

BUSINESS ANGELS I DANMARK

VÆKSTFONDEN

VækstFondens forretningsidé er at tilføre markedet risikovillig kapital, der hvor markedets øvrige spillere tøver.

Vores primære investeringsfokus er udvikling og innovation i små og mellemstore virksomheder med nyhedsværdi og forretningsmæssigt perspektiv.

VækstFonden 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 nødvendigvis må være en førende analytisk kapacitet på markedet for risikovillig finansiering.

I et velfungerende marked er viden i høj grad fælles, og vi vil derfor sørge for at gøre vores viden og erfaringer frit tilgængelige.

INDHOLDSFORTEGNELSE

1. RESUMÉ	3
2. INDLEDNING	7
3. MARKEDET FOR UFORMEL VENTUREKAPITAL	8
3.1 Det formelle og uformelle kapitalmarked	8
3.2 Den private investor – en Business Angel?	8
3.3 Det uformelle kapitalmarkeds udvikling og størrelse	9
4. INVESTERINGSPOTENTIALT	11
4.1 Indledning	11
4.2 Finansielle midler	12
4.3 Investormotivation	14
4.4 Business Angels' investeringspræferencer	15
4.5 Investeringsportefølje	19
4.6 Opsummering - profiler	23
5. VIRKSOMHEDSKONTAKT & SYNDIKERINGER	24
5.1 Virksomhedskontakt	24
5.2 Syndikeringer	26
5.3 Opsummering – profiler	28
6. OFFENTLIGE INITIATIVER	29
6.1 Indledning	29
6.2 Udenlandske erfaringer med Business Angel Netværk	31
6.3 Danske initiativer med netværk	32
6.3.1 Dansk Business Angel Netværk	32
6.4 Opsummering	34
7. KONKLUSION	35
8. LITTERATURLISTE	38
APPENDIKS A - METODE	41
APPENDIKS B – DATAGRUNDLAG OG SPØRGESKEMA	43
APPENDIKS C – KONTAKT OPLYSNINGER	64

1. RESUMÉ

Det uformelle venturekapitalmarked vurderes ofte at være betydeligt større end det institutionelle venturekapitalmarked – især med hensyn til investeringer i virksomheder, der befinder sig i de tidlige vækstfaser. Interessen for det uformelle kapitalmarked er samtidig vokset i takt med fremvæksten af Business Angels som en betydelig kilde til finansiering af virksomheder i de tidlige udviklingsfaser.

Men hvilken rolle spiller Business Angels i Danmark? For at følge op på en række tidligere undersøgelser har VækstFonden i samarbejde med Dansk Business Angels Netværk (DBAN) derfor lavet en spørgeskemaundersøgelse blandt Business Angels med tilknytning til DBAN.

157 Business Angels, der er registreret i DBAN, er blevet kontaktet. 76 Business Angels har svaret, hvoraf de 72 har foretaget investeringer i noterede virksomheder. Det giver dermed det til dato mest omfattende empiriske materiale af aktive Business Angels i det uformelle danske venturemarked.

Finansiel formue

De 76 Business Angels har en samlet formue på ca. 3 mia. kr. Spredningen er imidlertid betydelig. 63% har således en formue på 20 mio. kr. eller derunder. I gennemsnit har de danske Business Angels allerede anbragt ca. 30% af den kapital, som de har reserveret til noterede investeringer. 45% af disse engle har imidlertid anbragt under 10% af den kapital, de har afsat til sådanne investeringer. Alene denne gruppe af Business Angels har en samlet formue på 1,5 mia. kr., hvorfor der tydeligvis er et stort uudnyttet potentiale for noterede investeringer.

Erhvervsmæssig baggrund

Den samlede gruppe af Business Angels har totalt set været med til at etablere mere end 200 virksomheder. Samtidig har salg af virksomheder for langt størstedelen været kilden til den formue, som englenerne råder over. Ydermere viser analysen, at et af de vigtigste motiver for at blive Business Angels er naturligvis det

finansielle afkast – men også personlig tilfredsstillelse og det at ”have det sjovt” spiller en væsentlig rolle.

Investeringspræferencer

Englene er samlet set interesseret i at investere i mange forskellige brancher – samtidig med at de ønsker at investere i virksomheder, der befinder sig på forskellige udviklingsstadier. Næsten halvdelen af de adspurgte engle ønsker således at foretage kapitalindskud i virksomheder, der befinder sig i både tidlige og sene udviklingsstadier. Samme tendens gør sig gældende, hvad angår virksomhedernes størrelse. 43% af respondenterne angiver, at de vil investere i både store og små virksomheder.

Hovedparten af de adspurgte Business Angels har en investeringshorisont på 3-6 år. I denne periode er de meget aktive i deres porteføljevirkomheder. 42% anvender ½-3 dage om ugen i virksomhederne. Deres engagement består primært i at deltage i bestyrelsesarbejde, men også med at udvikle forretningsplaner, tiltrække andre investorer og overvåge den finansielle udvikling i virksomhederne. Englene deltager også i produktudvikling – om end i væsentlig mindre grad.

Den geografiske afstand til virksomhederne spiller en væsentlig rolle, når Business Angels overvejer at foretage investeringer. 2/3 angiver således, at de foretrækker at investere i virksomheder, som er beliggende i nærheden af hjemmet. Dermed er muligheden for at spille en aktiv rolle i virksomhederne bedre.

De danske Business Angels foretager både egenkapitalindskud og tilbyder ansvarlige lån til deres porteføljevirkomheder. Af investeringerne forventer de et årligt afkast på 10-30%.

Selvom Business Angels ofte har klart definerede investeringspræferencer, er de villige til at afvige fra disse, hvis de oplever en høj grad af troværdighed hos iværksætterne, og/eller hvis englernes intuitive fornemmelse er meget positiv.

Investeringsaktiviteten

I 2001 investerede gruppen af Business Angels tilsammen 450 mio. kr. I 2002 forventes beløbet at være 325 mio. kr., dvs. en nedgang på ca. 30% i forhold til 2001. Denne tendens er analog til den, der opleves på det formelle venturemarked – og som er en konsekvens af den økonomiske afmatning, der har påvirket mulighederne for at afhænde/exitte porteføljevirkksomheder. En tendens der både har påvirket værdisætningen af virksomhederne og investeringslysten i nedadgående retning. 41% angiver imidlertid, at udviklingen på aktiemarkederne ingen eller ringe betydning har haft for deres investeringsaktivitet.

Englene har historisk set investeret i mere end 500 virksomheder, hvoraf de 243 fortsat er i deres portefølje. 296 virksomheder er afhændet/exittet – primært via salg til anden virksomhed eller salg til øvrige aktionærer. I den sammenhæng er det værd at fremhæve, at en lavere andel af englens investeringer afvikles ved likvidation end for traditionelle ventureselskaber. En tendens der bekræftes af internationale forskere.

Kontakt mellem Business Angels og potentielle porteføljevirkksomheder

Af analysen fremgår det, at Business Angels vurderer, at virksomhederne har sværere ved at identificere englene end omvendt. 41% af Business Angels finder dog stadig, at det er svært at identificere potentielle investeringsmuligheder. Business Angels skaber dealflow gennem mange forskellige informationskanaler, hvoraf egne forretningsforbindelser er den mest dominerende. Business Angels kommer i gennemsnit i kontakt med omkring 3 forretningsplaner om måneden. Af disse projekter investerer englene i 4%.

De adspurgte engle anvender 1½ time til at vurdere en investeringsmulighed første gang, og hvis en engel vælger at iværksætte en due diligence, bruger vedkommende i snit 8 dage på en sådan grundig vurdering af virksomhedens potentiale.

Analysen viser, at der af flere grunde til at Business Angels fravælger mange investeringsmuligheder, men ofte handler det om urealistiske antagelser i forret-

ningsplaner, manglende tro på markedet, manglende troværdighed hos iværksætter, ingen interesse i det pågældende marked og utilstrækkelige forretningsplaner.

Syndikeringer

66% af englenerne har investeret sammen med andre investorer i det seneste år. Dermed syndikerer danske Business Angels mere end fx engle i UK, men mindre end amerikanske engle. Kun 8% af de adspurgte engle foretrækker at investere alene. De resterende engle, der ikke har gennemført en syndikering i det seneste år peger på, at de ikke har formået at finde investorer eller projekter egnede til syndikeringer.

Årsagen til at Business Angels foretrækker syndikeringer er, at det er muligt at få tilført yderligere faglige kompetencer til et projekt samt at den enkelte engel kan sprede og minimere risikoen ved deltagelse af flere investorer.

Når Business Angels syndikerer er det ofte sammen med andre engle. Men hver 5. engel syndikerer også med ventureselskaber. Business Angels vurderer generelt samarbejdet med ventureselskaberne som værdiforøgende, men også som et samarbejde der ikke er helt problemfrit. Englenerne frygter i høj grad at blive udvasket, når ventureselskaber træder ind i en investering.

Offentlige initiativer

I mange lande er der iværksat offentlige initiativer for at forbedre muligheden for at Business Angels og iværksætterne mødes og dermed reducere det finansieringshul, der eksisterer for virksomhedernes tidlige udviklingsfinansiering. Udfordringen for udformningen af politikker på området er at forstå aktørerne på markedet, det indbyrdes samspil samt de barrierer, der forhindrer flere investeringer og her igennem at skabe de bedste rammer for udviklingen af det uformelle kapitalmarked. I Danmark er en væsentlig del af indsatsen på området sket gennem etablering af DBAN, som er en netværksorganisation, hvor Business Angels og iværksættervirksomheder får bedre muligheder for at mødes.

2. INDLEDNING

VækstFonden har i samarbejde med Dansk Business Angel Netværk (DBAN) taget initiativ til udarbejdelse af en analyse af danske Business Angels.

Business Angels er privatpersoner, som har vilje og lyst til at investere egne midler i unoterede virksomheder og samtidig har forretningsmæssig kompetence til at bidrage til udvikling af virksomhederne gennem aktivt ejerskab.

Analysens datagrundlag består af kvantitative data, der er indsamlet via spørgeskemaer, som er udsendt til 157 Business Angels. Disse Business Angels er identificeret via deres mere eller mindre formelle relationer til DBAN (67 af disse engle er medlem af et RBAN, mens de øvrige blot er registreret på DBAN's interessentliste). 76 Business Angels har svaret på det tilsendte spørgeskema, hvilket giver en svarprocent på 48.

Sammenlignet med tidligere danske undersøgelser af Business Angels er der tale om den største respondentgruppe nogensinde. Endvidere har 72 af disse allerede foretaget investeringer i unoterede virksomheder – og det er således den klart største population af aktive Business Angels, der nogensinde er blevet analyseret i Danmark.

Analysen er baseret på data om de enkelte Business Angels' investeringspræferencer. Formålet er at belyse markedet for innovationsfinansiering med særlig vægt på Business Angels' bidrag i virksomhedernes tidlige faser. Det meget omfattende empiriske materiale, der ligger til grund for denne analyse, giver mulighed for at nuancere profilen af en Business Angel med vægt på finansielle midler, investeringspræferencer og motivationsfaktorer. Den indsamlede empiri bliver undervejs sammenholdt med empiriske resultater fra andre danske og udenlandske undersøgelser, for at synliggøre hvilken ny viden, der er fremkommet via denne undersøgelse – og hvilke resultater fra tidligere undersøgelser, som bestyrkes yderligere.

Version: 1.0
Dato: 09/12-2002

3. MARKEDET FOR UFORMEL VENTUREKAPITAL

3.1 Det formelle og uformelle kapitalmarked

Markedet for venturekapital kan opdeles i formel og uformel venturekapital, samt corporate venture capital (CVC). Det formelle venturemarked¹ består af institutionelle investorer, dvs. inkubatorer og ventureselskaber, mens CVC-markedet består af større ikke-finansielle virksomheder, der erhverver ejerandele i mindre noterede virksomheder. Disse aktører er bl.a. beskrevet i flere af VækstFondens publikationer.² Det uformelle venturemarked består af aktører, der i flere andre lande vurderes at bidrage med mindst ligeså meget kapital som hele det formelle venturekapitalmarked.

De uformelle investeringer foretages af flere typer af aktører. I mange mindre virksomheder kommer tilførslen af kapital fra personer med tætte relationer til virksomhedens leder. Populær sagt omtales sådanne investorer som "friends, fools and family". Imidlertid findes også en gruppe private investorer, som er villige til at investere egne penge i mindre virksomheder, hvor de ikke på forhånd kender iværksætterne. Og som samtidig har kompetence til at involvere sig aktivt i at understøtte virksomhedens forretningsmæssige udvikling.

3.2 Den private investor – en Business Angel?

Der eksisterer mange definitioner af, hvad en Business Angel er.³ Forskellene i definitionerne bliver særligt tydelige, når der fokuseres på Business Angels aktiviteter i og relationer til de virksomheder, der investeres i. Én måde at anskue Business Angels på er:

"Angels are wealthy individuals and families willing to invest in high-risk deals offered by people they admire and with whom they seek to be associated" (Benjamin & Margulis, 2000).

¹ Det formelle venturemarked defineres ofte som institutionelle investorer, der investerer i virksomheder, som befinder sig i seed, start-up eller ekspansions-fasen.

² "Det danske marked for venturekapital og private equity" (september, 2002) og "Corporate Venture Capital i Danmark" (juni, 2002).

³ Oprindeligt kommer begrebet Business Angel fra USA. "Angel" refererer til investorer på Broadway, der foretog risikofyldte investeringer i teaterforestillinger for at komme tættere på de skuespillere, som de beundrede.

En anden og mere krævende definition af en Business Angel lyder således:

”Private individuals who make investments directly in unlisted companies in which they have no family connection” (Mason & Harrison, 2000).

Fælles for begge definitioner er, at investeringen er forbundet med en høj grad af risiko. Sammenstilles de to definitioner fremkommer imidlertid også en klar forskel, nemlig den, at Mason & Harrisons definition ikke rummer investorer med familiære forhold til virksomheden.

I denne rapport defineres Business Angels som *private individuelle investorer, der investerer risikovillig kapital i unoterede virksomheder, de ikke har familiemæssig tilknytning til*. Endvidere adskiller en Business Angel sig fra andre former for individuelle private investorer ved at være *aktivt involveret i sine investeringer*.

3.3 Det uformelle kapitalmarkeds udvikling og størrelse

Udviklingen af det uformelle venturekapitalmarked har historisk set været stærkest i USA. Wetzel (1981) var således den første, der systematisk foretog studier af uformelle investeringer i virksomheder, som befandt sig i en tidlig udviklingsfase. I slutningen af 1980'erne bredte den akademiske interesse for dette segment sig til Europa. Mason & Harrison (1988) begyndte således at studere markedet for uformelle investorer i Storbritannien. Og på samme måde, som Wetzel var foregangsmanden i USA, blev det Mason & Harrison, der viste vejen i Europa. Som det fremgår i de følgende kapitler, har disse forskere påvist både ligheder og forskelle på Business Angels på tværs af lande. Én ting var forskerne imidlertid enige om, nemlig at Business Angels årligt investerede 2-4 gange så meget i iværksættervirksomheder sammenlignet med ventureselskabernes investeringer (Wetzel, 1987, Freear et al., 1996 og Mason & Harrison, 1993)⁴. Christensen (1998) vurderede ligeledes, at de danske Business Angels samlet investerede, hvad der svarer til det dobbelte af aktiviteten på det formelle venturemarked.

⁴ Sammenligningen er baseret på investeringer i virksomheder, der befinder sig i seed, start-up eller ekspansionsstadiet.

Forholdet mellem det formelle og uformelle venturemarked har imidlertid ændret sig over tid. I Storbritannien udgør Business Angels kapitaltilførsel til virksomheder, der befinder sig i seed, start-up eller ekspansionsfasen ca. 32% af de tilsvarende investeringer, som kommer fra ventureselskaber (Mason & Harrison, 2000). En lignende situation observeres på det amerikanske marked, hvor investeringer foretaget af Business Angels udgør ca. 36% af det formelle marked (Sohl & Sommer, 2001).

Hvis forholdet mellem investeringer i det formelle venturemarked og fra Business Angels antages at være det samme i Danmark, som det forhold, der er observeret på hhv. det britiske og amerikanske marked, kan de danske Business Angels' investeringer i virksomheder, som befinder sig i seed, start-up eller ekspansionsfasen, opgøres til at være ca. 1,1 mia. kr.⁵ Hertil kommer investeringer i later stage, dvs. buy-out, generationsskifte mv., som typisk udgør 1/3 af englernes samlede investeringer. Med den antagelse kan de samlede investeringer for populationen af Business Angels i Danmark estimeres til ca. 1,7 mia. kr. i 2001, hvilket svarer til en stigning på 70% ift. Christensens (1998) estimat på 1 mia. kr. årligt⁶. I samme periode er det formelle venturemarked ifølge VækstFonden (2002) mere end 4-doblet. Det vil betyde, at Business Angels investeringer i Danmark, i lighed med de øvrige europæiske lande, samt USA og Canada, er vokset langsommere end ventureinvesteringerne, hvilket virker plausibelt i lyset af at den kraftige udbygning af det danske venturemarked.

⁵ I VækstFonden (2002) opgøres ventureinvesteringer i 2001 til at være 3,4 mia. kr. Hvis volumen for danske Business Angels investeringer antages at være 1/3 af ventureinvesteringerne, hvilket svarer til det estimerede forhold i Mason & Harrison (2001) og Sohl & Sommer (2000), fås et beløb på ca. 1,1 mia. kr.

⁶ Hvis investeringer i seed, start-up og ekspansion udgør ca. 2/3 af Business Angels samlede investeringer – må deres samlede investeringsaktivitet være 1,1 mia. kr. divideret med 2/3, hvilket giver et beløb på ca. 1,7 mia. kr.

4. INVESTERINGSPOTENTIALET

4.1 Indledning

Flere internationale studier har analyseret og beskrevet Business Angels med udgangspunkt i deres profil og investeringspræferencer. Endvidere er der i løbet af det sidste årti foretaget tre undersøgelser af danske Business Angels: Koppel (1996), Christensen (1998), Deloitte & Touche (1999). Alle disse undersøgelser konkluderer, at Business Angels er investorer, der bidrager med mere end kapital, og som ikke kun investerer udfra rent finansielle motiver.

Det omfattende empiriske materiale i nærværende analyse giver mulighed for yderligere at nuancere profilen af en dansk Business Angel med vægt på finansielle midler, investeringspræferencer og motivation.

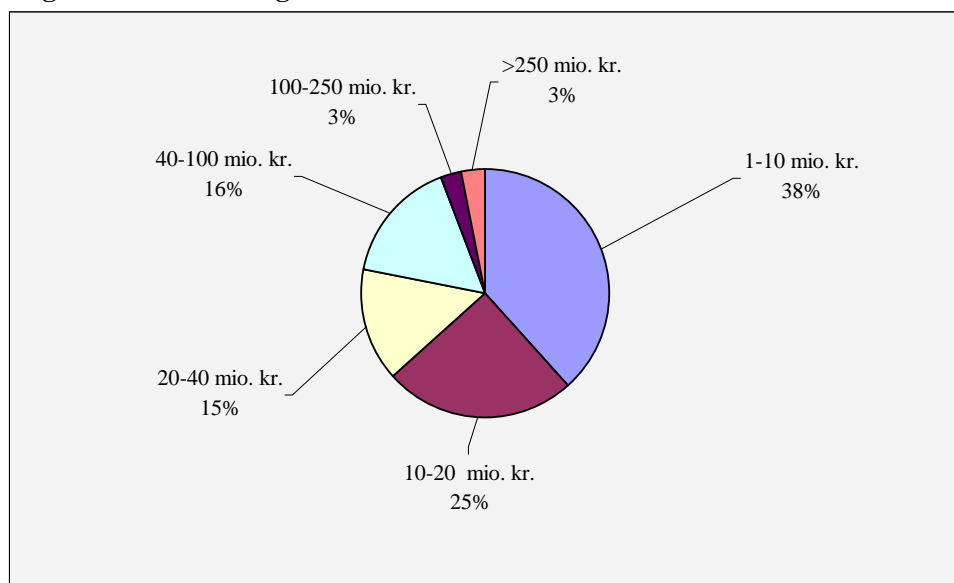
Indeværende kapitel er opdelt i fire afsnit, der søger at give overblik over business angels'

- *finansielle midler,*
- *motivationsfaktorer,*
- *investeringspræferencer* og
- *portefølje* af unoterede virksomheder.

4.2 Finansielle midler

Business Angels har ofte en betydelig finansiel formue. Gruppen af Business Angels, som har deltaget i analysen, repræsenterer en samlet formue på mellem 3-3,5 mia. kr. 63% af de adspurgte har en finansiel formue på 20 mio. kr. eller derunder, jf. figur 1. Medianen er mellem 10-20 mio. kr.

Figur 1. Business Angels finansielle formue



Kilde: VækstFonden.

I gennemsnit er de adspurgte Business Angels villige til at investere 50 % af deres finansielle formue i både noterede og unoterede virksomheder. 24% angiver endvidere, at de er villige til at investere over 50%. Der er således samlet afsat op til 1,8 mia. kr. til investeringer i noterede og unoterede aktier.

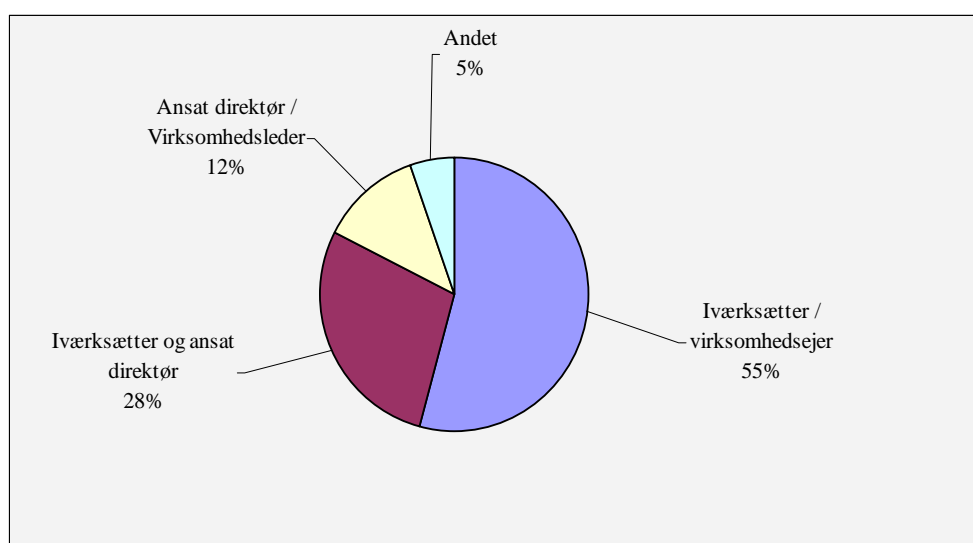
Analysen viser, at af de ca. 1,8 mia. kr. er de adspurgte engle villige til at placere ca. 50% alene i unoterede virksomheder, hvilket svarer til ca. 900 mio. kr. I gennemsnit er ca. 35% af denne kapital allerede aktiveret. Men 45% af de adspurgte Business Angels svarer, at de indtil nu kun har placeret 10% af den kapital, som de har reserveret til investeringer i unoterede virksomheder.

Størrelsen af den finansielle formue er 1,5 mia. kr. for gruppen af Business Angels, som har investeret 10% eller derunder. Det indikerer et meget stort uudnyttet investeringspotentiale hos danske Business Angels. Samme tendens gør sig også gældende for Business Angels i andre undersøgelser (Mason & Harrison,

2002). Hvis gruppen af Business Angels som har deltaget i undersøgelsen, investerede hele den resterende kapital til unoterede investeringer, ville det alene svare til en samlet kapitaltilførsel på 500-600 mio. kr. til mindre virksomheder.

De adspurgte engles formue kommer fra flere kilder, hvilket afspejles i deres erhvervmæssige baggrund. 55% af respondenterne har været/er iværksætter/virksomhedsejer, 28% har været/er både iværksætter og ansat direktør - mens 12% har været/er ansat som direktør eller virksomhedsleder, jf. figur 2.

Figur 2. Business Angels erhvervmæssig baggrund



Kilde: VækstFonden.

Hovedparten af de adspurgte Business Angels har således været iværksættere og har tilsammen etableret 258 virksomheder. Det svarer til 3,3 virksomheder pr. Business Angel. Heraf blev den første etableret i 1966. Det er således muligt at fastslå, at Business Angels typisk er serie-iværksættere, der har startet adskillige virksomheder inden eller sideløbende med, at de har startet deres karriere som Business Angels.

Det fremgår, at den finansielle formue dermed er tilvejebragt via Business Angels' involvering som iværksættere, men også opsparing ud fra indkomst som lønmodtager er en markant kilde. En mindre andel har arvet deres finansielle formue. Sammenlignes analysens resultater med andre undersøgelser, fremkommer tilsvarende fordelinger med en overvægt af iværksættere, som har skabt en større formue ved frasalg af egne virksomheder. Hos Christensen (1998) har stør-

stedelen af Business Angels imidlertid opnået kapitalgrundlaget som følge af opsparring fra indkomst snarere end fra afhændelse af virksomhed.

4.3 Investormotivation

Analysen viser, at de danske Business Angels' motivation for at investere i unoterede virksomheder ikke udelukkende er af økonomisk karakter.

88% af respondenterne angiver, at det at have det sjovt er en vigtig eller meget vigtig motivationsfaktor, jf. tabel 1. For 86% af de adspurgte engle er den personlige tilfredsstillelse ved involveringen i iværksætter virksomheder en anden vigtig motivationsfaktor. En tredje vigtig faktor er naturligvis det økonomiske incitament. 82% af respondenterne angiver således, at et højt kapitalafkast er en vigtig motivationsfaktor.

Tabel 1. Business Angels vigtigste motivationsfaktorer

Hvor vigtige er følgende motiver for din involvering som investor i unoterede virksomheder? (Sæt gerne flere krydser)	Meget vigtigt	Vigtigt	Ikke vigtigt	Total
Jeg ønsker at have det sjovt	57%	31%	13%	100%
Jeg ønsker at opnå personlig tilfredsstillelse ved at være involveret i iværksætter virksomheder	46%	40%	14%	100%
Jeg ønsker at opnå et højt kapitalafkast	31%	51%	18%	100%

Kilde: VækstFonden.

Når en Business Angel investerer gøres det ofte igennem et ApS, som en eller flere engle opretter sammen. Investorerne foretager derefter investeringen i den unoterede virksomhed igennem det nystartede ApS, enten som aktiekapital eller som konvertible lån. Hvis en Business Angel vælger at involvere sig i virksomheden uden at skyde kapital ind med det samme, får englen oftest aflønning i form af en warrant, der giver ret til at tegne aktier til en given kurs ved senere kapitaludvidelse. Denne warrant har kun værdi, hvis det går godt for virksomheden.

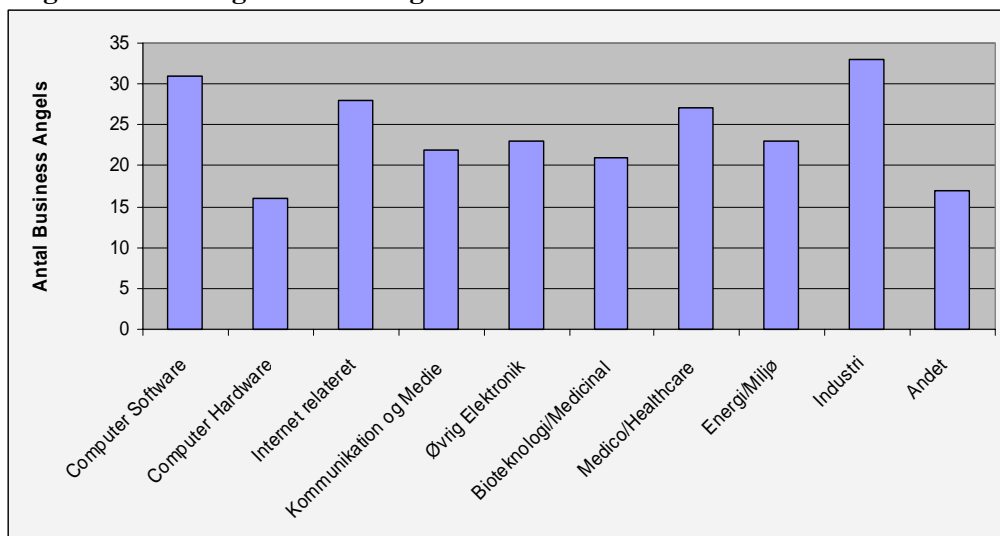
Samlet set er det relevant at fremdrage danske Business Angels som drevet af både personlig tilfredsstillelse og forventningen om et økonomisk udbytte. Sammenlignet med Mason & Harrison (2000) er det økonomiske incitament i deres undersøgelse af britiske engle den vigtigste årsag til at blive Business Angel. Det økonomiske incitament fremgår også hos Christensen (1998) som en af de mest afgørende faktorer.

4.4 Business Angels' investeringspræferencer

Brancher og udviklingsfaser

Blandt danske Business Angels hersker samlet set en bred interesse for at investere på tværs af brancher. Ingen branche udskiller sig således markant fra de øvrige med hensyn til Business Angels præferencer, jf. figur 3.

Figur 3. Fordeling af investeringer i brancher



Kilde: VækstFonden.

På samme måde udviser danske Business Angels samlet set en bred interesse i at investere i alle virksomhedernes udviklingsfaser, jf. tabel 2.

Tabel 2. Fordeling af investeringer i udviklingsfaser

	Procent	Antal
Seed	42%	30
Opstart	72%	52
Ekspansion	47%	34
Buyout/Omstrukturering	47%	34
Generationsskifte	38%	27

Kilde: VækstFonden.

De adspurgte Business Angels ønsker ofte at investere i flere forskellige udviklingsstadier. At Business Angels er meget fokuserede på investeringer i de tidlige udviklingsfaser fremgår af andelen på mere end 70%, som investerer i seed-og/eller opstartsfasen. Til sammenligning investerer omkring halvdelen af englenerne aktivt i senere faser.

Den spredte interesse for udviklingsfaser stemmer overens med andre undersøgelser. Men mens f.eks. Mason & Harrison (2000) påpeger en større interesse for ekspansionsfinansiering og kun en moderat interesse for opstartsfinansiering, så viser den danske analyse en større interesse for virksomheder i de tidlige udviklingsfaser. Samme interesse for tidlige udviklingsfaser findes også blandt englenerne hos Christensen (1998).

Virksomhedsstørrelse

De danske Business Angels foretrækker endvidere generelt at investere i mindre virksomheder. 10% vil udelukkende investere i virksomheder med færre end 5 ansatte, mens 35% foretrækker virksomheder med færre end 15 ansatte. Den spredte interesse for udviklingsfaser skinner også igennem her, da 43% vil investere i både store og små virksomheder, mens kun 10% foretrækker større virksomheder med 35 ansatte eller derover. Sammenholdt med udviklingsfaser, så svarer denne andel til dem, der foretrækker virksomheder inden for generations-

skifte eller buyout/omstrukturering. Kun 3% svarer, at de ikke har specifikke præferencer med hensyn til virksomhedernes størrelse.

Investeringshorisont

Størstedelen af de danske Business Angels har en investeringshorisont på 3-6 år, mens 18% vurderer, at investeringshorisonten er uden betydning. Samlet set tegner der sig et billede af Business Angels som tålmodige investorer med en relativ lang investeringshorisont. En klar tendens blandt engle der også påpeges hos bl.a. Frear, Sohl & Wetzel (1994).

Ejerandel

Business Angels ønsker generelt at have en tiltrækkelig høj ejerandel i virksomheden, som gør det muligt at opnå væsentlig indflydelse på virksomhedens strategi og udvikling. Således foretrækker ca. 1/3 af englene en ejerandel på 10-25%, mens knap 25% ønsker en ejerandel mellem 25 og 50%. 21% vurderer samtidig, at ejerandelen ikke er af væsentlig betydning.

Aktivitetsniveau

Det er forbundet med stort tidsmæssigt engagement at være Business Angel. I lighed med udenlandske engle er danske Business Angels meget aktive investorer, der ugentligt tilbringer tid i deres porteføljevirkomheder. Analysen viser, at 42% af englene tilbringer mellem ½ dag til 3 dage om ugen i porteføljevirkomhederne. I gennemsnit anvender de adspurgte engle 1½ dag om ugen på virksomheden. Englernes aktivitetsniveau svarer også til hvad Mason & Harrison (2000) finder, idet de britiske engle anvender 6 dage om måneden i hver af deres porteføljevirkomheder. I det daglige arbejde fungerer de danske Business Angels i høj grad som sparringspartnere for deres porteføljevirkomheder. De deltager ofte i virksomhedernes bestyrelse og deres engagement indebærer aktiviteter som udvikling af forretningsplan, hjælp til at tiltrække andre investorer og overvågning af virksomhedernes finansielle udvikling. De danske Business Angels bidrager på den måde til udvikling af virksomhedens strategiske områder. Englene tilfører erfaring og viden fra deres egen baggrund som iværksætter.

Geografisk afstand

Mere end halvdelen af de adspurgte Business Angels mener, at den geografiske afstand mellem virksomhed og hjem har betydning, når en potentiel investeringsmulighed vurderes. Hovedparten af englenerne med geografiske præferencer foretrækker, at virksomhederne ligger inden for en afstand af 100 km fra deres hjem. 1/3 af englenerne har en mindre geografisk grænse, idet de foretrækker at investere i virksomheder, der ligger inden for 50 km fra deres hjem. Mindretallet af Business Angels har interesse i at investere i virksomheder uden for Danmarks grænser.

At Business Angels har geografiske præferencer og begrænsninger påpeges også af Freear, Sohl & Wetzel (1994). Ifølge disse forskere er amerikanske Business Angels dog villige til at acceptere en større afstand (op til 300 miles fra deres hjem). At Business Angels investerer i virksomheder, som ligger tæt på deres hjem, er mange gange en forudsætning for, at de som aktive investorer ugentligt kan tilbringe så meget tid i virksomhederne. Derfor spiller køreafstanden til virksomheden en væsentlig rolle.

Afkast og finansieringsform

1/3 af de adspurgte Business Angels stiller krav til et potentielt årligt afkast på 10-20%. 29% har et krav til afkastet på 20-30%, mens 11% forventer et afkast på 30-50% af deres investering, når de investerer i unoterede virksomheder.

Mere end halvdelen af de danske Business Angels tilføjer - udover aktiekapital – også ansvarlig lånekapital til de virksomheder, som de investerer i. For at reducere tabsrisikoen vælger mange Business Angels at gennemføre en del af investeringen som et konvertibelt lån.

Afvigelse fra præferencer

Business Angels har som tidligere anført oftest klart definerede investeringspræferencer - alligevel er de villige til at ændre ved deres præferencer under særlige omstændigheder. Christensen (1998) viste, at 90% af Business Angels er villige til at fravige deres investeringspræferencer.

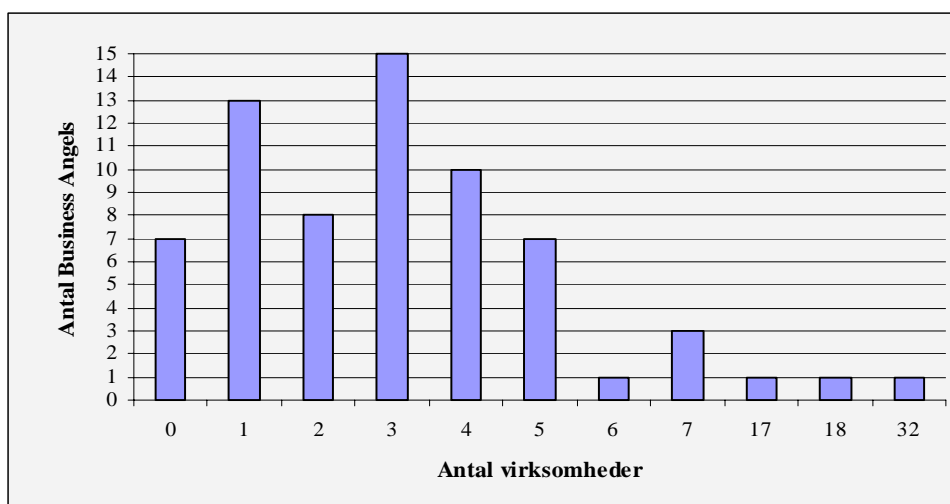
I nærværende analyse er der tilsvarende vilje blandt englens til at fravige egne investeringspræferencer, hvis der er en særlig høj grad af troværdighed hos iværksætteren eller projektteamet, eller hvis englens intuitive fornemmelse er meget positiv over for iværksætter eller virksomhed.

Netop de psykologiske aspekters betydning for Business Angels og deres vilje til at investere uden for deres investeringspræferencer genfindes også hos Mason & Harrison (2002). Men mens Business Angels i Storbritannien er villige til at fravige egne præferencer, hvis virksomheden er placeret tæt på hjemmet, så kan den geografiske afstand alene tilsyneladende ikke rykke ved investeringspræferencerne for de danske Business Angels.

4.5 Investeringsportefølje

Respondenterne har en samlet portefølje på 243 virksomheder svarende til 3,6 virksomhed pr. engel. Spredningen er dog betydelig – 63% har således 3 eller færre porteføljevirkomheder, mens en enkelt Business Angel har 32, jf. figur 4.

Figur 4. Business Angels aktuelle porteføljer



Kilde: VækstFonden.

I 2001 investerede de 72 Business Angels, der allerede har foretaget investeringer i unoterede virksomheder, 445 mio. kr., jf. tabel 3.

Tabel 3. Business Angels investeringsaktiviteter (2001)

Investeringsaktivitet 2001	Antal	Beløb (1.000 kr.)
0-101 t.kr.	12%	0%
101-250 t.kr.	17%	1%
251-500 t.kr.	14%	2%
501-1000 t. kr.	17%	6%
1001-2500 t. kr.	10%	7%
2501-5000 t. kr.	15%	25%
5001-10000 t.kr.	7%	22%
Over 10001 t.kr.	8%	36%
Total	100%	100%

Kilde: VækstFonden.

41% af de adspurgte Business Angels vurderer, at udviklingen i aktiekurserne siden 2000 i ringe grad eller slet ikke har reduceret deres investeringsaktivitet. Ikke desto mindre ser 2002 ud til at føre til noget færre investeringer, idet englener forventer at investere ca. 324 mio. kr. i år, jf. tabel 4 svarende til en nedgang på 27% i forhold til 2001. Det uformelle venturemarked har dermed i lighed med det formelle marked oplevet en faldende investeringsaktivitet i 2002.

Tabel 4. Business Angels investeringsaktiviteter i 2002⁷

Investeringsaktivitet 2001	Antal	Beløb (1.000 kr.)
0-101 t.kr.	9%	0%
101-250 t.kr.	26%	2%
251-500 t.kr.	21%	4%
501-1000 t. kr.	18%	7%
1001-2500 t. kr.	5%	5%
2501-5000 t. kr.	7%	13%
5001-10000 t.kr.	4%	16%
Over 10001 t.kr.	10%	52%
Total	100%	100%

Kilde: VækstFonden.

⁷ Investeringsaktiviteterne for 2002 er incl. investorernes forventninger til gennemførte investeringer i perioden oktober- december 2002.

Den gennemsnitlige investeringsstørrelse varierer betydeligt. 13% af englene foretager 84% af investeringerne – mens 58% af englene tilsammen står for 2% af investeringerne, jf. tabel 5. Medianen for de årlige investeringer er 750.000 kr.

Tabel 5. Business Angels' årlige investeringer fordelt på beløbstørrelse.

	Antal	Beløb
0-1 mio. kr.	58%	2%
1-2 mio. kr.	13%	3%
2-5 mio. kr.	13%	7%
5-10 mio. kr.	3%	3%
> 10 mio. kr.	13%	84%
Total	100%	100%

Kilde: VækstFonden.

Udviklingen i den samlede investeringsaktivitet

I afsnit 3 blev det estimeret at investeringsaktiviteten for Business Angels i 2001 i alt udgjorde ca. 1,7 mia. kr. Hvis Business Angels investeringer generelt følger samme mønster som for respondenterne i analysen, betyder det at de samlede investeringer i 2001 forventes at være faldet med op mod 30%, således at årets investeringer udgør ca. 1,4 mia. kr. Det er imidlertid primært de mest aktive engle blandt respondenterne, der har mindsket deres investeringsaktivitet i 2002. Medianen er således uændret fra 2001 til 2002, hvilket indikerer at den store gruppe af Business Angels, der investerer under 1 mio. kr. årligt ikke har mindsket deres investeringsaktivitet. Det vurderes derfor, at investeringsaktiviteten for de danske Business Angels i 2002 udgør 1,5-1,6 mia. kr.

Populationen af Business Angels

Den uændrede median for de årlige investeringer giver endvidere mulighed for at estimere antallet af aktive engle i Danmark. Hvis antagelserne om forholdet mellem Business Angels og ventureinvesteringer holder kan den samlede investeringsaktivitet i 2001 som nævnt estimeres til at være 1,7 mia. kr. Når respondenterne i denne analyse har foretaget investeringer for ca. 450 mio. kr., må det betyde, at den resterende gruppe af engle har investeret ca. 1,25 mia. kr. Medianen er på 750.000 kr. betyder da, at populationen af Business Angels kan opgøres til at

være ca. 1700⁸. I forhold til Christensens (1998) estimat på 1000 Business Angels vil det svare til en udvidelse på 700 engle, om end det er vigtigt at understrege, at begge estimater er forbundet med betydelig usikkerhed.

Det uudnyttede potentiale

Med et estimat på den samlede population af Business Angels er det endvidere muligt at estimere det uudnyttede investeringspotentiale. Medianen for de danske Business Angels finansielle formue ligger som tidligere nævnt mellem 10 og 20 mio. kr.. Ved at gange medianen med antallet af engle fås en samlet formue på 17-34 mia. kr. Af denne formue er op mod 25% afsat til investeringer i unoterede virksomheder, dvs. et beløb der maksimalt udgør 8,5 mia. kr. Et meget løst estimat for det uudnyttede potentiale kan nås ved at sammenholde estimatet for den resterende formue mod de 45% af respondenterne har investeret under 10% af det beløb de har afsat til unoterede aktier. Hvis samme mønster går igen for alle Business Angels i markedet fremkommer et uudnyttet potentiale på ca. 3,5 mia. kr. Det skal imidlertid understreges at dette estimatet er forbundet med betydelig usikkerhed.

4.5.1 Exit

De adspurgte Business Angels har afhændet 296 virksomheder. Størstedelen af virksomhederne er exittet via salg til anden virksomhed eller ved salg til øvrige aktionærer. Kun 17% af de adspurgte Business Angels har ifølge analysen exittet deres investering gennem likvidation. Disse resultater stemmer godt overens med Landströms (2002) tese om at 10-30% af de virksomheder, der modtager kapital fra Business Angels går konkurs.

⁸ Populationen kan opgøres til ca. 1700 Business Angels ved at dividere 1,25 mia. kr. med 750.000 kr.

4.6 Opsummering - profiler

På grundlag af ovenstående analyse af englernes baggrund og investeringspræferencer er det muligt at kondensere resultaterne i en typisk profil for én Business Angel.

En dansk Business Angel er typisk en mand på 48 år. Han har en formue på ca. 20 mio. kr. – og har reserveret op til 5 mio. kr. til investeringer i unoterede virksomheder. De årlige investeringer udgør 750.000 kr. Værdien af den nuværende portefølje er 1-2 mio. kr., og består af 2-3 virksomheder. Den foretrukne investeringsform er egenkapitalindsud, men han benytter sig også ofte af ansvarlig lånekapital. Han har selv været iværksætter og deltager aktivt i udviklingen af porteføljevirkksomhederne. I gennemsnit anvendes 1½ dag om ugen pr. virksomhed. Investeringshorisonten er 3-6 år, med et forventet årligt afkast på 10-30%. Den geografiske præference omfatter investeringer inden for en afstand af 100 km fra englens hjem.

5. VIRKSOMHEDSKONTAKT & SYNDIKERINGER

5.1 Virksomhedskontakt

Business Angels skaber oftest deres dealflow via forretningsforbindelser, netværk eller ved personlig søgning, mens ventureselskaber og børsmæglere sjældent benyttes som kilder til nye investeringer, jf. tabel 6.

Tabel 6. Business Angels informationskilder

Hvor ofte benytter du følgende informationskilder til at identificere potentielle investerings-muligheder? (Sæt gerne flere krydser)	Meget ofte		Ofte		En gang imellem		Næsten aldrig		Aldrig	
	%	Antal	%	Antal	%	Antal	%	Antal	%	Antal
Forretningsforbindelser	18%	12	34%	23	37%	25	4%	3	6%	4
Virksomhed kontakter mig	9%	6	25%	17	41%	28	16%	11	9%	6
Aktiv personlig søgning	9%	6	17%	11	34%	22	30%	19	9%	6
RBAN	7%	4	20%	12	30%	18	13%	8	30%	18
Andre netværk	3%	2	22%	13	34%	20	17%	10	24%	14
Revisorer	2%	1	14%	9	35%	23	23%	15	26%	17
Pengeinstitutter	3%	2	12%	8	28%	18	25%	16	32%	21
Medier (Aviser, magasiner mv)	2%	1	16%	9	28%	16	24%	14	31%	18
Advokater	3%	2	11%	7	21%	13	29%	18	37%	23
Familie/Venner	2%	1	11%	7	20%	13	34%	22	33%	21
Ventureselskaber	2%	1	10%	6	18%	11	23%	14	47%	28
DBANs Markedsplads www.dban.dk	2%	1	6%	4	37%	23	24%	15	31%	19
Børshandlere	0%	0	9%	5	4%	2	13%	7	75%	41
Andre kilder	2%	1	4%	2	37%	19	20%	10	37%	19

Kilde: VækstFonden.

Af svarene fremgår endvidere, at Business Angels i højere grad vurderer, at virksomheder har sværere ved at identificere Business Angels end omvendt.

Acceptrate

Det fremgår af svarerne, at danske Business Angels i gennemsnit modtager 3,2 forretningsplaner til bedømmelse om måneden, og at de investerer i 4% af de forretningsplaner, som de modtager. Det giver en gennemsnitlig investeringstakt på 1,5 virksomheder årligt. Mason & Harrison (1996) påviste, at de britiske Business Angels investerer i 8% af de forretningsplaner, de præsenteres for. Til sammenligning investerer ventureselskaber typisk i 1-3 % af de forretningsplaner, de modtager (Mason & Harrison, 1996).

Størrelsen af acceptraten beror ofte på, om der findes en organisation, der formidler kontakten mellem Business Angels og iværksættere eller ej. Hvis der ikke findes en formidlingsorganisation, er englernes acceptrate ofte 25-30%, hvilket skyldes, at englernes adgang til investeringsmuligheder er mindre end hvis de er tilknyttet en formidlingsorganisation (Landström, 2002). En formidlingsorganisation tilføjer således englene et højere antal investeringsmuligheder, men mange af disse muligheder er ikke nødvendigvis interessante for den enkelte Business Angel. Den udvidede adgang til dealflow gennem formidlingsorganisationer gør imidlertid at nettoinvesteringsaktivitetstypisk vil være højere end i situationen, hvor englene selv skal finde egnede deals.

At danske Business Angels aktuelt vurderer, at virksomhederne har sværere ved at identificere dem end omvendt, og at deres acceptrate er lavere end tidligere udenlandske undersøgelser, kan imidlertid være konjunkturbestemt.

En forklaring kan således være, at Business Angels' dealflow er vokset som følge af virksomhedernes vanskeligheder ved at finde investorer. Virksomhederne er ganske enkelt tvunget til at være mere aktive i deres søgen efter finansiering. På den måde bliver Business Angels præsenteret for et større antal projekter, der søger kapital. Det medfører en lavere accept-rate, såfremt niveauet for investeringsaktiviteter holdes stabilt. Det er samtidig foreneligt med opfattelsen blandt Business Angels af, at de har lettere ved at identificere potentielle investeringer, end virksomhederne har ved at finde frem til Business Angels.

Ved at grave et spadestik dybere er det på baggrund af analysen muligt at forklare årsagerne til, at Business Angels frasorterer størstedelen af de forretningsplaner, som de bliver præsenteret for. Af svarerne fremgår, at det oftest skyldes, at der foreligger en utilstrækkelig og ikke gennemarbejdet forretningsplan, at antagelserne i forretningsplanerne er urealistiske eller at enten iværksætter eller projektteam ikke er tilstrækkeligt troværdigt. Business Angels stiller også større krav til virksomhedens ledelse, og manglende kompetencer hos den eksisterende ledelse er ofte årsag til, at Business Angels ikke ønsker at medvirke i en potentiel investering.

Sammenlignes med andre undersøgelser, fremgår ligeledes at det er mangler i forretningsplaner og dårlig kemi ved iværksætter og team, der er udslagsgivende

for at Business Angels vælger ikke at investere (Mason & Harrison, 1996). Dermed kan Business Angels lave acceptrate også skyldes, at iværksætterne i de tidlige udviklingsfaser slet ikke er modne til investering.

Tidsforbrug

De adspurgte Business Angels i undersøgelsen anvender i gennemsnit 1½ time på at gennemlæse en vilkårlig forretningsplan, når de ser den første gang. Såfremt en Business Angel beslutter at undersøge en virksomhed nærmere forud for en eventuel investering, så anvender den enkelte Business Angel i gennemsnit 8 dage til at gennemføre due diligence.

5.2 Syndikeringer

I det seneste år har 64% af de adspurgte engle deltaget i i alt 88 syndikeringer (dvs. investeringer sammen med andre investorer), hvilket svarer til 1,3 i gennemsnit pr. Business Angel.

Af de 37% Business Angels, der ikke har deltaget i en syndikering inden for det seneste år, svarer 2/3, at de har interesse i at deltage i en syndikering, men at de ikke har fundet egnede projekter, mens 26% svarer, at de ikke har fundet egnede investorer at syndikere med.

Undersøgelser fra USA viser tilsvarende stor interesse for syndikering blandt engle, idet 84% foretrækker at syndikere (Sohl & Sommer, 2002). For Business Angels i Storbritannien er der en knap så stærk tradition for syndikering, idet kun 36% af Business Angels syndikerer. Omvendt syndikerer 81% af svenske Business Angels (Landström, 2002).

Syndikeringspartnere

Englene syndikerer i gennemsnit med 1-2 andre investorer blandt andre Business Angels, banker og ventureselskaber. Sammenlignet med amerikanske undersøgelser er antallet af syndikeringspartnere blandt danske engle meget lavt, idet gennemsnittet for de amerikanske er 6 syndikeringspartnere (Sohl & Sommer, 2002). Som oftest syndikerer Business Angels med andre Business Angels. Analysen vi-

ser, at 60% af Business Angels investerer sammen med andre Business Angels. Dog syndikerer 20% med ventureselskaber. Det sker ofte, at Business Angels deltager i flere syndikater på én gang, ligesom flere typer af investorer kan deltage i en syndikering.

Syndikeringsmotiver

Analysen viser, at Business Angels' motivation og strategi for at syndikere overvejende skyldes, at de ønsker at tilføre andre end egne faglige kompetencer til deres porteføljeinvesteringer. Også muligheden for risikospredning og risikodeling spiller en væsentlig rolle for Business Angels, når de vælger at indgå i en syndikering. Englenes muligheder for at indgå i sociale netværk spiller i langt mindre grad en rolle herfor. Også syndikeringspartners afstand til virksomhederne har betydning – om end i lidt mindre grad. At afstanden betyder noget hænger formentlig sammen med at når flere Business Angels investerer sammen, er det som regel kun en Business Angel, der er aktiv i virksomheden. Denne engel optræder således som 'lead angel' i investeringen, hvilket vil sige, at han er den mest aktive mens de andre engle indtager en mere tilbagetrukket rolle. Valget af lead-angel kan dermed også afhænge af hvor langt fra virksomheden, de enkelte investorer befinder sig.

Business Angels syndikerer ofte sammen med en fast gruppe af engle, som vedkommedne har relationer til. På den måde kan den enkelte Business Angel være lead-investor i én virksomhed, mens de andre er det i andre virksomheder på samme tid. Det kan samtidig være med til at udvide englenes geografiske investeringsunivers, idet lead-investor kan være i nærheden af virksomheden og dermed stå for meget af den løbende involvering i virksomhedens udvikling.

Analysen viser, at 20% af Business Angels, som syndikerer sammen med ventureselskaber vurderer samarbejdet med ventureselskaber som både godt og mindre godt. På den ene side vurderer 46% af Business Angels, at samarbejdet med ventureselskaber er frugtbar og kendetegnes ved respekt for hinanden. På den anden side udtrykker 51% af englene en frygt for at få udvandet sine ejerandele, når ventureselskaberne deltager i en syndikering. De fleste Business Angels er dog enige i, at samarbejdet med ventureselskaber udmønter sig i en merværdi for investeringen og dermed dem selv.

5.3 Opsummering – profiler

Gennemgang af resultater for Business Angels' screenings- og investeringsaktivitet gør det muligt at fremdrage en række gennemgående karakteristika.

Business Angels modtager i gennemsnit tre forretningsplaner om måneden, men investerer kun i omkring 4 % af disse. Den typiske årsag til at en Business Angel vælger ikke at investere er, at der foreligger en utilstrækkelig og ikke gennemarbejdet forretningsplan, at antagelserne i forretningsplanerne er urealistiske eller at enten iværksætter eller projektteam ikke er tilstrækkeligt troværdig.

Viljen til syndikering blandt danske Business Angels er stor og bunder i et ønske om at tilføre supplerende kompetencer samt sprede den samlede risiko over flere virksomheder. Af de Business Angels, der ikke har syndikeret med andre investorer inden for det seneste år, er årsagen at de enten ikke har fundet egnede projekter eller syndikeringspartnere. Business Angels vurderer samlet set samarbejdet med ventureselskaber som værdiskabende med forbehold for frygten for at blive udvandet, når ventureselskaber deltager i en syndikering i en senere finansieringsrunde.

6. OFFENTLIGE INITIATIVER

6.1 Indledning

Den traditionelle diskussion om offentlig involvering i udviklingen af det uformelle kapitalmarked hviler på antagelsen om, at markedet ikke selv er i stand til at allokere ressourcerne effektivt.

Særligt for små nystartede virksomheder kan det være vanskeligt at skaffe egenkapital, fordi størrelsen af den nødvendige kapital er for beskeden i forhold til formelle investorers investeringsaktiviteter. Det har givet ophav til begrebet 'equity gap' eller finansieringshullet.

Virksomheder i de tidlige udviklingsfaser møde ofte finansieringshullet. Personlige lån og opsparing fra familie og venner er en væsentlig finansieringskilde for opstartsvirksomheder og mange iværksættere oplever derfor en utilstrækkelig adgang til risikovillig udviklingsfinansiering, når lån og opsparing er brugt (Praag, 2002).

Ekspansionen af det formelle venturemarked inden for de seneste 15-20 år i mange udviklede økonomier har ikke fjernet finansieringshullet for SMV. Årsagerne til nystartede virksomheders fortsatte vanskeligheder med at skaffe tilstrækkelig kapital kan imidlertid variere på tværs af landegrænser. På det britiske venturemarked har særligt tre forhold haft betydning. For det første har det formelle venturemarkeds investeringsfokus i nogen grad flyttet sig fra investeringer i tidlige faser og teknologibaserede virksomheder til investeringer i senere faser med særlig vægt på management buy-outs og buy-ins. For det andet har det ændrede investeringsfokus medført, at investeringerne er blevet større. For det tredje er der en høj koncentration af venture aktiviteter både i form af virksomheder og investeringer i visse geografiske hovedområder mod en lavere koncentration i perifere regioner (Mason & Harrison, 1997).

I modsætning til det britiske marked har ventureselskaber i Danmark rettet fokus fra traditionelle virksomheder mod mere højteknologiske virksomheders udviklingsfaser. Men de foretrukne investeringsstørrelser er forsat relativt høje, hvilket gør det vanskeligt at tilfredsstille mindre kapitalbehov (VækstFonden, 2001).

Som led i den politiske indsats til forbedring af finansieringskulturen er en del af opmærksomheden blevet rettet mod det uformelle kapitalmarked – og særligt mod Business Angels. I dette marked spiller søgeomkostningerne en væsentlig rolle.

Både investorer og virksomheder har høje søgeomkostninger forbundet med at finde hinanden som følge af uigennemsigthed og mangel på koordination på det uformelle kapitalmarked (Christensen, 1998). Det er på den baggrund, at offentlige nationale og regionale myndigheder har igangsat initiativer, der skal give forbedrede muligheder for mødet mellem private investorer og iværksættere.

At skabe skatteincitamentter for private investorer er én måde at tilskynde private investorers investeringsaktiviteter i unoterede virksomheder, hvilket særligt er blevet benyttet i UK⁹ En anden og mere omfattende måde at skubbe til udviklingen på det uformelle kapitalmarked er at yde tilskud til at etablere et Business Angel Netværk (BAN)¹⁰. Et BAN er en platform, der faciliterer matchning mellem udbud og efterspørgsel på kapital ved at skabe et netværk, der samler private investorer og iværksættere. Aktiviteterne i et sådan netværk kan omfatte forskellige former for matchmaking mellem Business Angel og iværksætter, kompetenceudvikling af Business Angels og udvikling af forretningsplaner.

BAN er indarbejdet i de fleste vestlige lande, men mest udviklet i Nordamerika og Storbritannien. De fleste BAN er non-profit organisationer med hel eller delvis offentlig finansiering. Undersøgelser viser, at kommercielle netværk og non-profit netværk ofte er koncentreret i forskellige markedssegmenter. Således retter kommercielle BAN sig ofte imod større investeringer i virksomhedernes senere udviklingsfaser og inden for mere traditionel teknologi. Modsat er offentlige non profit BAN i højere grad fokuseret på formidling af mindre investeringer i tidligere udviklingsfaser (EU-Kommissionen, 2002; Mason & Harrison, 1997). Dette forhold kan skyldes, at kommercielle netværk har højere transaktions fees, hvilket udelukker deltagelse for investorer med relativt begrænsede midler.

⁹ Yderligere information om de skattemæssige forhold for private investorer i Danmark, Storbritannien og Sverige er tilgængelig i skatterapporten ”England, Sverige og Danmark – udvalgte skatteregler”. Kan downloades på www.dban.dk.

¹⁰ Business Angel Netværk (BAN) er offentlige eller private organisationer, der agerer som kontaktskabende mellemlid mellem Business Angels og iværksættere (European Business Angel Network, 2002).

6.2 Udenlandske erfaringer med Business Angel Netværk

Et voksende akademisk fokus på omfanget og udviklingen af det uformelle kapitalmarked har været efterfulgt af en parallel ekspansion i antallet af netværk i både USA og Europa både i offentligt og privat regi.¹¹ Antallet af Business Angel netværk voksede markant i slutningen af 1990'erne i takt med nationale myndigheders forståelse for Business Angels som katalysatorer for udviklingen af iværksætterier.

Der findes 174 BAN i USA, der hovedsageligt opererer som regionale netværk. I Europa er der i dag 157 BAN. Hovedparten af europæiske BAN er koncentreret i de større EU lande, idet Storbritannien, Tyskland og Frankrig har over 80% af netværkene, mens de resterende netværk er fordelt på stort set alle de europæiske lande på nationalt eller regionalt niveau. Undersøgelser viser, at de fleste BAN har tilknyttet omkring 50 aktive engle (EU-Kommissionen, 2002; EBAN, 2000).¹² Storbritannien er det land i Europa med det mest udviklede Business Angel marked, og med den længste historik og erfaring i udvikling af netværk. Antallet af britiske Business Angel netværk er vokset støt fra 17 i 1993 til 48 i 2002 og derfor betragtes Storbritannien i dag som foregangsland i Europa (Mason & Harrison; 1997, EBAN; 2002). Det britiske National Business Angel Network (NBAN) har da også fungeret som rollemodel for den senere opbygning af nationale netværk rundt om i Europa. På basis af erfaringerne i Storbritannien har man konkluderet, at:

“Experience from the UK therefore strongly suggests that Business Angels Networks are a very cost-effective way in which governments, working in partnership with either not-for-profit organisations and agencies or private sector organisations, can remove many of the financial and managerial problems encountered by new and recently founded businesses, and technology-based firms. Business Angels Networks mobilise substantial pools of informal venture capital that were

¹¹ Et øget politisk fokus på det uformelle kapitalmarked og potentialet heri betød bl.a., at EU-kommissionen ydede tilskud til etableringen af European Business Angel Network (EBAN) i 1999. EBAN er en nonprofit organisation, der fungerer som en samlet brancheorganisation for nationale og regionale Business Angel netværk i Europa. DG Enterprise har endvidere gennemført en BEST Practice rapport om Business Angels samt en benchmarking rapport mellem Business Angel netværk i EU.

¹² De europæiske BAN ligner ofte hinanden i størrelser. En undersøgelse af tyske BAN viste, at der i gennemsnit er ansat 1,6 person i et BAN med 25 Business Angels tilknyttet og faciliterer 9 investeringer om året (EU-Kommissionen, 2002).

formerly fragmented and invisible, stimulate demand for equity finance that would otherwise have been latent, and facilitate investments by creating communication channels” (EBAN, 1998).

Over halvdelen af de europæiske BAN har modtaget offentlig medfinansiering af lokale, regionale eller statslige myndigheder og estimater viser, at et netværk typisk når 'break even' efter en 8-årig periode (EBAN, 2002; Christensen, 2002). Blandt de britiske netværk er omkring 40% af netværkene kommercielle.

6.3 Danske initiativer med netværk

Erfaringerne fra udlandet har også spredt sig til Danmark. Det første BAN blev etableret i 1991 og samlede 106 Business Angels, men englenerne var ikke akkrediterede og kun få investeringer blev gennemført¹³. Netværket mistede på den baggrund sin betydning (Christensen, 2002). I 1998 etablerede NOVI Innovation i Aalborg et netværk for Business Angels. Dette netværk har senere fungeret som rollemodel for etablering af regionale netværk i Danmark.

I 2000 blev det fra politisk side besluttet, at udviklingen af danske innovative iværksættere bl.a. skulle styrkes gennem tiltag, hvor Business Angels fungerer som supplement til det øvrige venturemarked herunder innovationsmiljøerne. Konkret blev der igangsat et Dansk Business Angel Netværk (DBAN) - et netværk, der blev placeret i VækstFonden med offentlig finansieret støtte fra Erhvervsministeriet.

6.3.1 Dansk Business Angel Netværk

DBAN er et nationalt Business Angel netværk med en infrastruktur, der muliggør, at engle kan mødes med iværksættere såvel nationalt som regionalt. Siden etableringen har DBAN samlet og akkrediteret 67 Business Angels, der har indvilget i at investere ½-1 mio. kr. årligt i opstartsvirksomheder.

DBAN har etableret en elektronisk markedsplads på adressen www.dban.dk. Markedspladsen fungerer som et mødested, hvor Business Angels kan finde rele-

vante og screenede investeringsmuligheder. Formålet med markedspladsen er at øge gennemsigtigheden i markedet og reducere transaktionsomkostningerne for investor og iværksætter. Desuden har DBAN medvirket til at etablere 5 Regionale Business Angel Netværk (RBAN), hvor grupper på 10-15 Business Angels mødes månedligt for at blive præsenteret for at blive præsenteret for iværksætterprojekter, som søger kapital. De etablerede RBAN er placeret i NOVI Innovation, Østjysk Innovation, Forskningsparken CAT, Teknologisk innovation og DTU Innovation.

42% af de adspurgte Business Angels i analysen vurderer, at deres engagement i DBAN har givet bedre investeringsmuligheder i Danmark, mens over halvdelen af Business Angels vurderer, at deres engagement i DBAN har betydet, at de er kommet i kontakt med potentielle investeringer, som de ellers ikke ville være kommet i kontakt med.

Baggrunden for etableringen af RBAN i innovationsmiljøerne er dels Business Angels geografiske præferencer i forhold til investeringerne, dels fordi innovationsmiljøerne hermed kan levere et dealflow til englens samtidig med, at miljøenes porteføljevirkosomheder har mulighed for at få tilført kompetencer og kapital fra Business Angels. På længere sigt arbejder DBAN på at etablere netværk for Business Angels, der i højere grad end i dag er sektororienterede. 56% af Business Angels har ønske om at deltage i et sektororienteret netværk inden for hovedsageligt informationsteknologi, telekommunikation, medico og bioteknologi.

Samtidig viser udenlandske undersøgelser, at tilgangen til Business Angels ikke alene garanterer iværksætterens adgang til forsat finansiering. Der skal også være en kontinuerlig kompetenceudvikling af englens, som medvirker til at udvikle investorenes styrker. Behøver for kompetence udvikling fremgår bl.a. af Lerner (1998), som fremhæver at Business Angels udgør en heterogen gruppe af investorer. Nogle er sofistikerede investorer i kraft af deres erfaringer som iværksættere, mens andre mindre erfarne Business Angels undervurderer risici og processer forbundet med at opbygge en iværksætter virksomhed. Lerner påpeger, at uerfarne Business Angels ligefrem kan reducere virksomhedernes finansierings mulig-

¹³ Akkrediterede referer i denne sammenhæng til, at den enkelte Business Angel udvælges og godkendes på baggrund af en række kriterier såsom finansielle midler til rådighed, motivation for investeringer i unoterede virksomheder samt besiddelse af specifikke kompetencer.

heder i senere faser, og at det er en opgave for netværkene at kvalitetssikre og kompetenceudvikle englenerne.

Derfor er det vigtigt, at netværkene er istand til at screene englenerne for at opretholde et højt kvalitets- og kompetenceniveau. I DBAN sker det bl.a. gennem konferencer og seminarer, som har til formål at understøtte erfaringsudveksling og give englenerne mulighed for at knytte personlige relationer.

6.4 Opsummering

Netværksdannelser mellem Business Angels har vist sig succesfulde i aktivering af den uformelle kapital i både Europa og USA.

I Danmark har DBAN samlet 67 englener i regionale netværk, der tilgodeser englenernes geografiske præferencer og samtidig sikrer englenerne et dealflow fra innovationsmiljøerne. Analysen viser, at danske Business Angels også har interesse i at deltage i netværk ud fra branche eller sektor præferencer. Af samme grund er der lagt op til at rette en væsentlig del af den fremtidige indsats mod at få sådanne fokuserede netværk op at stå.

7. KONKLUSION

Nærværende analyse peger på det uformelle kapitalmarked som en væsentlig finansieringskilde til virksomheder særligt i de tidlige udviklingsfaser inden for en bred vifte af brancher.

Business Angels er private investorer, der investerer risikovillig kapital i unoterede virksomheder uden en familiemæssig tilknytning. Den samlede population af Business Angels i Danmark vurderes at bestå af 1700 engle, der tilsammen årligt investerer mellem 1,4-1,7 mia. kr. i unoterede virksomheder. Disse estimater er baseret på antagelsen om, at forholdet mellem investeringer i det formelle venturmarked og for Business Angels er det samme i Danmark, som det forhold der observeres på hhv. det britiske og amerikanske marked.

Englene investerer inden for mange forskellige brancher og udviklingsstadier dog med vægt på de tidlige faser. Business Angels er aktive investorer, der anvender ½-3 dage om ugen i virksomheden med særligt at udvikle forretningsplaner, udvide netværk, fungere som sparringspartner og udføre bestyrelsesarbejde. For Business Angels er det potentielle finansielle afkast af afgørende betydning, når beslutningen om at indgå i en investering tages. Men psykologiske og kvalitative faktorer spiller også en vigtig rolle for den enkelte engel.

Analysen viser endvidere, at danske Business Angels syndikerer meget i forhold til lande som f.eks. Storbritannien. Størstedelen af de danske engle har deltaget i en eller flere syndikeringer med andre investorer inden for det seneste år.

Business Angels vurderer, at de kan have svært ved at identificere potentielle investeringsmuligheder, og at virksomhederne har endnu sværere herved. I gennemsnit kommer en engel i kontakt med omkring 38 projekter om året. Englen investerer i ca. 4% af disse. De væsentligste årsager til, at Business Angels fravælger potentielle investeringer er, at virksomhederne ikke altid er investeringsklare. Analysen viser, at for at iværksættere skal kunne tiltrække mere kapital fra Business Angels er det især vigtigt, at iværksættere:

- Laver gennemarbejdede forretningsplaner og budgetter, der bygger på realistiske antagelser

- Har identificeret et reelt kundebehov og marked
- Udviser troværdighed over for investorerne
- Identificerer og præsenterer projektet for Business Angels med interesse for den pågældende branche eller teknologi.

Disse erfaringer peger på, at der således er en række konkrete forhold og udfordringer, som danske iværksættere med fordel kan forholde sig til og forbedre, såfremt de ønsker Business Angels som investorer. Initiativer, der kan styrke iværksætternes projekter og gøre dem mere investeringsmodne, kan derfor i nogle sammenhænge være relevante.

Perspektiverne for forsat udvikling af Business Angels markedet er ifølge analysen lovende. Således fremhæver knap halvdelen af de adspurgte engle, at de har investeret under 10% af den kapital, som de har reserveret til unoterede investeringer. Det betyder, at der er et betydeligt potentiale for øgede investeringer i mindre virksomheder, hvis denne kapital kan blive aktiveret. For hele populationen af Business Angels estimeres det, at det uudnyttede potentiale udgør op mod 3,5 mia. kr, om end det er vigtigt at understrege at dette estimat er forbundet med betydelig usikkerhed.

I den sammenhæng er det relevant at fremdrage bestræbelserne på at skabe bedre vilkår for at føre Business Angels og iværksættere sammen. En væsentlig del af denne indsats sker via etablering af netværk for Business Angels.

Det europæiske Business Angel marked er relativt uerfarent i sammenligning med det amerikanske. Men også i Europa spreder kendskabet til Business Angels sig. Antallet af Business Angel Netværk (BAN) er vokset eksplosivt siden af slutningen af 1990'erne til i dag, hvor der er 157 BAN i Europa.

Erfaringer fra udlandet viser, at netværksdannelse mellem Business Angels spiller en betydelig kontaktskabende rolle for både engle og iværksættere, og at BAN med fordel kan anvendes som platform på det uformelle kapitalmarked. Således antyder analysen også, at det nationale danske Business Angel netværk (DBAN) har været med til at skabe kontaktpunkter mellem Business Angels og iværksættere, og at nogle af kontakterne ikke ville være etableret uden englernes engagement i det nationale netværk.

I Danmark fungerer regionale BAN og en elektronisk markedsplads som parallelle kontaktflader, hvor engle og iværksættere kan mødes. Igennem DBAN får mindre erfarne Business Angels mulighed for at mødes med erfarne engle og herigennem opnå læring om investering i unoterede virksomheder.

Internationale erfaringer med BAN viser dog samtidig, at det kræver tid og ressourcer at udvikle tilstrækkeligt kendskab og tillid til netværkene blandt markedets aktører. Derfor er netværkene ofte flere år undervejs, før de bliver selv bærende.

De identificerede karakteristika for Business Angels betyder, at en fremtidig udvikling af nye netværk bør ske i følgende dimensioner:

- at sammensætte netværk med geografisk forankring
- at sammensætte netværk med afgrænset fokus på sektorer eller teknologier
- at føre Business Angels sammen på tværs af landegrænser.

8. LITTERATURLISTE

Benjamin, Gerald A. & Margulis, Joel B. (2000) "Angel financing", John Wiley & Sons.

Christensen, Jesper L. (1998) "Private investorers bidrag til innovation", DISKO-rapport nr.5, Erhvervsfremme Styrelsen.

Christensen, Jesper L. (2002) "Samfundsmæssigt afkast for Business Angel netværk".

Colin Mason & Richard Harrison (1988) "Risk finance, the equity gap and new venture formation in the United Kingdom: The impact of the business expansion scheme". In B.A Kirchhoff et al (ed) "Frontiers of Entrepreneurship Research 1988" Wellesley, MA: Babson College.

Colin Mason & Richard Harrison (1993) "Strategies for expanding the informal venture capital market". International Small Business Journal, 11 (4), 23-39.

Colin Mason & Richard Harrison (1996) "Strategies for Expanding the Informal Venture Capital Market" International Small Business Journal, vol. 11, No. 4, July-September 1993. P. 23-39.

Colin Mason & Richard Harrison (1996) "Why 'Business Angels' say No: A case study of Opportunities Rejected by an Informal Investor Syndicate" International Small Business Journal, vol. 14, No. 2, issue No. 54. January-March 1996. P. 35-52.

Colin Mason & Richard Harrison (1997) "Business Angel Networks and the Development of the Informal Venture Capital Market in the U.K.: Is there still a role for the Public Sector?" Small Business Economics, vol. 9, No. 2, April 1997.

Colin Mason & Richard Harrison (2000) "The Size of the Informal Venture Capital Market in the United Kingdom" Small Business Economics, vol. 15, No. 2, September 2000.

Colin Mason & Richard Harrison (2002) "Barriers to investment in the informal venture capital sector", *Entrepreneurship & Regional Development*, 2002 pp 1-17.

Deloitte & Touche (1999) "Formidling mellem private investorer (Business Angels) og kapitalsøgende innovative virksomheder" findes under publikationer på Erhvervs- og Boligstyrelsens hjemmeside www.ebst.dk.

EU-Kommissionen (2002), "Benchmarking Business Angels", DG Enterprise.

European Business Angel Network (2002), "Introduction to the activities of regional Business Angels network".

European Business Angel Network (1998), "Potential for Business Angels investment and networks in Europe".

Freear J, Sohl JE and Wetzel WE (1994) "Angles and non angels: are there any differences?" *Journal of Business Venturing* 9, 109-123

Freear J, Sohl JE and Wetzel WE (1996) "The informal ventrue markets: Milestones passed and the road ahead". Den 4th State of the Art in Entrepreneurship Research Conference, 9-11. maj.

Koppel, P. (1996) "Equity finance and the role of a business introduction service in Denmark", i C. Mason & R. Harrison (eds.) "Informal Venture Capital: Evaluating the impact of business introduction services" Hemel Hempstead, Woodhead Faulker.

Landström, Hans (2002) "Business Angel aktiviteter – internationella erfarenheter", Business Angel konference, København, September 2002.

Lerner, Josh (1998), "'Angel' financing and Public policy: An overview" *Journal of Banking & Finance* 22, pp. 773-783.

Praag, Mirjam Van (2002) "Venture Capital, Entrepreneurship and Public Policy", CESifo Conference Centre, Munich, November 2002.

Sohl, Jeffrey and Sommer Bruce (2002), "Angel Investment activity: Bracing for the downdraft", paper for the Babson Kaufman Foundation Entrepreneurship Research Conference, University of Colorado, June.

VækstFonden (2001), "Det danske marked for venturekapital og private equity".

VækstFonden (2002), "Det danske marked for venturekapital og private equity"

VækstFonden (2002), "Corporate Venture Capital".

Wetzel, E. William, Jr. (1981) "Informal risk capital in New England" In K. H. Vesper (ed.) "Frontiers og Entrepreneurship Research 1981", Wellesley, MA: Babson College.

Wetzel, E. William, Jr. (1987) "The informal venture capital market: Aspects of scale and market efficiency" Journal of Business Venturing.

APPENDIKS A - METODE

Det er ingen nem opgave af afdække private investorer og deres kapitaltilførelse til virksomheder i de tidlige udviklingsfaser. Opgaven vanskeliggøres af markedets uformelle karakter, hvilket har implikationer for indsamlingen af empiri.

Analysens datagrundlag

Datagrundlaget for nærværende analyse består af kvantitative data fra et spørgeskema bestående af 65 spørgsmål udsendt og indsamlet i oktober 2002. Spørgeskemaet fremgår af Appendiks B. VækstFonden og Dansk Business Angel Netværk har udsendt spørgeskemaer til 157 Business Angels. Med 76 besvarelser er svarprocenten 48. Grundet vanskeligheder med identificering af Business Angels vurderer Mason & Harrison (2002), at en svarprocent på 20 er høj, hvorfor svarprocenten i nærværende analyse er opmuntrende høj.

De 157 Business Angels er udvalgt på baggrund af deres tilknytning til Dansk Business Angel Netværk. Blandt respondenterne er 52% tilknyttet DBAN i kraft af deres deltagelse i et Regionalt Business Angel Netværk (RBAN). De øvrige respondenter er knyttet til DBAN gennem registrering på Markedspladsen eller anden form for tættere kontakt.

Af respondentgruppens 76 Business Angels har 72 allerede foretaget en eller flere investeringer i unoterede virksomheder, mens 4 respondenter endnu står foran deres første investering. Sammenholdt med svarprocentens størrelse og antallet af aktive engle i analysen, er nærværende analyse den hidtil største analyse af danske Business Angels.¹⁴ Én forklaring på analysens størrelse er, at størstedelen af respondenterne er akkrediterede Business Angels, der er tilknyttet og aktive i et formelt Business Angel netværk. På den måde er englene på forhånd identificeret. Englenes tilknytning til DBAN har givet en unik og systematiseret adgang til data Business Angels. Alle respondenter har deltaget anonymt i undersøgelsen.

Figur 6. Den geografiske spredning af respondenterne

Københavns Amt / Københavns kommune / Frederiksberg kommune	29%
Frederiksborg Amt	18%
Århus Amt	10%
Andet	8%
Fyns Amt	7%
Nordjyllands Amt	7%
Vejle Amt	7%
Roskilde Amt	5%
Øvrige amter	4%
Ringkøbing Amt	3%
Sønderjyllands Amt	3%
Total	100%

Kilde: VækstFonden.

Størstedelen af respondenterne er fra Københavns Amt, Frederiksberg kommune og Frederiksborg Amt. Årsagen hertil skal findes i, at der alene inden for disse regioner er etableret 3 RBAN.

Gennemsnitsalderen på Business Angels i undersøgelsen er 48,3 år. Blandt respondenterne i undersøgelsen har 50% en kandidatuddannelse som højeste uddannelsesniveau, mens 25% har en mellemlang videregående uddannelse som højeste uddannelsesniveau. Alle respondenterne var mænd.

¹⁴ Tidligere undersøgelser har bestået af et færre antal respondenter og heri blandt et mindre antal aktive Business Angels. F.eks. bestod Deloitte & Touchs undersøgelse (1999) af 67 respondenter, hvor af 50 var aktive Business Angels.

APPENDIKS B – DATAGRUNDLAG OG SPØRGESKEMA

A. Personlige oplysninger

1. Angiv venligst dit køn

100%	Mand
0%	Kvinde

2. Angiv venligst dit fødselsår

Median: 1954, gennemsnit:: 1953

3. Angiv venligst det amt du bor i

0%	Bornholms Amt
18%	Frederiksborg Amt
7%	Fyns Amt
29%	Københavns Amt / Københavns Kommune / Frederiksberg Kommune
7%	Nordjyllands Amt
0%	Ribe Amt
3%	Ringkøbing Amt
5%	Roskilde Amt
1%	Storstrøms Amt
3%	Sønderjyllands Amt
7%	Vejle Amt
1%	Vestsjællands Amt
1%	Viborg Amt
10%	Århus Amt
8%	Andet

4. Angiv dit højeste uddannelsesniveau	
50%	Erhvervs/gymnasial uddannelse
26%	Kort videregående uddannelse
7%	Mellemlang videregående uddannelse
7%	Kandidat uddannelse
7%	PhD
Andet -----	

5. Hvad er din erhvervmæssige baggrund?	
81%	Iværksætter/virksomhedsejer
38%	Ansæt direktør/virksomhedsleder
Andet -----	

6. Har du tidligere startet egen virksomhed?	
82%	Ja
18%	Nej

7. Hvis ja, hvor mange virksomheder har du etableret?	
Median: 3, gennemsnit: 3,4	

8. Hvornår foretog du din første investering i en virksomhed (nystartet eller etableret), der ikke er noteret på en fondsbørs (dvs. en unoteret virksomhed)?	
Median: 1988, gennemsnit: 1987	
5%	Aldrig

9. Hvis du ikke allerede har foretaget en investering i en unoteret virksomhed, begrund venligst hvorfor udfra følgende forhold (sæt gerne flere krydser)

33%	Det har ikke været muligt, men jeg forventer at investere i unoterede virksomheder i fremtiden
33%	Det har ikke været muligt for mig at identificere potentielle investeringsmuligheder
8%	Der har været for høj risiko forbundet med investeringsmulighederne
25%	Jeg har ikke haft tilstrækkelig erfaring med vurdering af investeringer
17%	Jeg har ikke haft økonomiske midler til rådighed
8%	Jeg foretrækker andre former for investeringer
25%	Der mangler et mødested, hvor jeg kan få adgang til et større deal-flow af interessante projekter
Anden årsag	

B. Investeringspræferencer for investeringer i noterede virksomheder

10. Angiv hvilke brancher du har investeret i og/eller forventer at investere i fremadrettet (Sæt gerne flere krydser)

42%	Computer Software
22%	Computer Hardware
38%	Internet relateret
30%	Kommunikation og Medie
31%	Øvrig Elektronik
28%	Bioteknologi/Medicinal
36%	Medico/Healthcare
31%	Energi/Miljø
45%	Industri
Andet	-----

11. Angiv hvilke udviklingsfaser (du foretrækker) dine porteføljevirksomheder befinder sig i, når du foretager det initiale kapitalindsud (Sæt gerne flere krydser)

42%	Seed
72%	Opstart
47%	Ekspansion
47%	Buyout/Omstrukturering
38%	Generationsskifte

Seed er fasen, hvor produktet, det initiale koncept eller prototype udvikles.

Opstart er fasen, hvor projektet etableres som selskabsform og prototype færdiggøres inden initial markedsintroduktion iværksættes.

Ekspansion er fasen, hvor virksomheden har vist sig konkurrencedygtig og er klar til yderligere udvikling f.eks. igennem kapacitetsudvidelse eller udvikling af nye produkter mv.

Buyout/omstrukturering er fasen, hvor investor finansierer eksisterende virksomheder, med uudnyttede salgsmæssige potentialer.

Generationsskifte er fasen, hvor virksomhedens ejer vil trække sig ud af virksomheden og overdrage den til andre.

12. Angiv hvilken størrelse virksomheder du har investeret i og/eller ønsker at investere i fremadrettet (Sæt gerne flere krydser)	
72%	Under 5 ansatte
67%	5-15 ansatte
43%	15-35 ansatte
32%	Over 35 ansatte
7%	Ved ikke

13. Hvor lang er din gennemsnitlige investeringshorisont?	
7%	Mindre end 3 år
58%	3-6 år
10%	7-10 år
3%	Over 10 år
18%	Ingen betydning
4%	Ved ikke

14. Har den geografiske afstand mellem virksomhed og dit hjem betydning, når du vurderer en investeringsmulighed?	
69%	Ja
24%	Nej
7%	Ved ikke

15. Hvis Ja, angiv i hvilken afstand fra dit hjem du foretrækker, at virksomheden ligger?	
28%	Op til 50 km fra hjem
42%	Op til 100 km fra hjem
26%	Inden for Danmark
4%	Uden for Danmark

16. Hvad er dit krav til det potentielle årlige afkast af en investering?

7%	Under 10%
31%	10-20%
29%	20-30%
11%	30-50%
10%	over 50%
13%	Ved ikke

17. Hvor stor en ejerandel foretrækker du at have i de virksomheder, du investerer i?

8%	Under 10%
34%	10-25%
23%	25-50%
11%	over 50%
21%	Ingen betydning
3%	Ved ikke

18. Tilfører du også ansvarlig lånekapital til de virksomheder du indskyder aktiekapital i?

56%	Ja
44%	Nej

19. I hvilke af nedenstående situationer vil du overveje at afvige fra dine investeringspræferencer som angivet ovenfor? (Sæt gerne flere krydser)	
3%	Aldrig, jeg afviger aldrig fra mine investeringskriterier
77%	Hvis jeg oplever en høj grad af troværdighed hos iværksætter/projektteam
32%	Hvis der er tale om en lille investering
1%	Hvis virksomheden er placeret meget tæt på mit hjem
28%	Hvis virksomheden er anbefalet af troværdige kilder
34%	Hvis det potentielle afkast er usædvanligt højt
61%	Hvis min intuitive fornemmelse er meget positiv
20%	Hvis andre Business Angels allerede har investeret i virksomheden
21%	Hvis iværksætters virksomhedspræsentation er overbevisende
8%	Hvis virksomheden er henvist fra et Business Angel netværk
3%	Hvis jeg ønsker at diversificere min portefølje af unoterede virksomheder
37%	Hvis der er mulighed for at syndikere med andre investorer

20. Hvor meget tid anvender du i gennemsnit på at deltage i ledelsen/driften af virksomheden du investerer i?	
10%	Over 3 dage om ugen
42%	1-3 dage om ugen
34%	Op til ½ dag om ugen
4%	Under 1 dag om måneden
1%	Passiv investor
8%	Ved ikke

C. Investeringsportefølje

21. Hvor stor er din nuværende portefølje af unoterede virksomheder? (antal)

Median: 3, gennemsnit: 3,6

22. Hvor mange investeringer i unoterede virksomheder har du afhændet til dato?

Median: 2, gennemsnit: 3

23. Angiv antallet af investeringer (inkl. opfølgingsinvesteringer) i unoterede virksomheder i 2001 fordelt på størrelsen af investeringsbeløbet (Afkryds antal)

	1	2	3	4	5	>5
0-101t.kr.	5%	4%	2%	0%	1%	0%
101-250 t.kr.	14%	8%	1%	0%	0%	0%
251-500 t.kr.	9%	6%	0%	0%	0%	1%
501-1000 t. kr.	11%	5%	2%	0%	0%	1%
1001-2500 t. kr.	11%	1%	0%	0%	0%	1%
2501-5000 t. kr.	2%	2%	1%	1%	1%	2%
5001-10000 t.kr.	1%	2%	0%	2%	0%	0%
Over 10001 t.kr.	2%	1%	0%	0%	0%	2%

24. Angiv dit forventede samlede antal investeringer (inkl. opfølgingsinvesteringer) i unoterede virksomheder i 2002 fordelt på størrelsen af dit investeringsbeløb

	1	2	3	4	5	>5
0-101t.kr.	10%	1%	1%	0%	0%	0%
101-250 t.kr.	15%	10%	0%	2%	0%	0%
251-500 t.kr.	11%	6%	2%	0%	0%	1%
501-1000 t. kr.	8%	7%	1%	0%	0%	1%
1001-2500 t. kr.	6%	0%	1%	0%	0%	0%
2501-5000 t. kr.	6%	0%	0%	0%	1%	0%
5001-10000 t.kr.	4%	0%	1%	0%	0%	0%
Over 10001 t.kr.	5%	1%	0%	1%	0%	1%

25. Hvordan har du afhændet / forventer du at afhænde dine investeringer/exit (med exit menes, at hovedparten af den indskudte kapital trækkes ud)? (Afkryds antal)							
	0	1	2-3	4-6	7-8	9-10	>10
Salg til oprindelig ejer	2%	8%	1%	0%	0%	0%	0%
Salg til anden virksomhed	2%	13%	10%	7%	0%	0%	1%
Salg til øvrige aktionærer	2%	10%	3%	2%	0%	0%	1%
Salg til finansielle institutioner	2%	3%	1%	1%	0%	0%	0%
Salg til ventureselskab	2%	4%	1%	0%	0%	0%	0%
Salg til markedet (OTC, Børsen)	2%	5%	2%	0%	0%	0%	0%
Likvidation	2%	9%	3%	0%	1%	0%	1%

26. I hvilken grad har udviklingen i aktiekurserne (siden 2000) reduceret dine investeringer i unoterede virksomheder?	
9%	I meget høj grad
26%	I høj grad
22%	I nogen grad
13%	I ringe grad
28%	Slet ikke
1%	Ved ikke

D. Investormotivation

27. Hvor vigtige er følgende motiver for din involvering som investor i unoterede virksomheder? (Sæt gerne flere krydser)

	Meget vigtigt	Vigtigt	Ikke vigtigt
Jeg ønsker at støtte næste generation af iværksættere	57%	31%	13%
Jeg ønsker at opnå personlig tilfredsstillelse ved at være involveret i iværksætter virksomheder	46%	40%	14%
Jeg ønsker at opnå et højt kapitalafkast	31%	51%	18%
Jeg ønsker at hjælpe venner/familie til at starte virksomhed	18%	42%	40%
Jeg ønsker nuværende eller fremtidig indtægt (f.eks. aktieudbytte eller honorar)	15%	44%	40%
Jeg ønsker at støtte op om produkter eller ydelser, der kommer samfundet til gode	14%	39%	47%
Jeg ønsker at have det sjovt	7%	11%	82%
Jeg ønsker at få et positivt omdømme og anerkendelse i lokalsamfundet	6%	22%	72%
Jeg ønsker privilegier og fordele af ikke økonomisk karakter	3%	14%	83%
Andet			

28. I hvilken grad er følgende aktiviteter en væsentlig del af dit engagement som investor i unoterede virksomheder? (Sæt gerne flere krydser)

	I høj grad	I nogen grad	Slet ikke
Jeg hjælper med udvikling af forretningsplan	65%	32%	3%
Jeg hjælper med at tiltrække kapital fra andre investorer	57%	30%	13%
Jeg fungerer som sparringspartner	84%	14%	1%
Jeg hjælper med at finde kvalificerede medarbejdere	33%	53%	14%
Jeg samarbejder med øvrige investorer	41%	48%	11%
Jeg skaber adgang til udvidet netværk	48%	44%	8%
Jeg deltager i bestyrelsesarbejde	82%	16%	1%
Jeg deltager i det daglige arbejde	16%	61%	23%
Jeg deltager i produktudvikling	8%	44%	48%
Jeg tester og evaluerer markedsplaner	16%	65%	19%
Jeg hjælper med salg og marketing	11%	74%	15%
Jeg overvåger virksomhedens finansielle tilstand/udvikling	54%	35%	10%
Andet			

E. Finansielle midler til rådighed

29. Hvor stor er din finansielle formue, mio. kr.

38%	1-10
25%	10-20
15%	20-40
16%	40-100
3%	100-250
3%	>250

30. Hvad er kilden til din finansielle formue?

56%	Afhændelse af virksomhed
41%	Opsparing udfra indkomst
8%	Arv
Andet	

31. Hvor stor en andel af din finansielle formue er du villig til at investere i både noterede og unoterede virksomheder?

6%	Under 10%
26%	10-20%
17%	20-30%
27%	30-50%
24%	over 50%

32. Hvor meget af denne kapital forventer du at investere i unoterede virksomheder?	
14%	Under 10%
30%	10-20%
16%	20-30%
14%	30-50%
25%	over 50%

33. Hvor stor en andel heraf (som angivet i spørgsmål 32) har du allerede placeret i unoterede virksomheder?	
45%	Under 10%
19%	10-20%
10%	20-30%
9%	30-50%
13%	50-70%
4%	Over 70%

F. Virksomhedskontakt

34. I hvor høj grad er du enig i følgende udsagn?

	Helt enig	Enig	Ved ikke	Uenig	Helt uenig
Business angels har svært ved at identificere potentielle investeringsmuligheder	4%	37%	24%	30%	4%
Virksomheder har svært ved at identificere business angels	16%	49%	20%	13%	3%

35. Hvor ofte benytter du følgende informationskilder til at identificere potentielle investeringsmuligheder? (Sæt gerne flere krydser)

	Meget ofte	Ofte	En gang imellem	Næsten aldrig	Aldrig
Aktiv personlig søgning	9%	17%	34%	30%	9%
Forretningsforbindelser	18%	34%	37%	4%	6%
Familie/Venner	2%	11%	20%	34%	33%
Virksomhed kontakter mig	9%	25%	41%	16%	9%
Revisorer	2%	14%	35%	23%	26%
Advokater	3%	11%	21%	29%	37%
Pengeinstitutter	3%	12%	28%	25%	32%
Ventureselskaber	2%	10%	18%	23%	47%
DBANs Markedsplads www.dban.dk	2%	6%	37%	24%	31%
RBAN	7%	20%	30%	13%	30%
Andre netværk	3%	22%	34%	17%	24%
Børshandlere	0%	9%	4%	13%	75%
Medier (Aviser, magasiner mv)	2%	16%	28%	24%	31%
Andre kilder	2%	4%	37%	20%	37%

36. Hvor mange forretningsplaner modtager du samlet til bedømmelse i gennemsnit om måneden? (Antal/måned)

Median: 2, gennemsnit: 3,2

37. Hvor mange forretningsplaner modtager du til bedømmelse via et RBAN eller downloader du via DBAN's Markedsplads (www.dban.dk)? (Antal/måned)

Median: 1, gennemsnit: 1,5

38. Hvor stor en andel af de forretningsplaner du samlet modtager, investerer du i? (angiv procent)

Median: 2,5%, gennemsnit: 4,3%

G. Screening og vurdering af virksomheder

39. Hvor meget tid afsætter du i gennemsnit til at gennemlæse en vilkårlig forretningsplan, når du modtager den første gang?

38%	Under 1 time
46%	1-3 timer
10%	Over 3 timer
6%	Ved ikke

40. Hvor meget er dit samlede tidsforbrug (i gennemsnit) på at vurdere én virksomhed (due diligence) forud for en investering?

2%	Under 1 dag
27%	1-3 dage
37%	3-7 dage
14%	7-14 dage
21%	Over 14 dage

41. Hvor ofte er en eller flere af følgende faktorer årsag til, at du siger ”Nej” til at foretage en investering?			
	Ofte	Sjældent	Aldrig
Antagelser/forventninger er urealistiske	97%	3%	0%
Utilstrækkelig forretningsplan	71%	27%	2%
Entreprenør/projektteam mangler troværdighed	80%	20%	0%
Projektteamets ledelse er ikke tilstrækkeligt kompetent	69%	26%	5%
Dårlig kemi	32%	62%	7%
Projektet er ikke modent nok	56%	40%	3%
Entreprenør investerer ikke selv	45%	43%	12%
Virksomheden har ingen klare fremtidsvisioner	40%	48%	12%
Mangel på likviditet i virksomhed/virksomhed er underkapitaliseret	43%	45%	12%
Iværksætteren udviser ikke tilstrækkeligt med engagement	35%	48%	17%
Manglende integritet hos iværksætter	32%	55%	13%
Begrænset vækspotentiale	55%	42%	3%
Manglende tro på markedet for virksomhedens produkt	90%	10%	0%
For stort kapitalbehov	53%	39%	8%
Ingen klar exit mulighed	57%	38%	5%
Manglende originalitet i produkt/service	67%	30%	3%
Manglende enighed med projektteam om investorforhold	32%	56%	12%
Manglende enighed om virksomhedens strategi	33%	60%	7%
Manglende syndikeringspartnere	19%	63%	19%
Uvilje mod at co-investere med eksisterende investorer	12%	53%	34%
Verifikation af kundebehov og direkte kundeberøring er mangelfuld	58%	34%	8%
Ingen interesse i branchen	75%	20%	5%

H. Syndikering med andre investorer

42. Hvor mange syndikerede investeringer (dvs. investeringer sammen med andre investorer) har du og/eller forventer du at deltage i i 2002?

36%	0
28%	1
18%	2
12%	3
1%	4
1%	5
3%	>5

43. Hvis du aldrig har deltaget i en syndikeret investering, bedes du uddybe hvorfor? (Sæt gerne flere krydser) Gå herefter til spørgsmål nr. 47

79%	Jeg vil gerne syndikere, men har ikke fundet egnede investeringer
30%	Jeg vil gerne syndikere, men har ikke fundet egnede investorer at syndikere med
9%	Jeg foretrækker at investere alene

44. Angiv hvilke investorer du har syndikeret med (afkryds dine syndikeringspartnere for hver syndikering du har foretaget)

	Business Angels i RBAN	Andre Business Angels	Innovationsmiljøer	Ventureselskaber (incl. VækstFonden)	Andre investorer
Total	22%	38%	17%	20%	52%

45. Angiv i prioriteret rækkefølge fra 1-6 nedenstående faktorerets betydning for din beslutning om at deltage i en syndikering?						
	1	2	3	4	5	6
Mulighed for risikospredning blandt investorer	25%	15%	23%	19%	9%	9%
Syndikeringspartners faglige kompetencer	42%	21%	13%	6%	9%	9%
Det sociale netværk	16%	16%	14%	12%	22%	20%
Syndikeringspartners økonomiske formåen	10%	24%	26%	34%	2%	4%
Syndikeringspartners geografiske placering ifht. Virksomhed	12%	22%	8%	8%	26%	24%
Syndikeringspartners aktive involvering i virksomhed	18%	29%	29%	14%	6%	4%

46. Hvordan vurderer du dit eventuelle samarbejde med ventureselskaber?					
	Helt enig	Enig	Uenig	Helt uenig	Ved ikke
Samarbejdet er frugtbart og kendetegnet ved respekt for hinanden	15%	31%	25%	8%	21%
Ventureselskaber inddrager og benytter tilstrækkeligt mine kompetencer som Business Angel	6%	35%	20%	18%	22%
Jeg har tilstrækkelig indflydelse på investeringsvilkårene	2%	40%	24%	12%	22%
Jeg frygter, at blive "udvandet" når ventureselskaber deltager i en investering	22%	29%	22%	10%	18%
Jeg mener ikke, at der kan opnås en merværdi i samarbejdet med ventureselskaber	4%	10%	48%	18%	20%

I. Holdning til Dansk Business Angel Netværk

47. Er du registreret som Business Angel på DBAN's Markedsplads (www.dban.dk)?

55%	Ja
45%	Nej

48. I hvor høj grad er du enig i følgende udsagn?

	Helt enig	Enig	Uenig	Helt uenig	Ved ikke
Mit engagement i DBAN giver mig overblik over investeringsmuligheder i Danmark	5%	38%	18%	7%	33%
Mit engagement i DBAN har betydet, at jeg er kommet i kontakt med potentielle investeringer, som jeg ikke ville have fået kontakt til uden mit engagement i DBAN	23%	38%	8%	5%	25%
Mit engagement i DBAN har betydet, at jeg har foretaget investeringer, som jeg ikke ville have foretaget uden mit engagement i DBAN	5%	19%	22%	10%	43%
Mit engagement i DBAN har betydet, at jeg er kommet i kontakt med andre investorer, som jeg ikke ville have mulighed for at komme i kontakt med uden mit engagement i DBAN	25%	32%	12%	7%	24%
Det er vigtigt, at Business Angels i Danmark har en interesseorganisation, som kan være vores talerør i forhold til det politiske og offentlige system	33%	35%	8%	7%	17%
Det er vigtigt, at Business Angels i Danmark har en fælles organisation, som forestår udvikling af nye Regionale Business Angel Netværk, koncepter og etiske retningslinier	32%	41%	8%	5%	14%

49. Ville du være interesseret i at deltage i et landsdækkende sektororienteret netværk for Business Angels?	
56%	Ja
22%	Nej
22%	Ved ikke

50. Hvis ja i spg. 49, hvilken sektor har din interesse?	
26%	Bioteknologi
38%	Medico
60%	Informationsteknologi
50%	Telekommunikation
14%	Fødevarer
Andet	

51. Hvilken rolle vurderer du, at Dansk Business Angel Netværk kan spille for dig i fremtiden?	
<p>-----</p> <p>-----</p> <p>-----</p>	

52. Er du medlem af et Regionalt Business Angel Netværk (RBAN)?	
57%	Ja
43%	Nej

APPENDIKS C – KONTAKT OPLYSNINGER

For yderligere information kontakt:

Rolf Kjærgaard

Analysechef
Tlf.: 3529 8694
E-mail: rk@vf.dk

Glenda Napier

Business Angel konsulent
Tlf.: 3529 8657
E-mail: gn@dban.dk

Jacob Nordstrøm Borup

Analytiker
Tlf.: 3529 8638
E-mail: jbo@vf.dk