

DET DANSKE MARKED FOR VENTUREKAPITAL OG BUY-OUT (2006)

VÆKSTFONDEN

Vækstfondens forretningsidé er at tilføre markedet risikovillig kapital dér, 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. INDLEDNING	3
2. RESUMÉ	4
3. DET DANSKE VENTUREMARKED	6
3.1 ANTALLET AF INVESTORER	6
3.1.1 Investorer fordelt på typer	7
3.1.2 Investorenes alder	7
3.2 KAPITAL UNDER FORVALTNING	8
3.2.1 Kapital under forvaltning fordelt på ejere	11
3.2.2 Likviditet	12
3.3 VENTUREINVESTERINGER	14
3.3.1 Investeringsaktiviteten	14
3.3.1.1 Investeringer fordelt på investortyper	16
3.3.1.2 Ny- og opfølgingsinvesteringer	16
3.3.2 Ventureinvesteringernes karakteristika	18
3.3.2.1 Investeringer fordelt på finansieringsfaser	18
3.3.2.2 Investeringer fordelt på brancher	19
3.3.2.3 Ventureinvesteringer fordelt på brancher og stadier	21
3.3.2.4 Internationalisering	21
3.3.2.5 Investeringer i danske virksomheder fordelt på stadier	22
3.3.2.6 Syndikering	23
3.3.2.7 Investeringer i danske virksomheder fordelt på amter	24
3.4 KONKLUSIONER	25
4. BUY-OUT MARKEDET	27
4.1 ANTAL INVESTORER	27
4.2 KAPITAL UNDER FORVALTNING	28
4.3 INVESTERINGER	29
4.4 KONKLUSIONER	29
5. MARKEDET FOR VENTUREKAPITAL OG BUY-OUT	31
5.1 ANTALLET AF INVESTORER	31
5.2 KAPITAL UNDER FORVALTNING	31
5.3 INVESTERINGER	32
6. VÆKSTFONDENS ROLLE	33
6.1 INDIREKTE INVESTERINGER	34
6.2 DIREKTE INVESTERINGER	34
6.2.1 SEED-MARKEDET I DANMARK	35
APPENDIKS A – BESKRIVELSE AF MARKEDET	37
APPENDIKS B – METODE	44
APPENDIKS C – DEFINITIONER	48
APPENDIKS D – INVESTORER	52
APPENDIKS E – KONTAKTOPLYSNINGER	54

1. INDLEDNING

Der er efterhånden bred enighed om, at innovation og nytænkning er en forudsætning for, at danske virksomheder er konkurrencedygtige i den globale økonomi. Det er ofte sagt, at Danmark skal udvikles til et videnssamfund, hvor innovative virksomheder tilskyndes til at udvikle nye – og i mange tilfælde højteknologiske – løsninger og produkter. For det er dér, Danmark har sin styrke. Såfremt nytænkning og innovation virkelig skal være drivkraften i det danske samfund, er det imidlertid vigtigt, at de innovative virksomheder har adgang til et velfungerende marked for venturekapital.

Baggrunden er, at de nystartede innovative forsknings- og udviklingsbaserede virksomheder oftest hverken har indtægter, der gør dem i stand til at afdrage gæld og betale renter, eller aktiver som bankerne vil tage som sikkerhed for lån. Som følge heraf kan mange af disse virksomheder ikke optage traditionelle lån, hvorfor adgangen til et velfungerende venturemarked, hvor det er muligt at fremskaffe egenkapitalfinansiering, er af afgørende betydning for disse virksomheders udviklings- og vækstmuligheder.

Det er derfor interessant at følge investeringsaktiviteten på det danske venturemarked, idet svingninger i aktiviteten kan bruges som indikator for innovationsvirksomhedernes finansieringsmuligheder.

Denne investeringsaktivitet belyses i nærværende analyse af det danske marked for venturekapital og buy-out. Analysen illustrerer investeringsaktiviteten i 2005 samt kapitalrejsningerne blandt venture- og buy-out-selskaberne frem til og med august 2006.

2. RESUMÉ

Det danske venturemarked er i fortsat fremgang – og har det seneste år performet bedre end både det amerikanske og det samlede europæiske venturemarked målt på investeringsaktiviteten.

Uændret antal investorer, men mere kapital under forvaltning

Det seneste år har tre investorer forladt det danske marked, mens tre nye er kommet til. I 2006 er der dermed fortsat 52 investorer på det danske venturemarked.

Kapitalen under forvaltning er samtidig forøget fra ca. 18,4 mia. kr. i 2005 til 20,1 mia. kr. pr. 1/9-2006. Det danske venturemarked består dermed af stadig større selskaber. Hvor det gennemsnitlige beløb pr. selskab tilbage i 1998 var på ca. 100 mio. kr., er beløbet i danske ventureselskaber i dag oppe på næsten 400 mio. kr.

Markant fremgang i investeringsaktiviteten trukket af ITEK

Det danske venturemarked oplevede en stigning i investeringsaktiviteten på 30 % fra 1.809 mio. kr. i 2004 til 2.346 mio. kr. i 2005. Den markante fremgang i investeringsaktiviteten på det danske marked skyldes delvist ITEK-virksomhedernes (computer relateret, kommunikation og anden elektronik) evne til at tiltrække kapital i 2005. Således er andelen af de samlede danske ventureinvesteringer der gik til ITEK virksomheder hævet fra 19% i 2004 til 30% i 2005. Dette svarer til mere end en fordobling i absolutte tal fra 344 mio. kr. i 2004 til 704 mio. kr. i 2005.

Den positive udvikling i investeringsaktiviteten bevirker, at det danske venturemarked igen lægger afstand til Europa med en 6% højere stigning i investeringsaktiviteten. Dette bryder en flerårig periode, hvor Europa har nærmet sig Danmark.

Kraftig forøgelse i størrelsen af finansieringsrunder

Den gennemsnitlige størrelse af finansieringsrunder er kraftigt forøget fra 2004 til 2005. Forklaringen skal findes i en kraftig fremgang i investeringsaktiviteten, som ikke blev modsvaret af en tilsvarende stigning i antallet af virksomheder, der modtager kapital. Det har løftet den gennemsnitlige investeringsrunde fra 6,4 mio. kr. i år 2004 til 9,7 mio. kr. i 2005. Analysemetoden betyder desuden, at investeringstallene kun dækker kapital fra danske investorer, som gennemsnitligt set står for halvdelen af kapitaltilførslen til porteføljevirksomhederne. Udviklingen må derfor alt i alt betegnes som meget positiv, da finansieringsrunder ofte er tidskrævende og omkostningstunge for såvel investor som porteføljevirksomhed.

Nyinvesteringer boomer med en stigning på 56%

De danske ventureinvestorer lavede i år 2005 ny-investeringer for samlet 704 mio. kr. mod 452 mio. kr. året før – svarende til en stigning på 56%. Dermed hævedes ny-investeringernes andel til 30% af de samlede danske ventureinvesteringer, efter flere års fald.

Vækstfonden er den mest aktive seed-investor

Vækstfonden investerede i 2005 ca. 250 mio. kr. – en fremgang på 25% sammenlignet med 2004, hvor aktiviteten udgjorde ca. 200 mio. kr. Fremgangen i det danske venturemarked har dog været endnu kraftigere, hvorfor Vækstfondens direkte investeringer fylder 10,7% af de samlede ventureinvesteringer i 2005 mod 11,1% i 2004.

På seed-markedet spiller Vækstfonden en endnu større rolle. Siden 2001 er Vækstfonden således den aktør, som har investeret mest i danske seed-virksomheder. Vækstfondens direkte seed-investeringer udgør 16%, mens investeringer via ventureselskaber, som Vækstfonden har investeret i, udgør 17%. Kombineret med kapital fra syndikeringspartnere betyder det, at Vækstfonden har været involveret i mere end halvdelen af seedinvesteringerne i Danmark.

Buy-out segmentet – et marked i vækst

Det danske buy-out-marked sætter rekord. Investeringsaktiviteten var i 2005 på mere end 8 mia. kr. – mens den samlede kapital under forvaltning nærmer sig 40 mia. kr. Hovedparten af kapitalen kommer fra internationale buy-out fonde, som har kontor i Danmark.

3. DET DANSKE VENTUREMARKED

Det danske venturemarked voksede betydeligt fra 1998 til 2002, hvorefter markedet som følge af den økonomiske afmatning oplevede et par år med tilbagegang. Allerede i 2004 begyndte det dog at gå fremad igen – og denne udvikling er fortsat i 2005.

Når udviklingen på venturemarkedet skal beskrives, er der især tre overordnede parametre, som har interesse: Antallet af investorer, kapitalen under forvaltning og investeringsaktiviteten.

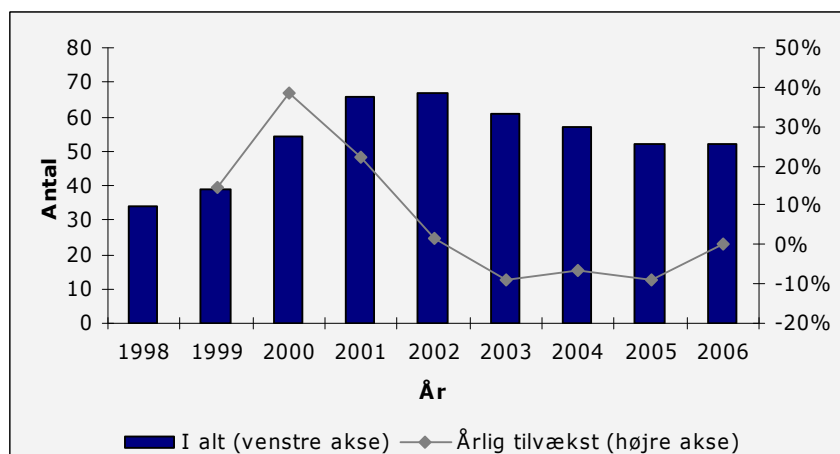
For de aktive aktører er det interessant at belyse, hvilken type investorer som karakteriserer markedet. Beskrivelsen af kapitalen under forvaltning giver et overblik over størrelsen af de danske investorer samt en vurdering af, hvor meget disse aktører reelt har til rådighed til fremtidige investeringer. Endelig viser gennemgangen af investeringsaktiviteten, hvem der foretager investeringerne på det danske venturemarked, og hvilke typer virksomheder de investerer i.

3.1 ANTALLET AF INVESTORER

I løbet af de seneste 12 måneder (1/9/2005-1/9/2006) er tre investorer ophørt med at foretage ventureinvesteringer – Invest Miljø, Miljøudvikling og LEO Incubator.

Der er i samme periode etableret tre nye ventureselskaber: Via Venture Partners, EGJ Udvikling og Venture Midtvest. Antallet af aktører er dermed forblevet på 52 i 2006, jf. figur 1.

Figur 1. Antal ventureinvestorer på det danske venturemarked



Kilde: Vækstfonden (2006)

Udviklingen peger således i retning af, at antallet af aktører er ved at stabilisere sig efter flere års nedgang. Niveauet er dog fortsat det laveste, i den periode markedsanalyserne er blevet foretaget.

3.1.1 Investorer fordelt på typer

Antallet af aktører på det danske venturemarked toppede i 2002. Siden har der været en nettoafgang på ikke færre end 17 investorer, svarende til en tilbagegang på 22%. CVC-selskaberne, som er Corporate Venture Capital investorer, har oplevet den største tilbagegang, idet 7 ud af 11 investorer har valgt at indstille deres ventureaktiviteter. I 2006 er der således kun 4 aktive CVC-selskaber på det danske venturemarked, jf. tabel 1.

Tabel 1. Selskaber fordelt i forhold til type

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Antal									Procent									
24	27	36	37	40	38	37	35	35	Ventureselskaber	71%	69%	67%	56%	60%	62%	65%	67%	67%
21	24	26	25	23	22	21	19	18	- evergreen	62%	62%	48%	38%	34%	36%	37%	37%	35%
3	3	10	12	17	16	16	16	17	- tidsbegrænsede	9%	8%	19%	18%	25%	26%	28%	31%	33%
3	4	6	12	11	7	5	4	4	Corporate venture	9%	10%	11%	18%	16%	11%	9%	8%	8%
7	8	12	17	16	16	15	13	13	Inkubatorer	21%	21%	22%	26%	24%	26%	26%	25%	25%
1	2	5	9	8	8	8	6	6	- private	3%	5%	9%	14%	12%	13%	14%	12%	12%
6	6	7	8	8	8	7	7	7	- offentlige	18%	15%	13%	12%	12%	13%	12%	13%	13%
34	39	54	66	67	61	57	52	52		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

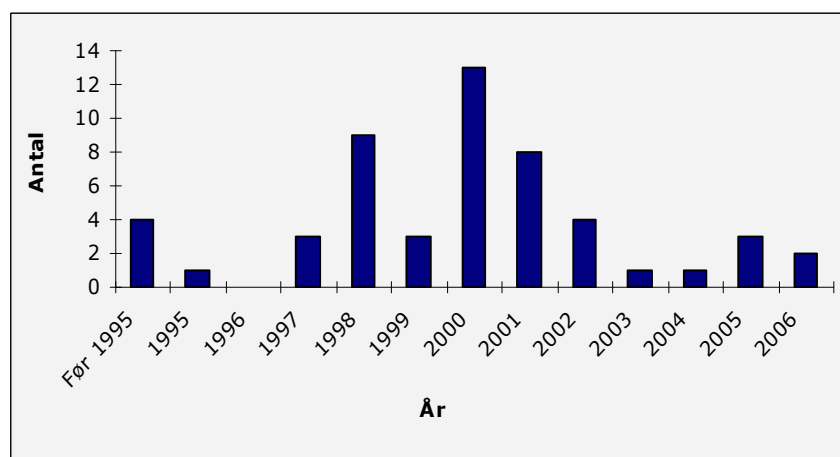
Kilde: Vækstfonden (2006)

Antallet af evergreen-selskaber er siden 2002 reduceret med 5 – og udgør 18 i 2006. Evergreen-selskabernes andel er dermed faldet – men udgør med 35% dog fortsat den største andel. Endelig er antallet af tidsbegrænsede ventureselskaber forblevet konstant, hvilket betyder, at andelen af de tidsbegrænsede selskaber stiger – og udgør 33% i 2006.

3.1.2 Investorerens alder

Størstedelen af de aktive selskaber blev etableret i perioden 1998-2001. En gennemsnitlig dansk venturefond har således eksisteret i 6,7 år, jf. figur 2.

Figur 2. Aktive selskaber pr. 1/9-2006 fordelt på etableringsår



Kilde: Vækstfonden (2006)

Andelen af ventureselskaber, som er etableret i perioden 2000-2006, er nu oppe på mere end 60%. For alle tre aktørtyper: Ventureselskaber, CVC-selskaber og inkubatorer gælder, at mindst 50% af de nuværende aktive selskaber er etableret i 2000 eller senere, jf. tabel 2.

Tabel 2. Selskabstyper fordelt på etableringsår

	Før 2000	2000 (og senere)	I alt
Ventureselskaber	37%	63%	100%
- tidsbegrænsede	6%	94%	100%
- "evergreen"	67%	33%	100%
Corporate venture	25%	75%	100%
Inkubatorer	46%	54%	100%
- private inkubatorer	17%	83%	100%
- offentlige inkubatorer	71%	29%	100%

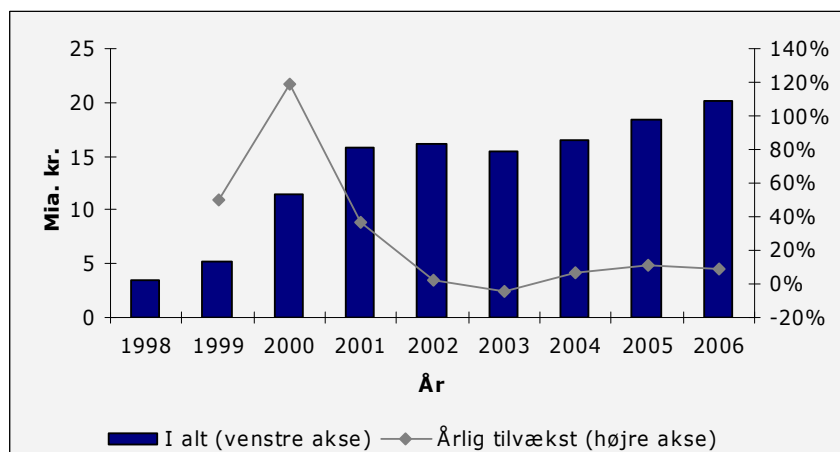
Kilde: Vækstfonden (2006)

Der er imidlertid stor variation, når selskabstyperne grupperes yderligere. Kun flertallet af evergreen-selskaberne og de offentligt støttede inkubatorer har eksisteret i mere end 5 år, mens størstedelen af de tidsbegrænsede selskaber, CVC-selskaberne og de private inkubatorer er kommet til i 2000 eller senere.

3.2 KAPITAL UNDER FORVALTNING

Den samlede kapital under forvaltning er forøget med 1,7 mia. kr. fra 2005 til 2006. Hvor beløbet ultimo 2005 udgjorde 18,4 mia. kr. – udgør det 20,1 mia. kr. pr. 1/9-2006, jf. figur 3. Fremgangen på ca. 9% skyldes både tilgangen af nye fonde, som har et større kapitalgrundlag end de fonde, der har forladt markedet, samt at flere af de eksisterende aktører har rejst yderligere kapital.

Figur 3. Kapital under forvaltning (mia. kr.)



Kilde: Vækstfonden (2006)

Beløbet for kapital under forvaltning for 2005 opgjort sidste år (Vækstfonden, 2005) er korrigeret i dette års undersøgelse.

For det første blev tallet opgjort inden årets udgang (pr. 1/9-2005) hvorfor tallet automatisk vil blive korrigeret hvis der er fonde, som forlader markedet eller hvis nye kommer til i perioden 1/9-31/12.

For det andet er tallet for evergreen-fondene baseret på det senest tilgængelige regnskabstal, hvorfor tallet opdateres, når regnskabet for 2005 foreligger.

Siden 1998 er ventureselskabernes kapital under forvaltning forøget med ca. 16,5 mia. kr. I alt 96 % af denne kapital er rejst via nyetablerede selskaber, mens de resterende 4% er værdistigninger i evergreen-selskaber. Disse værdistigninger beror på renteindtægter, realiserede kapitalgevinster, opskrivning af porteføljen og/eller kapitaludvidelser.

Hovedparten af de danske ventureinvestorer har fortsat deres hovedkontor i Storkøbenhavn. Mere end 80% af den samlede kapital under forvaltning administreres således af selskaber, der er placeret i Storkøbenhavn (Københavns Amt, samt Københavns og Frederiksberg Kommuner), jf. tabel 3.

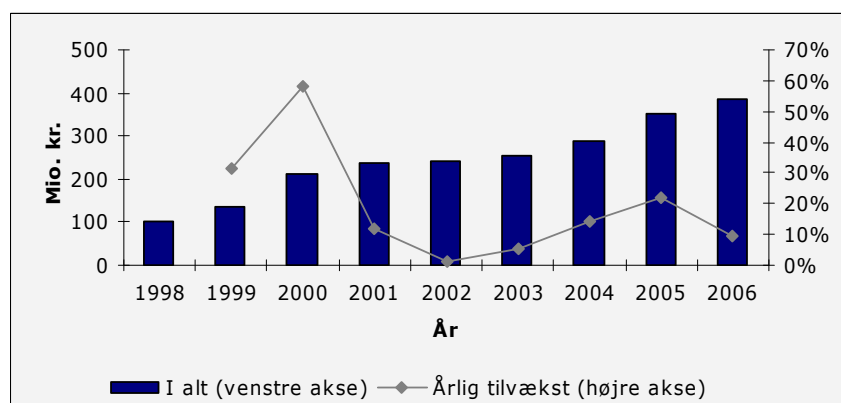
Tabel 3. Kapital under forvaltning fordelt på amter (mio. kr.)

Amt (kommune)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Frederiksberg	3,9%	2,5%	1,4%	0,9%	1,4%	1,2%	1,2%	1,0%	0,9%
Frederiksborg Amt	0,0%	0,0%	1,4%	1,3%	1,2%	1,4%	1,3%	2,7%	7,5%
Fyns Amt	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,6%	0,6%	1,1%	1,5%
København	58,6%	49,6%	59,1%	67,8%	61,7%	62,9%	61,4%	61,0%	58,5%
Københavns Amt	29,2%	40,0%	30,1%	21,9%	28,3%	25,5%	28,4%	27,4%	25,1%
Nordjyllands Amt	4,6%	5,4%	6,3%	4,5%	3,7%	4,0%	3,0%	2,9%	2,6%
Ribe Amt	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ringkjøbing Amt	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,6%	0,8%
Roskilde Amt	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
Storstrøms Amt	0,0%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Sønderjyllands Amt	0,8%	0,5%	0,2%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,4%	1,3%
Vejle Amt	1,2%	0,8%	0,5%	0,2%	0,2%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Viborg Amt	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Århus Amt	1,0%	0,6%	0,5%	1,2%	1,6%	2,2%	1,9%	1,7%	1,5%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Kilde: Vækstfonden (2006)

Ventureselskaberne i Danmark bliver fortsat større. Primo september 2006 har en venturefond i gennemsnit ca. 390 mio. kr. under forvaltning – en stigning på ca. 10% i forhold til niveauet ved udgangen af 2005, jf. figur 4.

Figur 4. Kapital under forvaltning pr. aktør

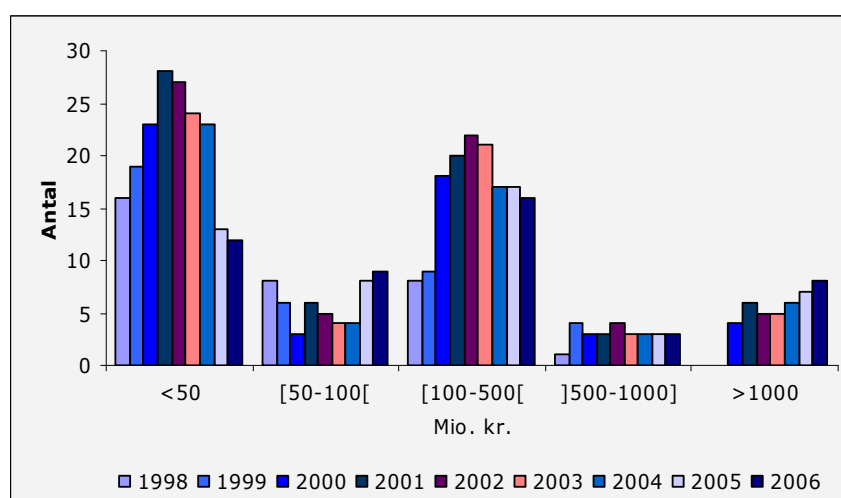


Kilde: Vækstfonden (2006)

Ventureselskabernes mulighed for at tilføre deres porteføljevirkomheder tilstrækkelig kapital – fra seed til exit – er således forøget markant de seneste år, om end der fortsat er et stykke op til venturefondene i fx USA, hvor fondene i gennemsnit har ca. 1 mia. kr. under forvaltning.

Det danske venturemarked har siden 2001 været kendetegnet ved, at antallet af investorer med mindre end 500 mio. kr. under forvaltning har været nedadgående, samtidig med at der er etableret flere fonde med mere end 1 mia. kr. under forvaltning. Denne udvikling er fortsat fra 2005 til 2006, jf. figur 5.

Figur 5. Kapital under forvaltning fordelt på fondsstørrelser



Kilde: Vækstfonden (2006)

Overordnet har sammensætningen af ventureinvestorerne – målt på kapital under forvaltning – ændret sig betydeligt siden 1998. Her havde kun 20% af selskaberne mere end 100 mio. kr. under forvaltning. Denne andel er i 2006 vokset til 40%.

Det seneste års fremgang i kapitalen under forvaltning kan tilskrives kapitalrejsninger hos de tidsbegrænsede selskaber og etablering af nye tidsbegrænsede selskaber, jf. tabel 4.

Tabel 4. Fordelingen af kapital under forvaltning (mia. kr.)

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Beløb										Procent								
3,0	3,8	8,5	11,5	12,0	12,2	13,4	15,4	17,1	Ventureselskaber	87%	72%	74%	73%	74%	79%	82%	84%	85%
2,7	3,2	5,0	5,3	5,0	4,8	4,7	4,5	4,1	- evergreen	77%	62%	43%	33%	31%	31%	28%	25%	20%
0,4	0,6	3,5	6,2	6,9	7,4	8,8	10,8	13,0	- tidsbegrænsede	10%	11%	31%	39%	43%	48%	53%	59%	65%
0,3	1,3	2,5	3,5	3,5	2,5	2,4	2,8	2,8	Corporate venture	7%	24%	22%	22%	22%	16%	14%	15%	14%
0,2	0,2	0,5	0,7	0,6	0,8	0,7	0,2	0,2	Inkubatorer	6%	4%	4%	5%	4%	5%	4%	1%	1%
0,1	0,1	0,4	0,6	0,5	0,7	0,5	0,1	0,1	- private	3%	2%	3%	4%	3%	4%	3%	1%	1%
0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	- offentlige	3%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
3,5	5,3	11,5	15,7	16,1	15,4	16,5	18,4	20,1	Samlet kapital under forvaltning	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Kilde: Vækstfonden (2006)

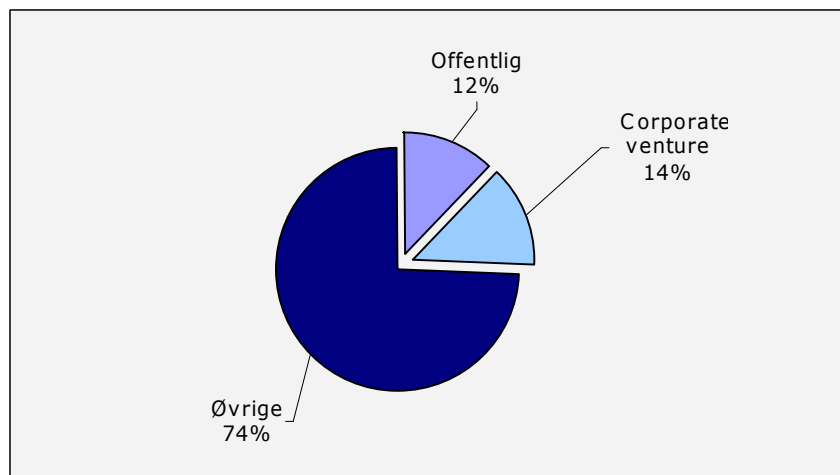
Efter et par års stilstand er kapitalen under forvaltning for alvor begyndt at vokse igen. Vækstfonden ("Efterspørgsel på venturekapital i Danmark", 2003) sandsynliggjorde tilbage i 2003, at der var behov for at rejse mere end 10 mia. kr. blandt danske ventureselskaber i perioden 2003-2007, hvis den forventede kapitalefterspørgsel fra nystartede teknologivirksomheder skal tilfredsstilles. Da der siden 2003, hvor kapitalen under forvaltning udgjorde 15,4 mia. kr., netto er rejst 4,7 mia., hvoraf administrationsomkostninger forventes at udgøre 20 %, dækker dette 3,8 mia. kr. af behovet. Der skal således rejses yderligere 6,2 mia. kr. for at imødekomme porteføljevirkomhedernes efterspørgsel.

Krav til yderligere kapitalrejsninger fremkommer ved at beregne nettotilgangen i kapitalen under forvaltning siden 2003 fratrukket forventede adm. omkostninger og herefter sammenholde tallet med efterspørgslen: $10 - ((20,1 - 15,4) * 0,8) = 6,2$.

3.2.1 Kapital under forvaltning fordelt på ejere

Offentligt finansierede aktører står for ca. 12% af kapitalen under forvaltning primo september 2006. Hovedparten af denne kapital kommer fra Vækstfonden, mens resten af den "offentlige" kapital investeres via innovationsmiljøerne, jf. figur 6.

Figur 6. Venturekapital under forvaltning fordelt på ejere



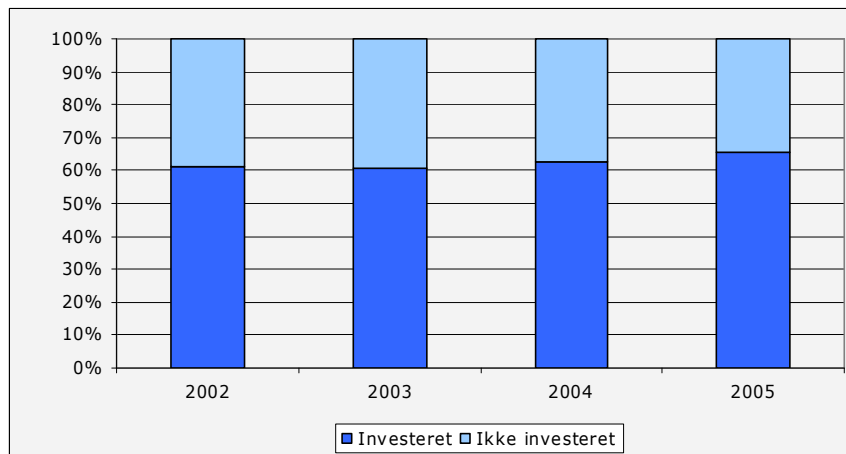
Kilde: Vækstfonden (2006) - Opgjort pr. 1/9-2006.

CVC-selskaberne råder over ca. 14% af den danske venturekapital - mens banker, institutionelle og øvrige investorer ejer de resterende ca. 74% af de mere end 20 mia. kr., der udgør den samlede kapital under forvaltning på det danske venturemarked.

3.2.2 Likviditet

Kapital under forvaltning er som nævnt en indikator for markedets størrelse og er et sammenligneligt mål for nationale venturemarkeds størrelse. Men det fortæller ikke, hvor meget kapital der er til rådighed til fremtidige ventureinvesteringer. Det er derfor relevant at opgøre, hvor meget af kapitalen der forventes at gå til at dække administrationsomkostninger – og herefter hvor meget af kapitalen som allerede er investeret. For en typisk venturefond vil "management fee" udgøre ca. 20% af kapitalen under forvaltning over fondens levetid – og derfor er denne sats brugt for samtlige ventureselskaber. Af de 18,4 mia. kr. ventureselskaberne havde under forvaltning ved udgangen af 2005 var det dermed kun ca. 14,5 mia. kr. som kunne blive tilført porteføljevirkksomheder. Heraf var ca. 65% allerede investeret, jf. figur 7.

Figur 7. Forhold mellem investeret og ikke investeret kapital



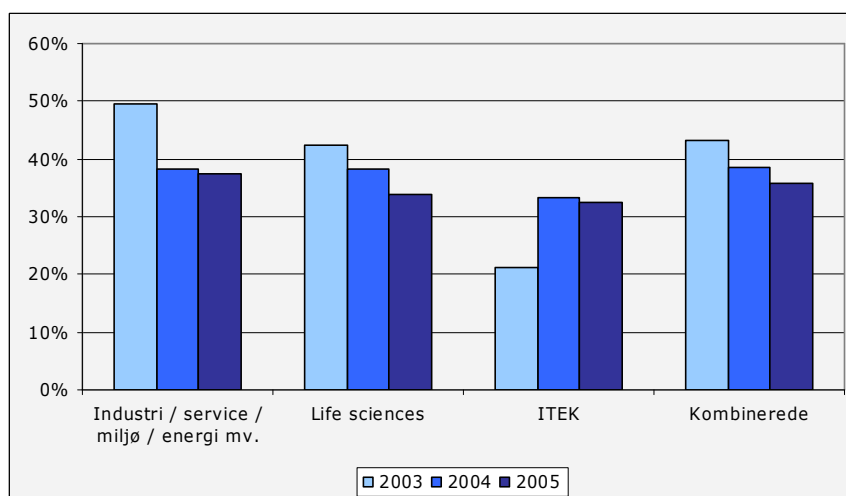
Kilde: Vækstfonden (2006)

Hvis nettotilgangen af kapital under forvaltning er mindre end de årlige investeringer, vil andelen af kapital til fremtidige investeringer formindskes. Dette var tilfældet fra ultimo 2004 til ultimo 2005, hvor nettotilgangen var på ca. 2 mia. kr. – mens der blev foretaget ventureinvesteringer for 2,35 mia. kr. i løbet af 2005.

Foretages opdelingen på ventureselskaber med branchefokus hhv. ventureselskaber med kombinerede investerings-mandater, viser det sig, at segmenterne Life Sciences, industri og kombineret råder over den største andel af investerbar kapital – om end andelen har været faldende fra 2004 til 2005, jf. figur 8.

Opgørelsen (figur 7) viser, hvor stor en andel af den investerbare kapital, som allerede er investeret, og dermed hvor stor en andel der er til rådighed for fremtidige investeringer. Den investerbare kapital fremkommer ved at trække forventede administrationsomkostninger fra kapitalen under forvaltning.

Figur 8. Andel ikke-investeret kapital fordelt på segmenter



Life Sciences:
bioteknologi og
medico teknik og
sundhed

**ITEK (IT, Tele,
Elektronik og
Kommunikation):**
Computer relateret,
kommunikation og
anden elektronik

Kilde: Vækstfonden (2006)

På trods af en markant fremgang fra 2003 til 2004 råder ITEK-segmentet fortsat over den mindste andel investerbar kapital. Tilgangen af Via Venture Partners (etableret i 2006) er dog medvirkende til, at andelen forventes at blive forøget betydeligt ved udgangen af 2006.

3.3 VENTUREINVESTERINGER

Et velfungerende venturemarked spiller en afgørende rolle i forhold til innovative forsknings- og udviklingsvirksomheders vækstmuligheder. Således vil ventureinvestorens tilførsel af kapital, netværk og kompetencer, ofte være afgørende for start-upvirksomhedens fremadrettede succes.

I det følgende belyses, hvordan det danske venturemarked har udviklet sig over tid. I nærværende afsnit fokuseres på ventureinvesteringerne foretaget i perioden fra 1998 til 2005.

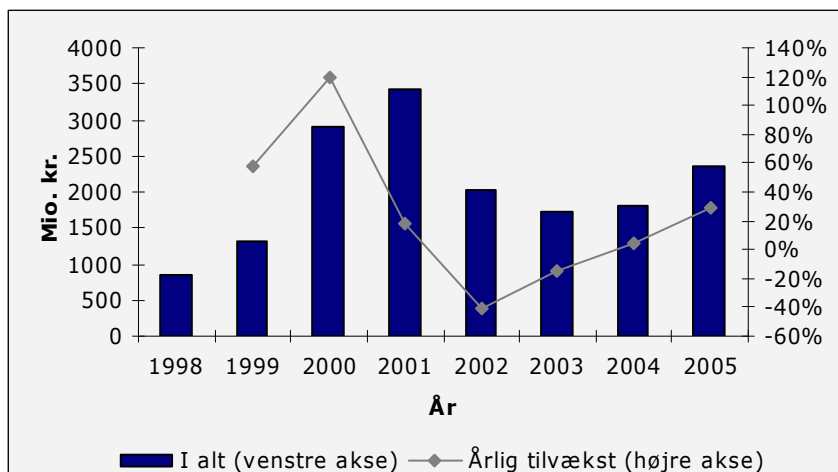
3.3.1 Investeringsaktiviteten

Investeringsaktiviteten opgøres på baggrund af de enkelte aktørers **udbetalinger** til deres porteføljevirksomheder. Denne opgørelsesmetode er valgt for dels at sikre, at tallene bliver sammenlignelige med tilsvarende internationale opgørelser. Dels kan oplysningerne i nogen udstrækning indhentes via aktørernes årsregnskaber. Hvor dette ikke har været muligt er der suppleret med telefoninterview. Dette giver adgang til både ensartede og pålidelige data, som kan præsenteres med høj detaljeringsgrad. En svaghed ved denne opgørelsesmetode er imidlertid den tidsmæssige forsinkelse. Dette tages der dog højde for i de spørgeskema-baserede kvartalsanalyser, som Vækstfonden laver i samarbejde med DVCA, hvor der fokuseres på closing-aktiviteten.

Investeringsaktiviteten steg med 536 mio. kr. fra 1.809 mio. kr. i 2004 til 2.346 mio. kr. i 2005, hvilket svarer til en stigning på 30%, jf. figur 9. Stigningen fra 2004 til 2005 bekræfter den positive udvikling i aktiviteten på venturemarkedet, der har været siden 2003. Fortsætter ventureinvestorerne i samme tempo vil det danske venturemarked kunne nå niveauet før IT-boblens brist i 2001, inden for de næste to år.

Såfremt der ønskes en mere udførlig forklaring af metoden henvises til **Appendiks B**, hvor denne – og de andre anvendte metoder – er beskrevet i detaljer.

Figur 9. Ventureinvesteringer (mio. kr.)

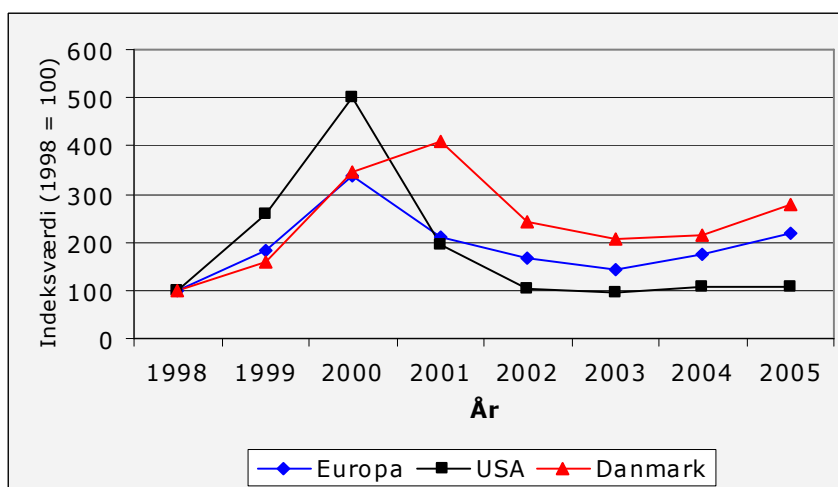


Kilde: Vækstfonden (2006)

I perioden 1998-2005 er investeringsaktiviteten på det danske venturemarked set steget væsentligt kraftigere, end det har været tilfældet for de andre venturemarkeder. Således er investeringsaktiviteten næsten tredoblet i Danmark, fordoblet i Europa, mens den amerikanske investeringsaktivitet blot er steget 9%.

Det er endvidere værd at bemærke, at Danmark i 2005 igen lægger afstand til det øvrige Europa med en stigning i investeringsaktiviteten, der ligger 6% over den europæiske. Det tidligere meget volatile amerikanske marked har siden 2002 oplevet en tilstand, der kan betegnes som status quo. Den uensartede udvikling kan bl.a. tilskrives et strukturelt løft i ventureaktiviteten i Danmark og Europa som følge af et historisk efterslæb sammenlignet med det mere modne amerikanske venturemarked.

Figur 10. Ventureinvesteringer i Danmark, Europa og USA



Note: Investeringsvolumen er indekseret med 1998 som basisår

Kilde: Vækstfonden (2006), VentureEconomics (2006) og EVCA (2006)

3.3.1.1 Investeringer fordelt på investortyper

Venture- og CVC-selskabernes investeringsaktivitet opgjort i beløb er begge steget markant fra 2004 til 2005, mens inkubatoreernes investeringsaktivitet er faldet med 33% fra 166 mio. kr. i 2004 til 112 mio. kr. i 2005, jf. tabel 5. Herved er inkubatorernes relative andel af den samlede investeringsaktivitet faldet til 5%, mens både venture- og CVC-selskaberne oplever en fremgang på 2 procentpoint. Som det fremgår af tabel 5 kan ventureselskabernes øgede investeringsaktivitet tilskrives de tidsbegrænsede fonde, der i 2005 stod for hele 42% af de samlede danske ventureinvesteringer. Dette er den højst registrerede andel siden Vækstfonden i 1998 begyndte at registrere tidsbegrænsede ventureinvesteringer.

Tabel 5. Fordelingen af ventureinvesteringerne (mio. kr.)

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Beløb									Procent							
708	1.180	2.120	2.545	1.500	1.332	1.301	1.739	Ventureselskaber	85%	89%	73%	75%	74%	77%	72%	74%
596	977	1.436	1.299	666	728	672	752	- evergreen	71%	74%	49%	38%	33%	42%	37%	32%
112	203	685	1.246	835	604	629	987	- tidsbegrænsede	13%	15%	24%	36%	41%	35%	35%	42%
43	52	671	697	354	234	342	494	Corporate venture	5%	4%	23%	20%	18%	14%	19%	21%
87	90	115	174	168	165	166	112	Inkubatorer	10%	7%	4%	5%	8%	10%	9%	5%
3	4	35	79	91	70	72	21	- private	0%	0%	1%	2%	5%	4%	4%	1%
83	86	80	95	77	95	93	91	- offentlige	10%	6%	3%	3%	4%	6%	5%	4%
838	1.322	2.906	3.415	2.022	1.731	1.809	2.346		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Kilde: Vækstfonden (2005)

3.3.1.2 Ny- og opfølgingsinvesteringer

Forholdet mellem ny- og opfølgingsinvesteringer giver et interessant indblik i, hvor investorenes fokus har været rettet i deres forsøg på at maksimere afkastet på den kapital, de forvalter. Forholdet mellem ny- og opfølgingsinvesteringer giver samtidig en indikation af kapitalbehovet hos nuværende porteføljevirkksomheder, samt attraktiviteten af nye investeringsmuligheder på markedet.

I perioden 2000-2004 har de danske ventureinvesteringer i stadig større omfang været rettet mod porteføljepleje og opfølgingsinvesteringer. Denne trend blev imidlertid brudt i år 2005, hvor ny-investeringerne steg med 5 procentpoint til det nuværende niveau på 30% af de samlede ventureinvesteringer.

Tabel 6. Fordelingen af ventureinvesteringerne (beløb)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Ny-investeringer	46%	39%	67%	62%	31%	31%	25%	30%
Opfølgingsinvesteringer	54%	61%	33%	38%	69%	69%	75%	70%
Sum	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Note: Nyinvesteringer defineres her som en venturefonds investering i en virksomhed, den ikke selv tidligere har investeret i.

Kilde: Vækstfonden (2006)

Det gennemsnitlige beløb pr. investering fra danske ventureselskaber er steget med hele 52% fra 6,4 mio. kr. i 2004 til 9,4 mio. kr. i 2005. Denne udvikling stemmer overens med tendensen i størrelsen af finansieringsrunder i det danske marked det seneste år. Ifølge Vækstfonden og DVCA ("Det danske venturemarked - Kvartalsanalyse 4. kvartal 2005") er den gennemsnitlige finansieringsrunde således øget fra 10 mio. kr. i 2004 til lidt over 20 mio. kr. i 2005. Heraf udgør kapital fra udenlandske investorer ca. halvdelen.

Fra 2004 til 2005 er antallet af investeringer faldet 15% fra 253 til 216. Denne tendens mod færre, men større investeringer, må betegnes som særdeles positiv, da finansieringsrunder ofte er tidskrævende og omkostningstunge for både investor og porteføljevirkosomhed. Således tages de større finansieringsrunder som indtægt for et stadig mere modent marked.

Faldet i *antallet* af investeringer knytter sig alene til opfølgingsinvesteringer, mens antallet af ny-investeringer er på niveau med 2004. Derfor ses også en kraftigere stigning i det gennemsnitlige investerede beløb pr. investering blandt opfølgingsinvesteringerne. Tallene indikerer en mere fokuseret strategi fra ventureinvestorerne på færre, mere kapitalkrævende virksomheder.

Tabel 7. Fordelingen af ventureinvesteringerne

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Antal</i>								
Ny-investeringer	46	71	163	175	79	64	62	63
Opfølgingsinvesteringer	81	105	79	141	159	176	191	153
I alt	127	176	242	316	238	240	253	216
<i>Gennemsnitlig beløb pr. investering (mio. kr.)</i>								
Ny-investeringer	6,5	6,1	11,6	11,6	6,6	5,8	6,1	8,2
Opfølgingsinvesteringer	5,6	6,0	10,1	8,2	8,7	7,3	6,5	10,3
I alt	5,9	6,0	11,1	10,1	8,0	6,9	6,4	9,7

Note: Beregninger vedr. antallet af opfølgingsinvesteringer er behæftet med en vis usikkerhed, idet der for en del af disse investeringer er foretaget ekstrapolation for at bestemme investeringsbeløbet. Tallene er desuden eksklusiv Mezzanin Kapital A/S og de offentligt finansierede investeringer i innovationsmiljøerne, idet der ikke her eksisterer tilstrækkeligt detaljerede oplysninger om investeringerne i perioden 1998-2001.

Kilde: Vækstfonden (2006)

På brancheniveau ses en betydelig variation i størrelsen af nyinvesteringer, jf. tabel 8. For ITEK-virksomheder var det gennemsnitlige beløb pr. nyinvestering 5,5 mio. kr. i 2005, mens det tilsvarende beløb for en virksomhed inden for Life Sciences udgjorde 17,9 mio. kr., jf. tabel 8.

Tabel 8. Gennemsnitligt beløb pr. nyinvestering 2005, mio. kr.

	Seed	Start-up	Ekspansion	Gns.
ITEK	1,9	4,6	9,7	5,5
Life Sciences	10,9	17,8	39,2	17,9
Andet	6,1	N.A.	7,5	7,1
I alt	6,6	7,6	11,6	8,7

Kilde: Vækstfonden (2006)

Allokeres data ud på de enkelte udviklingsstadier ses det, at størrelsen pr. nyinvestering øges i takt med virksomhedens udviklingstrin. Således tilføres der på tværs af brancherne stadigt mere kapital, i takt med at porteføljevirksohmheden modnes.

3.3.2 Ventureinvesteringernes karakteristika

3.3.2.1 Investeringer fordelt på finansieringsfaser

Den negative trend fra 2002 til 2004 for seedinvesteringerne blev i absolutte tal vendt med en stigning på 11% fra 2004 til 2005, jf. tabel 9. Til trods for dette konstateredes for seedinvesteringer et mindre fald relativt set grundet den kraftige fremgang i investeringsaktiviteten generelt. Særligt virksomheder i start-up-fasen har haft investorenes gunst med en fremgang på 319 mio. kr. fra 818 mio. kr. i 2004 til 1.137 mio. kr. i 2005. Dermed øges andelen af start-up-ventureinvesteringer til det hidtil højeste niveau på 48,5%.

Tabel 9. Ventureinvesteringer fordelt på stadier (mio. kr.)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Seed	114	114	154	584	508	354	256	284
	13,6%	8,6%	5,3%	17,1%	25,1%	20,5%	14,2%	12,1%
Start-up	115	142	1.121	1.342	563	657	818	1.137
	13,8%	10,7%	38,6%	39,3%	27,8%	37,9%	45,2%	48,5%
Senere faser	608	1.067	1.632	1.489	951	720	735	925
	72,6%	80,7%	56,1%	43,6%	47,0%	41,6%	40,6%	39,4%
Ventureinvesteringer	837	1.322	2.906	3.415	2.022	1.731	1.809	2.346
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Note: EVCA's stadiegrupperinger er benyttet.

Kilde: Vækstfonden (2006)

Investorenes fokus på virksomheder i start-up-fasen understreges af, at hele 40% af de samlede ventureinvesteringer er opfølgingsinvesteringer i start-up-virksomheder, jf. tabel 10. Den største relative fremgang ses for nyinvesteringer i ekspansionsfasen, som er mere end fordoblet fra 2004 til 2005.

Tabel 10. Investeringer fordelt på typer og stadier (mio. kr.)

	2003			2004			2005		
	Seed	Start-up	Ekspansion	Seed	Start-up	Ekspansion	Seed	Start-up	Ekspansion
Ny-investeringer	130	162	251	87	208	148	149	198	354
	8%	9%	15%	5%	11%	8%	6%	8%	15%
Opfølgingsinvesteringer	224	495	469	169	610	586	136	939	571
	13%	29%	27%	9%	34%	32%	6%	40%	24%

Kilde: Vækstfonden (2006)

Efter et kraftigt fald i antallet af nyinvesteringer fra 2001-2003 er antallet af nyinvesteringer stabiliseret på et niveau mellem 60 og 65 siden 2003.

Tabel 11. Antal nyinvesteringer fordelt på stadier

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Seed	3	9	15	43	36	27	26	16
Start-up	13	17	80	71	19	22	19	27
Ekspansion	30	45	68	57	22	15	17	20
Ikke oplyst	0	0	0	4	2	0	0	0
I alt	46	71	163	175	79	64	62	63

Note: Tallene er eksklusiv innovationsmiljøerne og Mezzanin Kapital

Kilde: Vækstfonden (2006)

Til trods for det stabiliserede niveau er antallet af nye seedinvesteringer fortsat faldende, mens antallet af nyinvesteringer i både start-up- og ekspansionsvirksomheder stiger, jf. tabel 11.

3.3.2.2 Investeringer fordelt på brancher

ITEK-segmentet blev i 2005 tilført hele 30% af ventureinvesteringerne mod 19% i 2004. I absolutte tal svarer dette til mere end en fordobling af investeringerne i ITEK-segmentet fra 2004 til 2005. Modsat fik Life Science-segmentet tilført en mindre andel af venturekapitalen, som faldt til det nuværende niveau på 52% mod 56% i 2004, mens øvrige brancher fik tilført 18% af ventureinvesteringerne i 2005, jf. tabel 12. Dermed har investorerne igen vist stor interesse for ITEK efter en årrække med en faldende andel af investeringer i segmentet ovenpå IT-krakket.

Tabel 12. Ventureinvesteringer fordelt på teknologier

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Landbrug	1%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%
Kemikalier og materialer	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	2%
Industriprodukter mv.	11%	13%	4%	6%	4%	11%	10%	5%
Industriel automatisering	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%
Anden fremstilling	5%	9%	4%	2%	0%	0%	2%	1%
Forbrugerrelateret	8%	9%	8%	5%	2%	6%	5%	3%
Energi	1%	2%	0%	0%	2%	1%	3%	3%
Byggeri	0%	2%	1%	2%	1%	2%	1%	1%
Transport	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Finansielle tjenesteydelser	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Andre tjenesteydelser	2%	5%	2%	3%	0%	1%	2%	0%
Computer-relateret	24%	20%	45%	22%	23%	13%	11%	19%
Kommunikation	9%	8%	7%	12%	11%	9%	6%	7%
Anden elektronik	9%	5%	2%	5%	3%	4%	2%	4%
Bioteknologi	4%	3%	3%	5%	11%	14%	12%	13%
Medico / sundhed	20%	22%	19%	38%	35%	34%	44%	39%
Andet	4%	3%	3%	0%	3%	3%	1%	2%
Sum	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

} ITEK: 30%

} Life Sciences: 52%

Note: EVCA's branchegrupperinger er benyttet.

Kilde: Vækstfonden (2006)

Som nævnt i teksten til tabel 11 er antallet af nyinvesteringer faldet betydeligt siden 2001. I det nedenstående udspecificeres denne udvikling for at synliggøre udviklingen i de forskellige brancher. Her skiller segmentet for computer-relaterede virksomheder sig ud med en fremgang i antallet af nyinvesteringer på 33% fra 18 nyinvesteringer i 2004 til 24 nyinvesteringer i 2005.

Tabel 13. Antal nyinvesteringer fordelt på brancher

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Computer-relateret	9	16	87	49	18	12	18	24
Kommunikation	5	6	8	15	9	4	5	2
Anden elektronik	4	3	3	1	1	4	6	4
Bioteknologi	2	2	6	17	10	11	3	4
Medico / sundhed	7	11	35	47	20	13	12	9
Andet	19	33	24	46	21	20	18	20
I alt	46	71	163	175	79	64	62	63

Note: Tallene er eksklusiv innovationsmiljøerne og Mezzanin Kapital

Kilde: Vækstfonden (2006)

Omvendt fortsætter faldet i antallet af bioteknologi- og medico/sundhedsvirksomheder, som startede i 2001. Dette skal dog ses i lyset af, at disse segmenter totalt set, dvs. inkl. opfølgingsinvesteringer, i absolutte tal får tilført stadig større ventureinvesteringer, jf. tabel 12 og figur 9.

3.3.2.3 Ventureinvesteringer fordelt på brancher og stadier

Siden 2000 har seedinvesteringerne inden for Life Science-segmentet udgjort hovedparten af de samlede seedinvesteringer. Med 67% af seedinvesteringerne i 2005 fortsætter Life Sciences med at spille en dominerende rolle på området. En tilsvarende tendens gør sig gældende for start-up-investeringer, hvor Life Sciences udgør 70% af de samlede investeringer i 2005.

Tabel 14. Ventureinvesteringer fordelt på brancher og stadier

	2000		2001		2002		2003		2004		2005	
	seed	start-up	seed	start-up	seed	start-up	seed	start-up	seed	start-up	seed	start-up
Computer-relateret	16%	67%	10%	36%	11%	39%	9%	10%	15%	11%	11%	10%
Kommunikation	7%	7%	3%	14%	3%	9%	7%	8%	3%	7%	2%	8%
Anden elektronik	13%	1%	6%	7%	5%	5%	2%	6%	6%	2%	4%	6%
Bioteknologi	25%	2%	8%	9%	22%	14%	24%	22%	19%	17%	30%	20%
Medico / sundhed	18%	10%	61%	27%	55%	27%	40%	47%	44%	51%	37%	50%
Andet	21%	12%	11%	7%	6%	6%	17%	7%	14%	12%	16%	7%
Sum	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Note: EVCA branchegrupperinger er benyttet.

Kilde: Vækstfonden (2006)

I start-up-segmentet steg ITEK-virksomhedernes andel af de samlede start-up-investeringer fra 19% i 2004 til 24% i 2005. Derimod oplevede ITEK segmentet et fald i andelen af seedinvesteringer fra 24% i 2004 til 17% i 2005.

3.3.2.4 Internationalisering

Ventureinvesteringernes geografiske fordeling lå i 2005 på 30% til udenlandske virksomheder og 70% til danske virksomheder. Dette bringer det danske venturemarked tilbage til tilstanden i 2001, efter der de seneste tre år har været en markant højere andel af danske investeringer. Størst var den danske andel af ventureinvesteringer i 2003, hvor 82 % af de samlede ventureinvesteringer gik til danske virksomheder.

Tabel 15. Ventureinvesteringernes geografiske fordeling

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Udland	11%	13%	25%	30%	24%	18%	24%	30%
Danmark	89%	87%	75%	70%	76%	82%	76%	70%
Sum	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Kilde: Vækstfonden (2006)

Investorerne inden for Life Science-segmentet har traditionelt været mere internationalt orienterede end øvrige segmenter, og denne tendens synes at fortsætte. Dog synes ITEK investorerne med en stigning på 5 procentpoint i andelen af udenlandske investeringer også at få et mere internationalt sigte i 2005, jf. tabel 16.

For NorthZone og SLS Venture gælder, at der kun medtages investeringer foretaget i danske virksomheder.

Andelen af investeringer i danske virksomheder ville således være lavere, hvis disse venturefonde ikke var medtaget.

Tabel 16. Investeringer fordelt på brancher og geografisk placering

		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Computer-relateret	Danmark	20%	17%	28%	15%	19%	12%	11%	15%
	Udlandet	4%	3%	17%	7%	4%	1%	1%	4%
Kommunikation	Danmark	9%	7%	6%	9%	9%	7%	4%	4%
	Udlandet	0%	0%	1%	3%	2%	2%	2%	3%
Anden elektronik	Danmark	8%	4%	2%	4%	3%	3%	2%	3%
	Udlandet	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
Bioteknologi	Danmark	2%	2%	3%	3%	10%	11%	8%	6%
	Udlandet	2%	1%	0%	4%	4%	3%	3%	7%
Medico / sundhed	Danmark	19%	14%	11%	18%	18%	24%	30%	27%
	Udlandet	1%	8%	8%	19%	15%	10%	14%	11%
Andet	Danmark	33%	42%	23%	18%	14%	26%	22%	14%
	Udlandet	2%	1%	0%	1%	1%	1%	3%	3%
Sum		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Note: EVCA's branchegrupperinger er benyttet.

Kilde: Vækstfonden (2006)

Af de samlede ventureinvesteringer i Danmark oplevede især ITEK-segmentet større bevågenhed blandt investorerne i 2005. Således modtog ITEK-virksomhederne 22% af de samlede indenlandske ventureinvesteringer i 2005 mod 17% i 2004. Andelen af danske ventureinvesteringer i Life Science-segmentet faldt i samme periode fra 38% til 33%, jf. tabel 16.

3.3.2.5 Investeringer i danske virksomheder fordelt på stadier

Andelen af seedinvesteringerne, der går til *danske* virksomheder, udgjorde 66,1% i 2005 – svarende til et fald på 29 procentpoint siden 2003, jf. tabel 17. I de senere faser ses ligeledes et markant fald på 16 procentpoint i andelen af investeringer, der går til danske virksomheder fra 2003 til 2005. Tallene indikerer, at rækkevidden af investorenes radar udvides som en naturlig konsekvens af globaliseringen, jf. tabel 17.

Tabel 17. Andel af investeringer i danske virksomheder fordelt på stadier (beløb)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Seed	114	108	154	580	352	337	210	188
	100,0%	94,7%	100,0%	99,3%	69,3%	95,3%	82,1%	66,1%
Start-up	77	107	735	701	419	490	582	822
	66,6%	75,7%	65,6%	52,2%	74,4%	74,6%	71,1%	72,3%
Senere faser	568	921	1.263	1.066	723	599	613	625
	93,4%	86,4%	77,4%	71,6%	76,0%	83,2%	83,4%	67,6%

Note: EVCA's stadiegrupperinger er benyttet

Kilde: Vækstfonden (2006)

I absolutte tal er seedinvesteringer i danske virksomheder gået tilbage fra 210 mio. kr. i 2004 til 188 mio. kr. i 2005. Det betyder

med andre ord, at investeringstilgangen til *danske* virksomheder i seedfasen er faldet kraftigere end de samlede seedinvesteringer.

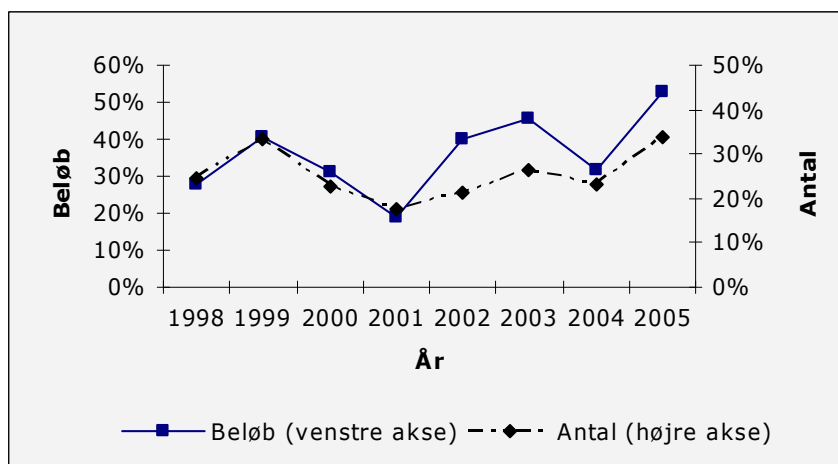
For start-up-segmentet ses en mindre fremgang i andelen af investeringer til danske virksomheder. I absolutte tal udmønter det sig i en fremgang på 409 mio. kr. fra 1,286 mia. i 2004 til 1695 mio. kr. i 2005.

Selvom andelen af senere-faser-investeringer i danske virksomheder er faldet fra 83,4% i 2004 til 67,6% i 2005, er der i absolutte tal tale om en mindre stigning i investeringstilgangen til danske virksomheder i dette stadium fra 613 mio. kr. i 2004 til 625 mio. kr. i 2005. Således mere end opvejer den kraftige stigning i investeringsaktiviteten det relative fald i andelen af senere-fase investeringer, der går til danske virksomheder.

3.3.2.6 Syndikering

I 2005 genoprettedes den opadgående trend fra 2001 med hensyn til syndikerede investeringer, som ellers blev brudt i 2004, jf. figur 11. Således ses det for første gang siden 1998, at syndikerede investeringer målt på beløb udgør over 50% af markedet. Opgjort på beløb udgjorde syndikerede investeringer således 53% i 2005 mod 32% i 2004. Ligeledes steg antallet af syndikerede investeringer fra at udgøre 23% af de samlede antal investeringer i 2004 til 32% i 2005.

Figur 11. Syndikerede investeringer, pct. af samtlige



Kilde: Vækstfonden (2006)

3.3.2.7 Investeringer i danske virksomheder fordelt på amter

Det danske venturemarked er fortsat koncentreret i og omkring hovedstadsområdet, hvor Københavns Kommune og Amt sammen med Frederiksborg Amt tiltrak 60% af ventureinvesteringerne i 2005. Ventureinvesterings-fordelingen mellem hovedstadsområdet og resten af landet har generelt ligget nogenlunde stabilt omkring 60% siden 1998, jf. tabel 18.

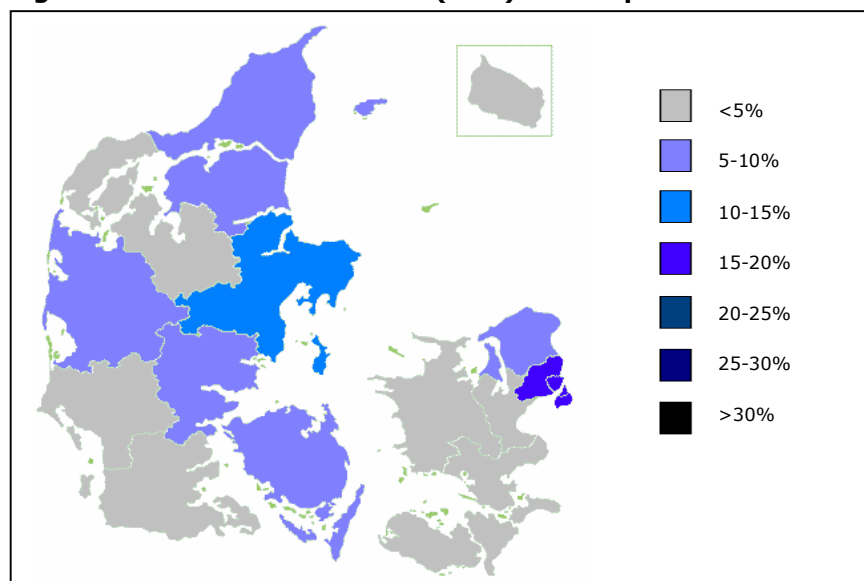
Tabel 18. Ventureinvesteringer fordelt på amter

Amt (kommune)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Bornholms Amt	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%
Frederiksberg	0,7%	0,7%	1,8%	1,3%	4,8%	1,1%	0,8%	1,2%
Frederiksborg Amt	18,7%	11,8%	12,9%	16,6%	11,2%	9,9%	18,9%	10,2%
Fyns Amt	2,5%	2,8%	5,4%	5,8%	3,4%	6,6%	6,5%	5,9%
København	19,9%	18,9%	32,2%	29,9%	31,4%	27,1%	26,3%	22,0%
Københavns Amt	27,9%	25,0%	17,3%	18,9%	18,0%	19,4%	15,6%	27,5%
Nordjyllands Amt	7,4%	14,1%	8,6%	8,3%	6,4%	7,9%	7,6%	5,3%
Ribe Amt	0,8%	1,0%	0,5%	1,1%	0,4%	2,8%	3,4%	0,4%
Ringkøbing Amt	4,2%	2,5%	1,7%	1,5%	1,6%	8,1%	2,8%	0,7%
Roskilde Amt	1,5%	2,8%	3,1%	1,7%	4,7%	0,9%	3,7%	6,9%
Storstrøms Amt	0,6%	1,7%	0,3%	0,4%	0,1%	0,0%	0,4%	1,1%
Sønderjyllands Amt	1,7%	3,2%	1,2%	1,4%	0,0%	0,4%	1,5%	3,9%
Vejle Amt	6,8%	8,5%	2,0%	5,0%	4,1%	0,4%	2,1%	1,7%
Vestsjællands Amt	0,9%	0,7%	1,3%	0,5%	0,0%	1,2%	0,0%	0,5%
Viborg Amt	1,2%	2,5%	1,8%	0,3%	2,0%	8,7%	2,8%	0,4%
Århus Amt	5,2%	3,7%	10,0%	7,4%	11,9%	5,6%	7,6%	12,2%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Kilde: Vækstfonden (2006)

På det overordnede niveau ses der en kraftig korrelation mellem den geografiske fordeling af ventureinvesteringer og den økonomiske aktivitet (BNP) i de forskellige amter, jf. figur 12.

Figur 12. Samlet værditilvækst (BNP) fordelt på amter



Kilde: Danmarks statistik

Dog tiltrækker hovedstadsområdet og Roskilde Amt mere venturekapital, end dets BNP-andel tilsiger, mens Ringkjøbing og Vejle amter tiltrækker mindre. Imidlertid skal det påpeges, at BNP-andelene ikke er korrigeret for fx landbrug og fiskeri – erhverv der traditionelt ikke tiltrækker venturekapital. Dette forhold udligner i nogen grad forskellen i tilførslen af venturekapital mellem hovedstadsområdet og resten af landet.

I tabel 19 øges detaljeringsgraden, således at de geografiske investeringsforskelle på tværs af udviklingsstadierne kan analyseres.

Tabel 19. Ventureinvesteringer fordelt på amter og stadier

Amt (kommune)	seed	start-up	ekspansion	total
Bornholms Amt	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Frederiksberg	0,6%	1,2%	1,3%	1,2%
Frederiksborg Amt	11,6%	11,2%	8,7%	10,2%
Fyns Amt	1,4%	8,6%	3,9%	5,9%
København	34,4%	22,1%	18,6%	22,0%
Københavns Amt	24,7%	34,0%	20,5%	27,5%
Nordjyllands Amt	4,4%	3,3%	8,0%	5,3%
Ribe Amt	0,0%	0,8%	0,1%	0,4%
Ringkjøbing Amt	0,1%	0,0%	1,7%	0,7%
Roskilde Amt	5,5%	1,7%	13,7%	6,9%
Storstrøms Amt	0,0%	0,8%	1,7%	1,1%
Sønderjyllands Amt	7,3%	1,7%	5,7%	3,9%
Vejle Amt	2,1%	0,4%	3,1%	1,7%
Vestsjællands Amt	0,0%	0,0%	1,2%	0,5%
Viborg Amt	0,0%	0,1%	0,8%	0,4%
Århus Amt	7,9%	14,2%	11,0%	12,2%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Kilde: Vækstfonden (2006)

Det er værd at bemærke, at investeringer i de tidlige faser seed og start-up er størst i og omkring storbyerne, hvor Københavns Amt/kommune, Århus Amt og Frederiksborg Amt udgør 79% på seedmarkedet og 70% på start-upmarkedet. I ekspansionsfasen evner især virksomheder i Roskilde og Nordjyllands Amt at tiltrække venturekapital.

3.4 KONKLUSIONER

Antallet af aktører på det danske venturemarked er begyndt at stabilisere sig efter flere års tilbagegang. I 2006 er der således 52 aktive investorer i Danmark – samme antal som i 2005. Samtidig er kapitalen under forvaltning forøget fra 18,4 mia. kr. til 20,1 mia. kr. Den gennemsnitlige kapital under forvaltning pr. selskab er dermed forøget fra 350 mio. kr. i 2005 til ca. 400 mio. kr. i 2006.

Det danske venturemarked har fra 2004 til 2005 oplevet en fremgang i investeringsaktiviteten på 30% fra 1,846 mia. kr. i 2004 til 2,345

mia. i 2005. Dermed bekræftes den opadgående tendens i investeringsaktiviteten, som blev startet i 2004, efter en periode med kraftige fald ovenpå IT-krakket i 2001-2003. Særligt ITEK-virksomhederne evnede at tiltrække mere venturekapital i 2005, hvor de modtog 704 mio. kr. mod blot 344 mio. kr. i 2004. Dermed fik ITEK-virksomhederne tilført 30% af ventureinvesteringerne i 2005 mod 19 % i 2004, mens Life Science-virksomheder fik tilført 52% af ventureinvesteringerne i 2005 mod 56% i 2004.

Den positive udvikling i investeringsaktiviteten bevirker, at det danske venturemarked igen lægger afstand til Europa med en stigning i investeringsaktiviteten der er 6 procentpoint højere end Europas fra 2004 til 2005. Dette bryder en flerårig periode, hvor Europa har nærmet sig Danmark. Da antallet af virksomheder, der modtager kapital, er faldet siden 2004 medfører den øgede investeringsaktivitet endvidere, at det gennemsnitlige investeringsbeløb pr. investering fra danske ventureinvestorer er løftet fra 6,4 mio. kr. i 2004 til 9,7 mio. kr. i 2005.

I 2005 blev 30% af venturekapitalen tilført virksomheder, som ikke havde modtaget venturekapital fra samme investor tidligere. Dermed steg andelen af nyinvesteringer – som i 2004 udgjorde 25% - for første gang i fem år.

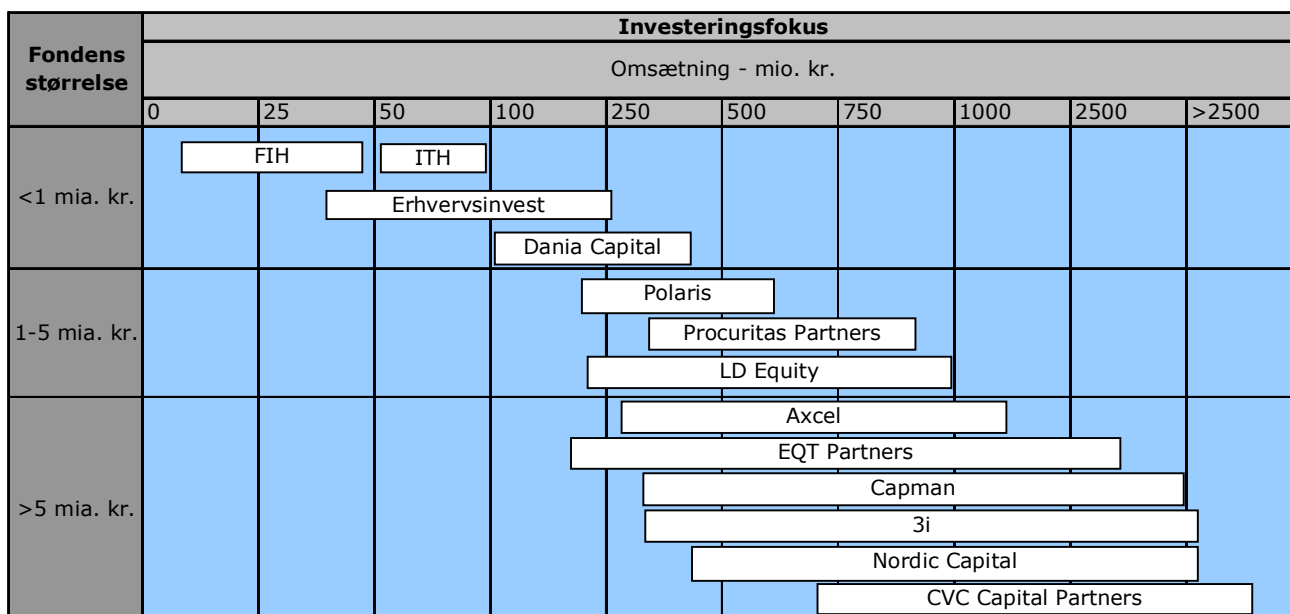
4. BUY-OUT MARKEDET

Markedet for unoterede investeringer rummer også en række investorer, som udbyder risikovillig kapital til finansiering af omstilling i modne virksomheder. Disse investorer, som hér betegnes buy-out selskaber, investerer i forbindelse med management buy-outs og – buy-ins samt replacement.

4.1 ANTAL INVESTORER

I denne opgørelse indgår 13 buy-out selskaber, som har en investeringsafdeling i Danmark og som gennem flere år har opkøbt danske virksomheder. Hovedparten af buy-out selskaber, som investerer i danske virksomheder, er primært interesserede i virksomheder, der har en omsætning på mere end 250 mio. kr., jf. figur 11.

Figur 11. Buy-out-selskaber



Kilde: Vækstfonden (2006)

De største danske buy-out-selskaber, Axcel og LD Equity, investerer i virksomheder med en omsætning på op til 1 mia. kr. De internationale selskaber er imidlertid betydeligt større og investerer typisk i virksomheder, som har en omsætning på 350-2.500 mio. kr.

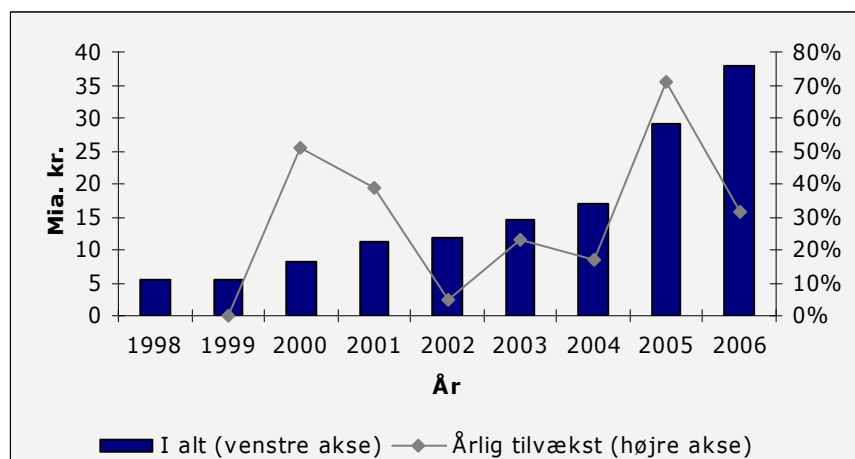
De senere år er der også kommet en række investorer til, som har interessere i segmentet af virksomheder med en omsætning på 50-250 mio. kr. Som eksempler kan nævnes FIH Private Equity, Erhvervsinvest og Dania Capital.

4.2 KAPITAL UNDER FORVALTNING

For de rent nationale selskaber er deres samlede kapital under forvaltning talt med, mens det for de internationale selskaber gælder, at der her er indhentet tal for, hvor meget de forventer at investere i Danmark de næste 4-5 år.

De største danske selskaber er Polaris, LD Equity og Axcel, som tilsammen har mere end 10 mia. kr. under forvaltning. De mindre danske selskaber råder tilsammen over ca. 2 mia. kr. Hertil kommer, at de internationale selskaber - med afdelinger i Danmark - vurderes at ville investere mere end 20 mia. kr. i danske virksomheder de kommende 4-5 år. Den samlede kapital, som disse buy-out selskaber har under forvaltning, er dermed ca. 40 mia. kr. i 2006 og er således over niveauet fra 2005 hvor de havde 30 mia. kr. under forvaltning, jf. figur 11.

Figur 11. Buy-out kapital under forvaltning



Kilde: Vækstfonden (2006)

Stigningen i kapital under forvaltning de senere år skyldes bl.a. at Axcel og LD Equity har rejst ny kapital, samtidig med at flere af de store udenlandske buy-out-selskaber som fx Nordic Capital, CVC og EQT forventes at investere mere i danske virksomheder end tidligere forventet.

Selv om buyoutmarkedet således er i kraftig vækst, er der dog endnu tegn på, at kapitalen ikke rækker til at tilfredsstille behovet for risikovillig kapital til at finansiere fremtidige generations- og ejerskifter i danske virksomheder.

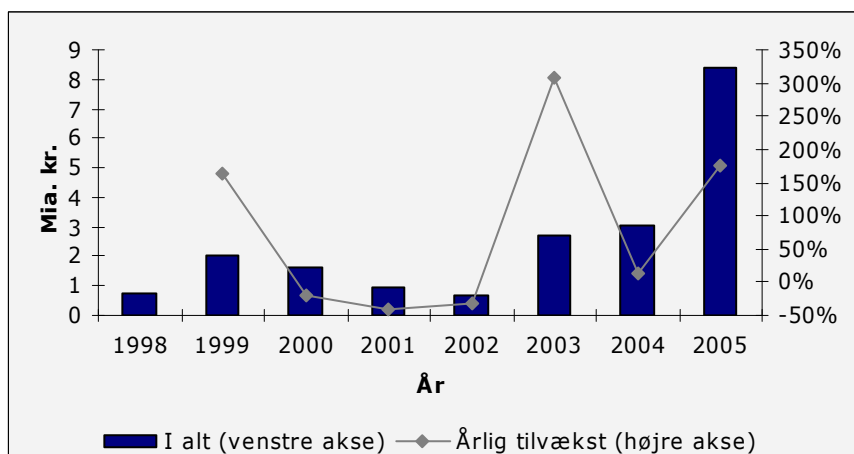
I analysen "Generations- og ejerskifte - en udfordring for kapitalmarkedet" (2003) estimerede Vækstfonden, at der de følgende fem år vil være ca. 1.500-2.000 virksomheder, som er egnede til at få tilført risikovillig kapital, når de skal generations- og ejerskiftes.

Kapitalbehovet for disse virksomheder er samlet set på ca. 50 mia. kr. Det udækkede kapitalbehov udgør dermed ca. 10 mia. kr.

4.3 INVESTERINGER

Investeringsaktiviteten på det danske buy-out marked fortsatte med at stige fra 2004 til 2005. Hvor investeringerne i 2004 udgjorde 3 mia. kr., kom de i 2005 op på 8,4 mia. kr. – en fremgang på mere end 150%, jf. figur 12.

Figur 12. Buy-out-investeringer



Note: Tallene er eksklusiv investeringer i andre investeringsfonde

Kilde: Vækstfonden (2006)

I forhold til 2004, hvor investeringerne var jævnt fordelt på alle buyoutselskaberne, er mere end 80% af investeringsaktiviteten i 2005 sket gennem kun tre buy-out fonde: EQT, Nordic Capital og CVC. De største opkøb er ISS, Nycomed og Post Danmark. De betydelige kapitalrejsninger blandt buy-out-investorerne i både 2005 og begyndelsen af 2006 peger endvidere i retning af, at aktivitetsniveauet i 2006 og fremover vil forblive højt.

4.4 KONKLUSIONER

I 2006 er der 13 buy-out-selskaber, som har investeringsafdelinger i Danmark. 6 af disse selskaber er internationale aktører, som har valgt at etablere en afdeling i Danmark.

Investorenes samlede kapital under forvaltning udgør ca. 40 mia. kr. Heraf står de internationale selskaber for ca. 60%. Det seneste år er kapitalen under forvaltning forøget med 30%, hvilket bl.a. skyldes, at Axcel og LD Equity har rejst yderligere kapital.

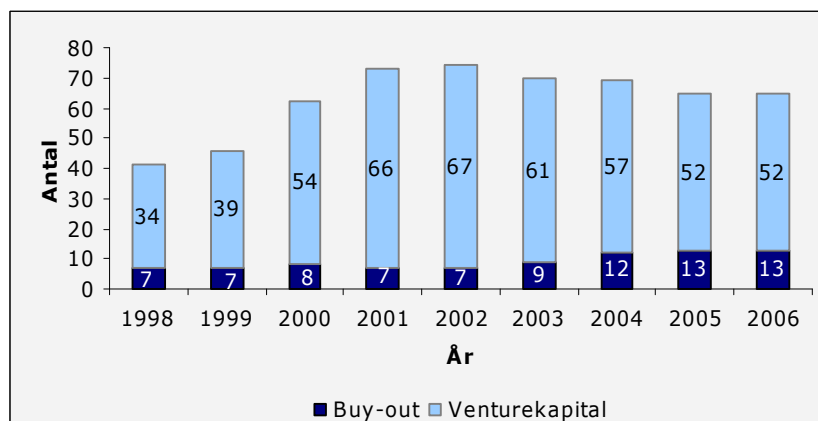
Investeringsaktiviteten er forøget markant i 2005 sammenlignet med 2004. Blandt store virksomheder, som er blevet opkøbt, kan nævnes Nycomed, Post Danmark og ISS.

5. MARKEDET FOR VENTUREKAPITAL OG BUY-OUT

5.1 ANTALLET AF INVESTORER

Ved udgangen af august 2006 eksisterer der 65 aktive selskaber, som foretager venture- og buy-out-investeringer i Danmark, mens det tilsvarende tal også var 65 ultimo 2005, jf. figur 13.

Figur 13. Buy-out- og ventureselskaber



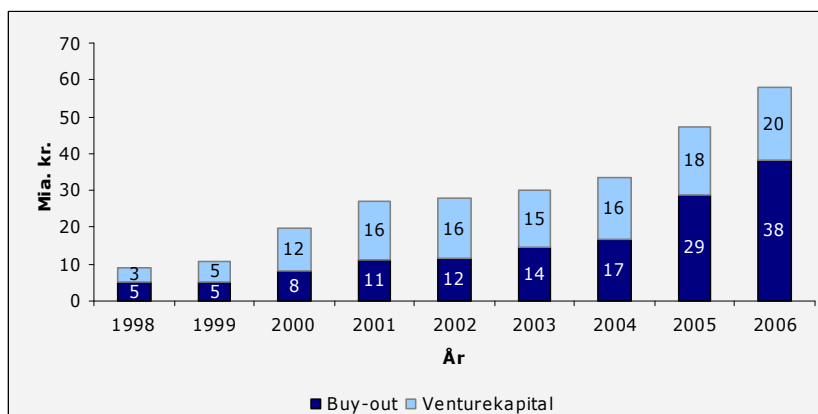
Kilde: Vækstfonden (2006)

Det uændrede antal aktører er en konsekvens af, at tre ventureselskaber har forladt markedet, mens tre nye er kommet til. Antallet af buy-out selskaber er også uændret. Målt på antallet dominerer ventureselskaberne dermed fortsat markedet for risikovillig kapital, idet de udgør 80%.

5.2 KAPITAL UNDER FORVALTNING

Venture- og buy-out-selskabernes kapital under forvaltning er forøget fra 47 mia. kr. i 2005 til 58 mia. kr. i 2006, en fremgang på godt 23%, jf. figur 14.

Figur 14. Buy-out og venturekapital under forvaltning



Kilde: Vækstfonden (2006)

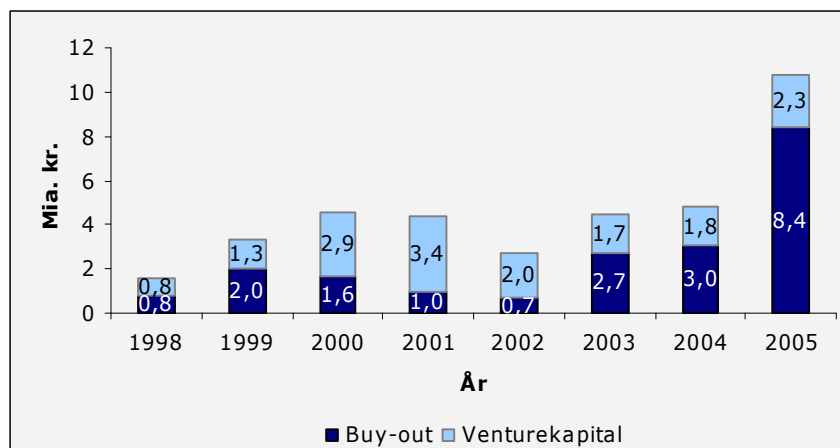
Fremgangen i kapital under forvaltning skyldes især, at flere buy-out selskaber forventes at investere mere i danske virksomheder end tidligere antaget.

I perioden 2000-2003 udgjorde buy-out selskabernes andel af kapitalen under forvaltning mindre end 50%. I 2006 er denne andel dog steget til 65%. Buy-out-selskaberne i Danmark er dog fortsat et stykke vej fra at være så dominerende som i de førende europæiske lande – hvor buy-out-selskabernes andel af kapitalen under forvaltning er oppe på 75%.

5.3 INVESTERINGER

De danske venture- og buy-out selskabers investeringer er samlet set forøget markant fra 2004 til 2005. Fremgangen skyldes, at både buy-out- og ventureselskaberne har forøget deres investeringer i løbet af 2004. Venture- og buy-out-selskaberne investerede tilsammen 4,8 mia. kr. i 2004, mens det tilsvarende beløb i 2005 var på 10,8 mia. kr., jf. figur 15. Det svarer til en fremgang på mere end 100%.

Figur 15. Buy-out- og ventureinvesteringer (i Danmark)



Kilde: Vækstfonden (2006)

Ventureselskabernes investeringer er i den sammenhæng forøget med ca. 30% fra 2004 til 2005, mens buyoutinvesteringerne i samme periode er forøget med mere end 150%. Ventureinvestorenes andel af de samlede investeringer er dermed faldet yderligere fra ca. 40% i 2004 til 22% i 2005.

6. VÆKSTFONDENS ROLLE

Vækstfonden har som overordnet vision at være med til at gøre markedet for innovationsfinansiering i Danmark til det mest velfungerende i Europa. Vækstfondens strategi til indfrielse af visionen omfatter både Vækstfondens kapitaltilførsel direkte til perspektivrige, innovative virksomheder samt kapitalindsud i specialiserede ventureselskaber, som opererer i lovende teknologisegmenter i det danske marked.

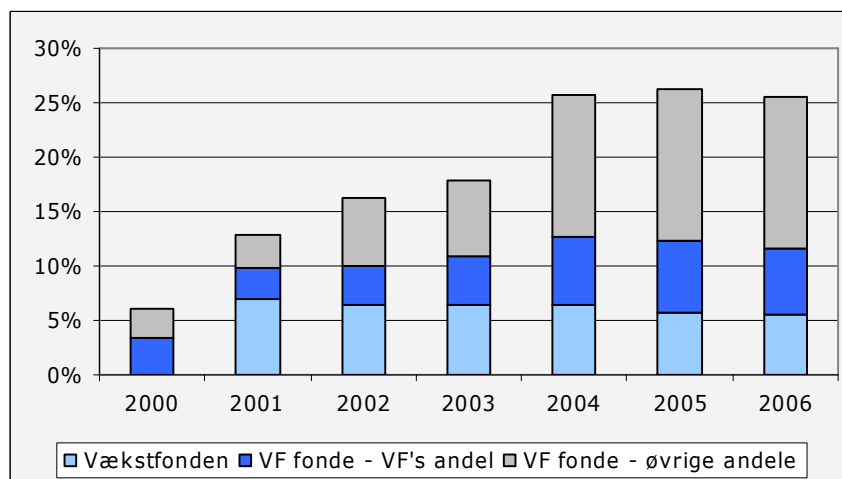
Fælles for begge indsatsområder er, at Vækstfondens indsats er målrettet mod de segmenter, hvor markedet tøver. Rationalet for den kombinerede strategi er, at Vækstfonden ved at investere sammen med andre bliver i stand til at tiltrække kapital og kompetencer fra private investorer til underfinansierede dele af markedet.

Regeringens handlingsplan for risikovillig kapital har i den sammenhæng lagt op til at etablere en ny kapitalstærk venturefond med afsæt i Vækstfondens ventureteams og investeringsportefølje. Fonden skal samtidig tiltrække kapital fra private investorer. Etableringen af den nye fond indebærer, at en væsentlig del af Vækstfondens investeringsaktivitet inden for ITEK og Life Sciences bliver udskilt i et nyt set-up i Sunstone Capital. Fremadrettet betyder det, at Vækstfondens indirekte investeringsaktivitet i det danske venturemarked bliver større, mens den direkte investeringsaktivitet bliver mindre. Tilførslen af privat kapital til Sunstone betyder samtidig, at det samlede venturemarked bliver større.

6.1 INDIREKTE INVESTERINGER

Vækstfonden og de ventureselskaber, som Vækstfonden er medejer af, repræsenterer 25,5% af den samlede venturekapital under forvaltning i 2005. Vækstfondens kapital udgør alene 11,6% af markedet i 2006, jf. tabel 19. Vækstfondens eget kapitalgrundlag til direkte investeringer er opgjort som ca. halvdelen af egenkapitalen.

Figur 19. Vækstfondens andel af kapital under forvaltning



Note: Vækstfondens andel fremkommer ved at gange de enkelte selskabers kapital under forvaltning med Vækstfondens ejerandele i disse selskaber.

Kilde: Vækstfonden (2006)

I perioden 1/9-2005 til 1/9-2006 har Vækstfonden deltaget i kapitalrejsninger i to etablerede ventureselskaber – IVS II og Nordic Biotech Venture Fund II. I alt har Vækstfonden har dermed indskudt kapital i 12 danske ventureselskaber og et buy-outselskab siden 2000.

6.2 DIREKTE INVESTERINGER

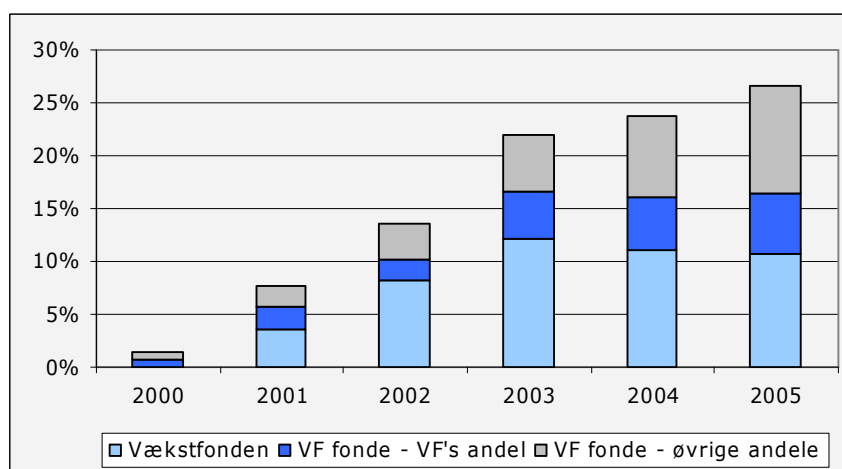
I 2005 udbetalte Vækstfonden 250 mio. kr. på engagementer i porteføljen, jf. tabel 20, hvilket svarer til 11% af den samlede kapitaltilførsel til venturemarkedet. I forhold til 2004, hvor Vækstfondens investeringer udgjorde 201 mio. kr., er der tale om en fremgang på 25%.

Vækstfonden afgav desuden tilsagn til direkte investeringer via egenkapitalindskud og lån på 404 mio. kr. i 2005 mod 310 mio. kr. i 2004, hvormed Vækstfondens tilsagnsafgivelse til venturemarkedet steg med 30% fra 2004 til 2005. Denne markante fremgang i tilsagnsaktiviteten vil alt andet lige medføre en yderligere stigning i udbetalingerne i 2006. De direkte investeringer er primært foretaget i virksomheder inden for ITEK, som dækker 32% og Life Sciences, der står for 53%.

Strategiskiftet i 2001 har betydet, at Vækstfonden har fået en mere og mere fremtrædende rolle på det danske venturemarked. Ikke kun via de direkte investeringer – men også gennem investeringer i andre ventureselskaber.

De ventureselskaber, som Vækstfonden har ejerandele i, har investeret 373 mio. kr. i 2005, svarende til 16% af de samlede ventureinvesteringer. Ved at tage højde for Vækstfondens ejerandele i disse selskaber, udgør Vækstfondens andel af investeringerne 136 mio. kr. - eller ca. 6% af de samlede investeringer, jf. tabel 20.

Figur 20. Vækstfondens andel af ventureinvesteringerne



Note: Vækstfondens andel fremkommer ved at gange de enkelte fondes investeringer med Vækstfondens ejerandele i disse selskaber.

Kilde: Vækstfonden (2006)

Vækstfondens direkte og indirekte andel tilsammen udgør dermed 386 mio. kr. i 2005, svarende til ca. 17% af de samlede ventureinvesteringer foretaget af danske ventureselskaber.

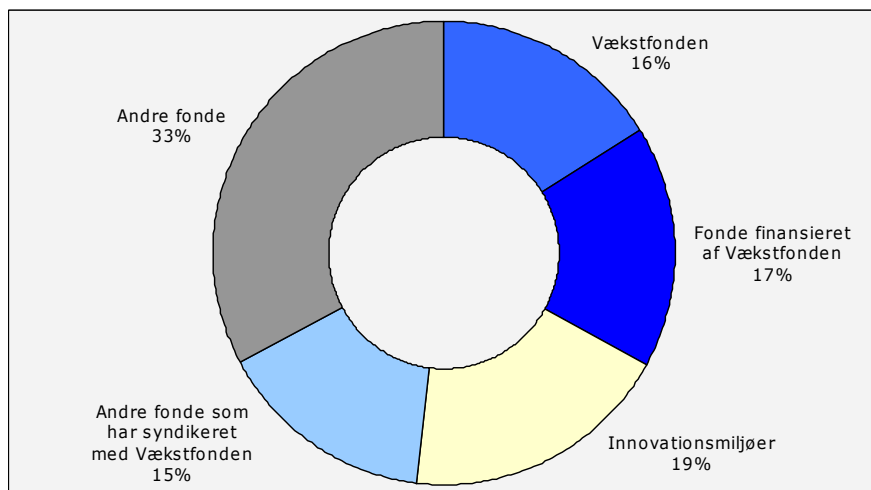
6.2.1 SEEDMARKEDET I DANMARK

Vækstfondens strategi er at investere, hvor markedet tøver, hvilket særligt gør sig gældende i markedet for seedinvesteringer. Dermed er et af Vækstfondens primære fokusområder at styrke og udbygge det danske seedmarked.

Gennem de seneste fem år er Vækstfonden den aktør, som har investeret mest i danske seedvirksomheder. I perioden 2001-2005 står Vækstfonden alene således for 16% af de danske seedinvesteringer i danske virksomheder. De selskaber, der er etablerede via kapitalindskud fra Vækstfonden, har bidraget med yderligere 17%, jf. figur 16. Endvidere har vækstfondens øvrige danske syndikeringspartnere (ekskl. innovationsmiljøerne) investeret 15% i

disse virksomheder. Vækstfonden er dermed involveret i omkring halvdelen af seed-investeringerne i Danmark, og er dermed kraftigt medvirkende til at understøtte det danske seedmarked.

Figur 16. Seedinvesteringer i danske virksomheder i 2001-2005 fordelt på investorer (beløb)



Note: Det er kun beløbet for danske syndikeringspartnere, der fremgår af figuren. Udenlandske investorers syndikeringer med danske VC-aktører er ikke medregnet. En komplet liste over de selskaber, der indgår i denne analyse findes i appendiks D.

Kilde: Vækstfonden (200)

De øvrige investorer, som foretog seedinvesteringer i danske virksomheder i perioden 2001-2005, er innovationsmiljøerne, som bidrog med 19% af de samlede seed-investeringer, samt ca. 20 ventureinvestorer, der samlet bidrog med yderligere 33% af de samlede seedinvesteringer.

INDLEDNING

Virksomheder vil i deres levetid gennemløbe forskellige udviklingsstadier, hvor de ofte vil have behov for tilførsel af ekstern kapital i form af enten fremmedkapital eller egenkapital.

For flere af disse virksomheder, især innovative og forsknings- og udviklingsbaserede, er egenkapitalfinansiering imidlertid den eneste mulighed, da virksomhederne ikke har indtægter, der kan benyttes til at afdrage gæld og betale renter. Sådanne virksomheder får endvidere typisk ikke tilbudt traditionelle banklån, idet de ikke har mulighed for at stille den nødvendige sikkerhed. Afhængigt af virksomhedens udviklingsstadium vil den have mulighed for at få tilført kompetent og tålmodig kapital i form af venture- og buy-out kapital.

Venturekapital er finansiering af virksomheder, der befinder sig i et tidligt udviklingsstadium (udvikling eller vækst), mens buy-out er kapital til modne eller mere etablerede virksomheder.

Finansieringen kan opdeles på faser og typer afhængigt af virksomhedens udviklingsstadium:

Faserne i virksomhedens udviklings- og vækststadier betegnes seed-, start-up og ekspansionsfasen. I disse faser betegnes kapitalen for venturekapital. Finansiering af modne og etablerede virksomheder betegnes replacement, buyout, bridge-finansiering og afnotering. Disse finansieringsfaser/-typer hører under buy-out.

I dette afsnit vil virksomhedernes kapital- og kompetencebehov i forskellige udviklingsstadier blive beskrevet med henblik på at belyse, hvor forskellige udbydere af risikovillig kapital skal være for at dække disse behov. Derefter følger en detaljeret gennemgang af de finansieringsfaser/finansieringstyper, der svarer til hvert udviklingsstadium, sammen med de forskellige kapitaltyper. Afsnittet afsluttes med en beskrivelse af de investorer, der tilbyder disse kapitaltyper.

VIRKSOMHEDENS UDVIKLINGSFASER

Udviklingsvirksomheder har brug for at få tilført såvel risikovillig som tålmodig og kompetent kapital. Det er kendetegnende for udviklingsprojekter, at der er stor forskel på afkastet fra de mest succesfulde projekter og de projekter, der ikke resulterer i en markedsintroduktion. Investorerne påtager sig således en forholdsvis stor risiko for, at deres investeringer går tabt, men opnår til gengæld et stort afkast, såfremt projektet er en succes. For nogle brancher

kan der gå op imod ti år fra et udviklingsforløb iværksættes, til det endelige produkt kan introduceres på markedet. En investering i den tidligste del af udviklingsforløbet kan derfor ofte først realiseres efter en tidshorisont på 5-7 år.

Virksomheder i forsknings- og udviklingsstadiet har ofte brug for at få tilført supplerende kompetencer af administrativ og ledelsesmæssig karakter. Herved får iværksætteren mulighed for at beskæftige sig mere intenst med videreudvikling af det produkt eller idégrundlag, som virksomheden blev skabt med udgangspunkt i. Investorer, der investerer i nyetablerede udviklingsvirksomheder, er derfor som oftest nødt til at kunne tilbyde mere end kapital. Dels for at tiltrække de mest attraktive investeringsprojekter, dels for at styrke deres foretagne investeringer.

Vækstvirksomheder har et færdigudviklet produkt, der er klar til markedsintroduktion. Der kan være meget store omkostninger forbundet ved at gennemføre en præsentation af et nyt produkt samt ved etablering af et distributionsnet. Vækstvirksomheder har derfor ofte brug for kapitaltilførsel til dækning af logistik- og markedsføringsomkostninger samt opbygning af salgsnet. En attraktiv investor for en virksomhed i denne fase skal derfor kunne tilbyde virksomheden adgang til et netværk i det marked, hvori vækstvirksomheden opererer eller ønsker at operere i. I en tid med stadig kortere produktlevetid er en offensiv markedsintroduktion en nødvendighed, hvis virksomhedens vækstpotentiale skal udnyttes til fulde.

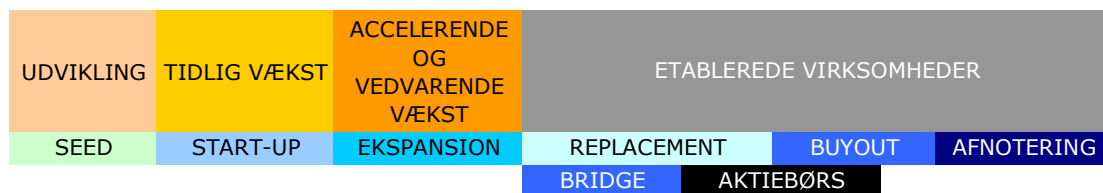
Etablerede virksomheder kan, selvom de har et positivt cash-flow, få brug for ekstern kapitaltilførsel. Der kan fx i forbindelse med et generationsskifte være behov for at få tilført kapital for at erhverve den eksisterende ledelses ejerandele. Ligeledes kan virksomheden få brug for yderligere finansiering i forbindelse med en turn-around, forberedelse af børsintroduktion eller ved en eventuel afnotering.

FINANSIERINGSFASER/-TYPER

For hver af virksomhedens udviklingsfaser findes en tilhørende finansieringsfase eller -type. Oven for er der beskrevet tre typer af virksomheder: Udviklings-, vækst- og etablerede virksomheder. I virksomhedens udviklingsfase betegnes den tilsvarende finansieringsfase som seedfasen. Vækstfasen opdeles i en tidlig og en sen fase, hvor de tilsvarende finansieringsfaser er hhv. start-up og ekspansion jf. figur 17. De etablerede virksomheder befinder sig ikke i én finansieringsfase, men har snarere adgang til en række forskellige finansieringstyper: Replacement-kapital, buyout og bridge. Endvidere kan der rejses kapital ved en børsintroduktion. De

etablerede virksomheder har således adgang til flere finansieringstyper end de unge virksomheder, som illustreret i figuren nedenfor.

Figur 17. Finansieringsstadier / finansieringstyper



Kilde: Vækstfonden.

Afhængigt af hvor meget ekstern kapital virksomheden har brug for, samt hvilken udvikling den gennemgår, vil virksomheden på et givet tidspunkt befinde sig et eller andet sted på ovenstående kapitalstige.

Beskrivelse af de enkelte finansieringsstadier og -typer:

Seedfasen omfatter projekter, hvor produktet ikke er færdigudviklet, eller hvor udviklingen af en prototype endnu ikke har nået et stadie, hvor en egentlig produktion kan påbegyndes. I denne fase foretages den teknologiske og kommercielle vurdering af projektet.

Start-up fasen betegner de virksomheder, som har afsluttet den indledende produktudvikling. Prototypen bliver færdiggjort i denne fase, hvorefter den initiale markedsintroduktion iværksættes.

Ekspansionsfasen indbefatter virksomheder, som afsætter deres produkt i et omfang, der akkurat dækker virksomhedens omkostninger eller giver et mindre afkast. Virksomheden skal i denne fase ekspandere, således at produktionen svarer til den endelige efterspørgsel. Samtidig skal udviklingen af næste produkt påbegyndes.

Replacement-kapital dækker over kapitaltilførsler, der benyttes til at købe én eller flere af de eksisterende investorers ejerandele. Der kan således være tale om, at de investorer, som finansierede virksomheden i seedfasen, nu får frigjort deres investering.

Buyout/buyin-kapital indeholder både kapital til at købe etablerede virksomheder, som den eksisterende ledelse skal bestyre, samt kapital til at købe den eksisterende ledelse ud af virksomheden for at indsætte en ny ledelse.

Bridgfinansiering er kapitaltilførsler, der dækker finansieringsbehovet frem til, at en ny kapitaltilførsel kan finde sted. Bridgfinansiering kan tilføres som egenkapital og/eller lånekapital, som skal tilbagebetales umiddelbart efter, at næste fi-

nansieringsrunde har fundet sted. I denne sammenhæng vil det omfatte finansiering af virksomheden i perioden umiddelbart inden børsintroduktion.

Der kan eksempelvis være tale om, at en virksomhed har brug for yderligere nogle måneder til at forberede en børsintroduktion. For at undgå at afgive yderligere ejerandele bruges bridgefinansiering til at dække de løbende omkostninger, før virksomheden noteres på børsen.

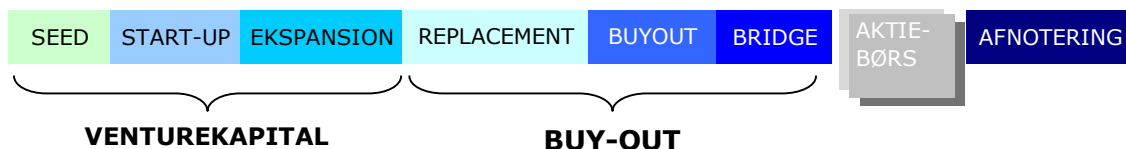
Afnotering betegner den kapitaltilførsel, der bruges til opkøb af egne aktier, hvis en børsnoteret virksomhed søges afnoteret.

KAPITALTYPER

For såvel venture- som buy-out-kapital er der tale om finansiering af virksomheder, der ikke er noteret på en aktiebørs. De to kapitaltyper dækker imidlertid over investeringer i forskellige faser i virksomhedens udviklingsforløb, som illustreret i figur 18.

Venturekapital dækker over de tidlige finansieringsfaser: Seed, start-up og ekspansion, mens buy-out kapital indeholder replacement, buyout og bridge. De investorer, der investerer i børsnoterede virksomheder med henblik på afnotering, tilhører ligeledes kategorien buy-out.

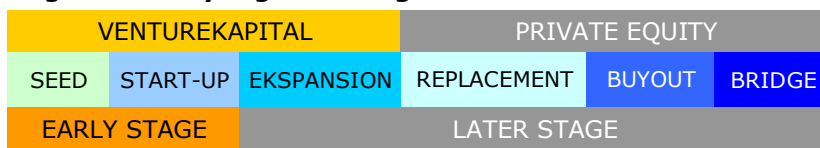
Figur 18. Kapitaltyper



Kilde: Vækstfonden.

Finansieringsfaserne kan tillige opdeles i early- og later-stage. Early-stage omfatter seed- og start-up faser, mens later-stage i princippet omfatter alt anden kapitaltilførsel, men benyttes som ofte kun om ekspansionsfasen, jf. figur 19.

Figur 19. Early- og later-stage



Kilde: Vækstfonden.

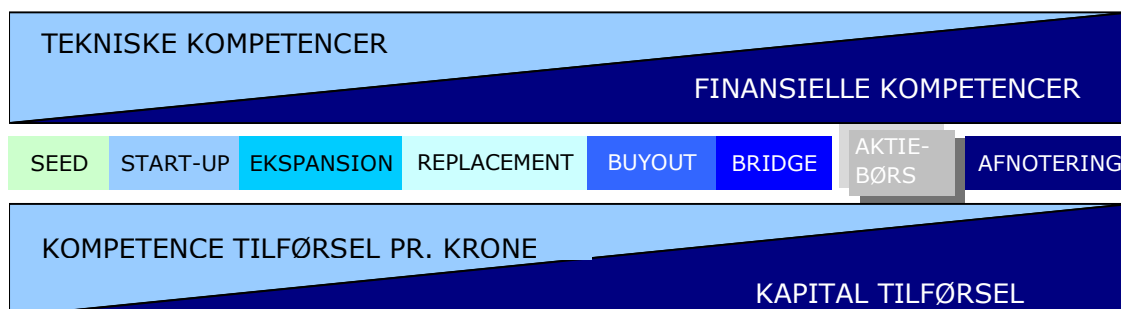
Venture- og buy-out-kapital adskiller sig ikke kun med hensyn til, hvornår i virksomhedens udvikling kapitalen tilføres, men også med

hensyn til investeringernes størrelse samt de kompetencer som investor tilfører virksomheden i forlængelse af kapitalindskuddet. Dette skyldes naturligvis, at virksomhedernes behov for kapital og kompetencetilførsel ændres betydeligt i løbet af dens udvikling.

Som illustreret i nedenstående figur 20, skal investorerne besidde stærke fagspecifikke kompetencer for at vurdere værdien af en virksomhed, der befinder sig i de tidligste udviklingsfaser. Alt imens kapitalbehovet stiger i takt med, at virksomheden vokser, falder den relative kompetencetilførsel per krone.

Eftersom Buy-out-selskaber typisk investerer i de seneste faser af virksomhedens udvikling, er det naturligt, at Buy-out-selskaberne administrerer og investerer mere kapital per medarbejder end ventureselskaberne.

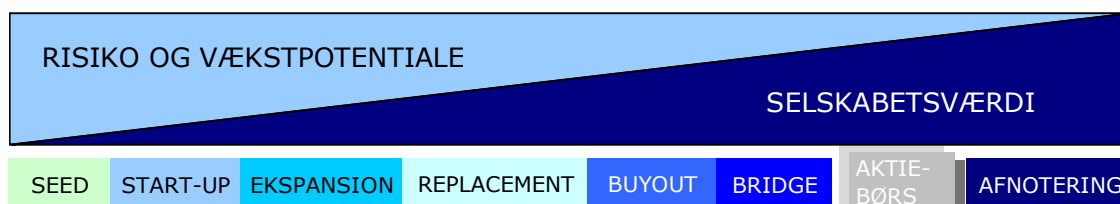
Figur 20. Kompetencer



Kilde: Vækstfonden.

Ventureselskaberne har mulighed for at kombinere deres investeringer med branchespecifik kompetencetilførsel. Deres relativt store omkostninger per investeret krone opvejes af det høje vækstpotentiale, der findes blandt udviklingsprojekterne.

Figur 21. Risiko og potentiale vs. selskabets værdi



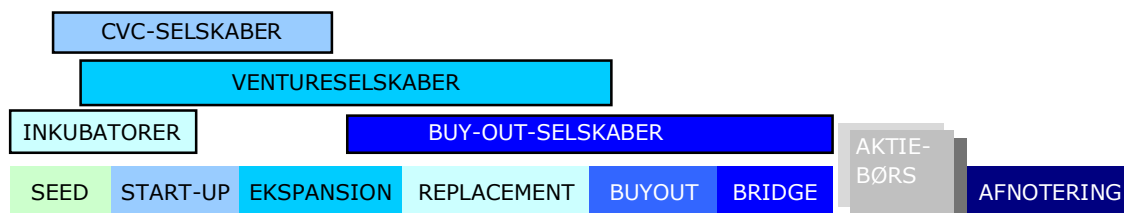
Kilde: Vækstfonden.

Ventureselskaberne er således villige til at tage den højere risiko, der er forbundet med at investere i de tidlige faser, fordi de besidder en kombination af kompetencer og erfaring, der kan medvirke til at realisere udviklingsvirksomhedens potentiale.

OPDELING AF INVESTORER

De selskaber, der tilbyder innovationsfinansiering, er i denne opgørelse opdelt ift. deres ejerforhold samt hvilke faser af virksomhedernes udvikling, de finansierer. Selskaberne er overordnet opdelt i fire forskellige typer, som det fremgår af figur 22 nedenfor, men inden for disse grupper kan der naturligvis foretages yderligere opdelinger.

Figur 22. Opdeling af investorerne



Kilde: Vækstfonden.

1. Inkubatorer tilbyder iværksætteren rådgivning og kapital foruden adgang til en række fysiske faciliteter. Rådgivningen har karakter af hjælp til det videre udviklingsforløb samt varetagelse af en række administrative opgaver. Det er ikke i inkubatormiljøet, at iværksætteren typisk finder sine største investorer. Inkubatoren vil oftest finansiere de initiale omkostninger samt bistå med at søge øvrige finansieringsmuligheder for iværksætteren.

2. Ventureselskaber tilfører aktiekapital og kompetencer til virksomheder, der befinder sig i seed-, start-up eller ekspansionsfasen. Ventureselskaber fungerer enten som evergreens, eller de består af en eller flere tidsbegrænsede selskaber:

a. Evergreens betegner selskaber, der beholder den kapital som realiseres, når én af deres porteføljevirkomheder afhændes. Selskaberne geninvesterer midlerne i andre virksomheder. Investorerne aflønnes ved udbetaling af dividender samt ved værdistigning af deres kapitalandele i selskabet.

b. Tidsbegrænsede selskaber har en fast defineret levetid og udbetaler realiserede gevinster til de enkelte kapitalindskydere i takt med afhændelse af porteføljevirkomhederne.

3. Corporate ventureselskaber (CVC-selskaber) er underlagt et moderselskab, for hvilket de investerer i udviklings- og vækstvirksomheder. CVC-selskaberne besidder ofte unikke branchespecifikke kompetencer samt et betydeligt netværk, der gør dem til attraktive investorer. CVC-selskaberne investerer ud fra et ønske om finansielt såvel som strategisk afkast. De finansielle afkast måles som ved enhver anden investering, mens de strategiske afkast

betegner de synergieffekter, der måtte opstå mellem moderselskabet og porteføljevirkksomheden. CVC-investeringer foretages enten direkte eller indirekte i udviklingsvirksomheden. De indirekte investeringer foretages gennem selskaber, der helt eller delvist ejes af virksomheden. Disse selskaber betegnes også captives.

4. Buy-out-selskaber investerer på samme måde som ventureselskaber. Buy-out-selskaber fungerer blot i et andet segment af kapitalmarkedet, hvor behovet for kapital- og kompetencetilførsel ligesom risikoprofilen er en anden. Buy-out-selskaberne er derfor ofte betydelig større end ventureselskaberne.

Disse investorer er alle repræsenteret på det danske marked for risikovillig kapital. Investorer med forskellige karakteristika udfylder således hver deres trin på virksomhedernes kapitalstige.

KILDER OG AFGRÆNSNING

Denne analyse af det danske buy-out- og venturekapitalmarked er hovedsageligt baseret på årsregnskaber og børsmeddelelser. Disse data er efterfølgende suppleret og verificeret ved hjælp af Købmandstadens Oplysningsbureau (KOB) og interviews med udvalgte investorer.

Ved at tage udgangspunkt i offentligt tilgængelige data, der skal leve op til en række lovmæssige krav, sikres et pålideligt og sammenligneligt datamateriale, som muliggør en ensartet opgørelse af hele markedet.

I denne opgørelse indgår innovationsmiljøer, innovationsselskaber, inkubatorer, ventureselskaber, og buy-out selskaber. Endvidere indgår CVC-selskaber, der enten har valgt at udskille deres investeringsafdeling, eller selv har meldt ud, at de foretager direkte CVC-investeringer (i Appendiks D findes en liste over de ca. 63 selskaber, som indgår i denne opgørelse).

I alt er der dermed indsamlet mere end 330 regnskaber, idet det har været hensigten at analysere disse selskabers udvikling over en længere tidsperiode. Ved at indsamle regnskaber fra alle de danske selskaber, der ifølge Vækstfonden foretager buy-out og ventureinvesteringer, har Vækstfonden været i stand til opnå en dækning på ca. 95% for investeringerne, en dækning på ca. 98% for kapitalen under forvaltning, mens en dækning på 100% er opnået, hvad angår antal selskaber.

OPGØRELSENS VARIABLE

Investeringsprocessen kan, hvad finansieringen angår, opdeles i tre faser:

1. Tilsagn (når investoren giver tilsagn om at foretage en investering under forudsætning, at visse betingelser opfyldes)
2. Closing (når begge parter godkender og underskriver aftalen)
3. Udbetalinger (når kapitalen faktisk udbetales)

Det er sidstnævnte, der i denne rapport betegnes som investeringer. Baggrunden for dette valg er, at det hermed er muligt at kunne sammenligne med opgørelser fra EVCA.

Investeringer
er defineret som det faktiske beløb, der udbetales til porteføljevirksomheden.

Ved opgørelse af kapital under forvaltning, er der i denne analyse taget højde for de forskellige selskabskonstruktioner, der findes blandt investorerne i markedet.

Som nedenstående tabel illustrerer, er kapital under forvaltning et mål for, hvor meget disse selskaber kan investere gennem hele deres levetid.

Tabel 21. Retningslinier for opgørelse af kapital under forvaltning

INVESTORTYPE	MÅL FOR KAPITAL UNDER FORVALTNING
OFFENTLIGT STØTTEDE FONDE (INNOVATIONSMILJØER)	BEVILGET KAPITAL
TIDSBEGRÆNSEDE FONDE	DEN KAPITAL, DER BLEV REJST VED SELSKABETS STIFTELSE
EVERGREEN-FONDE	EGENKAPITAL
CVC-SELSKABER	DEN KAPITAL, DER ER AFSAT TIL CVC-INVESTERINGER

Kilde: Vækstfonden.

Dele af den kapital, der er under forvaltning, kan være "bundet" (i porteføljevirkninger og aktier, der befinder sig i "lock-up perioder") på kort og mellemlangt sigt, hvilket påvirker likviditeten i disse selskaber negativt. Især i perioder med lave aktiekurser og deraf forringede exitmuligheder, vil selskabernes muligheder for at foretage nye investeringer på kort sigt være svækkede. Desuden investerer visse selskaber ikke deres exits, hvilket betyder, at der skal tages højde for allerede foretagne investeringer, hvis et reelt mål for selskabernes mulighed for at foretage fremtidige investeringer ønskes. Afsnittet vedrørende likviditet er udarbejdet med henblik på at belyse denne problemstilling.

Vækstfondens analyse tager endvidere højde for ejerstrukturen for de enkelte investorer. Dette er nødvendigt for at undgå dobbelttælling, som kan opstå, hvis et ventureselskab har ejerandele i andre investeringsselskaber (jf. tekstboks).

EKSTRAPOLATION

Ekstrapolation kan foretages på flere måder, men i undersøgelser af buy-out- og venturemarkedet skal der altid tages udgangspunkt i, at der er stor forskel på de selskaber, der formidler denne kapital. Som udgangspunkt er det derfor nødvendigt at inddele investorerne i en række undergrupper, hvor investerings- og organisationsstrukturen er ensartet. Uden en sådan inddeling risikeres det, at en række investorers aktiviteter estimeres på baggrund af data indsamlet fra investorer med helt andre karakteristika.

Dobbelttælling

De større investorer på venturemarkedet har ofte ejerandele i flere ventureselskaber. For at undgå *dobbelttælling* er det derfor nødvendigt at dele den registrerede kapital under forvaltning op på de enkelte ejergrupper.

Dobbelttælling opstår, når en venturekapitalist investerer i en række fonde, som indgår i den samme undersøgelse. F.eks. har ventureselskabet Dansk Kapitalanlæg ejerandele i ventureselskabet NOVI A/S.

Der er også stor forskel på, hvorledes ventureselskaberne vælger at informere omverdenen om deres aktiviteter. Hvor nogle offentliggør detaljerede investeringsoversigter, lader andre årsregnskabet være eneste informationskilde.

Uanset om datagrundlaget er indsamlet via survey eller ej, vil der oftest være mangler i det indsamlede datamateriale. Disse mangler nødvendiggør en ekstrapolation, der foretages på baggrund af de indsamlede data, såfremt et estimat for det samlede niveau ønskes.

Metoden til ekstrapolationen, som er benyttet i Vækstfondens opgørelse, tager udgangspunkt i størrelsen af investeringerne som andel af egenkapitalen. Hvis eksempelvis de CVC-selskaber, der er indsamlet data for, i gennemsnit har investeret et beløb svarende til 20% af egenkapitalen årligt, så antages det, at dette er niveauet for de resterende corporate-ventureselskaber. Herefter er tallene justeret mht. investorens alder ud fra en hypotese om, at de største investeringer sker inden for de første år efter stiftelsen.

Nedenstående figur illustrerer, hvor stor en del ekstrapolationen udgør af det samlede estimat for forskellige undergrupper (branche, stadie fordeling mv.). Som beskrevet tidligere, har det på det aggregerede investeringsniveau været nødvendigt at foretage ekstrapolation svarende til 2%, jf. tabel 20. En række ventureselskaber ønsker desuden ikke at afgive investeringsbeløb for enkelt investeringer, hvorfor der er foretaget yderligere ekstrapolation (30%) for at kunne opdele investeringsaktiviteten på stadier, brancher mv.

Tabel 20. Fordelingen mellem indsamlede data og ekstrapolation

Investeringer: 2005	
Aggregeret niveau	Registrerede enkelt investeringer
2%	
98%	37%
	63%
Ekstrapolation	
Faktiske investeringsbeløb	

Kilde: Vækstfonden.

FORDELE OG ULEMPER

Som følge af svagheder forbundet med at foretage spørgeskemaundersøgelser, har Vækstfonden, som nævnt ovenfor, valgt at basere indeværende opgørelse på årsregnskaber mv. Venture Economics (VE): Venture Capital Journal, PricewaterhouseCoopers (PWC) og VentureOne: The PricewaterhouseCoopers MoneyTree™ Survey in partnership with VentureOne, European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA): EVCA YEARBOOK, m.fl. benytter imidlertid alle spørgeskemaundersøgelser til at indsamle data om buy-out og venturemarkederne i forskellige lande, herunder Danmark.

Fordelene ved denne metode er, at opgørelserne kan foretages flere gange om året, samt at der er mulighed for at indsamle oplysninger, der ikke fremgår af årsregnskaber. Ulemperne ved en spørgeskemaundersøgelse (survey) er imidlertid, at det ofte er vanskeligt at få en repræsentativ tilbagemelding på de udsendte spørgeskemaer. De største investorer vil have lettere ved at afsætte ressourcer til at besvare et spørgeskema. Samtidig kan man forestille sig, at investorer, som ikke har foretaget investeringer i det forgangne år, sjældent bruger tid på et spørgeskema. Resultatet kan derfor blive, at de største og mest aktive investorer er relativt bedre repræsenteret i en spørgeskemaundersøgelse. Disse undersøgelser indeholder også ofte den svaghed, at de adspurgte selskaber opfatter de benyttede begreber forskelligt. Et eksempel herpå er størrelsen af kapital under forvaltning.

APPENDIKS C – DEFINITIONER

KAPITAL TYPER

Buy-out

I denne opgørelse bruges begrebet for finansieringsstadierne; replacement-kapital og buy-out.

Venturekapital

Venturekapital dækker over de tidlige finansieringsstadier; seed, start-up og ekspansion

SELSKABSTYPER

Ventureselskaber

Ventureselskaber tilfører aktiekapital og kompetencer til virksomheder, der befinder sig i seed, start-up eller ekspansionsfasen. Ventureselskaber fungerer enten som evergreens, eller de består af en eller flere tidsbegrænsede selskaber.

evergreen selskaber

Evergreens betegner selskaber, der fører den realiserede kapital tilbage i selskabet, så snart én af porteføljevirksohederne sælges fra. Selskabet geninvesterer dernæst midlerne i andre virksomheder. Investorerne aflønnes ved udbetaling af dividender og ved stigninger i aktiekursen.

tidsbegrænsede selskaber

Tidsbegrænsede selskaber har en fast defineret levetid, og i takt med at porteføljevirksohederne sælges fra, udbetales den realiserede kapital i dividender til de enkelte aktionærer.

Udviklingselskaber

Erhvervsministeriet introducerede i 1994 en garantiordning henvendt til ventureselskaber i Danmark. Ordningen gjorde det muligt for selskaberne at få dækket op mod 50% af den risiko, de pådrog sig ved at foretage kapitalindsud i små og mellemstore virksomheder.

Innovationselskaber

Innovationselskaberne i Danmark udgøres af P/S Dansk Innovationsinvestering og Innfond P/S. Innovationselskaberne fungerer som seedselskaber. De to selskaber blev oprettet i 1999 for at sætte skub i tilførslen af seedkapital til det danske venturemarked

Corporate-ventureselskaber

Corporate-ventureselskaber (CVC-selskaber) er underlagt et moderselskab, for hvilket de investerer i udviklings- og vækstvirksomheder. CVC-selskabet besidder ofte unikke branchespecifikke kompetencer samt et betydeligt netværk, der gør dem til attraktive investorer. CVC-selskaberne investerer ud fra et ønske om finansielt såvel som strategisk afkast. De finansielle afkast måles som ved enhver anden investering, mens de strategiske afkast betegner de synergieffekter, der måtte opstå mellem moderselskabet og porteføljevirksoheden.

direkte / indirekte

CVC-investeringer foretages enten direkte eller indirekte i udviklingsvirksomheden. De indirekte investeringer foretages gennem selskaber, der helt eller delvist ejes af virksomheden. Disse selskaber betegnes også captives.

Inkubatorer

Inkubatorer tilbyder iværksætteren rådgivning og kapital, foruden adgang til en række fysiske faciliteter. Rådgivning har karakter af hjælp til det videre udviklingsforløb samt varetagelse af en række administrative opgaver. Det er typisk ikke i inkubatormiljøet, at iværksætteren finder sine største investorer. Inkubatormiljøet vil oftest finansiere de initiale omkostninger samt afdække de øvrige finansieringsmuligheder for iværksætteren.

private inkubatorer

Inkubatorer etableret med privat kapital

innovationsmiljøer (offentlige inkubatorer)

Innovationsmiljøerne blev oprettet som led i Erhvervsministeriets Iværksætterpakke, der blev udarbejdet i 1997. Innovationsmiljøerne fungerer som inkubatorer, dvs. de tilfører virksomheder kapital og rådgivning, ligesom de stiller fysiske rammer til rådighed for virksomhederne.

Seedselskaber

Seedselskaber foretager investeringer i seedsegmentet uden at tilbyde porteføljevirksomheden fysiske faciliteter. Desuden er deres tilførsel af kompetencer næsten udelukkende rettet mod kommercialisering af virksomhedens produkt. Seedselskaber formidler desuden kontakten til andre investorer, når behovet for yderligere finansiering melder sig.

Buyout-selskaber

Buy-out-selskaber investerer på samme måde som ventureselskaber. De fungerer blot i et mere modent segment af kapitalmarkedet, hvor behovet for at få tilført kompetencer er anderledes, ligesom risikoprofilen er en anden. Selskaberne er derfor ofte betydeligt større end ventureselskaberne.

FINANSIERINGSFASER

Seed

Seedfasen omfatter projekter, hvor produktet ikke er færdigudviklet, eller hvor udviklingen af en prototype endnu ikke har nået et stadie, der bevirker, at en egentlig produktion kan påbegyndes. I denne fase foretages den teknologiske og kommercielle vurdering af projektet.

Start-up

Start-up fasen betegner de virksomheder, som har afsluttet den indledende produktudvikling. Prototypen bliver færdiggjort i denne fase, inden den initiale markedsintroduktion iværksættes.

Ekspansion

Ekspansionsfasen indbefatter virksomheder, som afsætter deres produkt i et omfang, der dækker virksomhedens omkostninger eller giver et mindre afkast. Virksomheden skal i denne fase ekspandere, således at produktionen svarer til den endelige efterspørgsel. Samtidig skal udvikling af næste produkt påbegyndes.

Replacement-kapital	Replacement-kapital dækker over kapitaltilførsler, der benyttes til at købe én eller flere af de eksisterende investorers ejerandele. Der kan således være tale om, at de investorer, som finansierede virksomheden i seedfasen, nu får frigjort deres investering.
Buyout- og buyin-kapital	Buyout- og buyin-kapital indeholder kapital til at købe etablerede virksomheder, som den nuværende ledelse skal bestyre, samt kapital til at købe den eksisterende ledelses ud.
Bridge-finansiering	Bridge-finansiering er kapitaltilførsler, der dækker finansieringsbehovet frem til, at en ny kapitaltilførsel kan finde sted. Bridgefinansiering er aktie- og/eller lånekapital, som skal tilbagebetales, umiddelbart efter at næste finansieringsrunde har fundet sted. I buy-out sammenhæng vil det omfatte finansiering af virksomheder i perioden umiddelbart inden børsintroduktion.
Afnotering	Afnotering betegner den kapitaltilførsel, der bruges til opkøb af egne aktier, hvis en børsnoteret virksomhed skulle få brug for at blive afnoteret.

BRANCHER

Kommunikation

Telekommunikation: Hardware

Stemme og data kommunikationsudstyr, kabel / mobil /satellit netværks udstyr (ekskl. Telekommunikations operatører)

Telekommunikation: Operatører

Kabel / mobil / satellit telekommunikations operatører

Internet teknologi

Browsers, portaler, søgemaskiner & andre teknologier der giver mulighed for internet, website design/konsultation, ISPs

Anden kommunikation

TV og radiofoni, mediehuse og forlagsvirksomhed

Computer- relateret

Computer: Hardware

Central computer, laptops, minicomputere, PDA/håndholdte apparater, optisk skanningsudstyr, stemme syntese/genkendelse (inkluder fabrikanter, forhandlere og distributører af computer hardware)

Computer: Software

Applikations software produkter, styresystemer og systemrelateret software for alle typer af hardware, system integration, og softwareudvikling (inkluder fabrikanter, forhandlere og distributører af computer hardware)

Computer: Service

Databearbejdning, hardwarevedligeholdelse, IT-konsulentvirksomhed, IT-træning

Anden elektronik

Elektronik

Batterier, strømforsyninger, fiberoptik, analytisk og videnskabelig instrumentering.

Halvledere

Halvledere, elektroniske komponenter (integrerede kredsløb og transistorer), udstyr til fremstilling af halvledere

Bioteknologi	Landbrugs-/dyre bioteknologi (dvs. plante diagnostik), industriel bioteknologi (dvs. afledte kemikalier) bioteknologisk orienteret forskning og produktionsudstyr
Medico / sundhed	<p>Medicinsk: Farmaceutisk Medicinskudvikling, -fremstilling og -levering</p> <p>Medicinsk: Instrumenter/Udstyr Teknologisk avancerede diagnose og terapeutiske produkter og services.</p> <p>Medicinsk: Sundhed Institutioner inden for sundhedspleje, hospitals ledelse, hjælpemidler til handicappede & basale sundhedsplejeartikler</p>
Energi	Olie- og gasundersøgelser og produktion, undersøgelses- og bore services & udstyr, kulrelateret, energiopbevaringsrelateret, alternativ energi.
Forbrugerrelateret	<p>Detail Salg af forbruger produkter og ydelser, inklusiv fritid og forlystelses produkter</p> <p>Andet Fremstilling og levering af forbruger produkter.</p>
Industriprodukter og -tjenesteydelser	Industrielt udstyr og maskiner, forurening- og genbrugsrelateret, industrielle services.
Kemikalier og materialer	Landbrugs- og råvarekemikalier, specialkemikalier og materialer, membran og membranbaseret produkter.
Industriell automatisering	Industrielt måleudstyr, process kontrol udstyr, robotteknologi, numerisk og computeriseret kontrol af værktøjsmaskiner.
Anden fremstilling	Forretnings produkter og udstyr, kontormøbler, tekstiler, hardware og sanitets udstyr, papirmasse, trykning og indbinding, pakke udstyr og systemer.
Byggeri	Services forbundet med konstruktion, fremstilling af byggematerialer, fremstilling af pre-fabrikeret bygninger og systemer.
Transport	Flyselskaber, jernbaner, busselskaber, lufthavne og andre transportmidler, post og pakke forsendelse
Andet	Virksomheder, der ikke kan placeres inden for de øvrige branche-grupperinger.
Finansielle tjenesteydelser	Bankforretning, forsikrings relateret, ejendomsmæglere, værdipapir og råvarer mæglere.
Landbrug	Landbrug, dyrkning af afgrøde, fiskeri og skovbrug.

Ventureselskaber

Evergreen

- AgroVentures
- Dansk Erhvervsinvestering
- Dansk Erhvervsudvikling
- Dansk Kapitalanlæg Aktieselskab
- DICO
- Erhvervsinvest Nord
- EGJ Udvikling
- Generationsskifte & Vækst
- Industri Udvikling
- InnoVentures
- Mezzanin Kapital
- Midtjysk Udviklingselskab
- NOVI
- Olicom
- Venture Midtvest
- Venture+
- Vækstfonden
- Øko-Invest

Tidsbegrænsede

- BI Bio Venture
- BI New Energy Solutions
- BI IT Venture
- Bridge Venture
- Dansk Innovationsinvestering
- Incuba Ventures
- InnFond
- IVS
- Merlin Biosciences
- Nordic Biotech
- Nordic Venture Partners
- NorthZone
- SeeD Capital Denmark
- SLS Venture
- Syddansk Kapital
- Via Venture
- Øresund Healthcare

CVC-selskaber

- Danfoss Innovation
- Danisco Venture
- NOVO A/S
- NOVO Nordisk Biotek Fund

Inkubatorer

Private inkubatorer

- Agro Business Innovation A/S
- CAT Seed
- Comlex
- Symbion Capital
- Incuba (Tidl. Udviklingsparken)
- Oryx

Offentlige inkubatorer

- CAT-Symbion Innovation
- DTU Innovation
- HIH Development
- NOVI Innovation
- Syddansk Innovation
- Teknologisk Innovation
- Østjysk Innovation

Buy-out selskaber

- 3i
- Axcel Industriinvestor A/S
- Capman
- CVC Capital Partners Denmark
- Dania Capital
- Erhvervsinvest
- EQT Partners A/S
- FIH
- ITH Industri Invest A/S
- LD Equity
- Nordic Capital
- Polaris Private Equity A/S
- Procuritas Partners

APPENDIKS E – KONTAKTOPLYSNINGER

For yderligere information kontakt:

VÆKSTFONDEN
STRANDVEJEN 104 A
DK-2900 HELLERUP

Hjemmeside: www.vf.dk

Rolf Kjærgaard

Vicedirektør
TEL DIR: +45 3529 8694
E-mail: rk@vf.dk

Jacob Nordstrøm Borup

Analytiker
TEL DIR: +45 3529 8638
E-mail: jbo@vf.dk

Mads Lacoppidan

Assisterende analytiker
TEL DIR: +45 3529 8631
E-mail: mia@vf.dk

05/09/2006