånegarantiordning, SBIC, foreslås det at etablere en dansk statslig ordning målrettet segmentet af virksomheder umiddelbart efter innovationsmiljøerne. Det kan være som en låneordning med en fastlagt statslig pulje efter engelsk forbillede eller som en lånegarantiordning efter amerikansk forbillede.

Ordningerne evalueres efter 3 år.

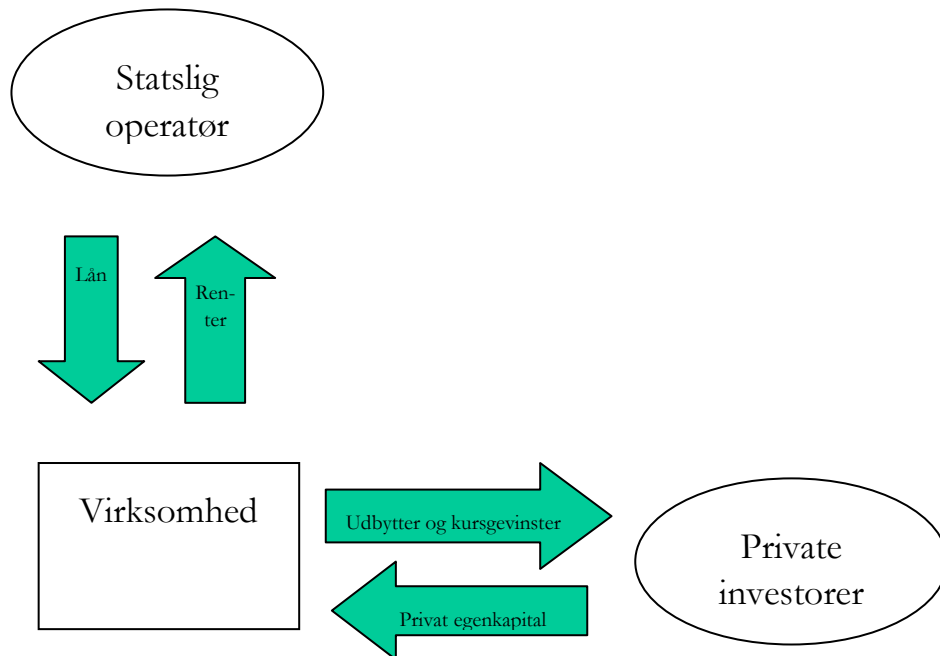
A. Lånepulje for virksomheder

Der etableres en pulje på x mio. kr. til vækstlån. Puljen administreres af Vækstfonden efter følgende kriterier:

Virksomheder i de tidlige udviklingsfaser kan søge et statsligt vækstlån på op til 6 mio. kr. Lånet er betinget af, at der tilføres privat egenkapital af minimum samme størrelse som lånet. Der skal foreligge en troværdig investeringsplan, som kan bringe virksomheden videre efter den første investering. Renten fastsættes til 10 pct. og løbetiden til maksimalt 10 år.

Ordningen skal hvile i sig selv. Det vil sige, at renten på låneordningen skal modsvare fundingomkostninger plus eventuelle tab på lånene samt administrationsomkostninger.

Eksempel på låneordning for virksomheder:



Ved at staten påtager sig en del af downside (potentielle tab) uden at få del i upside (potentielle gevinst) kan ordningen være med til at trække eksisterende ventureinvestorer længere ned i de tidlige udviklingsfaser af markedet. Det vil alt andet lige være med til at forøge de potentielle vækstvirksomheders succesrater.

B. Låneordning for venturefonde mv.

Der etableres en garantiordning for lån til venturefonde mod betaling af en præmie. Det kan enten være garanti på simple banklån eller garanti på udstedte obligationer som i den amerikanske model.

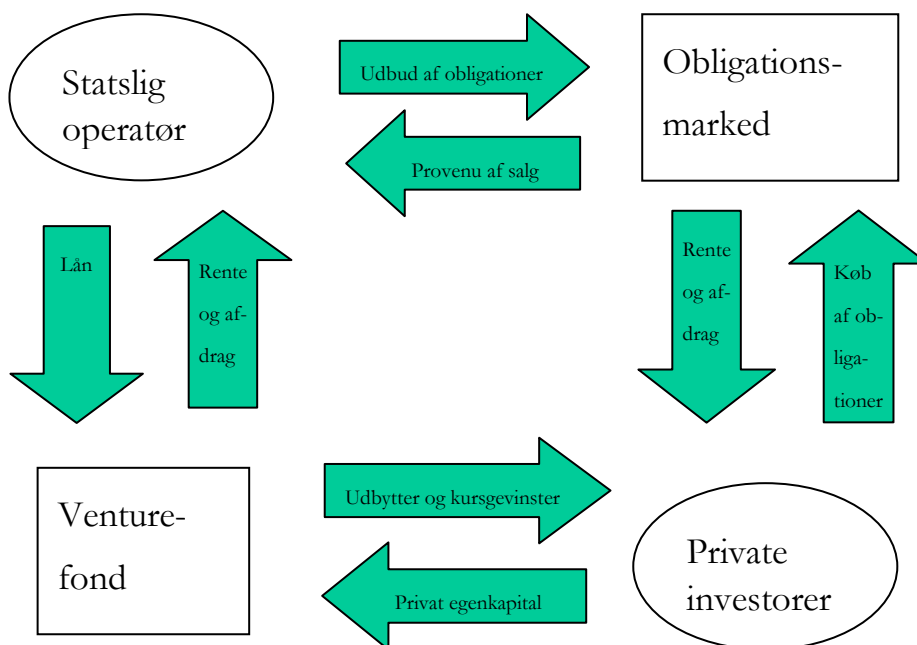
Der etableres en pulje på x mio. kr. til venturefondslån. Ordningen administreres af Vækstfonden efter følgende kriterier:

Venturefonde med en dygtig ledelse kan få stillet en låneramme til rådighed for investeringer i porteføljevirkomheder. Lånerammen kan maksimalt udgøre to gange den private kapital, der investeres i porteføljeselskaber. Der trækkes på rammen i takt med den enkelte investering i et porteføljeselskab.

Venturefondene skal tilbagebetale lånet med rente plus et risikotillæg i takt med, at investeringerne realiseres. Lånet skal tilbagebetales, før de private investorer modtager tilbagebetalinger fra venturefonden.

Likviditeten i denne model kan leveres af bl.a. banker og pensionskasser gennem deres investeringer i et statsobligationslignende papir som i den amerikanske ordning. I denne model vil præmien på garantierne modsvare tabsforventninger plus administrationsomkostninger. Business angels, der går sammen om investeringer gennem investeringsselskaber, vil også kunne benytte ordningen.

Eksempel på låneordning for venturefonde mv.:



Fordelen ved ordningen for de private investorer er, at de kan opnå en betydelig gearing og dermed foretage flere investeringer. Samtidig kan de private investorer opnå et højere finansielt afkast som følge af gearingen, hvis afkastet på de bagvedliggende investeringer efter administrationsomkostninger overstiger rente/garantipræmier på lånene.

Det vil være nødvendigt med en vis volumen af garantiordningen for ikke at få for ”tynde” obligationsserier. Målgruppen af underliggende porteføljevirkksomheder kunne derfor være virksomheder i de senere opstarts- og vækstfaser. Ordningen kan derved være med til at bidrage til at skabe det fornødne aftræk af projekter og virksomheder fra regeringens seneste forstærkede indsats på markedets tidlige seed- og opstartfaser og således være med til at skabe flere vækstvirksomheder.

Når den offentlige indsats bevæger sig længere op i markedet, er det særligt vigtigt med markedskonforme løsninger med mindst mulig offentlig involvering i investeringsbeslutningerne, sådan som det også er tilfældet i den amerikanske ordning.

Fleksible rammer for pensionskassernes investeringer i unoterede aktier

Udvalget foreslår mere fleksible rammer for pensionskassernes investeringer i unoterede aktier, som kan sikre deres incitament til at investere i potentielle vækstvirksomheder. Konkret foreslås det, at Finanstilsynet allerede nu gives muligheder for at dispensere fra 10 pct.-grænsen, hvor andelen ud over de 10 pct. behandles svarende til de kommende Solvens II regler for at nedbryde unødige barrierer for institutionelle investorers investeringer i unoterede aktier.

I dag skal forsikringselskaber og pensionselskaber føre et register over de aktiver, der dækker de forsikringsmæssige forpligtelser. Der er særlige regler om registerets indhold, indretning, retningslinjer for forretningsgange, indberetning til Finanstilsynet og revision mm. I den forbindelse er forsikringselskaber og pensionskasser underlagt en række placeringsregler, der sætter grænser for, i hvor stor udstrækning forskellige aktivtyper kan medregnes til det register, der dækker forpligtelserne. Navnlige er der en regel om, at investeringer i ”Andre lån og værdipapirer” kun kan indregne 10 pct. af aktiverne i registeret, hvor investeringer i unoterede aktier mv. ligeledes befinder sig.

Med den finansielle krise virker disse placeringsregler unødigt hæmmende på mulighederne for at investere i unoterede aktier mv.

Under Solvens II, der forventes implementeret om 2-3 år, vil grænsen på de 10 pct. blive erstattet af en kapitalbelastning på forventet mellem 45 og 60 pct., samt underlagt et ”prudent person” princip.

Forslaget vil indebære, at der ikke fremover i alle tilfælde vil være nogen eksakt grænse for investeringer i såkaldte alternative aktiver som fx investeringer i infrastrukturer og risikovillig kapital, men kapitalbelastningen vil blive højere for disse typer af investeringer.

Styrket kommercialisering af universitetsopfindelser

Udvalget foreslår, at universiteterne skaber klare incitament og sikrer fornødne kompetencer til at kommercialisere nye ideer og opfindelser fra forskningen. Universiteterne bør have klare og mere ambitiøse mål for kommercialisering i deres udviklingskontrakter. Det gælder for eksempel etablering af spinout-virksomheder, hvor man samtidig bør trække på innovationsmiljøernes iværksætterkompetencer gennem et tættere strategisk samarbejde. Endvidere bør universiteternes ledelser aktivt honorere de forskere, som bidrager til kommercialisering, for eksempel via løn, karrierestillinger og tildeling af forskningsmidler.

Udvalget foreslår desuden, at flere universiteter afprøver muligheder, der ligger i lovgivningen, om at udlægge dele af aktiviteterne med teknologioverførsel til egne aktieselskaber.

Idéer og opfindelser fra den offentlige forskning er et vigtigt led i fødekæden til etablering af nye videnbaserede vækstvirksomheder. Derfor er det væsentligt, at der er gunstige vilkår for forskere og iværksættere, der kommercialiserer ny viden fra forskningen.

Kommercialisering af forskningsresultater rummer særlige udfordringer. Dels er universiteternes opfindelser ofte umodne og private investorer derfor tilbageholdende. Dels har de færreste forskere viden om og interesse for selv at bringe deres idéer fra laboratoriet til markedet.

For at styrke kommercialiseringen af forskningsresultater har danske universiteter efter udenlandsk forbillede opbygget techtrans-enheder¹, der bistår

¹ Det er enheder eller kontorer på universiteter mv., der har til opgave at fremme samarbejdet mellem den offentlige forskningsverden og det private erhvervsliv om teknologioverførsler.

med at patentere forskernes opfindelser og indgår aftaler med erhvervslivet om salg af patenter og licenser. Endvidere er der i tilknytning til universiteterne etableret et net af innovationsmiljøer, der bl.a. men ikke udelukkende hjælper nye forskningsbaserede virksomheder til verden via rådgivning og risikovillig kapital i de allertidligste faser.

Der er dog stadig forbedringsmuligheder, når det gælder kommercialiseringen af forskningsresultater. Billedet varierer betydeligt fra institution til institution og fra institut til institut. Nogle steder har man gjort iværksætter og kommercialisering til en del af ledelsesopgaven og søger aktivt at fremme erhvervssamarbejde og patentering som en naturlig del af forskernes dagligdag. Andre steder er der et tæt samspil med innovationsmiljøerne om at omsætte lovende opfindelser til nye innovative virksomheder. Andre steder er denne indsats mindre veludviklet.

Endelig bør universiteterne i forbindelse med håndteringen af IPR (intellektuelle patentrettigheder) fra forskningen sikre fleksible rammer for forskere, der ønsker at starte spinout-virksomheder, således at aftalegrundlaget om IPR bliver så fleksibelt, at det ikke blokerer for private investorers interesse i at investere i disse virksomheder.

Stærkere incitament til investeringer i unoterede aktier for kapital- og ratepensionsmidler

Udvalget foreslår, at der bliver bedre muligheder for at investere kapital- og ratepensionsmidler i unoterede aktier. Konkret foreslås følgende ændringer af den gældende ordning:

- At den mulige ejerandel for ejeren af rate- og kapitalpensionen forhøjes fra de nuværende 25 pct. Det vil tiltrække flere investorer til virksomhederne
- At det bliver muligt at bruge væsentligt mere af de samlede pensionsmidler over 4 mio. kr. i ordningen. I dag er det kun muligt at investere 75 pct. af rate- og kapitalpensionsformuen over 4 mio. kr. Der er ingen grund til, at der – når først en grundlæggende fornuftig pension er på plads for investoren – skal sættes begrænsninger på ordningens udbredelse
- Der bør slækkes på kravene for de familiemæssige tilknytninger mellem investorer. Der bør ikke være begrænsninger i at nærtstående familiemedlemmer tilsammen ejer en endda meget stor del af en

opstartsvirksomhed. Det skal blot sikres, at der er et vist minimum af eksterne investorer med.

I 2005 blev skattelovgivningen ændret, så det var muligt at anvende rate- og kapitalpensioner til at investere i unoterede ejerandele. Dermed blev der åbnet for, at erfarne erhvervsfolk uden store formuer, men med en solid pensionskapital kunne fungere som business angels. En opgørelse fra Finansrådet fra 2009 viser, at ordningen har stimuleret markedet med ca. 900 mio. kr.

Litteraturoversigt

Johan Moritz Kuhn (2009), Effektanalyse af dansk venturekapitals betydning for virksomheders overlevelse og vækst, *Centre for Economic and Business Research*

Thomas Poulsen (2009), *Centre for Economic and Business Research*, CBS har for udvalget lavet en gennemgang af centrale bidrag til den akademiske litteratur om venturekapital. Herfra er refereret til:

Hellmann, T. og Puri, M. (2000) The interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital. *Review of Financial Studies*, 13, 959-84.

Hellmann, T. og Puri, M. (2002) Venture capital and the professionalization of start-up firms. *Journal of Finance*, 57, 169-197.

Bascha, A. og Walz, U. (2001) Convertible securities and optimal exit decisions in venture capital finance. *Journal of Corporate Finance*, 7, 285–306.

Kaplan, Steven (2009), Presentation

Jones, C. I. and John C. W. (1998) Measuring the social return to R&D. *Quart*

Audretsch, D. B. og Lehmann, E. (2004) Debt or equity? The role of venture capital in financing high-tech firms in Germany. *Schmalenbach Business Review*, 56, 314-357.

Chemmanur, T., Krishnan, K., og Nandy, D. (2008) How does venture capital financing improve efficiency in private firms? A look beneath the surface. Center for Economic Studies, 08-16.

Lerner, Josh (2009), Boulevard of Broken Dreams, Princeton University Press.