

VENTUREKAPITAL I DANMARK:

Fokus på aktører i seed-markedet



Vækstfonden

Vækstfondens forretningsidé er at bidrage til at udvikle markedet for innovationsfinansiering i Danmark til at blive bedst i Europa. Vores primære investeringsfokus er udvikling og innovation i små og mellemstore virksomheder med nyhedsværdi og forretningsmæssigt perspektiv.

Vi har tre primære indfaldsvinkler til markedet:

- Direkte finansiering i form af egenkapital og lån
- Indirekte finansiering i form af lånegarantier og kapitalindskud i venturefonde.
- Netværksopbygning for investorer.

For at vide hvor markedet tøver, må man kende markedets bevægelser. Det betyder, at vi i Vækstfonden bestræber os på at være en førende analytisk kapacitet på markedet for risikovillig finansiering. I et velfungerende marked er viden i høj grad fælles, og vi sørger derfor for at gøre vores viden og erfaringer tilgængelige for alle aktører i markedet.

I et velfungerende marked er viden i høj grad fælles, og vi sørger derfor for at gøre vores viden og erfaringer tilgængelige for alle aktører i markedet.

Forsidefoto: Vækstfonden har investeret i virksomheden Advalight. På billedet ses Tonni Bülow-Nielsen, Vækstfonden og Morten Thorhauge, Advalight. Billedet er taget af fotograf Torben Klint.

Venturekapital i Danmark

- Fokus på aktører i
seed-markedet
(2008)

Vækstfonden
Strandvejen 104 A
2900 Hellerup
Telefon + 45 25 29 86 00
www.vf.dk
vf@vf.dk

INDHOLDSFORTEGNELSE

1. INDLEDNING _____	3
2. IVÆRKSÆTTERINFRASTRUKTUR OG VENTUREMARKEDET _____	5
2.1 MARKEDET FOR VENTUREKAPITAL _____	6
3. SEEDMARKEDET I DANMARK _____	10
3.1 AKTØRER I DET DANSKE SEED-MARKED _____	11
4. KAPITAL TIL NYSTARTEDE VIRKSOMHEDER _____	17
5. KONKLUSION _____	20
LITTERATURLISTE _____	23
KONTAKTOPLYSNINGER _____	24

1. INDLEDNING

Nye virksomheder har en positiv effekt på samfundsudviklingen. De øger beskæftigelsen, og de skaber innovation og fornyelse. Ved at introducere nye produkter, koncepter og forretningsmodeller lægger de pres på de eksisterende virksomheder og øger dermed erhvervslivets samlede konkurrencekraft. Iværksættere generelt og særligt nye virksomheder, der hurtigt skaber vækst i omsætning, eksport og beskæftigelse, har de senere år fået stor politisk opmærksomhed. I Danmark har regeringen stillet det ambitiøse mål, at Danmark i 2015 skal være blandt de lande i verden, hvor der etableres flest vækstvirksomheder.

Der er mange forudsætninger, der skal være på plads for at leve op til at blive et af de førende iværksætterlande. Det kræver en stærk iværksætterkultur, så der er opbakning til dem, der starter egen virksomhed; det kræver kompetencer og uddannelse; og ikke mindst kræver det kapital til at finansiere virksomhedernes vækst og udvikling.

Nogle af de mest perspektivrige virksomheder er også de mest kapitalkrævende. Det er virksomheder, der udvikler teknologier, som har potentialet til at blive banebrydende inden for deres områder, men som også har en relativt lang og omkostningstung udviklingshorisont, inden et produkt kan lanceres på markedet. Det er karakteristisk for teknologibaserede udviklingsvirksomheder, at det kræver betydelige mængder af kapital at finansiere deres udvikling frem til markedet. Samtidig er de teknologiske og markedsmæssige usikkerheder ofte så store, at det er behæftet med betydelige risici at finansiere disse virksomheders udvikling. Et velfungerende marked for risikovillig kapital er derfor en af forudsætningerne for at udløse det potentiale, der ligger i innovative teknologivirksomheder.

Undersøgelser fra flere lande, herunder USA, Storbritannien og Danmark dokumenterer, at netop virksomheder, der har rejst risikovillig kapital, har positive samfundsøkonomiske effekter. Disse virksomheder skaber en vækst i beskæftigelsen, der ligger højere end private virksomheder generelt. De har en højere omsætningsvækst end virksomheder generelt, fx viser en undersøgelse fra Vækstfonden, at danske venturefinansierede virksomheders gennemsnitlige årlige omsætningsvækst ligger på over 35 %. Hertil kommer, at venturefinansierede virksomheder også har en højere vækst i eksport og investerer mere i forskning og udvikling.

Finansiering af virksomheder kan opdeles i faser fra tidlig finansiering, pre-seed, hvor virksomhederne oftest har en idé til et produkt, men endnu ikke et teknologisk og markedsmæssigt proof-of-concept, til kapital til virksomheder, der har eksisteret i mange år, men som behøver frisk kapital til at ekspandere deres forretning, buy-out kapital. Når vi taler virksomheders udvikling fra pre-seed/seed over start-up til ekspansion, drejer det sig bl.a. om venturekapital.

Det er væsentligt at se på venturekapitalmarkedet som et sammenhængende kredsløb for finansiering af nye virksomheder. Det er ikke alle investorer, der er aktive i alle stadier og teknologisegmenter. Til gengæld er det væsentligt, at der findes investorer i alle stadier med tilstrækkelig kapital til at finansiere virksomhederne, så de ikke ender i et finansieringsgab og må sætte udviklingshastigheden ned eller i værste fald lukke. Samtidig er det væsentligt, at der ikke startes virksomheder på for spinkelt et grundlag, som ikke vil kunne opnå finansiering fra de investorer, der kan bidrage med kapital senere hen i virksomhedernes udvikling.

I Danmark består venturemarkedet af ca. 45 venturefonde, som investerer i danske og udenlandske virksomheders udvikling og vækst. Dynamikken har hidtil været sådan, at særligt den helt tidlige finansiering af virksomheder har været overladt til statslige aktører, da markedet på grund af de høje risici ikke har fundet det attraktivt at gå ind i virksomhederne, før tidligst når der foreligger et proof-of-concept. Imidlertid kræver et velfungerende venturemarked, at der er aktører, som er villige til at løbe den store risiko, det er at investere i helt tidlige virksomheder. For uden investorer i dette segment forringes dealflowet til ventureinvestorer med et senere fokus. Temaet for denne analyse er netop at undersøge, hvordan sammenhængskraften i det samlede danske marked for venturekapital er med særligt fokus på aktører i seedmarkedet.

2. IVÆRKSÆTTERINFRASTRUKTUR OG VENTUREMARKEDET

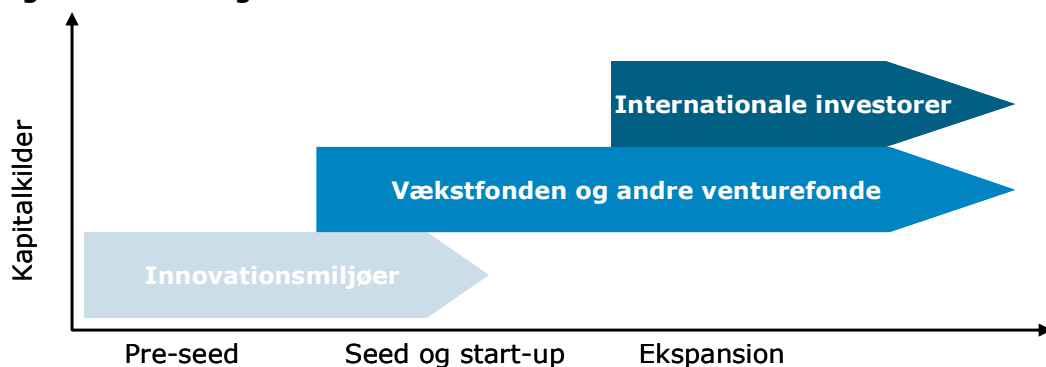
Virksomheder vil i deres levetid gennemløbe forskellige udviklingsstadier, hvor de ofte vil have behov for tilførsel af ekstern kapital i form af enten fremmedkapital eller egenkapital. For flere af disse virksomheder, især innovative og forsknings- og udviklingsbaserede, er egenkapitalfinansiering imidlertid den eneste mulighed, da virksomhederne ikke i starten har indtægter, der kan benyttes til at afdrage gæld og betale renter.

Sådanne virksomheder får endvidere typisk ikke tilbudt traditionelle banklån, idet de ikke har mulighed for at stille den nødvendige sikkerhed. Afhængigt af den enkelte virksomheds udviklingsstadium vil den have mulighed for at få tilført kompetent og tålmodig kapital i form af venture- og buyout-kapital. Venturekapital er finansiering af virksomheder, der befinder sig i et tidligt udviklingsstadium (udvikling eller vækst), mens buyout er kapital til modne eller mere etablerede virksomheder.

I Danmark er der forskellige kilder til finansiering af iværksættere og nye virksomheder, der ikke kan opnå finansiering med fremmedkapital, fx gennem banklån eller lignende. Venturemarkedet i Danmark har udviklet sig markant gennem de seneste ti år, hvor markedet i stigende grad er blevet professionaliseret. Fra at være domineret af mange venturefonde med beskedne kapitalgrundlag er der sket en konsolidering mod færre venturefonde, der til gengæld har mere kapital under forvaltning og dermed kan finansiere virksomhederne mere optimalt. Dette ses også i, at ventureinvestorerne har øget antallet af investeringer, og at den gennemsnitlige finansieringsrunde er øget markant.

Markedet for risikovillig kapital er i såvel Danmark som i mange andre vestlige lande karakteriseret ved at have stor offentlig involvering i de tidlige faser. Det skyldes, at mange private markedsinvestorer vurderer, at det ikke er attraktivt at investere i de helt tidlige faser af virksomhedernes udvikling, hvor projekterne er meget risikofyldte. Derfor har staten i mange lande, herunder Danmark, spillet en igangsættende rolle i forhold til at opbygge en infrastruktur til at varetage finansiering af særligt perspektivrige, innovative virksomheder i de tidligste faser, jf. figur 2.1.

Figur 2.1. Faser og investorer



Kilde: Vækstfonden

Aktørerne varetager forskellige roller i forhold til virksomheders modenhed. Det er selvfølgelig væsentligt at understrege, at figur 2.1 viser et simplificeret billede af investorenes roller. Der vil være glidninger mellem faserne, hvor fx internationale investorer går ind i virksomheder i seed- og start-up-faserne, og hvor investorer som Vækstfonden og andre lokale investorer første gang investerer i virksomheder, der ligger i ekspansionsfasen.

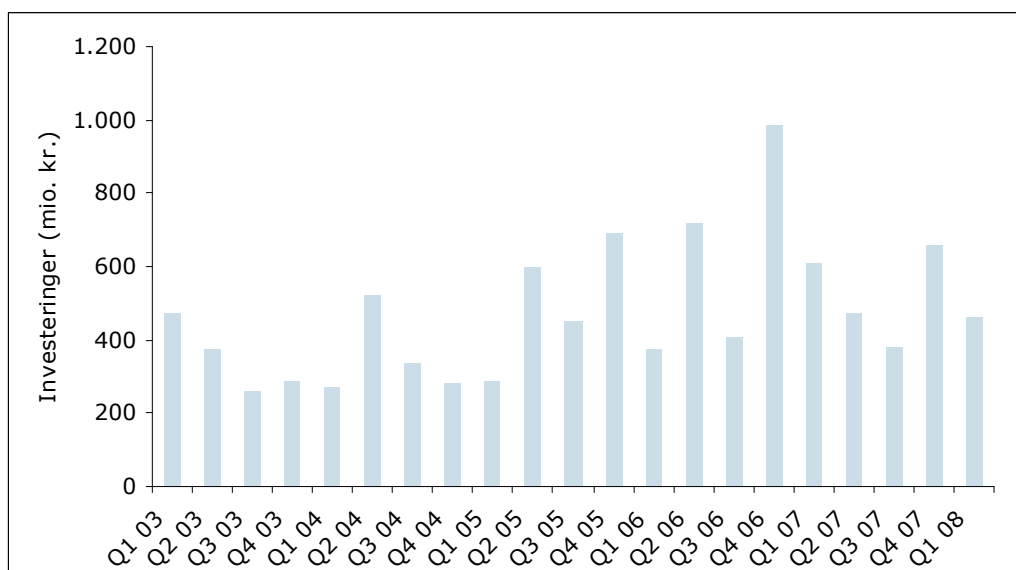
Innovationsmiljøer tilvejebringer i mange tilfælde den første projektkapital til virksomheder, som enten udspringer af forskningsmiljøerne, eller som er på et tidligt stadie, når de forsøger at rejse risikovillig kapital første gang. Virksomhederne er typisk baseret på en forretningsidé baseret på en teknologi med et lovende potentiale, men behøver kapital til at få indikation på, om forretningsidéen lever op til sit teknologiske og markedsmæssige potentiale.

Når idéen er modnet så langt, at der foreligger et proof-of-concept, kommer finansiering fra ventureinvestorer ind i billedet. Markedet vil typisk fungere sådan, at lokale investorer bærer virksomhederne det første stykke. Når virksomhederne er tilstrækkeligt modnede og for alvor skal skalere forretningen, vil det være relevant at få udenlandske ventureinvestorer ind i selskabet, fordi de via deres netværk og erfaringer i særlig grad kan bidrage til virksomhedens internationale ekspansion.

2.1 MARKEDET FOR VENTUREKAPITAL

Udviklingen på det danske venturemarked betyder, at investeringsaktiviteten har ligget på et højt niveau i de senere år. I 2007 blev der samlet investeret 2,1 mia. kr. af danske ventureinvestorer, jf. figur 2.2

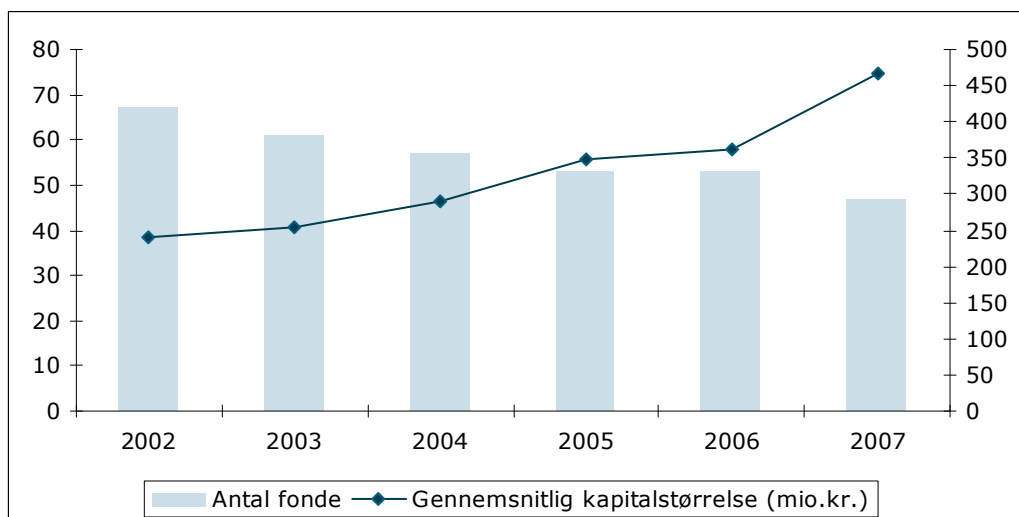
Figur 2.2 Investeringsaktiviteten i det danske venturemarked



Kilde: Vækstfonden og DVCA

I alt har de danske investorer ca. 22 mia. kr. under forvaltning. De senere år er der blevet færre, men større fonde i det danske marked, og det er en positiv udvikling, fordi investorerne således med større sandsynlighed kan bære virksomhederne længere på vejen til exit, jf. figur 2.3.

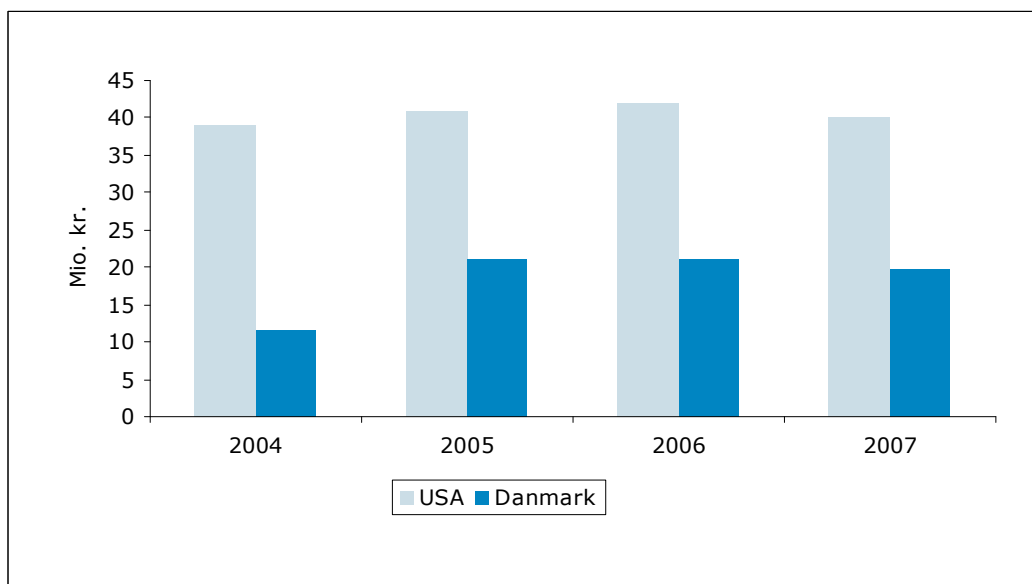
Figur 2.3. Gennemsnitligt antal fonde og kapitalstørrelse



Kilde: Vækstfonden

Investeringsrunderne er også løftet betydeligt fra omkring 10 mio. kr. pr. investering i 2004 til over 20 mio. kr. pr. investeringsrunde i dag. Det er dog fortsat under det amerikanske niveau på omkring 40 mio. kr. pr. investering, jf. figur 2.4.

Figur 2.4 Investeringsrunders størrelse i USA og Danmark



Kilde: Vækstfonden

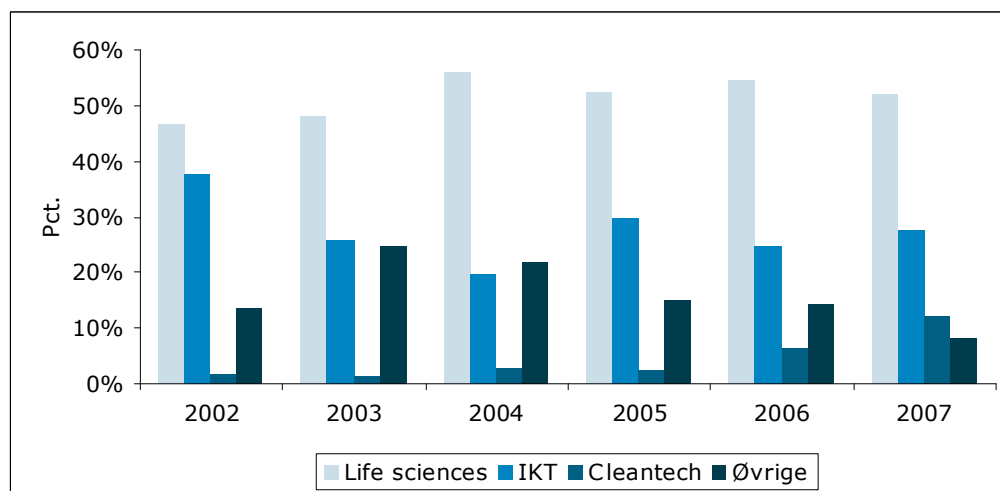
Men det strukturelle løft har stor betydning for virksomhedernes udviklingsmuligheder, fordi det er væsentligt for virksomhederne at få tilført rigeligt med kapital, som kan give ro til at udvikle virksomheden over længere tid. Mange

mindre finansieringsrunder betyder nemlig, at virksomhederne oftere skal bruge tid og ressourcer på ny kapitaltilførsel frem for at koncentrere sig om at udvikle forretningen. Det kan i bedste fald betyde en mindre stejl udviklingskurve, der igen gør det vanskeligt at rejse kapital i de næste runder, men i værste fald kan det føre til, at virksomheden lukker, fordi konkurrenterne får lov til at overhale i udviklingen.

Halvdelen af den kapital, der investeres i danske venturefinansierede virksomheder, kommer i dag fra internationale ventureinvestorer, der finder danske virksomheder så interessante, at de vælger at investere, typisk sammen med en dansk lead-investor. Samtidig består de danske ventureselskabers porteføljer også af udenlandske virksomheder. Omkring en tredjedel af den kapital, de danske ventureselskaber har under forvaltning, investeres således i virksomheder fra andre lande. Det er et solidt tegn på modenhed, at det danske venturemarked i dag er en så integreret del af det globale venturemarked, at ventureselskaberne har mulighed for at få kritisk masse ved at have et internationalt deal-flow, men samtidig også formår at tiltrække udenlandsk kapital til deres egne porteføljeselskaber.

Et yderligere karakteristika ved det danske venturemarked er den branchemæssige fordeling af investeringerne, hvor virksomheder inden for life sciences dominerer de danske ventureselskabers porteføljer, jf. figur 2.5.

Figur 2.5 Investeringer fordelt på segment



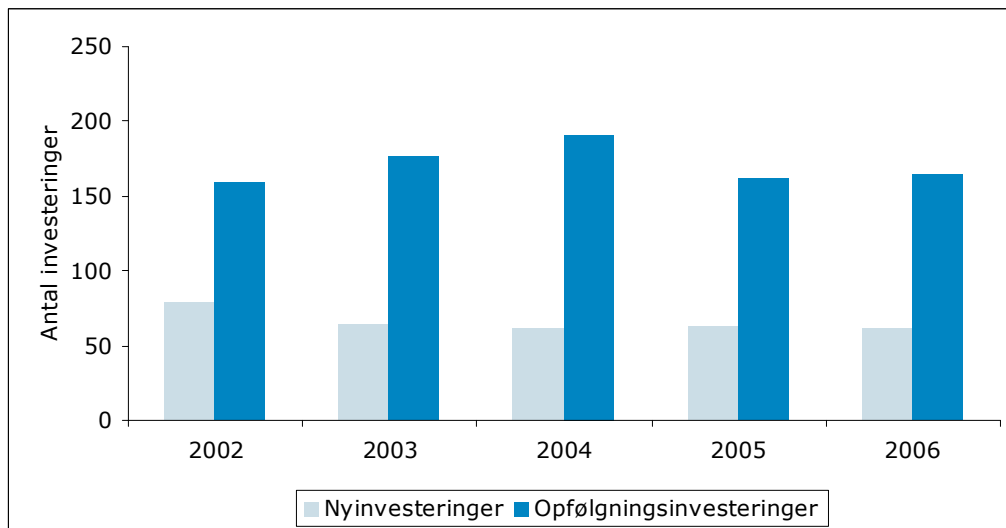
Kilde: Vækstfonden

Investeringer i life science-virksomheder udgjorde i 2007 52 % af det investerede beløb eller 1,1 mia. kr. Danske ventureinvestorer har således haft stor betydning for, at Danmark i dag har en meget lovende biotek-sektor, der ligger i det internationale førerfelt. Samtidig er investeringer i cleantech stigende fra knap 7 % i 2006 til 12 % i 2007, således at andelen næsten ligger på højde med USA, hvor cleantech-investeringer i 2007 udgjorde 14 % af de samlede ventureinvesteringer.

Mange danske venturefonde er etableret omkring årtusindskiftet og er derfor på et stadie i deres udvikling, hvor det primært handler om at få gjort deres porteføljevirkomheder klar til salg. Det er derfor også opfølgingsinvesteringer, der

dominerer investeringsaktiviteten. Investeringer i nye porteføljevirkksomheder fylder kun omkring 1/3 af de samlede investeringer, jf. figur 2.6.

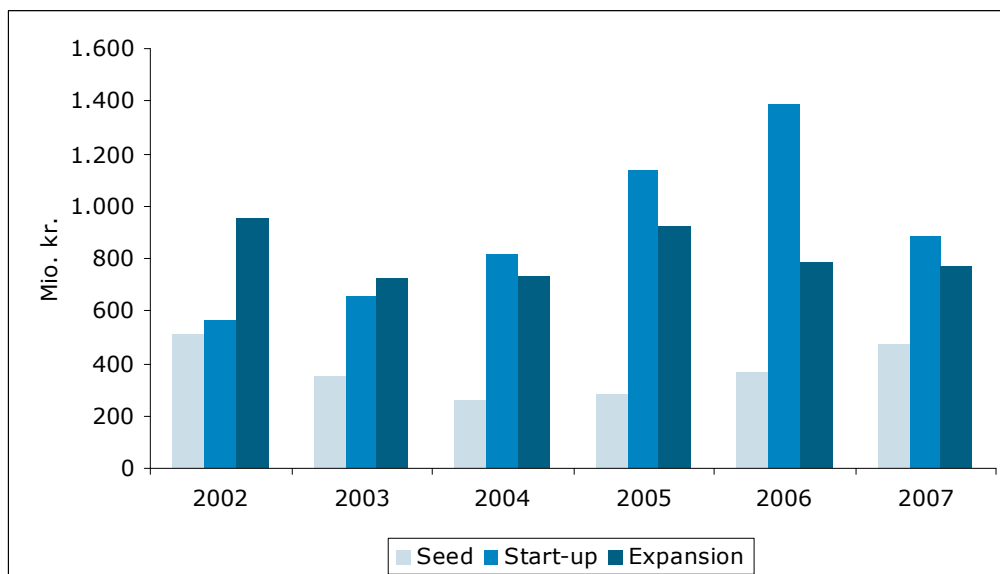
Figur 2.6 Ny- og opfølgningsinvesteringer



Kilde: Vækstfonden

Første gang ventureinvestorer investerer i en virksomhed, defineres det som en nyinvestering, og nyinvesteringer kan ske i både helt nye virksomheder og mere modne virksomheder. I relation til tidlig finansiering af innovative iværksættere er det interessant at se nærmere på, i hvilke stadier investeringerne foretages. Investeringer i virksomheder i seed-stadiet fylder lidt under ¼ af de samlede investeringer. I 2007 blev der samlet investeret for 474 mio. kr. i virksomheder i seed-stadiet, jf. figur 2.7.

Figur 2.7 Investeringer fordelt på stadier



Kilde: Vækstfonden

3. SEEDMARKEDET I DANMARK

Investeringer i seed-fasen stiller særlige krav til investorerne, og samtidig er adgang til seed-finansiering afgørende for, at nyetablerede virksomheder kan videreudvikle deres initiale idégrundlag til et holdbart forretningskoncept. Virksomhederne er på så tidligt et stadie, at de i lige så høj grad som kapital har behov for at få tilført kompetencer, og ofte er det særligt på den forretningsmæssige side, at virksomhederne har behov for hands-on involvering fra investorerne. For at sætte skub i virksomhedens udvikling og minimere de betydelige teknologiske, markedsmæssige og organisatoriske usikkerheder, må investorerne derfor have kompetencer og netværk, så de kan fungere som sparringspartner for de seed-virksomheder, de investerer i.

Investeringer i seed-fasen er ikke kun væsentligt for den enkelte virksomheds mulighed for at overleve. Finansiering af virksomheder kan betragtes som en *kapitalstige*, hvor hvert trin på stigen er forudsætningen for at komme videre til næste trin. Finansiering på de første trin er således vigtigt for at kunne udvikle virksomhedens teknologi til at opnå finansiering på det næste trin. Omvendt betyder det også, at virksomheder, der modtager kapital på de første trin, vil stille krav til den kapital, der er til rådighed på de næste trin. Seed-finansiering er det første trin på *kapitalstigen*, hvilket betyder, at udviklingen i denne fase påvirker så godt som hele venturemarkedet.

For at kunne foretage succesfulde seed-investeringer må investoren være i besiddelse af både viden og netværk inden for det pågældende område for at kunne minimere den betydelige produkt- og markedsusikkerhed. Grundlæggende handler ventureinvesteringer om at kunne minimere risikoen på teknologien, markedet og organiseringen i virksomheden. Investoren må derfor besidde en række kompetencer både med hensyn til den specifikke teknologi og de markedsmæssige muligheder, så investoren kan tilføre udviklingsvirksomheden de nødvendige ressourcer for at kunne færdigudvikle og lancere sit produkt.

Det er der især to grunde til. For det første er det typisk et meget usikkert grundlag, der investeres i, fordi de nøgletal, der foreligger for virksomheden i seed-fasen, af gode grunde er baseret på antagelser og forventninger. Dette stiller store krav til investorerne om selv at have viden og netværk, så investoren kan vurdere værdi og potentiale af virksomheden og minimere risici ved at investere i segmentet. Det er derfor centralt at besidde stærke evner til at identificere unikke ideer og koncepter for at vurdere og opveje risiko- og succesfaktorer og have kendskab til konkurrenter i markedet samt potentielle aftagere.

For det andet er der større risici forbundet med at investere i seed-fasen, eftersom virksomheden endnu ikke har vist sin kommercielle bæredygtighed. Kapitalkravene er typisk mindre i seed-fasen end senere hen. Men behovet for at få tilført yderligere kompetencer til virksomheden, særligt på den kommercielle side, er ofte større i seed-fasen. Hertil kommer, at det i seed-virksomheder ofte er nødvendigt, at investoren involverer sig mere direkte i virksomheden, fordi nye virksomheder typisk

har begrænsede ressourcer. Tilstrækkelig kompetencetilførsel er således afgørende for, om virksomhedens potentiale udnyttes til fulde.

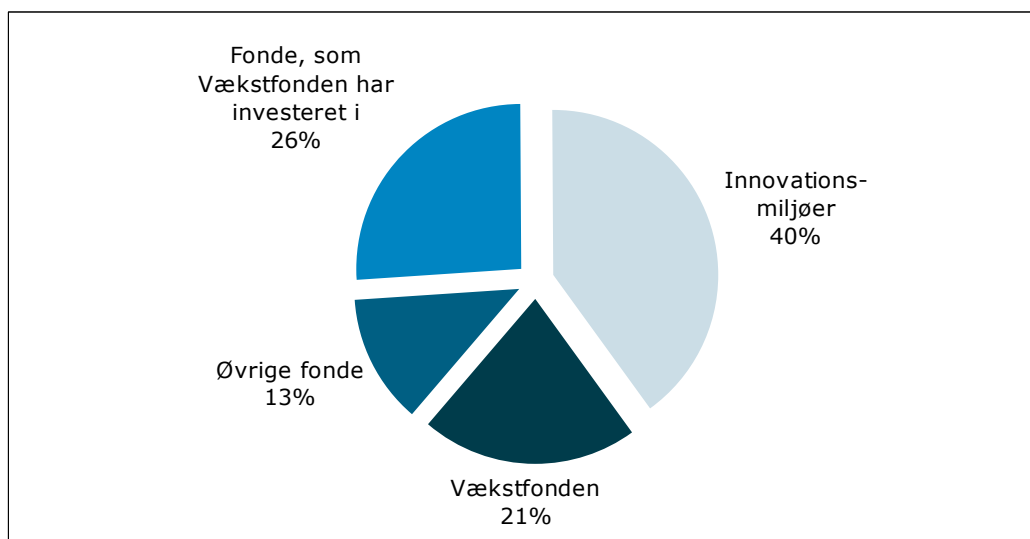
Investorerne i seed-markedet bør derfor besidde grundig viden både teknologisk og markeds-mæssigt, dels for at kunne værdisætte de investeringsmuligheder, der tilbyder sig, dels for at styrke muligheden for at deres investeringer bliver en kommerciel succes. Investorerens kompetencer har dermed indflydelse på, hvordan risikoprofilen for deres virksomheder ser ud, hvilket betyder, at de i en vis grad kan påvirke risiko og dermed afkast.

3.1 AKTØRER I DET DANSKE SEED-MARKED

Der er to former for aktører i seed-markedet. Innovationsmiljøerne, hvor iværksætterne udover kapital typisk også har adgang til lokaler, laboratorier, økonomistyring og andre administrative ydelser, og investorer, som investerer i tidlige projekter, samtidig med at de bidrager med erfaring og netværk til at accelerere virksomhedens vækst. I USA, hvor venturemarkedet er mere modent end i Danmark, findes deciderede seed-fonde, som kun investerer i seed-virksomheder og sælger dem til andre aktører længere oppe i markedet, når de har fået skabt værdi i selskabet. Det gælder seed- og early stage-fonde som fx Onset Ventures, 5AM Ventures og Arch Ventures.

I Danmark er seed-markedet karakteriseret ved, at det primært er offentlige aktører, der er aktive i dette segment. Det skyldes, at mange private investorer har været tilbageholdende med at investere i seed-virksomheder på grund af den høje risikoprofil. Tilsammen leverer innovationsmiljøerne og Vækstfonden 61 % af kapitalen til seed-virksomheder, og tæller man de private fonde med, der har modtaget kapitalindsud fra Vækstfonden, bliver det i alt 87 % af kapitalen, der investeres af aktører med offentlige midler som del af kapitalgrundlaget, jf. figur 3.1.

Figur 3.1 Seed-investeringer i danske virksomheder i 2006



Kilde: Vækstfonden

Innovationsmiljøerne

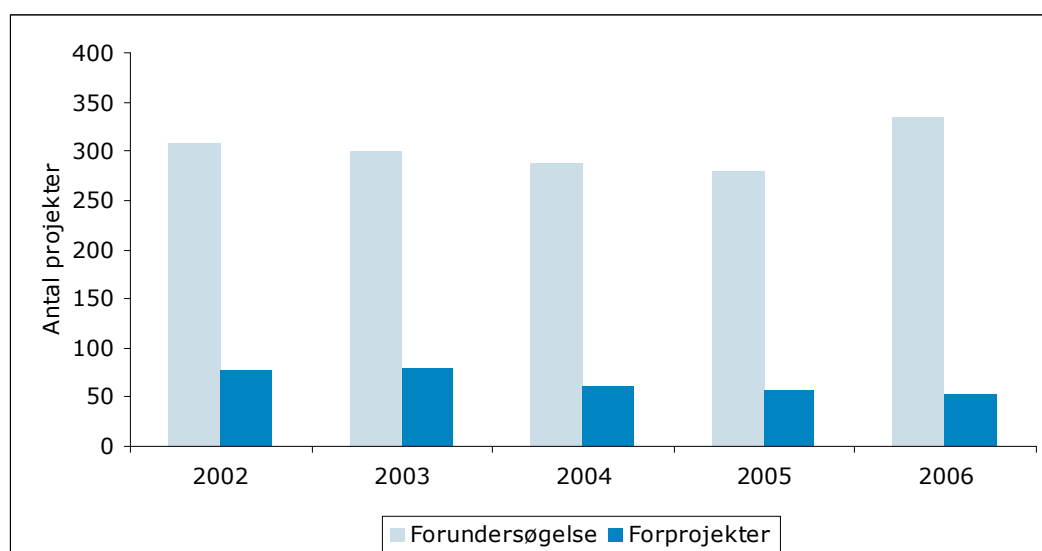
I Danmark er der syv innovationsmiljøer, som på Finansloven årligt tildeles i alt 120 mio. kr. Innovationsmiljøerne har eksisteret siden 1998 med det formål at bidrage til at skabe en ramme for videnbaserede iværksættervirksomheder, der skal gennem de første udviklingsfaser. I innovationsmiljøerne har forskere og andre mulighed for at afprøve, om nye idéer og forskningsresultater kan omsættes til nye, kommercielt bæredygtige produkter eller serviceydelser. Innovationsmiljøerne bidrager med kapital og rådgivning i den første fase af virksomhedens udvikling, før virksomheden har udviklet et egentligt koncept, produkt eller serviceydelse.

Innovationsmiljøerne kan i første runde på vegne af staten investere statslig forprojektkapital på op til 1,5 mio. kr. i nystartede virksomheder. Samtidig skal innovationsmiljøet, andre private aktører og iværksætteren selv supplere med 0,3 mio. kr. Innovationsmiljøerne har derudover siden 2003 kunnet investere op til 2,5 mio. kr. på statens vegne i en anden runde, hvis der samtidig tiltrækkes privat finansiering på 3,75 mio. kr. (eller mere), så den statslige kapital maksimalt i anden runde maksimalt udgør 40 % af den samlede kapitaltilførsel.

Udover at bidrage med kapital er det væsentligt for virksomhederne, at innovationsmiljøerne har erfaring, viden og netværk, som de kan trække på, når virksomhederne skal afprøve, om deres teknologi og forretningsidé er kommercielt bæredygtig og kan danne grundlag for en egentlig forretning.

Innovationsmiljøerne har i perioden 2002 til 2006 investeret forprojektkapital i 328 virksomheder, men har haft næsten fem gange så mange projekter til forundersøgelse, inden de har besluttet at investere, jf. figur 3.2.

Figur 3.2 Undersøgelser og projekter i innovationsmiljøerne 2002-2006



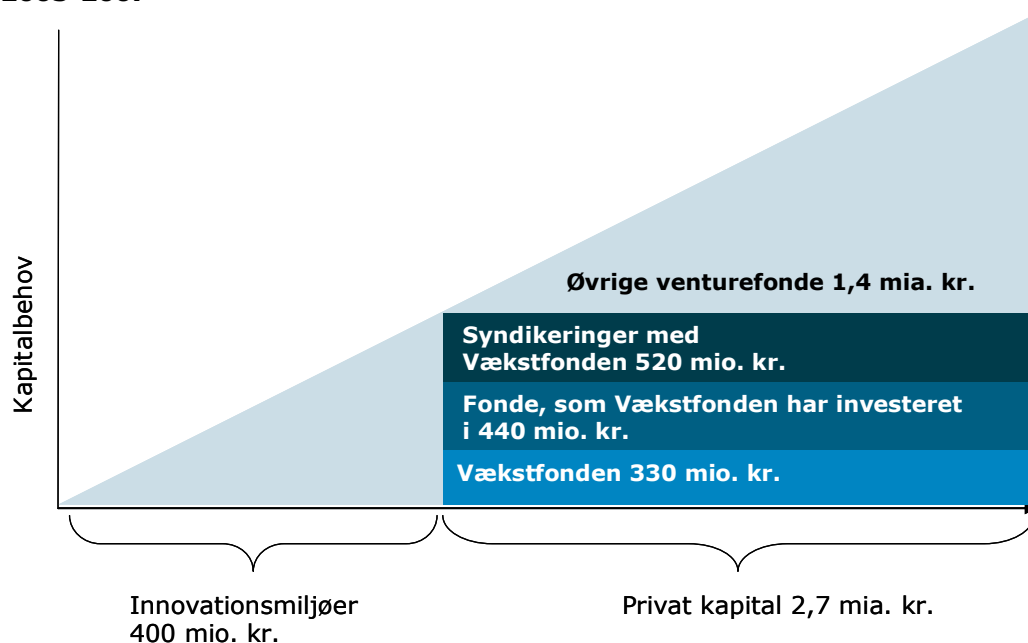
Kilde: Forsknings- og Innovationsstyrelsen

Udviklingen er gået mod, at innovationsmiljøerne har flere virksomheder gennem forundersøgelse, men at færre virksomheder slipper gennem nåleøjet til en egentlig investering af forprojektkapital.

Virksomhederne er i perioden blevet tilført ca. 400 mio. kr. i offentlig forprojektkapital. Den aktive portefølje af virksomheder, som innovationsmiljøerne havde et økonomisk engagement med ved udgangen af 2006, var på i alt 259 virksomheder.

Virksomheder, der er startet i innovationsmiljøerne, rejser typisk den første kapital alene fra innovationsmiljøerne, men som deres kapitalbehov øges i takt med deres udvikling, skal virksomhederne rejse kapital fra øvrige investorer i venturemarkedet. Ifølge Forskerpark- og Innovationsmiljøer, Dagbladet Børsen 2008, har virksomheder, der har modtaget kapital fra innovationsmiljøerne, i alt rejst 2,7 mia. kr. fra andre investorer til og med 2007. Kapitalen fordeler sig på flere kilder både andre statslige aktører og private venturefonde jf. figur 3.3.

Figur 3.3 Kilder til finansiering af virksomheder fra innovationsmiljøerne 2003-2007



Kilde: MVTU og Vækstfonden

Som nævnt ovenfor, er Vækstfonden sammen med innovationsmiljøerne den mest aktive investor i seed-stadiet, og Vækstfonden spiller en betydelig rolle i forhold til at rejse kapital til virksomhederne, når de er modnet i innovationsmiljøerne. Her er Vækstfonden med i investeringer, der beløber sig til ca. 1,3 mia. kr., jf. figur 3.3. Det viser sig, når vi ser nærmere på den kapital, som virksomheder fra innovationsmiljøerne har rejst hos andre aktører.

Virksomhederne har rejst 330 mio. kr., hvor Vækstfonden har investeret direkte i den enkelte virksomhed. Men Vækstfondens engagement i seed-segmentet går videre endnu som følge af de investeringer, som Vækstfonden indirekte er med i via de fonde, som har fået kapitalindsud fra Vækstfonden. Disse fonde, som bl.a. tæller SEED Capital, Incuba, InnFond og Syddansk Kapital, har tilsammen investeret 440 mio. kr. i virksomheder fra innovationsmiljøerne.

Hertil kommer, at Vækstfondens kapital fungerer som løftestang for at rejse yderligere kapital i venturemarkedet til de virksomheder, der er startet i et innovationsmiljø. Virksomheder, der er startet i et innovationsmiljø, har rejst i alt 520 mio. kr. hos ventureinvestorer, der har investeret sammen med Vækstfonden, dvs. syndikeringspartnere i enkeltinvesteringer, hvor enten Vækstfonden har investeret direkte eller en af de venturefonde, der har modtaget kapitalindskud fra Vækstfonden, har investeret.

Virksomhederne fra innovationsmiljøerne rejser dog også betydelig kapital fra øvrige private venturefonde eller andre investorer, som investerer op mod 1,4 mia. kr. i virksomhederne.

Af de virksomheder, som i perioden 1998-2001 blev etableret med kapital fra et innovationsmiljø, eksisterede 36 % fortsat ved udgangen af 2006. At så stor en andel af virksomheder lukker, afspejler innovationsmiljøernes risikovillige investeringsprofil. Miljøerne tager generelt en høj risiko, når de etablerer virksomheder, der er baseret på en idé til en teknologi eller et forretningskoncept, men som endnu ikke har et teknologisk og markedsrettet proof-of-concept.

Overlevelsesraten stiger, når virksomhederne kommer lidt længere i deres udvikling og tiltrækker venturekapital. Således var overlevelsesraten 55 % i 2006 for de virksomheder, der er etableret i innovationsmiljøerne i 1998-2001 og senere har modtaget kapital fra Vækstfonden og/eller fonde, som Vækstfonden har investeret i. Den højere overlevelsessevne skyldes, dels at virksomhederne har været gennem en screeningsrunde i innovationsmiljøerne, hvor en række virksomheder allerede er lukkede, dels at de er længere i deres udvikling og som oftest har et proof-of-concept og/eller de første kunder på plads, når de opnår finansiering fra ventureinvestorer.

Vækstfonden

Vækstfonden blev etableret i 1992 med et kapitalindskud på 2 mia. kr. fra staten. I 2001 ændrede Vækstfonden strategi fra at yde subsidierede projektlån til at finansiere risikofyldte og perspektivrige virksomheder på markedsvilkår. Vækstfondens mission er at skabe flere nye vækstvirksomheder og gøre det danske marked for finansiering af vækstvirksomheder til det mest velfungerende i Europa.

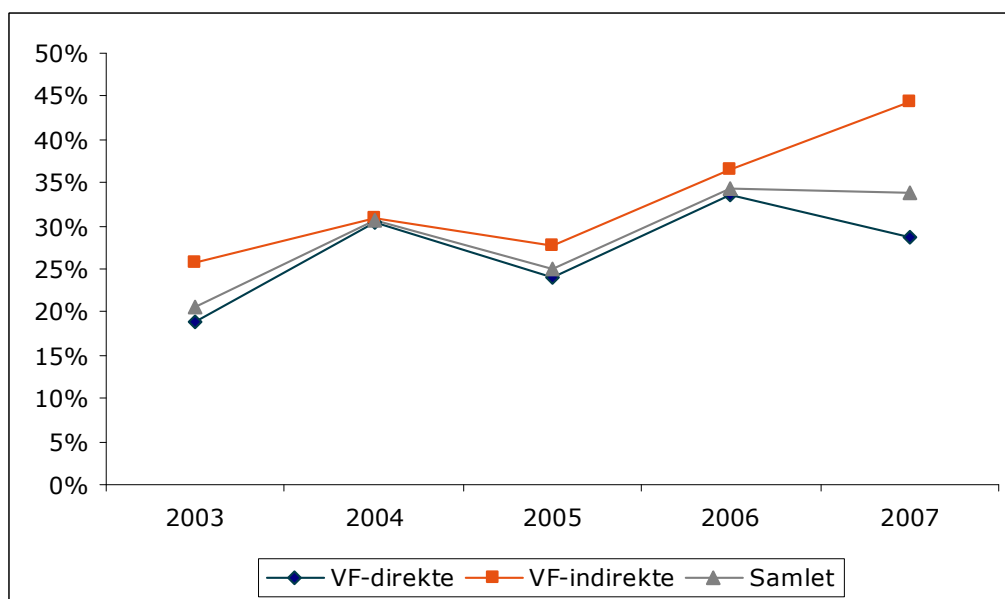
Vækstfondens strategi omfatter både kapitaltilførsel direkte til perspektivrige, innovative virksomheder og kapitalindskud i specialiserede ventureselskaber, som opererer i lovende teknologisegmenter i det danske marked. Fælles for begge indsatsområder er, at Vækstfondens indsats er målrettet mod de segmenter, hvor markedet tøver. Rationalet for den kombinerede strategi er, at Vækstfonden ved at investere sammen med andre bliver i stand til at tiltrække kapital og kompetencer fra private investorer til underfinansierede dele af markedet.

Vækstfonden har en portefølje på mere end 200 virksomheder både via direkte investeringer i virksomheder og via indirekte investeringer gennem de 19 venturefonde, som Vækstfonden har investeret i. Hertil kommer op imod 650

virksomheder, der har fået Vækstkaution, som dækker 75 procent af enkeltlån fra pengeinstitutter til mindre virksomheder.

Virksomheder, der er startet i et af de syv innovationsmiljøer, udgør en betydelig del af Vækstfondens portefølje. Samlet set er 33 % af Vækstfondens investeringer i 2007 foretaget i virksomheder fra innovationsmiljøerne, når vi ser på det investerede beløb, jf. figur 3.4. I 2007 har Vækstfonden i alt tilført 330 mio. kr. i kapital til danske virksomheder via direkte kapitaltilskud og investeringer i venturefonde.

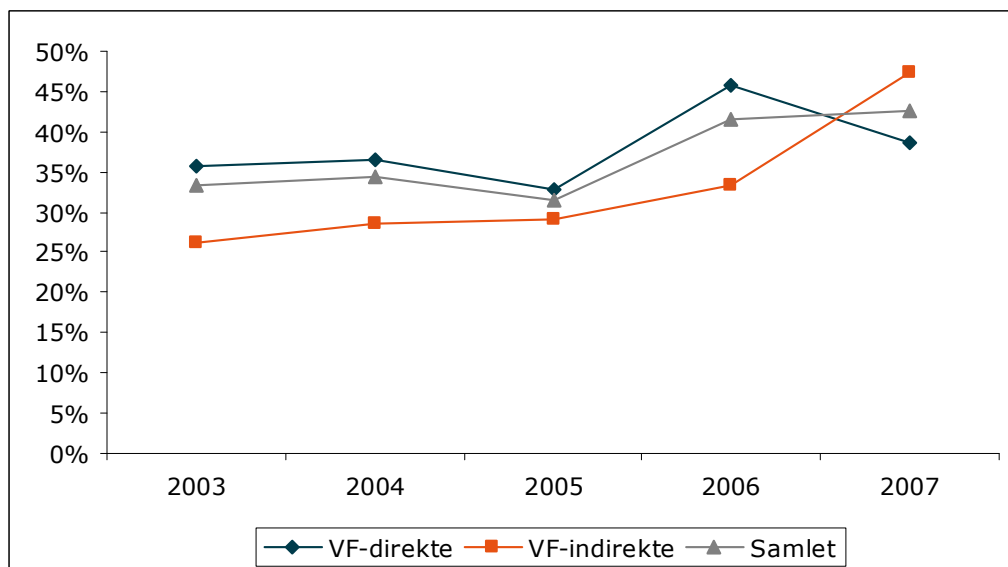
Figur 3.4 Andel af Vækstfondens investeringer, der går til virksomheder fra innovationsmiljøer målt på kapital



Kilde: Vækstfonden

Ser vi på det samlede antal investeringer, som Vækstfonden foretager, enten direkte i virksomheder eller indirekte via en af de venturefonde, som Vækstfonden har investeret i, var det i 2007 i alt 43 % af investeringerne, der blev foretaget i en virksomhed fra et innovationsmiljø, jf. figur 3.5.

Figur 3.5 Andel af Vækstfondens investeringer, der går til virksomheder fra innovationsmiljøer målt på antal



Kilde: Vækstfonden

Det betyder samlet set, at næsten hver anden investering, som Vækstfonden deltager i, foretages i en virksomhed, som kommer fra et innovationsmiljø. Samtidig bliver mere end hver tredje krone investeret i en virksomhed fra et innovationsmiljø, hvilket er en markant stigning fra 2003, hvor andelen var nede på 20 %. Som en yderligere tendens i 2007 i modsætning til tidligere har Vækstfondens investeringsaktivitet i virksomheder fra innovationsmiljøerne været mest aktiv gennem de fonde, som Vækstfonden har investeret i, hvilket i øvrigt harmonerer med den generelle investeringsindsats i Vækstfonden.

4. KAPITAL TIL NYSTARTEDE VIRKSOMHEDER

Den kapital, virksomhederne får i start-fasen, skal følges op af yderligere investeringer, når virksomhederne udvikler sig og skal opbygge og skalere forretningen. Derfor stiller hver nyinvestering i seed-markedet krav til den kapital, der er til rådighed i det øvrige venturemarked.

Investorer i seed-segmentet skal således enten selv følge investeringen op med yderligere kapital eller syndikere med andre investorer med et større kapitalberedskab, der kan øge virksomhedens kapitalgrundlag. I takt med at ventureinvestorenes porteføljer kommer til at bestå af flere og flere virksomheder fra bl.a. innovationsmiljøerne, vil mere og mere af kapitalen skulle reserveres til at lave opfølgingsinvesteringer i disse virksomheder. Venturemarkedet kan derfor ses som en fødekæde af aktører, og det er væsentligt, at seed-investorer med hel eller delvis offentlig kapital som kapitalgrundlag kan finde private investorer, der vil investere i at udvikle virksomhederne yderligere, for at seed-investorerne kan få det fulde udbytte af deres investering.

Det er vanskeligt at sige præcist, hvor megen kapital virksomheder fra innovationsmiljøerne kræver for at realisere deres potentiale, ligesom kapitalkilderne varierer. Nogle af virksomhederne tilføres kapital fra Business Angels og andre private investorer, mens kun ca. en ud af fem virksomheder finder vej til ventureinvestorerne. Vi har i tidligere analyser set nærmere på, hvilket kapitalbehov venturefinansierede virksomheder har, mens de er i ventureinvestorenes porteføljer.

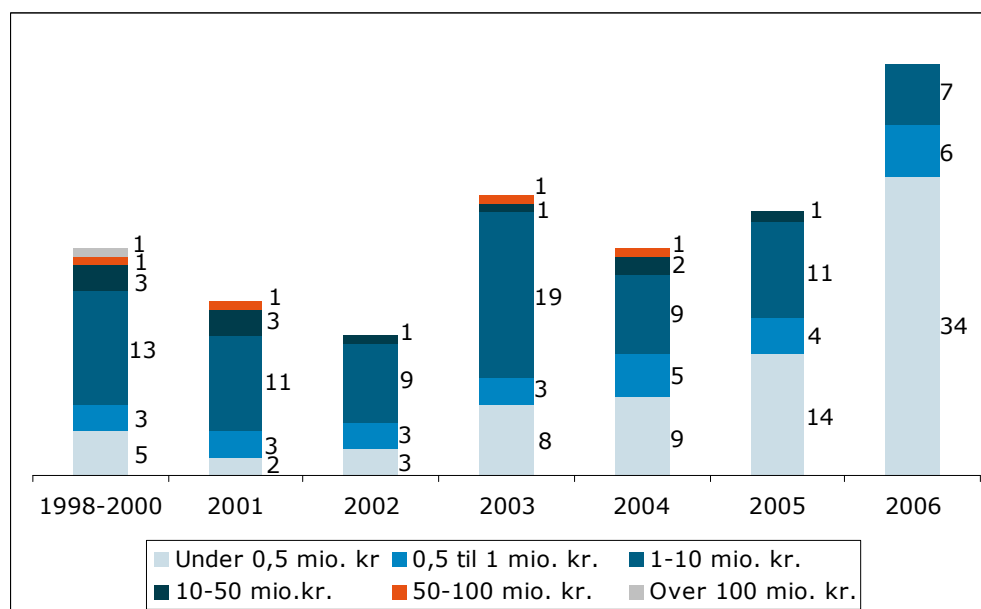
Erfaringerne i Danmark er endnu så begrænsede, at det ikke giver tilstrækkeligt grundlag at vurdere kapitalbehovet på. Men hvis vi ser på venturefinansierede virksomheder i USA, kan vi få et mere præcist billede af venturefinansierede virksomheders kapitalbehov fra seed til exit. Kapitalbehovet varierer i forhold til, hvilken branche virksomheden tilhører, hvilket stadie virksomheden er på, når den kommer ind i ventureinvestorenes portefølje, og hvor længe virksomheden er i porteføljen, inden den exittes.

Gennemsnitligt vil det dog være sådan, at IKT-virksomheder har et mindre kapitalbehov end virksomheder inden for life sciences. Venturefinansierede IKT-virksomheder har typisk et kapitalbehov på omkring 275-300 mio. kr., mens life science-virksomheders kapitalbehov i gennemsnit er omkring 400-450 mio. kr. i den tid, de befinder sig i ventureinvestorenes porteføljer. Det giver en idé om, hvilke kapitalkrav hver ny, ventureegnet virksomhed i innovationsmiljøerne stiller til det øvrige danske venturemarked, der skal følge op på investeringerne.

I innovationsmiljøerne er det også life science-virksomhederne, der tiltrækker den største del af kapitalen. Ifølge Forsknings- og Innovationsstyrelsen tiltrak virksomheder inden for life sciences i 2006 i alt 307 mio. kr., hvilket svarer til omkring halvdelen af de private midler, der blev tilført virksomheder fra innovationsmiljøerne. Virksomheder inden for IKT rejste i alt 244 mio. kr. i privat kapital, mens miljø- og energivirksomheder, som kun fylder ganske lidt i porteføljen antalsmæssigt, tiltrak omkring 24 mio. kr.

Endnu er det kun enkelte af virksomhederne i innovationsmiljøernes portefølje, der er så modne, at de har tiltrukket mere end 50 mio. kr. Langt hovedparten af virksomhederne har derfor tiltrukket små beløb på op til 10 mio. kr. i ekstern kapital, jf. figur 4.1.

Figur 4.1 Antal virksomheder i innovationsmiljøerne, der har tiltrukket privat kapital i 2006 fordelt på etableringsår



Kilde: Forsknings- og Innovationsstyrelsen

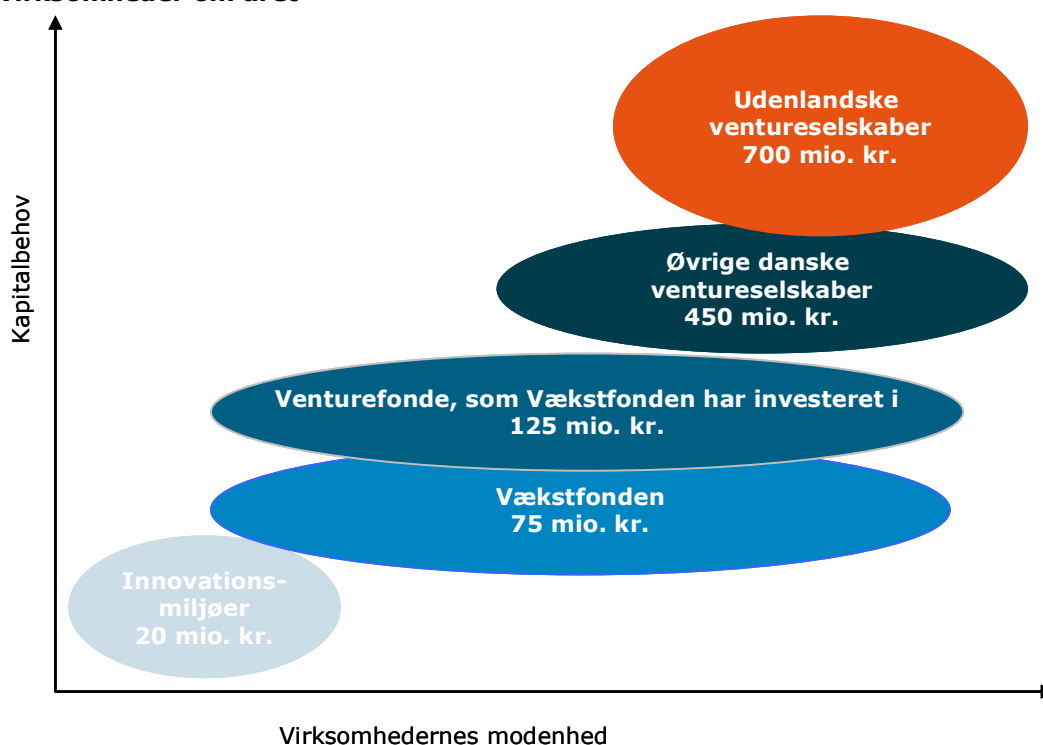
Det er virksomheder, som har været længst i innovationsmiljøernes portefølje, der har tiltrukket mest kapital. Det handler om ganske få virksomheder. En gruppe bestående af fem virksomheder, som også findes i Vækstfondens portefølje, ChempaQ, Action Pharma, M2 Medical, Evolva og Nangate har således til sammen tiltrukket næsten 700 mio. kr.

Det er imidlertid en naturlig udvikling, idet virksomhedernes kapitalbehov stiger i takt med deres udviklingsforløb. Typisk vil det være sådan, at seed-virksomheder har det mindste kapitalbehov, mens virksomheder i ekspansionsfasen har et langt større behov for kapital, når de for alvor skal markedsføre og sælge deres produkter i mange lande.

Derfor skal etablering og finansiering af nye virksomheder ses som en sammenhængende fødekæde, hvor virksomheder, der startes tidligt, stiller krav til den kapital, der er i det øvrige venturemarked.

Hvert år tiltrækker ca. 10 virksomheder fra innovationsmiljøerne venturekapital fra det øvrige venturemarked. Hvis disse virksomheder har et finansieringsbehov, der ligner deres amerikanske konkurrenters, vil det med den branchesammensætning, der er i innovationsmiljøerne på nuværende tidspunkt, stille krav om ca. 1,4 mia. kr. hvert år i steady state, jf. figur 4.2.

Figur 4.2. Anslåede krav til årlig investeringsaktivitet ved ti nye virksomheder om året



Kilde: Vækstfonden

Det betyder, at det danske venturemarked, alene til de mest perspektivrige af de virksomheder, der startes i innovationsmiljøerne, skal tilføre ca. 700 mio. kr. hvert år, hvis forudsætningerne om overlevelse og kapitalbehov holder. Det svarer til, at ventureegnede virksomheder fra innovationsmiljøerne lægger beslag på omkring en tredjedel af den samlede aktuelle investeringsaktivitet hos danske ventureinvestorer. Kapitalkravet på 700 mio. kr. hvert år forudsætter samtidig, at udenlandske investorer investerer i samme omfang i virksomheder fra innovationsmiljøerne, som de gør, når vi ser på hele venturemarkedet. De senere år viser opgørelser over investeringsaktiviteten i Danmark, at udenlandske investorer tilfører omkring halvdelen af den kapital, der investeres i danske virksomheder hvert år. Det betyder, at udenlandske investorer skal tilføre virksomheder fra innovationsmiljøerne omkring 700 mio. kr. hvert år, hvis der etableres 10 nye virksomheder i innovationsmiljøerne, der tiltrækker venturekapital.

Kapitalbehovet vil variere afhængig af, om flere eller færre af virksomhederne fra innovationsmiljøerne er egnede til at rejse venturekapital, når finansieringen fra innovationsmiljøerne ophører. Det betyder, at kravet til investeringskapaciteten i venturemarkedet ikke mindst hænger sammen med, hvor mange virksomheder innovationsmiljøerne vælger at etablere, som er ventureegnede. Hertil kommer, at det er vigtigt at se på de virksomheder, der allerede ligger i innovationsmiljøernes og ventureinvestorerens porteføljer, idet disse virksomheder også vil have behov for betydelige opfølgingsinvesteringer de kommende år.

5. KONKLUSION

Det danske venturemarked har gennemgået en modningsproces siden årtusindskiftet, hvor en stor del af de danske venturefonde blev etableret. Venturefondene er blevet større med mere kapital under forvaltning og kan derfor bedre tilføre deres porteføljevirkksomheder den fornødne kapital til at sætte tempo i deres udvikling. Investeringsrunderne er også blevet større, og selvom der er et stykke vej op til det amerikanske niveau, er den gennemsnitlige investeringsrunde i det danske marked dobbelt så stor i dag sammenlignet med for fem år siden. Samtidig er den samlede investeringsaktivitet i markedet steget siden 2003 trods en mindre nedgang på det seneste på grund af den økonomiske afmatning. Hertil kommer, at venturefondene i højere grad har specialiseret sig, især på brancher, hvilket øger den værditilvækst, de kan tilføre deres virksomheder. Specialisering giver venturefondene bedre mulighed for at rekruttere personer med brancheerfaring, som har viden, erfaring og netværk, der er værdifuld for porteføljevirkksomhedernes udvikling.

Det danske venturemarked har dog fortsat den egenskab, at det i de tidligste faser primært er aktører med helt eller delvist statslige midler i ryggen, der er mest aktive. Næsten 90 % af alle investeringer i pre-seed eller seed-stadierne foretages af investorer med statslig kapital i ryggen. I mere modne markeder som fx USA vil tidlige investeringer i langt højere grad blive båret af private aktører såsom særligt specialiserede seed-fonde eller business angels. Det danske marked er imidlertid ikke så modent endnu, at mange private investorer finder det attraktivt at investere i de helt tidlige faser. Flere hævder ligefrem, at risikoprofilen for virksomheder i de allertidligste faser grundlæggende ikke er mulig at forene med kommerciel investeringsadfærd og derfor forudsætter statslig finansiering. Det er en del af baggrunden for den statslige involvering, som hersker i pre-seed-/seed-markedet i Danmark og en lang række andre lande.

Efter flere år med tegn på øget professionalisering af det danske venturemarked og oven på et vedholdende og betydeligt statsligt engagement via innovationsmiljøerne og Vækstfonden skal det danske venturemarked i de kommende år stå den store test. Særligt vil mange af de investeringer, som blev foretaget af de nuværende fonde i markedet i første halvdel af dette årti, være modnet så langt, at de nu skal realiseres. På trods af nogle pæne exits de senere år bl.a. af virksomheder, der er startet i et innovationsmiljø, herunder Survac, Neurodan, AudioAsics og Zyb, mangler det danske marked endnu at opnå en kritisk masse af exits, som demonstrerer, at den danske venturebranche som helhed er i stand til at levere afkast, der står mål med de høje afkast, som især amerikanske venturefonde har kunnet præstere gennem årene. Det er derfor først relevant for alvor at gøre status for det danske venturemarkeds performance, når mange af de nuværende venturefonde er fuldt afviklet, og afkastet er gjort op.

I den sammenhæng er det relevant at betragte venturemarkedet som et samlet kredsløb - en fødekæde, hvor investorer i en del af markedet skal skabe sammenhæng med investorer i andre dele af markedet. Det betyder, at virksomheder, der etableres med kapital fra aktører, der investerer i pre-seed- og

seed-stadierne, senere i deres udviklingsforløb har behov for at rejse yderligere kapital hos de øvrige aktører i markedet.

I Danmark er det særligt de statsligt finansierede innovationsmiljøer, som er aktive i pre-seed-fasen. Hvert år tildeler innovationsmiljøerne forprojektkapital til mellem 50 og 60 virksomheder. De mest perspektivrige virksomheder går videre til det øvrige venturemarked – i gennemsnit 10 om året. I perioden 2002-2007 har virksomheder fra innovationsmiljøer rejst 2,7 mia. kr. hos private investorer. Oveni kommer innovationsmiljøernes kapitaltilførsel til virksomhederne på omkring 400 mio. kr. Det betyder, at for hver krone, virksomhederne modtager fra et innovationsmiljø, tiltrækker de omkring 5 kroner fra private investorer. Det er dog væsentligt at bemærke, at det er ganske få virksomheder, som tiltrækker langt den største andel af kapitalen. Blandt de omtrent 200 virksomheder, som i 2006 rejste i alt 600 mio. kr., stod blot 16 af virksomhederne for hovedparten, nemlig omkring 450 mio. kr.

Vækstfonden bidrager med en væsentlig del af kapitaltilførslen til mange af de virksomheder, som rejser kapital efter at være startet i et innovationsmiljø. Således står Vækstfonden bag halvdelen af den eksterne kapital, virksomheder fra innovationsmiljøerne rejser. Det gælder kapital via Vækstfondens direkte investeringer i innovationsmiljøvirksomheder, indirekte kapitaltilførsler via investeringer fra de fonde, som Vækstfonden har investeret i og investeringer fra de andre ventureinvestorer, som Vækstfonden eller Vækstfondens porteføljefonde syndikerer med i enkeltinvesteringer. Mange af investorerne i det tidlige segment er derfor ganske godt integreret, og Vækstfonden indtager en central rolle via direkte investeringer og investeringer via venturefonde.

Det er meget afgørende for markedets sammenhængskraft, at investorerne er velintegrerede hele vejen igennem kredsløbet. Så godt som hver gang der etableres en ny, ventureegnet virksomhed i et innovationsmiljø, opstår behovet for at rejse kapital hos investorer i det øvrige venturemarked på et senere tidspunkt, hvis virksomheden har potentiale for at komme videre i udviklingen og lykkes med det. Hvis virksomhederne skal komme ud over det mulige finansieringsgab mellem kapital fra innovationsmiljøerne og det øvrige venturemarked - og offentlige midler dermed skal have den største effekt – skal virksomhederne have tilført yderligere kapital, når de midler, innovationsmiljøerne har investeret, slipper op. Hvis der ikke er investeringskapacitet til opfølgingsinvesteringer til virksomheder, der er startet med statslig kapital i ryggen i et innovationsmiljø, vil selv gode projekter ikke kunne realisere deres potentiale.

Dette understreges yderligere af, at mange af de virksomheder, der startes i innovationsmiljøerne, etableres med afsæt i forskningsinstitutionerne. Det er ofte udviklingstunge virksomheder, som kræver betydelig kapitaltilførsel fra private investorer, før de er så modne, at de kan exittes enten gennem et salg til en anden industriel spiller eller en børsnotering.

I et venturemarked som det danske, hvor ventureinvestorer i de tidligste faser ikke nødvendigvis er de samme, som investerer i de senere faser, er det desto mere væsentligt at se markedet som et sammenhængende kredsløb. Dette understreges

endvidere af markedets størrelse, hvor antallet af fonde, der rejser ny kapital, trods alt er begrænset. Det fordrer balance mellem antallet af investeringer og den kapital, som til rådighed i seed-fasen og i senere faser, hvis markedet skal fungere optimalt. Og ikke mindst er det en forudsætning, at der ikke investeres mere i helt unge virksomheder i pre-seed og seed-stadierne, end det øvrige marked kan bære senere hen.

Publikationer:

Børsen, tirsdag den 25. marts 2008, Læserbrev *"Flere penge til udvikling af vækstlokomotiver"*.

Forsknings- og Innovationsstyrelsen, 2006, *"Performanceregnskab for innovationsmiljøerne 2006"*.

Relevante hjemmesider:

Business View: www.big.dk

CVR, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen: www.cvr.dk

Danmarks Statistik Regnskabsstatistik: www.dst.dk

D&B: <http://dbdenmark.dnb.com>

Forskerparkforeningen: www.forskerparkforeningen.dk

Forsknings- og Innovationsstyrelsen: www.fist.dk

Ministeriet for Videnskab, Teknologi og Udvikling: www.vtu.dk

PWC moneytree: www.pwcmoneytree.com

VentureXpert: www.venturexpert.com

Vækstfonden: www.vf.dk

For yderligere information kontakt:

VÆKSTFONDEN

STRANDVEJEN 104 A
DK-2900 HELLERUP

Hjemmeside: www.vf.dk

Rolf Hauge Kjærgaard

Vicedirektør

TEL DIR: +45 3529 8694

E-mail: rk@vf.dk

Stine Kruse

Analytiker

TEL DIR: +45 3529 8680

E-mail: stk@vf.dk

Jacob Nordstrøm Borup

Analytiker

TEL DIR: +45 3529 8638

E-mail: jbo@vf.dk

24/6/2008

Vækstfonden
Strandvejen 104 A
2900 Hellerup
Telefon + 45 25 29 86 00
www.vf.dk
vf@vf.dk