

BENCHMARKANALYSE 2008:

Danmark fortsat i verdenseliten



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.

Benchmarkanalyse: Markedet for innovationsfinansiering (2008)

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

1. INDLEDNING

Vækstfondens overordnede vision er at medvirke til at skabe "Europas mest velfungerende marked for innovationsfinansiering". Det er samtidig baggrunden for, at vi har udviklet et benchmarking-værktøj, som gør det muligt at vurdere – år for år - hvor langt visionen er fra at være opfyldt. Nærværende analyse, som tager temperaturen på adgangen til innovationskapital, udtrykker status efter endnu et år.

Det danske marked går frem på en række parametre, men en række lande, heriblandt dem der lå umiddelbart efter Danmark, rykker endnu mere. Danmark har netop mistet tredjepladsen til Schweiz. Storbritannien indtager dog fortsat en sikker førsteplads blandt europæiske markeder for venturefinansiering. De førende europæiske lande er dog fortsat inden for rækkevidde.

Samtidig er det interessant at analysere, hvordan Danmark klarer sig i forhold til lande og regioner i resten af verden, som historisk set har haft de mest velfungerende og dynamiske markeder for innovationsfinansiering – delstaterne Massachusetts og Californien i USA samt Israel og Canada. Resultaterne viser, at Massachusetts for næsten alle de indikatorer, hvor der er sammenlignelige data, er i front. Massachusetts fastholder dermed en klar førsteplads på det globale kapitalindeks. Mere interessant er det imidlertid, at Danmark fortsat holder sig foran lande som USA og Canada.

Der er stor forskel på den udfordring Danmark står over for, afhængigt af om det er de førende markeder i Europa eller verden, der benchmarkes imod. En placering som nr. 1 i Europa vil således kræve en forøgelse af den samlede kapital under forvaltning med 20 %, en forøgelse af ventureinvesteringerne på 75 % – og en fordobling i early stage-investeringerne. Det vil bringe Danmark et stykke ad vejen mod også at opnå en førsteplads globalt. Men hvis vi skal opnå en global førsteplads, kræver det en endnu mere omfattende indsats. Skal det lykkes, skal kapitalen tidobles, mens ventureinvesteringerne og early stage-investeringerne skal firedobles.

På kort sigt er det mest realistisk at stræbe efter at gøre det danske marked til førende i Europa. En ambition om at overgå Massachusetts kræver et væsentligt større løft i markedet. Udfordringen er samtidig løbende at forbedre rammevilkårene generelt, idet Danmark kun opnår en midterplacering, hvad angår de omgivende faktorer, som påvirker markedet for innovationsfinansiering. For rammevilkårene ligger Danmark generelt som nummer 8 i Europa.

2. METODE

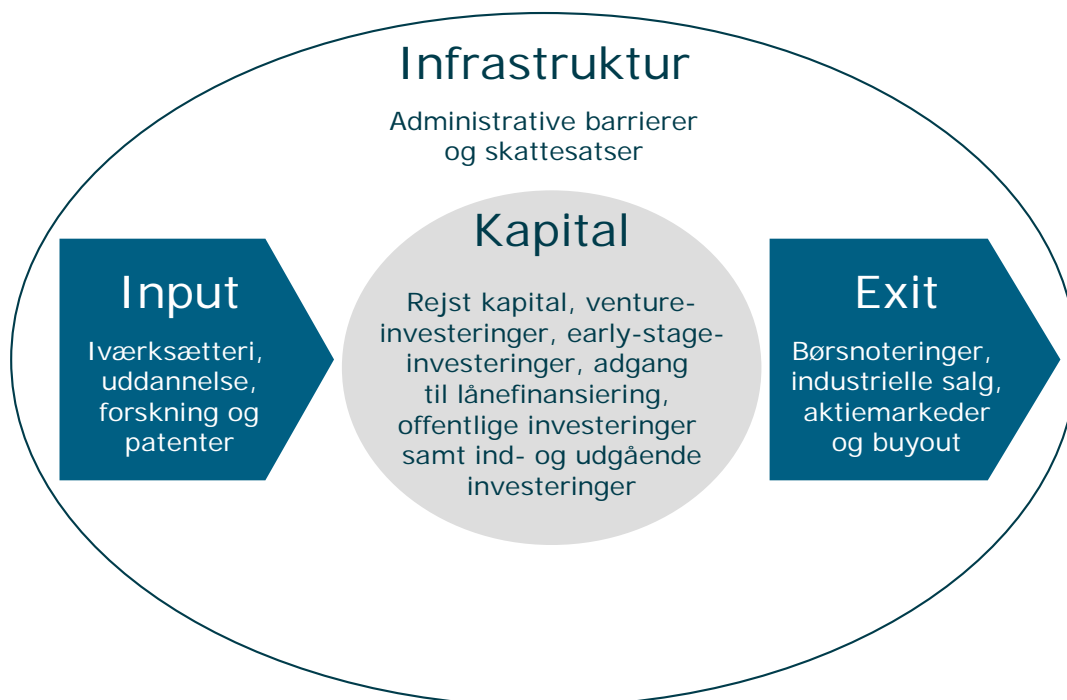
Analysen beskriver rammerne for den benchmark-metode, som vi benytter til at følge udviklingen på markedet for innovationsfinansiering. Den endelige rangering sker ved at sammenlægge de underliggende resultater for seks indikatorer, som hver især illustrerer adgangen til kapital for innovative virksomheder. For alle indikatorer benyttes et treårigt gennemsnit for at udjævne årlige udsving.

For at inddrage rammebetingelsernes betydning for markedets helbredstilstand er også medtaget en række indikatorer, som opfanger tilgangs- og exitvilkår. Sammenligningen af adgangen til innovationsfinansiering inkluderer derfor både udbuds- og efterspørgselssiden.

Resultaterne sammenfattes på den baggrund i to indbyrdes afhængige, syntetiserede indeks, der knytter indikatorer sammen på tværs af områder: Et kapitalindeks, der knytter sig direkte til aktiviteten på markedet for innovationsfinansiering og et indeks, der illustrerer markedets relevante rammebetingelser.

Indikatorer for adgang til kapital omfatter delmål for ventureinvesteringer, early stage-investeringer, rejst kapital hos ventureinvestorerne, offentlig investeringsandel, investeringer på tværs af grænser samt adgang til lånefinansiering, jf. figur 1.

FIGUR 1. KRITISKE FAKTORER FOR INNOVATIONSFINANSIERING



Kilde: Vækstfonden

Rammebetingelserne omfatter tre hovedområder:

- Input: Iværksætteraktiviteten og kommercialiseringen af national forskning og udvikling
- Exit: Adgang til kanaler for salg og børsnotering af selskaber
- Infrastruktur: Skatter og regulering

Disse tre dimensioner aggregeres i et samlet indeks, som viser, hvor godt de nationale rammebetingelser understøtter markedet for innovationsfinansiering.

På baggrund af analysemetoden er det muligt at illustrere størrelsen af den udfordring, som skal overkommes, for at skabe det mest velfungerende marked i Europa her i Danmark.

For at evaluere om markedet vitterligt forbedres fra år til år, er det vigtigt at være i stand til at sammenligne det danske marked for innovationsfinansiering med tilsvarende markeder i andre europæiske lande. De udvalgte europæiske lande som indgår i denne benchmark analyse er: Østrig (A), Belgien (B), Danmark (DK), Finland (FIN), Frankrig (F), Tyskland (D), Grækenland (EL), Irland (IRL), Italien (I), Nederlandene (NL), Norge (NO), Portugal (P), Spanien (E), Sverige (S), Schweiz (CH) og England (UK).

I det globale kapitalindeks indgår desuden en række udvalgte lande og regioner: Massachusetts (MA), Californien (CA), Israel (ISR), Canada (CAN), USA og Australien (AUS).

3. ADGANG TIL KAPITAL

3.1 INDIVIDUELLE INDIKATORER

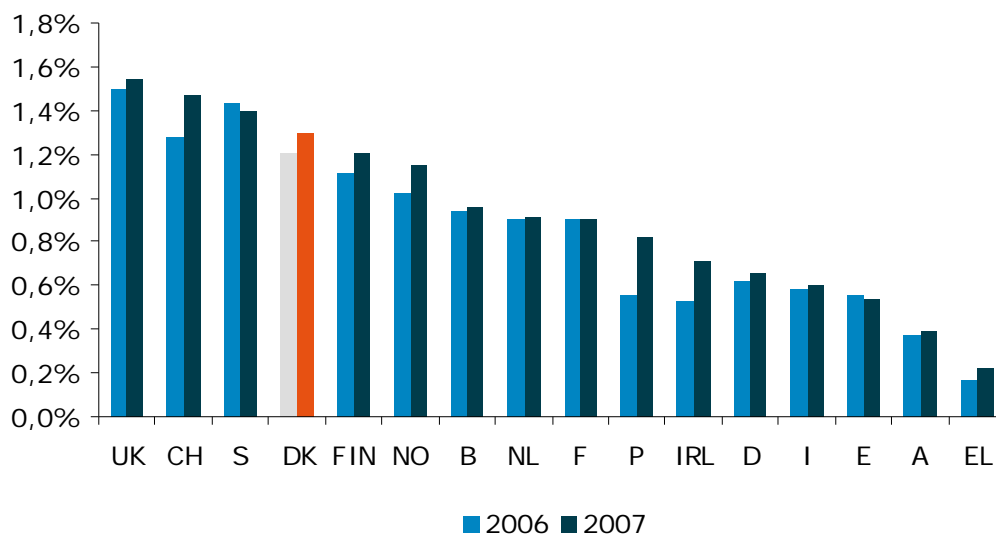
For at vurdere om markedet for innovationsfinansiering er velfungerende med hensyn til adgang til kapital, er seks individuelle indikatorer udvalgt; rejst kapital, ventureinvesteringer, early stage-investeringer, offentlige investeringer, udenlandske investeringer og adgang til lånefinansiering.

Volumen og sammensætningen af markedet for innovationsfinansiering er mål for, hvor velfungerende markedet er. Lande med større og mere diversificerede venturemarkeder har, alt andet lige, bedre betingelser for værdiskabelse i nye, innovative virksomheder. En lav andel af offentlige investeringer vurderes også at være et udtryk for markedsmodenhed, idet det private marked i højere grad er selv bærende. Desuden er omfattende ind- og udgående investeringer et udtryk for markedsmodenhed, fordi det indikerer, at markedet er velintegreret i den globale økonomi.

3.1.1 Rejst kapital

Den første indikator for venturemarkedernes størrelse er de nationale ventureselskabers evne til at rejse kapital. Blandt de førende lande er det venturefonde i Schweiz, som har rejst mest kapital i 2007. Det medfører, at Schweiz rykker op på andenpladsen for det treårige glidende gennemsnit – kun overgået af Storbritannien, jf. figur 2.

FIGUR 2. VENTUREKAPITAL UNDER FORVALTNING, % AF BNP



Kilde: EVCA YEARBOOK (1997-2008)

Note: 3-årigt gennemsnit 2004-2006 og 2005-2007.

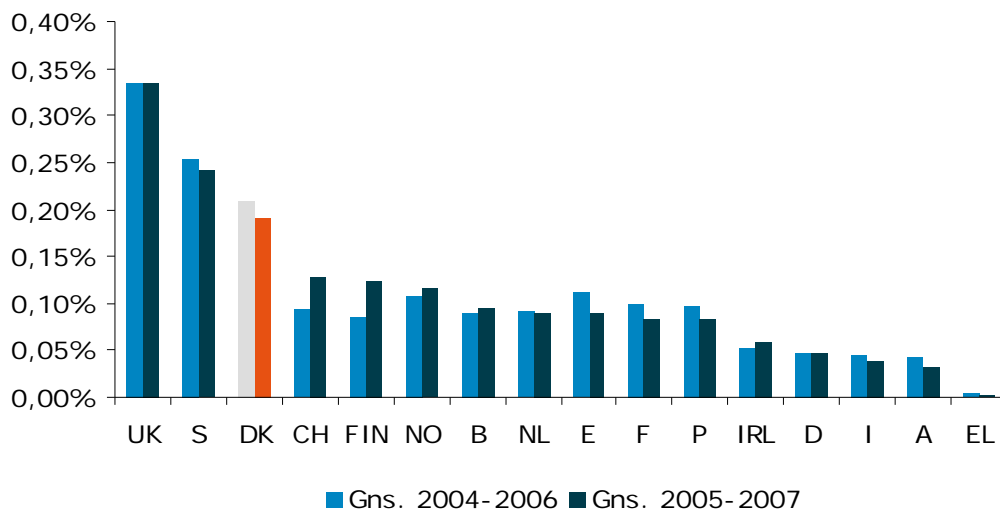
Danmark har også oplevet en pæn fremgang i kapitalen under forvaltning fra 2006 til 2007, hvilket i høj grad kan tilskrives etableringen af Sunstone Capital, som er et spin-out fra Vækstfonden. Det betyder, at Danmark fastholder sin fjerdeplads.

3.1.2 Ventureinvesteringer

Hvor kapitalen under forvaltning giver en indikation af markedets investeringskapacitet, er det muligt at sige noget om den aktuelle aktivitet ved at se på de samlede årlige investeringer i de forskellige markeder. Niveauet for ventureinvesteringer er udtryk for, i hvor høj grad den forvaltede kapital bliver omsat i konkrete investeringer i nystartede virksomheder.

Måles ventureinvesteringer som andel af BNP, fastholder Danmark sin tredjeplads i 2007. Med hensyn til den samlede investeringsaktivitet overgås Danmark dermed fortsat kun af Storbritannien og Sverige, jf. figur 3. Danmark har dog ligesom Sverige oplevet en nedgang i investeringsaktiviteten det seneste år, mens Storbritannien har opretholdt en meget høj investeringsaktivitet. Det betyder, at Storbritannien har distanceret både Sverige og Danmark med en betydelig margin.

FIGUR 3. VENTUREINVESTERINGER, % AF BNP



Kilde: EVCA YEARBOOK (2005-2008)

Note: 3-årigt gennemsnit 2004-2006 og 2005-2007.

Lande som Schweiz, Finland og Norge er desuden gået betydeligt frem det seneste år og nærmer sig Danmark. Mens ventureinvesteringerne i Danmark i 2007 udgør ca. 0,19 % af BNP, er de i Storbritannien, som ligger nr. 1, fortsat på 0,33 % i 2007.

Korrigeret for landenes størrelse betyder det, at investeringsvolumen i det danske marked skal forøges med 2,4 mia. kr. over en treårig periode, hvis Danmark skal

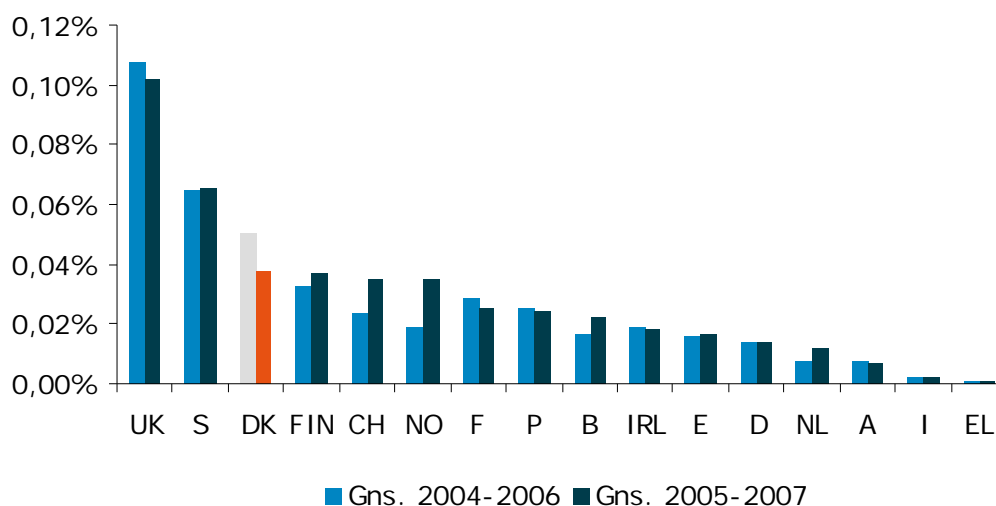
overtage førstepladsen på dette område. Det svarer til en forøgelse af investeringsaktiviteten på 75 % sammenlignet med niveauet i dag.

3.1.3 Early stage-investeringer

Ud over størrelsen af det samlede marked er også sammensætningen af markedet interessant. I mindre udviklede markeder vil investorer have tilbøjelighed til at fokusere på investeringer i senere faser, hvor virksomhederne er tættere på markedet, og investeringsrisikoen derfor er mere moderat. En progressiv udvikling i markedet vil med tiden skabe bevægelse ned mod tidligere faser, hvilket er motiveret i to forhold. For det første betyder et stigende kompetenceniveau, at investorerne bliver dygtigere til at håndtere de større risici i porteføljevirkomhedernes tidlige udviklingsfaser. For det andet vil konkurrencen om de gode projekter vokse over tid og på den måde sætte investorerne under pres for at udvide deal-flowet. Og fordi mange investorers fokus er afgrænset til udvalgte brancher og teknologier, vil investorerne være tilbøjelige til at udvide adgangen til nye investeringsmuligheder ved at gå tidligere ind i virksomhederne. Det trækker mere kapital ned i de tidlige faser.

En stigende andel af early stage-investeringer, som omfatter seed- og startup-faserne, kan derfor være et tegn på øget modenhed af markedet. Det betyder igen, at fødekæden for nye iværksættere i det pågældende marked er bedre understøttet. På dette område udmærker Danmark sig også ved at være blandt de bedste – kun overgået af Storbritannien og Sverige, jf. figur 4.

FIGUR 4. EARLY STAGE-INVESTERINGER, % BNP



Kilde: EVCA YEARBOOK (2005-2008)

Note: 3-årigt gennemsnit 2004-2006 og 2005-2007.

Danmark har fastholdt sin tredjeplads på trods af en nedgang i early stage-investeringerne i 2007. Det betyder dog, at afstanden op til Storbritannien – som er nr. 1 – er forøget. Hvor Danmark i 2006 skulle forøge sine early stage-investeringer med ca. 900 mio. kr. for at indhente Storbritannien, er afstanden op til nummer et i 2007 forøget til at udgøre 1,7 mia. kr. – eller mere end en fordobling af det nuværende niveau i Danmark.

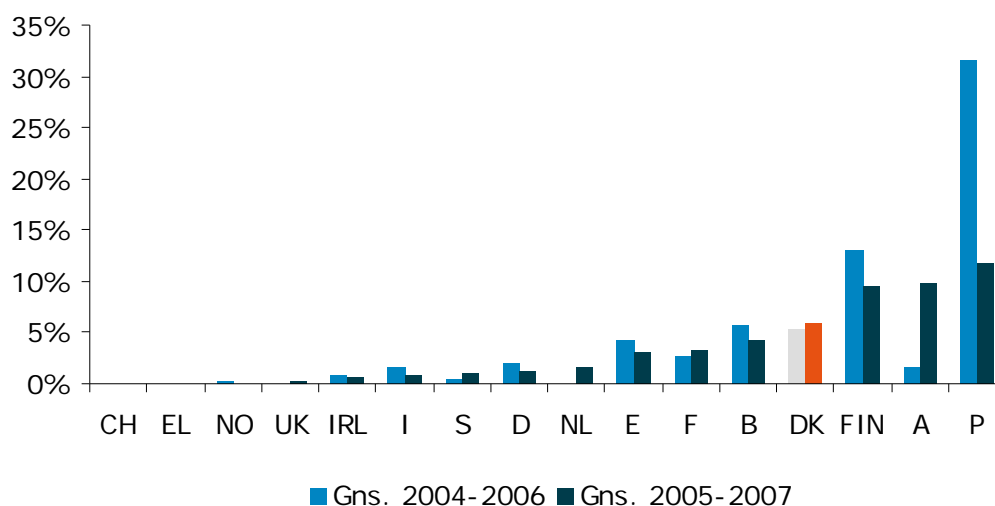
3.1.4 Offentlige investeringer

Andelen af offentlige investeringer antages at være størst i venturemarkeder, som er mindre modne. Rationalet er, at hvis markedet ikke virker tilstrækkeligt effektivt, kan offentlig intervention være nødvendig for at styrke markedsudviklingen. Det offentlige kan forsøge at forøge den totale mængde af venturekapital i markedet eller forbedre adgangen til kapital i udvalgte segmenter af markedet.

Også i forholdsvis modne markeder kan det offentlige spille en rolle, men her vil indsatsen ofte være målrettet specifikke underfinansierede segmenter i markedet. De offentlige investeringer vil desuden også udgøre en mindre del af mere modne markeder, alene fordi modne markeder typisk er væsentligt større.

I Danmark, hvor de offentlige investeringer foretages af Vækstfonden og innovationsmiljøerne, har offentliges aktørers investeringer i flere år ligget stabilt på omkring 8-10 % af de samlede investeringer. I 2007 er niveauet forøget en smule, hvilket betyder, at Danmark fastholder sin 13.-plads i 2006, jf. figur 5.

FIGUR 5. OFFENTLIGE INVESTERINGER, ANDEL AF DE SAMLEDE INVESTERINGER



Kilde: EVCA YEARBOOK (2005-2008)

Note: 3-årigt gennemsnit 2004-2006 og 2005-2007.

Den lille fremgang i andelen af offentlige investeringer fra 2006 til 2007 skyldes, at de offentlige aktører har opretholdt deres investeringsaktivitet, mens de private aktørers investeringer er reduceret.

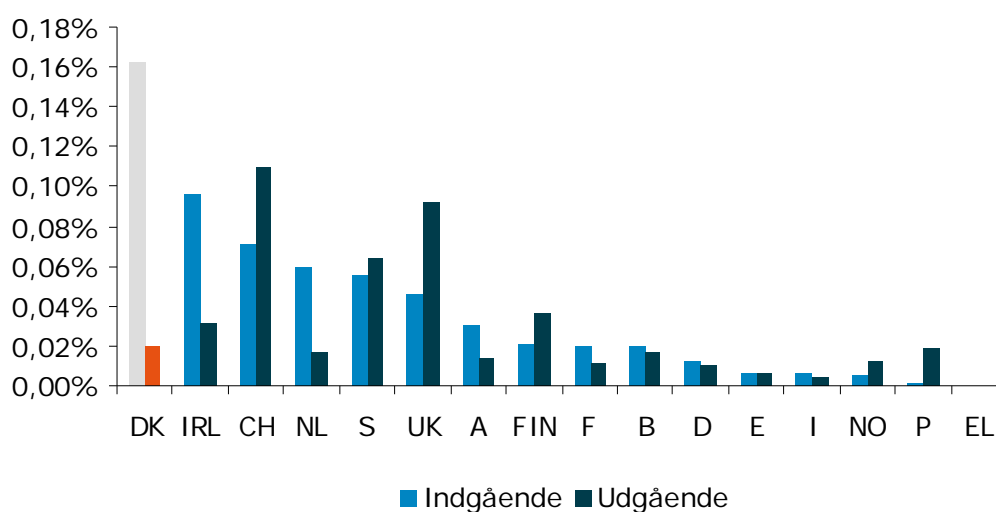
3.1.5 Udenlandske investeringer

Tallene for kapital under forvaltning og investeringer dækker over aktiviteten blandt nationale investorer, som udgør kernen i et venturemarked. Men venturemarkeder er ikke isolerede øer i et globalt kapitalmarked. Tværtimod betyder øget globalisering, at integration over grænserne får stadig større betydning for markedernes funktion.

Øget integration mellem nationale venturemarkeder skaber nye kanaler for at føre kapital og viden over grænserne. Integration styrker også adgangen til at syndikere investeringer mellem investorer i forskellige markeder og dermed udbygge risikodelingen. For virksomhederne betyder flere investorer i ejerkredsen, som alle har forskellige brohoveder på udenlandske markeder, at udrulningen af nye produkter i investorernes hjemme- og nærmarkeder kan ske smidigere og med større effekt. Et højt niveau for indenlandske investorers investeringer i udenlandske markeder er derfor et sundhedstegn, da det vidner om, at investorerne prioriterer at opbygge et stærkt internationalt netværk, som kan komme porteføljevirkomhederne til gavn.

Målt på investeringer ud af det nationale marked er Schweiz i front blandt de europæiske lande med investeringer svarende til 0,11 % af BNP. Umiddelbart efter følger Storbritannien og Sverige, som investerer i udenlandske markeder svarende til hhv. 0,09 % og 0,06 % af BNP, jf. figur 5.

FIGUR 6. IND- OG UDGÅENDE INVESTERINGER, % AF BNP



Kilde: EVCA YEARBOOK (2008)

Note: Tallene dækker over investeringer foretaget alene i 2007

Danmark er forholdsvis langt bagefter, når det gælder udgående investeringer, som kun udgør 0,02 % af BNP.

Til sammenligning oplevede danske venturefinansierede virksomheder en massiv tilførsel af kapital fra udenlandske investorer i 2007. Investeringerne ind i Danmark nåede op på 2,7 mia. kr., hvilket udgør 0,16 % af BNP og er tæt på at være dobbelt op i forhold til danske investorers investeringer i danske virksomheder. Dermed indtager Danmark pladsen helt i front blandt europæiske markeder, når det gælder evnen til at tiltrække udenlandsk venturekapital. Det er her ikke muligt at sammenligne direkte med tidligere år, idet det først i 2007 er blevet muligt at få data for indgående ventureinvesteringer. Tidligere var tallet baseret på samlede venture- og buyout-investeringer.

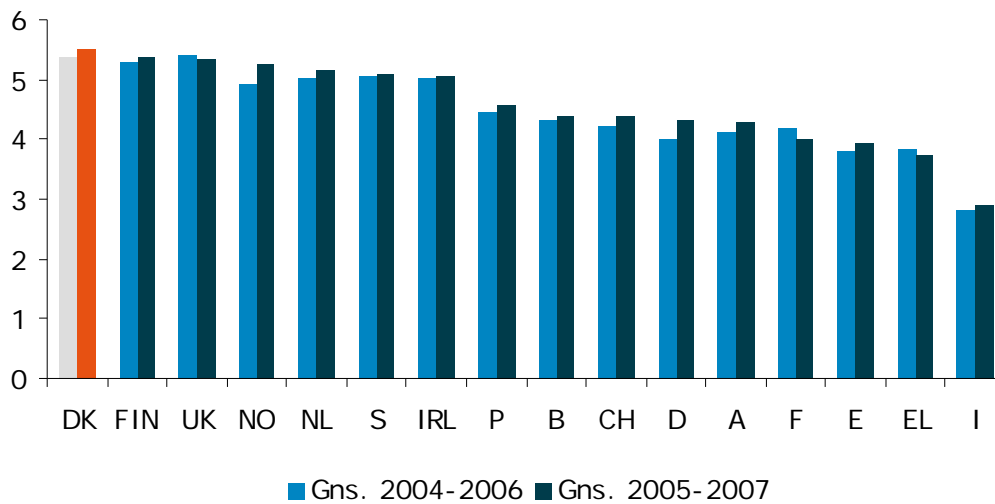
Størrelsen af udenlandske investeringer i danske virksomheder er et udslag af, at danske ventureinvestorer igennem de senere år har opbygget porteføljer af selskaber, som tiltrækker udenlandsk interesse. Virksomhederne har nået et modenhedsniveau, hvor de har brug for ekspansionskapital til at accelerere internationaliseringen af forretningen. Det kan udenlandske ventureinvestorer med fordel medvirke til. Mere end 98 % af kapitalen er da også tilført som ekspansionskapital. En fortsat høj udenlandsk investeringsaktivitet vil derfor forudsætte at, danske investorer fastholder og udbygger early stage-investeringerne. I det perspektiv er det en udfordring for det danske marked fremadrettet, når early stage-investeringerne falder, jf. figur 4.

3.1.6 Adgang til lånefinansiering

De indikatorer for innovationskapital, som hidtil er omtalt, omfatter primært egenkapitalinvesteringer. Men for mange virksomheder er denne type finansiering ikke en reel mulighed. Det kan bl.a. skyldes, at de eksisterende ejere ikke ønsker at dele ejerskabet, eller at virksomhedernes vækstpotentiale ikke kan honorere ventureselskabernes forventninger. Disse virksomheder, som ofte er veletablerede virksomheder inden for traditionel industri- eller iværksættervirksomheder med et moderat vækstpotentiale, har imidlertid også typisk behov for at få tilført ekstern finansiering. For disse virksomheder er lånefinansiering ofte mere relevant.

En indikator for adgangen til lånefinansiering findes i "The Global Competitiveness Report". Indikatoren er kvalitativ, idet en række eksperter i hvert land spørges om, hvor nemt det er at skaffe lånefinansiering. En høj værdi indikerer, at der er god adgang til lånefinansiering. Danmark er for første gang oppe på førstepladsen, hvilket er en fremgang i forhold til 2006, hvor Danmark var nr. 2, jf. figur 7.

FIGUR 7. ADGANG TIL LÅNEFINANSIERING



Kilde: The Global Competitiveness Report (2005-2008)

Note: 3-årigt gennemsnit 2004-2006 og 2005-2007.

Danmarks konstante tilstedeværelse i top-3 skyldes bl.a. Vækstfondens Vækstkauti-
oner, som er lånegarantier til pengeinstitutternes udlån til udvikling og fornyelse i
mindre, danske virksomheder. Ordningen blev lanceret i 2000, og siden hen har det
danske marked oplevet fremgang i forhold til de øvrige europæiske lande.

3.2 SAMVEJNING AF KAPITALINDIKATORER

Fra benchmarkingen i 2006 til 2007 forbedrede Danmark sin score på kapitalindek-
set, samtidig med at Danmark forbedrede sin placering for fire ud af syv indikatorer.

Fra 2007 til målingen i 2008 er udviklingen i benchmarkplaceringerne også gunstig.
Som det fremgår af afsnit 3.1.1 til 3.1.6 har Danmark således forbedret sin placering
på to indikatorer – adgang til lånefinansiering og indgående investeringer. For de
fem øvrige indikatorer er placeringen uændret i forhold til 2006. For overskuelighe-
dens skyld er Danmarks placeringer i 2007 og 2008 opsummeret i tabel 1.

TABEL 1. DANMARKS PLACERINGER FOR ADGANG TIL KAPITAL

	2007	2008	
Kapital under forvaltning	4	4	→
Ventureinvesteringer	3	3	→
Early-stage-investeringer	3	3	→
Adgang til lånefinansiering	2	1	↑
Offentlige investeringer	13	13	→
Indgående investeringer	3	1	↑
Udgående investeringer	6	6	→

Kilde: Vækstfonden

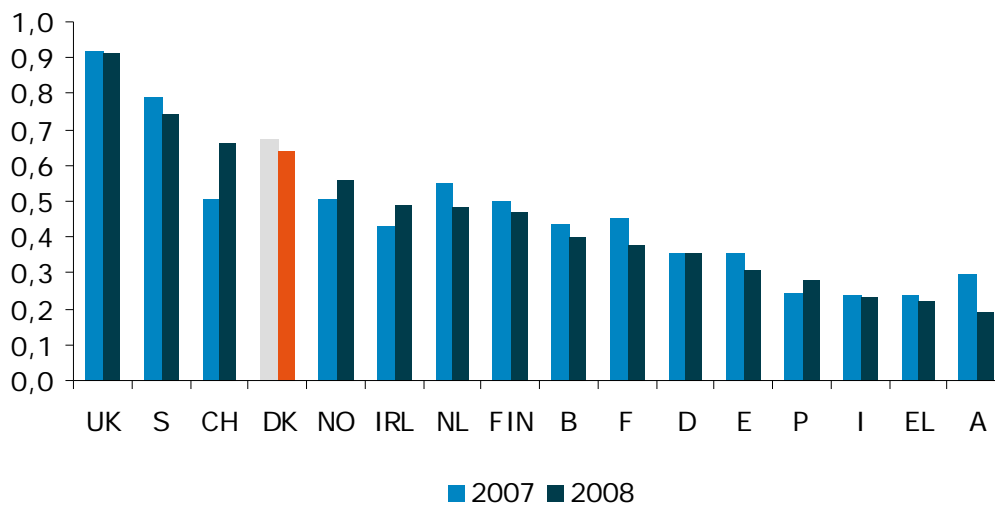
Det eneste område, hvor Danmark er placeret i den nederste tredjedel, er det offentlige andel af buyout- og ventureinvesteringerne, hvor det offentlige spiller en relativt stor rolle i Danmark. Forklaringen på denne placering er bl.a., at Vækstfonden trækker en væsentlig del af aktiviteten i det danske marked, jf. "Det danske marked for venturekapital og buyout" (Vækstfonden, 2008). Dermed skal Danmarks lave placering på dette område ses i lyset af, at vi vedvarende arbejder på at øge den samlede volumen i markedet, således at Vækstfondens markedsandel mindskes over tid.

Måling af individuelle indikatorer giver detaljeret information om udvalgte områder - fx ventureinvesteringer. Det er imidlertid hensigtsmæssigt at integrere den detaljerede information i én samlet indikator, som angiver landenes totale placering for adgangen til kapital i forhold til hinanden. For at kunne sammenligne forskellige parameterverdier er de enkelte værdier normaliseret ved hjælp af "minimum-maksimum"-metoden. Ved at bruge denne metode spænder de individuelle parameterverdier fra 0 (det land der klarer sig dårligst) til 1 (det land der klarer sig bedst). Denne metode sikrer dermed, at afstanden mellem det dårligste og det bedste land er ens på tværs af alle de individuelle indikatorer.

De individuelle indikatorer indgår herefter med samme vægt i det samlede kapitalindeks. De to parametre for udenlandske investeringer (indgående og udgående investeringer) er dog samlet i én indikator med samme vægt som de øvrige indikatorer.

På baggrund af indekstallene for adgangen til kapital i de 16 europæiske lande ses det, at Danmarks score er faldet i forhold til året før, jf. figur 8. Det er anden gang i seks år, at Danmark ikke forbedrer sin score på kapitalindekset. Tilbagegangen skyldes at afstanden til nummer et på flere af indikatorerne er blevet større. Det er baggrunden for, at Danmarks samlede score kan falde tilbage, selvom der er fremgang på to af indikatorerne, jf. tabel 1.

FIGUR 8. KAPITALINDEKS FOR MARKEDET FOR INNOVATIONSFINANSIERING



Kilde: Vækstfonden

Tilbagegangen betyder, at Schweiz skubber Danmark ned på fjerdepladsen, mens Storbritannien og Sverige fortsat er i front.

4. RAMMEBETINGELSER

Rammebetingelserne, som kan understøtte skabelsen og finansieringen af innovative virksomheder, kan opdeles i tre områder; input, exit og infrastruktur. I lighed med målingen af adgangen til kapital beskrives områderne først detaljeret, hvorefter de indgår med samme vægt i ét samlet indeks for rammebetingelserne. Indikatorerne i de tre områder er:

- **Input:** Iværksætteraktiviteten, andel af befolkningen som tager en videregående uddannelse, patentaktiviteten og kvaliteten af de nationale forskningsinstitutioner.
- **Exit:** Børsnoteringer, industrielle salg, størrelsen af de nationale aktiemarkeder og buyoutinvesteringerne.
- **Infrastruktur:** Person- og selskabsskat, administrative barrierer for start-ups og antal dage, som det tager at etablere en virksomhed.

På inputsiden har Danmark forbedret sin placering fra benchmarkingen i 2007. En fremgang i antallet af personer, som tager en videregående uddannelse i forhold til de øvrige europæiske lande betyder, at Danmark rykker op på sjettepladsen i 2008, jf. tabel 2.

TABEL 2. DANMARKS PLACERINGER PÅ RAMMEBETINGELSERNE

	2007	2008	
Input	7	6	↑
Iværksætteraktivitet	9	9	→
Højere uddannelse	3	2	↑
Patenter	6	6	→
Kvalitet af forskningsinstitutioner	8	8	→
Exit	10	9	↑
Børsnoteringer	10	12	↓
Industrielle salg	13	9	↑
Aktiemarkederne	9	9	→
Buyout	8	5	↑
Infrastruktur	7	7	→
Selskabsskat	7	5	↑
Administrative barrierer	3	3	→
Antal dage for at starte virksomhed	1	1	→
Marginal personbeskatning	14	14	→

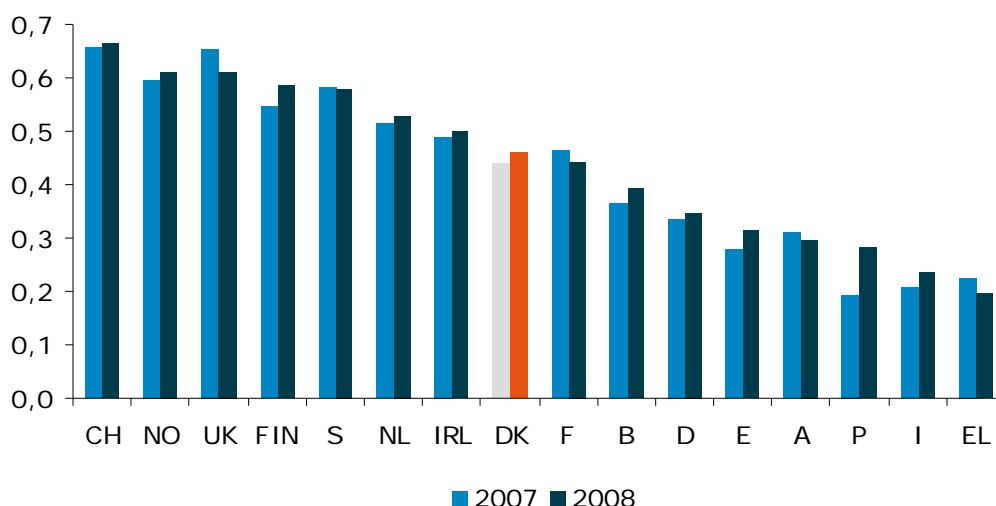
Kilde: Vækstfonden

Exitmarkedet har længe været Danmarks svageste led. I benchmarkingen fra 2007 indtog Danmark en beskedne 10.-plads. Benchmarkingen i 2008 byder imidlertid på en lille fremgang - Danmark er rykket én plads frem. Fremgangen skyldes, at industrielle salg og buyoutmarkedet er gået frem, mens antallet af børnsnoteringer ikke er steget så meget som i de øvrige europæiske lande.

Hvad angår infrastrukturen indtager Danmark for sjette år i træk syvendeplassen. Placeringen er en konsekvens af, at Danmark ligger midt i feltet med hensyn til selskabsskat og administrative barrierer - kombineret med, at Danmark har den laveste opstartstid for nye virksomheder og den tredjehøjeste marginalsat.

Samlet set har Danmark forbedret sin score fra 2007 til 2008. Denne positive udvikling betyder, at Danmark på det samlede indeks for rammebetingelserne for innovationsfinansiering i de 16 lande rykker op 8. pladsen i 2008, jf. figur 9.

FIGUR 9. INDEKS FOR RAMMEBETINGELSERNE FOR INNOVATIONSFINANSIERING



Kilde: Vækstfonden

På det samlede indeks for rammebetingelserne for innovationsfinansiering er afstanden til Schweiz – markedet med de bedste rammebetingelser – desuden formindsket en smule fra 2007 til 2008.

Endelig er det interessant at bemærke, at Storbritannien, Sverige og Schweiz, som er foran Danmark på kapitalindekset alle har klart bedre rammebetingelser end Danmark. Hvis Danmark skal rykke forbi de førende lande, kræver det derfor, at rammebetingelserne generelt – og exit-markedet i særdeleshed – skal forbedres yderligere de kommende år.

5. DANMARK I ET GLOBALT PERSPEKTIV

I dette afsnit rettes blikket ud over Europas grænser mod førende lande og regioner i verden, som historisk set har haft de mest velfungerende og dynamiske venturemarkeder – bl.a. Massachusetts, Californien, Israel og Canada.

Disse lande og regioner bliver sammenlignet med Danmark og de førende europæiske lande på de indikatorer, hvor der foreligger sammenlignelige data for tilstrækkeligt mange lande. Fokus er imidlertid kun på de indikatorer, som indgår i kapitalindekset.

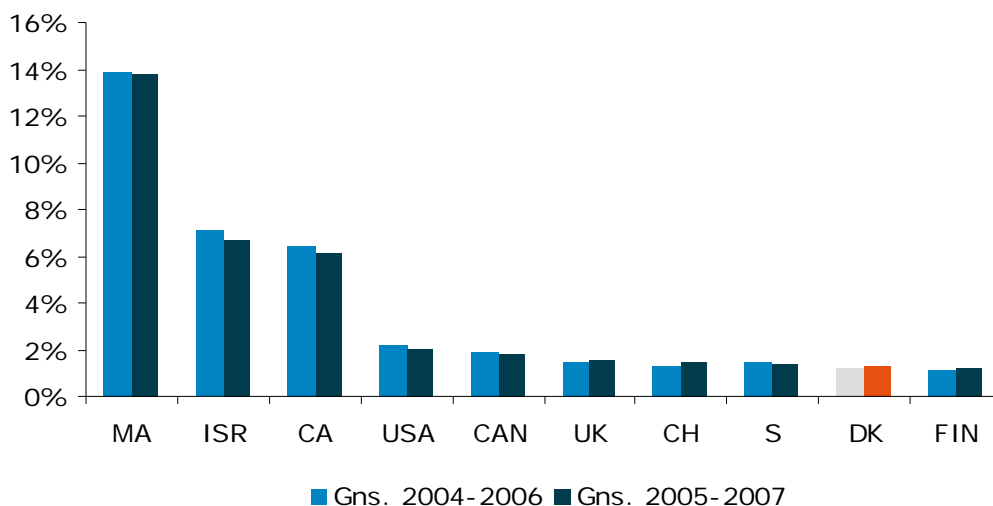
5.1 ADGANG TIL KAPITAL

Kapital under forvaltning

For indikatoren for kapital under forvaltning er det ikke overraskende landene og regionerne med de mest modne venturemarkeder, som historisk har rejst mest kapital.

Ifølge den amerikanske venturekapitalforening (NVCA) råder venturefondene i Massachusetts således over mere end \$40 mia., hvilket svarer til 14 % af BNP for denne region. Herefter følger Israel, hvor kapitalen udgør godt 7 % af BNP, jf. figur 10.

FIGUR 10. KAPITAL UNDER FORVALTNING



Kilde: NVCA, EVCA

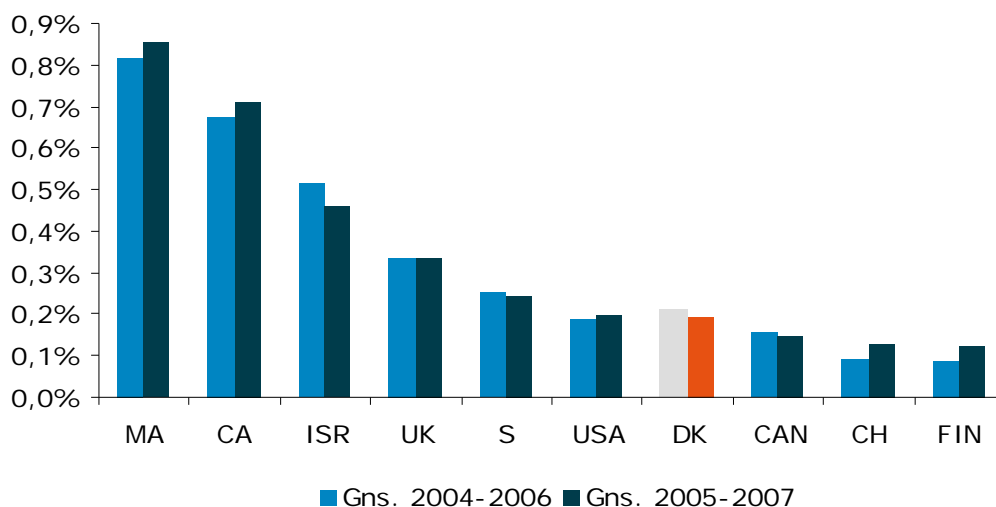
På tredje- fjerde- og femtepladsen følger hhv. Californien, USA og Canada. Danmark er også overgået af Storbritannien, Schweiz og Sverige, hvor kapitalen udgør ca. 1,5 % af BNP.

I Danmark er niveauet for kapital under forvaltning ifølge EVCA på 1,3 % af BNP, hvilket svarer til ca. 22 mia. kr. For at Danmark skal nå op på siden af USA, skal kapitalen under forvaltning forøges med ca. 10 mia. kr. – mens den skal tidobles, for at Danmark kommer på niveau med den bedste region i verden: Massachusetts. Det svarer til et løft på knap 200 mia. kr.

Ventureinvesteringer

Også for ventureinvesteringerne ligger Massachusetts og Californien i toppen. Massachusetts har med ventureinvesteringer for \$3,5 mia. en meget høj investeringsaktivitet i forhold til regionens størrelse. Målt i forhold til BNP udgør ventureinvesteringerne 0,9 % i Massachusetts. Det er noget mere end nr. 2, Californien, hvor aktiviteten når op på ca. 0,7 % af BNP, jf. figur 11.

FIGUR 11. VENTUREINVESTERINGER, % AF BNP



Kilde: NVCA, EVCA

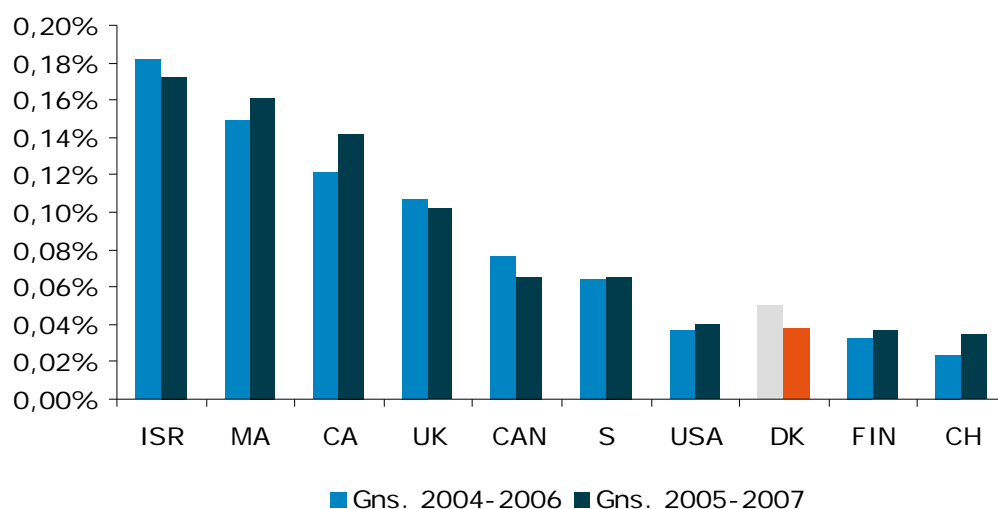
Europas nr. 1, Storbritannien, er langt bagefter i sammenligning med Massachusetts og Californien. Her når investeringsaktiviteten kun op på godt 0,3 % af BNP.

I Danmark udgør ventureinvesteringerne - ifølge EVCA – knap 0,2 % af BNP, hvilket svarer til godt 3 mia. kr. Aktivitetsniveauet i Danmark skal dermed forøges med 75 % for at blive nr. 1 i Europa – men mere end firedobles for at overgå Massachusetts, svarende til et løft i den årlige investeringsaktivitet på 13 mia. kr.

Early stage-investeringer

Early stage-investeringerne er et område, hvor Danmark i europæisk sammenhæng er med helt fremme. For sjette år i træk er Danmark således i top-3 sammen med Storbritannien og Sverige. De bedste lande og regioner i verden er imidlertid et stykke foran Danmark. Globalt er Israel således i front med early stage-investeringer for knap \$0,3 mia. Det svarer til 0,17 % af BNP, jf. figur 12.

FIGUR 12. EARLY STAGE-INVESTERINGER, % AF BNP



Kilde: NVCA, EVCA, VentureEconomics

Massachusetts er en sikker nr. 2 med 0,16 %, tæt efterfulgt af Californien, mens Storbritannien følger på fjerdepladsen som bedste europæiske land med early stage-investeringer svarende til 0,1 % af BNP.

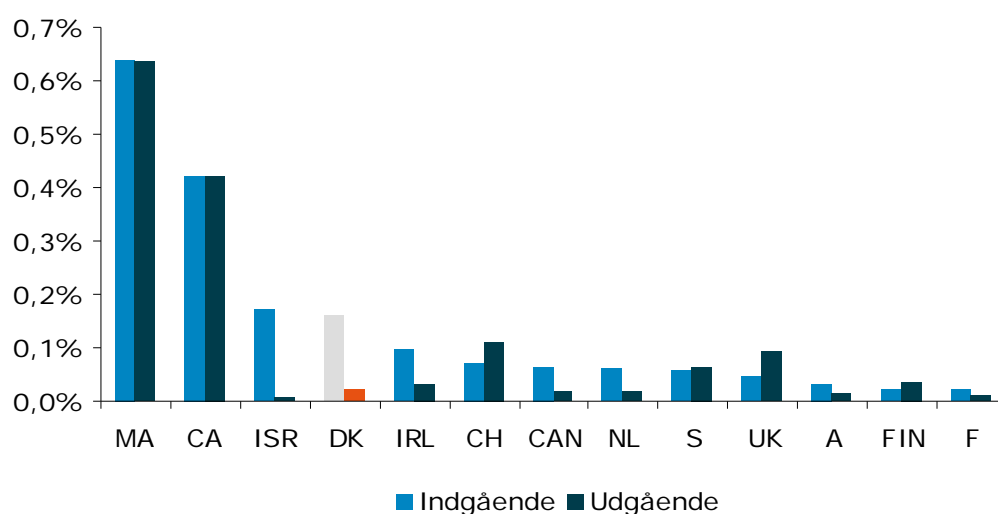
På syvendepladsen følger Danmark med et early stage-investeringsniveau på 0,04 % af BNP, hvilket svarer til knap 700 mio. kr. For at Danmark skal overhale Storbritannien, skal investeringsaktiviteten dermed fordobles, mens den skal firedobles, for at Danmark bliver nr. 1 i verden. Det svarer til en fremgang i de årlige early stage-investeringer på mere end 2 mia. kr.

Udenlandske investeringer

Ved at udvikle brohoveder på udenlandske markeder kan investorerne også hjælpe deres porteføljevirkksomheder, idet den globale lancering af nye produkter kan finde sted mere effektivt. Et højt niveau for udgående investeringer er derfor et sundhedstegn, da det vidner om, at de indenlandske investorer prioriterer at opbygge et stærkt internationalt netværk.

For denne indikator er Schweiz i front blandt de europæiske lande med udgående investeringer svarende til ca. 1 % af BNP. Herefter følger Storbritannien og Sverige, som foretager investeringer uden for deres regioner for beløb svarende til hhv. 0,9 % og 0,6 % af BNP, jf. figur 13. Massachusetts og Californien er ikke overraskende helt i front, idet investeringer på tværs af regioner inden for et land forekommer væsentligt oftere end investeringer på tværs af nationer. Danmark er forholdsvis langt bagefter med udgående investeringer på 0,35 mia. kr., svarende til kun 0,02 % af BNP. Hvis Danmark skal overhale Schweiz og blive nr. 1 i Europa, kræver det, at de udgående investeringer femdobles, svarende til et årligt løft på 1,4 mia. kr.

FIGUR 13. IND- OG UDGÅENDE INVESTERINGER, % AF BNP



Kilde: NVCA, EVCA

Note: Tallene dækker over investeringer foretaget alene i 2007

En femte indikator, som har stor betydning, er landenes evne til at tiltrække kapital fra investorer, som befinder sig uden for landet eller regionen. De indgående investeringer er hovedsageligt interessante af to grunde. Det gælder ligesom for de udgående investeringer, at de indgående investeringer giver et indtryk af, hvor internationalt orienterede de danske aktører på venturemarkedet agerer. Derudover er indgående investeringer en indikator for, hvor interessant udenlandske investorer finder det danske marked.

Massachusetts er bedst til at tiltrække kapital, idet de indgående investeringer i denne region udgør mere end 0,6 % af BNP. Californien er nr. 2 med et indgående investeringsniveau, som udgør 0,4 % af BNP, jf. figur 13. Umiddelbart herefter følger Israel, hvor de indgående investeringer tæt på 0,2 % af BNP.

Danmark har tidligere klaret sig mindre godt med hensyn til at tiltrække kapital fra udenlandske investorer. De seneste år er situationen imidlertid forbedret markant,

og i 2007 når de indgående ventureinvesteringer i Danmark op på 0,16 % af BNP, svarende til 2,7 mia. kr. Danmark indtager dermed en klar førsteplads i Europa, når det gælder evnen til at tiltrække udenlandsk venturekapital, jf. figur 13.

Billedet af danske vækstvirksomheder som et attraktivt mål for ventureinvestorer bliver endnu mere tydeligt, når vi ser på, hvor investorerne samlet set vælger at investere. Ved at lægge investeringerne alene i 2007 fra indenlandske investorer i indenlandske virksomheder sammen med tilstrømningen af kapital fra udenlandske investorer fremstår Danmark som det relativt mest dynamiske investeringsmarked i Europa i 2007. Det er samtidig værd at notere, at udenlandske investorer udgør omkring 2/3 af de samlede investeringer i danske virksomheder i 2007.

Kun Schweiz har en tilsvarende høj andel af udenlandsk kapital, men her er niveauet for de samlede investeringer – dvs. nationale investeringer (figur 11) plus indgående investeringer og fratrukket udgående investeringer (figur 13) - kun halvt så stort som i Danmark. Når Schweiz ligger højt på kapital under forvaltning og investeringer, jf. figur 10 og 11, dækker det vel at mærke over særligt favorable vilkår for at etablere venturefonde i Schweiz. Men det er kun en mindre del af den indenlandske investeringskapital, som finder vej til schweiziske virksomheder.

Mere end 95 % af den udenlandske venturekapital til danske virksomheder tilgår virksomheder i senere faser. Det er et udslag af, at early stage-investeringer typisk bliver drevet frem af lokale investorer, som har det fornødne markedskendskab og netværk til at foretage investeringer i de tidlige og mere risikobetonede udviklingsfaser.

Når danske venturefinansierede virksomheder er i stand til at tiltrække så meget kapital udefra, er det derfor udtryk for, at danske ventureinvestorer i de senere år har opbygget porteføljer af meget lovende virksomheder, som er attraktive investeringsemner for udenlandske later stage-investorer.

En høj andel af udenlandske investeringer kan imidlertid også indebære et dilemma, hvis den opstår som resultat af, at indenlandske investorer ikke har tilstrækkelig kapital til at bære virksomhederne videre igennem de senere faser frem mod exit. Så er der risiko for, at udenlandske kapitalstærke investorer udvander danske investorerers ejerandele og dermed reducerer de danske investorers samlede afkast på deres investeringer.

Sker det, vil Danmark reelt fungere som et "feeder-marked" for særligt britiske og amerikanske venturefonde, der kan kapitalisere på en stærkere forhandlingsposition over danske investorer, som har drevet danske vækstvirksomheder frem, men ikke har kapacitet til at følge op på investeringerne. Men det vil kunne sætte danske investorers afkastperformance under pres og dermed svække muligheden for at levere

et tilfredsstillende afkast til deres investorer, fx pensionskasser og -selskaber. Det vil samtidig negativt påvirke disse investorers interesse for at investere i danske venturefonde.

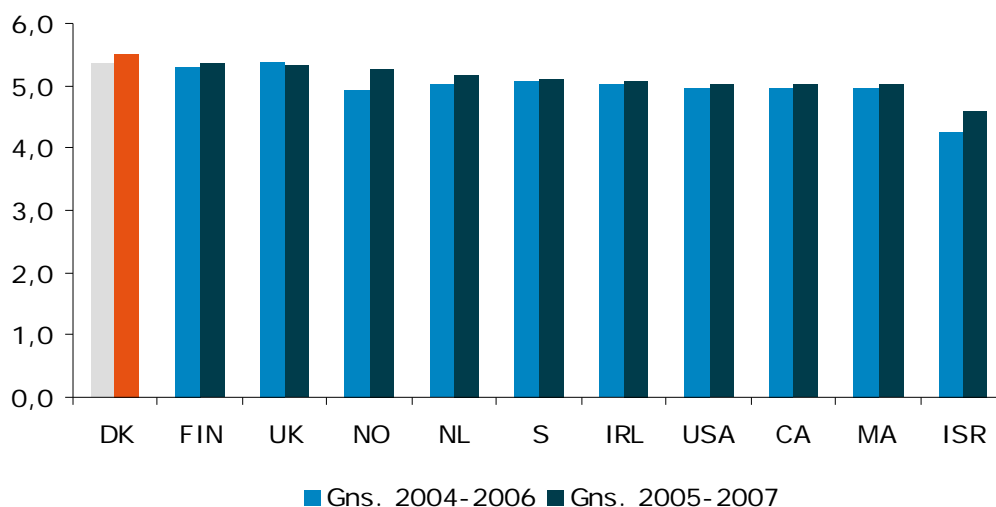
Eneste relevante modtræk over for en situation som "feeder-funktion" er, at danske ventureinvestorer har adgang og evne til at rejse tilstrækkelig kapital til at kunne følge virksomhederne helt frem til exit.

Adgang til lånefinansiering

I tillæg til at have et velfungerende venturemarked er det også afgørende, at låne-markedet fungerer optimalt, for at alle typer af iværksættere skal kunne tilvejebringe den fornødne kapital til at starte og udvikle deres virksomhed.

Efter en andenplads i 2006 er Danmark faktisk det land, hvor der ifølge "The Global Competitiveness Report" er bedst adgang til lånefinansiering i 2007, jf. figur 14. Afstanden ned til Finland, som er rykket op på andenpladsen, er dog ikke stor.

FIGUR 14. ADGANG TIL LÅNEFINANSIERING



Kilde: The Global Competitiveness Report

Det er desuden interessant, at Norge efter en stor fremgang i 2007 er rykket syv pladser frem og nu indtager fjerdepladsen.

Et kendetegn for adgangen til lånefinansiering er, at en række europæiske lande ligger helt i front, hvilket er et udslag af Europas traditionelle kreditbaserede økonomier sammenlignet med de angelsaksiske markedsbaserede økonomier, hvor virksomhedsfinansiering i højere grad sker med egenkapital.

5.1.1 Et globalt kapitalindeks

Med de data, som foreligger, er det muligt i et vist omfang at indarbejde Massachusetts, Californien, Israel, Canada, USA og Australien i et samlet kapitalindeks. Resultaterne skal dog tolkes med nogen forsigtighed, idet tallene er indsamlet fra forskellige datakilder. Resultaterne er desuden ikke helt sammenlignelige med kapitalindekset for de 16 europæiske lande, idet der ikke foreligger sammenlignelige tal for offentlige investeringer.

Som beskrevet i de forrige afsnit ligger Massachusetts i front for næsten alle de indikatorer, hvor der er sammenlignelige data. Dermed opnår Massachusetts en klar førsteplads på det samlede kapitalindeks med en imponerende score på 0,95, jf. figur 16. Scoren dækker over, at Massachusetts opnår en førsteplads på fire ud af seks underindikatorer.

FIGUR 15. KAPITALINDEKSET



Kilde: NVCA, PWC, Zero2IPO, EVCA, The Global Competitiveness Report

Californien klarer sig også forholdsvis godt for de fleste indikatorer, men må med en score på 0,67 nøjes med en andenplads. Storbritannien, som er det bedste europæiske land, opnår en score på 0,43. Danmark er med en værdi på 0,33 langt efter Massachusetts. Mere interessant er det imidlertid, at Danmark fortsat holder sig foran lande som USA og Canada.

Der er stor forskel på den udfordring Danmark står over for, afhængigt af om det er de førende markeder i Europa eller verden, der skal benchmarkes imod. En placering som nr. 1 i Europa vil kræve en forøgelse af venturekapitalen under forvaltning med 20 %, en forøgelse af de årlige ventureinvesteringer på 75 % – og en fordobling af early stage-investeringerne.

En førsteplads globalt kræver derimod en tidobling af kapitalen, en firedobling af ventureinvesteringerne og en firedobling af early stage-investeringerne.

6. STATUS PÅ DET DANSKE MARKED

For anden gang i seks år forbedrede Danmark ikke sin score på kapitalindekset. Danmark går frem på en række parametre, men en række lande, heriblandt dem der lå umiddelbart efter Danmark, rykker endnu mere frem. Danmark har dermed mistet tredjepladsen til Schweiz, mens Storbritannien fortsat indtager en sikker førsteplads.

De førende europæiske lande er imidlertid fortsat inden for rækkevidde, og det er derfor interessant at analysere, hvordan Danmark klarer sig i forhold til lande og regioner i resten af verden, som historisk set har haft de mest velfungerende og dynamiske markeder for innovationsfinansiering – delstaterne Massachusetts og Californien i USA samt Israel og Canada. Resultaterne viser, at Massachusetts for næsten alle de indikatorer, hvor der er sammenlignelige data, er i front. Massachusetts fastholder dermed en klar førsteplads på det globale kapitalindeks. Det er imidlertid interessant, at Danmark fortsat holder sig foran lande som USA og Canada.

Der er dog stor forskel på den udfordring, Danmark står over for, afhængigt af om det er de førende markeder i Europa eller verden, der skal benchmarkes imod. En placering som nr. 1 i Europa vil således kræve en forøgelse af kapital under forvaltning med 20 %, en forøgelse af ventureinvesteringerne på 75 % – og en fordobling i early stage-investeringerne. Det vil bringe Danmark et stykke ad vejen mod også at opnå en førerplads globalt. Men hvis vi skal opnå en global førsteplads kræver det en endnu mere omfattende indsats. Skal det lykkes, skal kapitalen tidobles, mens ventureinvesteringerne og early stage-investeringerne skal firedobles.

Udfordringen er samtidig løbende at forbedre rammevilkårene, hvor efterslæbet til de førende europæiske lande er endnu større, idet Danmark ligger som nummer 8 i Europa i 2008. Det er dog en fremgang på én placering i forhold til målingen i 2007.

Exitmarkedet har således vist små fremskridt det seneste år, men der er fortsat behov for en indsats med at forbedre vilkårene for exits i Danmark. På forsknings- og iværksættersiden ligger Danmark noget bedre end for exitsituationen. Men hvis Danmark skal rykke op på den europæiske rangstige, er det også her nødvendigt at fortsætte arbejdet med at styrke samarbejdet mellem den offentlige forskning og erhvervslivet samt gøre det mere attraktivt at være med til at starte nye virksomheder som iværksætter.

Og endelig er der den lovgivningsmæssige infrastruktur, hvor Danmark ligger pænt målt på administrative byrder og selskabsbeskatning, mens personskatterne i Danmark fortsat skiller sig ud ved at ligge i den absolut høje ende i Europa.

Over de senere år har det danske marked udviklet sig i retning af at opnå større modenhed. Men selvom måltallene for investeringsaktiviteten i Danmark og ikke

mindst investeringer fra udlandet ser opmuntrende ud, er spørgsmålet, om fremgangen i de senere år har skabt et bæredygtigt dansk marked.

Hvis venturemarkedet skal være en drivkraft for at skabe nye globale vindervirksomheder ud af Danmark, forudsætter det derfor, at danske ventureselskaber vil være i stand til at rejse ny kapital til nye fonde i årene fremover. Og med den aktuelle tørlægning af markedet, hvor flere ventureteams har udskudt planer om at rejse kapital til nye venturefonde herunder Iværksætterfonden i Vestdanmark, Inventure Capital, er der risiko for, at det danske marked er undervejs til at falde tilbage i international sammenhæng, med mindre der bliver åbnet for tilførsel af ny kapital til venturemarkedet fra eksisterende eller nye kilder.