

MARKEDSANALYSE 2010:

Det danske marked for venturekapital og buyout



Vækstfonden

Vækstfonden er en statslig investeringsfond, der medvirker til at skabe flere nye vækstvirksomheder ved at stille kapital og kompetencer til rådighed. Som en del af den indsats gennemfører vi løbende analyser af markedet for risikovillig finansiering. Alle vores analyser er frit tilgængelige på www.vf.dk.

Siden 1992 har Vækstfonden medfinansieret vækst i mere end 4.000 danske virksomheder. Vi investerer med egenkapital i partnerskab med private investorer og finansierer med kautioner i samarbejde med danske penge- og realkreditinstitutter.

Det danske marked for venturekapital og buyout (2010)

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

INDHOLDSFORTEGNELSE

RESUMÉ	2
1. INDLEDNING	3
2. DET DANSKE VENTUREMARKED	4
2.1 ANTALLET AF INVESTORER	4
2.1.1 Investorer fordelt på typer.....	5
2.1.2 Investorernes alder	5
2.2 KAPITAL UNDER FORVALTNING	6
2.2.1 Likviditet.....	8
2.3 VENTUREINVESTERINGER.....	9
2.3.1 Investeringsaktiviteten	9
2.3.2 Ventureinvesteringernes karakteristika	13
2.4 KONKLUSIONER	18
APPENDIKS A – BESKRIVELSE AF MARKEDET	20
APPENDIKS B – METODE	26
APPENDIKS C – AKTØRER.....	30
APPENDIKS D – KONTAKTOPLYSNINGER.....	31

RESUMÉ

Det danske venturemarked er efter flere år med fremgang blevet ramt af den finansielle krise, som har gjort det vanskeligt at rejse kapital til nye fonde. Det har allerede påvirket investeringsaktiviteten, der er faldet fra 2008 til 2009. Nedgangen i aktivitetsniveauet på det danske marked har som helhed imidlertid ikke været så stor som i fx USA og Europa.

Nedgang i investeringsaktiviteten

Det danske venturemarked oplevede en nedgang i investeringsaktiviteten på godt 30 pct. fra 2,36 mia. kr. i 2008 til 1,63 mia. kr. i 2009. Investeringsaktiviteten på det danske venturemarked har imidlertid ikke reageret så kraftigt på krisen, som tilfældet har været med det europæiske marked. Hvor det danske venturemarked er faldet med 20 pct. siden 2007, er det samlede europæiske og det amerikanske venturemarked i samme periode faldet med knap 40 pct.

Nyinvesteringer mere end halveret

Nedgangen på det danske marked fra 2008 til 2009 skyldes især en opbremsning i nyinvesteringerne, som er mere end halveret, mens opfølgningsinvesteringerne er faldet med 22 pct. Denne udvikling hænger sammen med, at kapitalen til de opfølgningsinvesteringer, der foretages i dag, er rejst i årene 2002-2007, mens aktivitetsniveauet inden for nyinvesteringer allerede nu påvirkes af de begrænsede kapitalrejsninger, de seneste to år har budt på. Andelen af nyinvesteringer er i dag på 14 pct., hvilket er den laveste andel i mere end 10 år. Andelen forventes at falde yderligere de kommende år, indtil der igen rejses kapital til nyinvesteringer. Nedgangen i nyinvesteringer påvirker seed-investeringerne i nedadgående retning. I 2009 blev der kun foretaget seks nyinvesteringer i denne type virksomheder, hvilket er historisk lavt. Seed-investeringerne er faldet med 12 pct. fra 2008 til 2009 og er nede på 281 mio. kr., hvilket er det laveste niveau siden 2004.

Forventninger til 2010

Det seneste år er kapitalen under forvaltning reduceret fra 21,4 mia. kr. i 2009 til 20,7 mia. kr. primo september 2010. Samtidig er den investerbare kapital i samme periode faldet fra 3,7 mia. kr. til 3,1 mia. kr. Den store forskel mellem kapital under forvaltning og kapital til fremtidige investeringer skyldes, at mange af fondene på det danske marked blev etableret i 1998-2002 og dermed er tæt på at være fuldt investeret. Endvidere er hovedparten af de øvrige fonde udeovre den fireårige periode, hvor de kan foretage nyinvesteringer. Det peger i retning af, at investeringskapaciteten – og særligt nyinvesteringerne – vil falde yderligere de kommende år, medmindre der etableres nye fonde.

1. INDLEDNING

Markedet for risikovillig kapital er et væsentligt element i rammevilkårene for innovation og vækst. Det gælder i Danmark såvel som i andre industrialiserede lande, hvor bidraget til flere arbejdspladser og værdiskabelse fra små, nystartede og teknologidrevne virksomheder er større, end virksomhedernes andel af den samlede økonomi umiddelbart tilsiger.

For at fastholde og skabe flere nye arbejdspladser med høj værditilvækst og for at sikre at nytænkning og innovation fortsat vil være drivkraft i dansk økonomi, er det derfor vigtigt, at innovative virksomheder har adgang til at få finansieret deres udvikling. Adgangen til et velfungerende venturemarked, som gør det muligt at rejse risikovillig kapital, er derfor af afgørende betydning for nye, innovative virksomheders udviklings- og vækstmuligheder.

Det er af den grund interessant at følge investeringsaktiviteten på det danske venturemarked over tid. Nærværende analyse viser investeringsaktiviteten i 2009 og kapitalrejsningerne blandt ventureselskaberne frem til og med august 2010. Datagrundlaget er danske ventureselskabers årsregnskaber for 2009 og giver således ikke mulighed for at opgøre udenlandske investorers investeringer i danske virksomheder.

Det danske venturemarked har de seneste ti år gennemgået en udvikling og modningsproces: Venturefondene er blevet større, investeringsaktiviteten er gradvist blevet udbygget, størrelsen af en gennemsnitlig ventureinvestering er forøget, og investorerne har øget interessen for nye investeringsområder.

Life sciences har i flere år været det segment, der har tiltrukket mest kapital fra danske ventureinvestorer. Og igen i 2009 er andelen på mere end 50 pct. Til sammenligning udgør investeringerne i informations- og kommunikationsteknologivirksomheder ca. 25 pct.

Et investeringsområde, som får større og større interesse, er cleantech, hvilket er segmentet for miljø og alternativ energi. I 2009 tiltrak cleantech 9 pct. af de samlede investeringer, hvilket svarer til ca. 140 mio. kr. Der er dog endnu et stykke vej, før ventureinvesteringer i cleantech når op på det niveau, der ses i det amerikanske marked. I USA udgjorde investeringer i cleantech 12 pct. i 2009 (NVCA Yearbook 2010).

2009 har imidlertid også budt på en nedgang i nyinvesteringerne målt på beløb samt færre nyinvesteringer i helt unge virksomheder. I 2009 blev der således foretaget seks nyinvesteringer i virksomheder, som befinder sig i seed-fasen, hvilket er historisk lavt.

2. DET DANSKE VENTUREMARKED

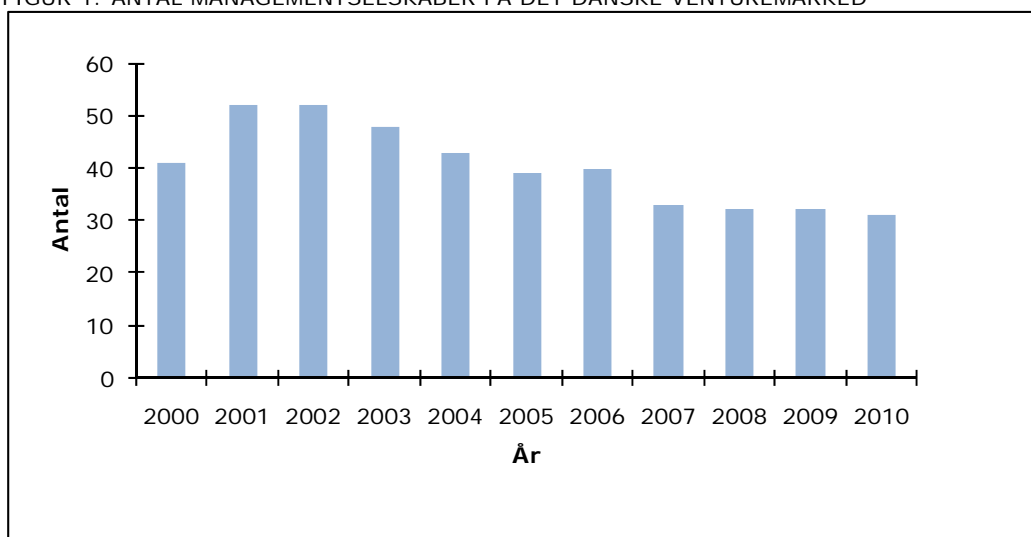
Det danske venturemarked voksede betydeligt omkring år 2000, og det foreløbige højdepunkt blev nået i 2001 med en investeringsaktivitet på knap 3 mia. kr. Fremgangen blev dog stoppet, da it-boblen bristede, og de følgende år var præget af tilbagegang. I 2005 begyndte det igen at gå fremad. Udfordringen med at rejse kapital til nye venturefonde har dog lagt en dæmper på aktivitetsniveauet de senere år.

Når udviklingen på venturemarkedet skal beskrives, er der især tre overordnede parametre, som har interesse: antallet af investorer, kapital til fremtidige investeringer og investeringsaktiviteten. For investorerne er det interessant at belyse, hvilke typer investorer, som karakteriserer markedet. Beskrivelsen af kapitalen under forvaltning giver et overblik over størrelsen af de danske investorer, mens likviditeten viser, 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.

2.1 ANTALLET AF INVESTORER

I løbet af de seneste 12 måneder er der etableret to nye ventureselskaber: LFI Life Science Investments og CAT Invest Zealand. I samme periode har BankInvest nedlukket sine ventureaktiviteter inden for life sciences, samtidig med at Syddansk Innovation og Teknologisk Innovation har valgt at sammenlægge aktiviteterne. Det betyder, at antallet af aktører er 31 i 2010, jf. figur 1. Det er det laveste antal i mere end ti år.

FIGUR 1: ANTAL MANAGEMENTSELSKABER PÅ DET DANSKE VENTUREMARKED



Kilde: Vækstfonden.

2.1.1 Investorer fordelt på typer

Antallet af aktører på det danske venturemarked toppede i 2002. Siden har der været en nettoafgang på 21 investorer svarende til en tilbagegang på 40 pct. Tilbagegangen er primært sket inden for evergreen-selskaber, som dog fortsat udgør den største gruppe, jf. tabel 1.

TABEL 1: SELSKABER FORDELTE I FORHOLD TIL TYPER

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ventureselskaber	41	52	52	48	43	39	40	33	32	32	31
Evergreen	32	39	35	31	27	24	24	20	20	20	20
Tidsbegrænsede	9	13	17	17	16	15	16	13	12	12	11

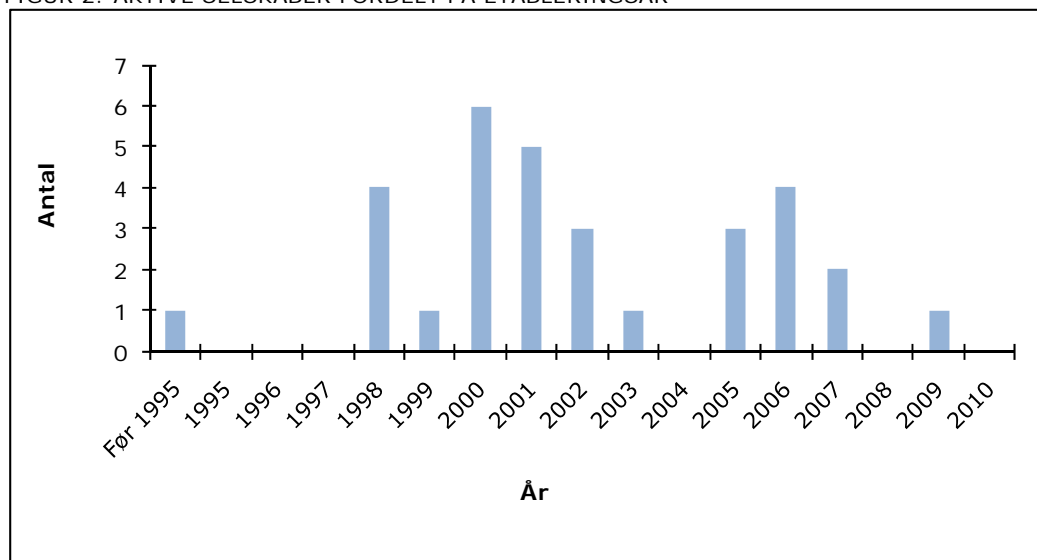
Kilde: Vækstfonden.

Antallet af tidsbegrænsede selskaber har derimod været rimeligt stabilt siden 2000. Det skyldes, at disse selskaber i dag er den foretrukne investeringsenhed for pensionselskaber og andre institutionelle investorer, når de investerer i et ventureselskab.

2.1.2 Investorernes alder

De danske ventureselskaber er etableret i bølger, hvoraf størstedelen af de aktive selskaber blev etableret i perioden 1998-2002. Et dansk ventureselskab har således i gennemsnit eksisteret i knap ti år, jf. figur 2.

FIGUR 2: AKTIVE SELSKABER FORDELTE PÅ ETABLERINGSÅR

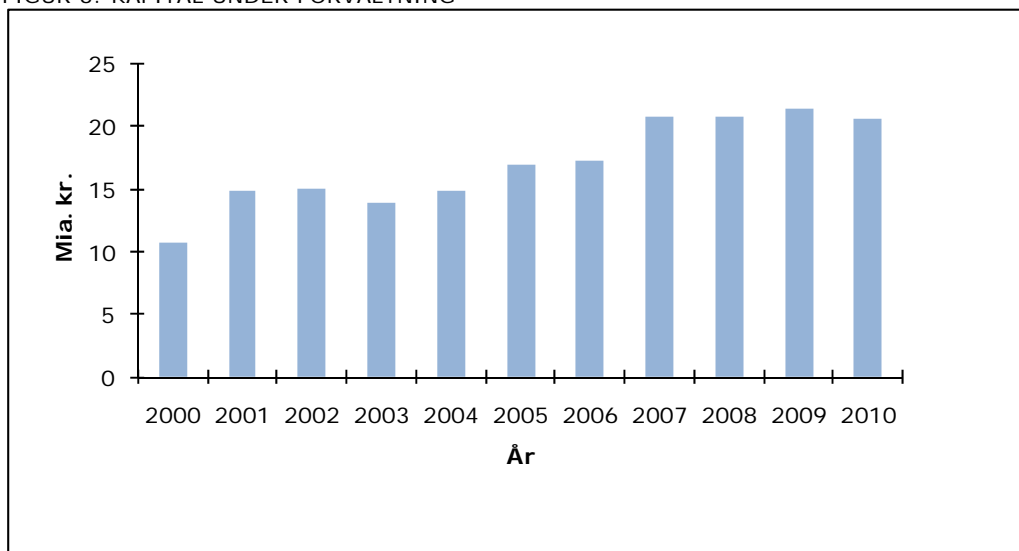


Kilde: Vækstfonden.

2.2 KAPITAL UNDER FORVALTNING

Den samlede kapital under forvaltning er reduceret med 0,7 mia. kr. fra 2009 til 2010. Hvor beløbet ultimo 2009 udgjorde 21,4 mia. kr., udgør det 20,7 mia. kr. primo september 2010, jf. figur 3. Tilbagegangen på knap 4 pct. skyldes, at BankInvest har afviklet de life science-fonde, som blev etableret i 1998 og 1999. BankInvests øvrige life science-fonde forvaltes i dag af Sunstone Capital.

FIGUR 3: KAPITAL UNDER FORVALTNING



Kilde: Vækstfonden.

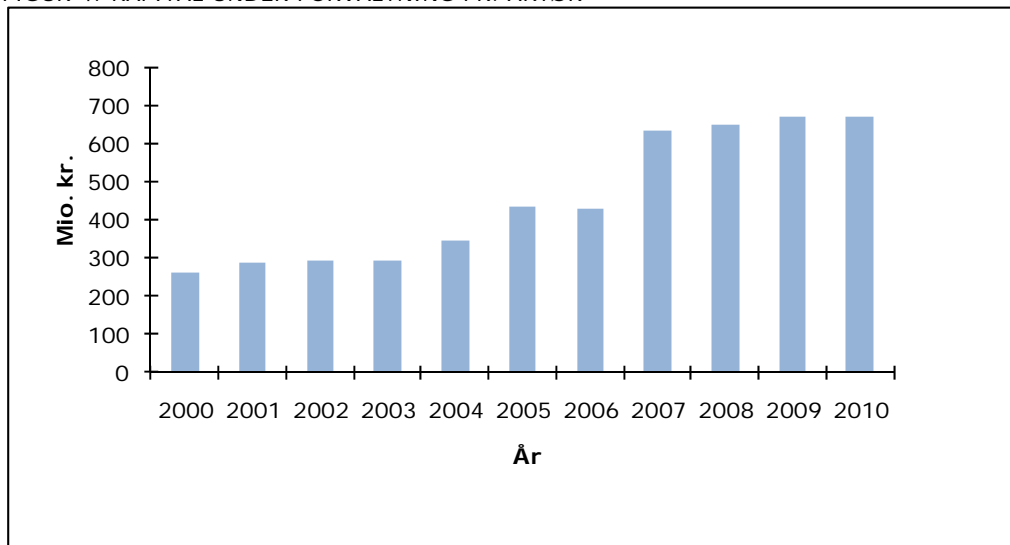
Siden 2000 er ventureselskabernes kapital under forvaltning forøget med tæt på 10 mia. kr. Langt hovedparten af denne kapital er rejst via nyetablerede selskaber, mens en mindre andel er værdistigninger i evergreen-selskaber.

Hovedparten af de danske ventureinvestorer har deres hovedkontor i Storkøbenhavn. Mere end 90 pct. af den samlede kapital forvaltes dermed af ventureselskaber, der er placeret i Region Hovedstaden.

Størrelsen af ventureselskaberne i Danmark har ikke ændret sig meget gennem det seneste år. Primo september 2010 har et ventureselskab i gennemsnit mere end 650 mio. kr. under forvaltning, hvilket er samme niveau som ved udgangen af 2009, jf. figur 4.

I forhold til starten af dette årti er fondsstørrelsen imidlertid mere end fordoblet. Særligt kapitalrejsningerne i 2007 understøttede tendensen til at etablere større fonde. Hvor fonde, etableret før 2007, har en gennemsnitlig størrelse på ca. 450 mio. kr., er størrelsen på fonde, etableret i 2007-2010, oppe på 850 mio. kr. i gennemsnit.

FIGUR 4: KAPITAL UNDER FORVALTNING PR. AKTØR

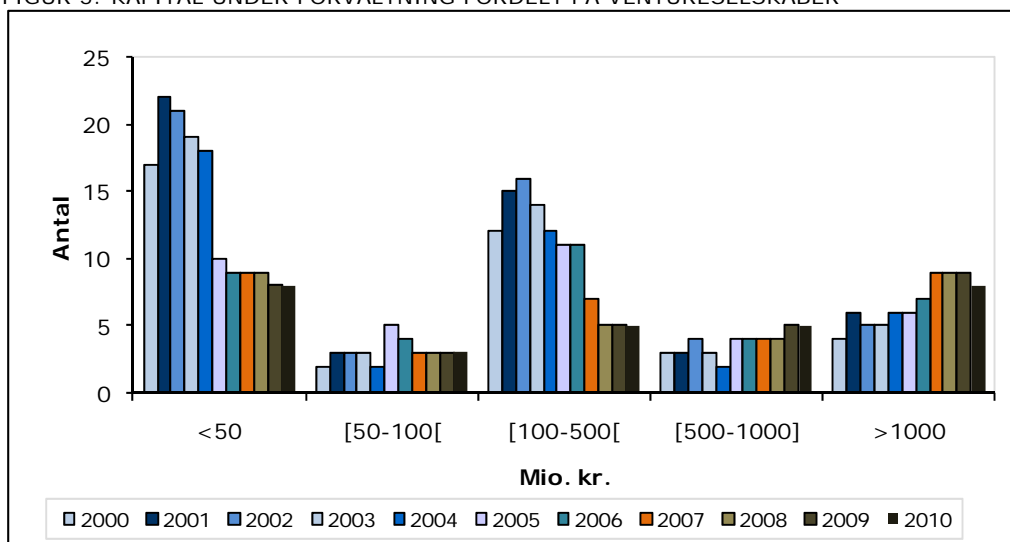


Kilde: Vækstfonden.

Det enkelte ventureselskabs mulighed for at tilføje sine porteføljevirkksomheder tilstrækkelig kapital fra seed til exit er således forøget betydeligt de seneste år, om end der fortsat er et stykke op til ventureselskaberne i fx USA, som i gennemsnit har godt 1 mia. kr. under forvaltning.

Det danske venturemarked har de seneste ti år været kendetegnet ved, at antallet af investorer med mindre end 500 mio. kr. under forvaltning har været for nedadgående, samtidig med at der er etableret flere fonde med mere end 1 mia. kr. under forvaltning, jf. figur 5.

FIGUR 5: KAPITAL UNDER FORVALTNING FORDELT PÅ VENTURESELSKABER



Kilde: Vækstfonden.

Overordnet har sammensætningen af ventureinvestorerne, målt på kapital under forvaltning, ændret sig betydeligt siden 2000. Her havde kun 18 pct. af selskaberne

mere end 500 mio. kr. under forvaltning. Denne andel er i 2010 forøget til knap 40 pct. Hvis der ses bort fra innovationsmiljøerne og deres tilknyttede selskaber, udgør ventureselskaber med mere end 500 mio. kr. under forvaltning omkring 50 pct. af alle aktører.

De nye ventureselskaber med mere end 500 mio. kr. under forvaltning er primært etableret som tidsbegrænsede selskaber. Det betyder, at mere end 70 pct. af kapitalen under forvaltning på det danske venturemarked investeres via tidsbegrænsede enheder. Det er en fordobling i forhold til 2000, hvor andelen var 35 pct., jf. tabel 2.

TABEL 2: FORDELINGEN AF KAPITAL UNDER FORVALTNING

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ventureselskaber	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Evergreen	65%	52%	48%	43%	38%	36%	29%	25%	23%	27%	28%
Tidsbegrænsede	35%	48%	52%	57%	62%	64%	71%	75%	77%	73%	72%

Kilde: Vækstfonden.

Offentligt finansierede aktører står for 23 pct. af den samlede kapital under forvaltning primo september 2010. Hovedparten af denne kapital kommer fra Vækstfonden, mens resten af den offentlige kapital investeres via innovationsmiljøerne.

Etablerede virksomheder, som fx Lundbeck og Grundfos, råder over 17 pct. af den danske venturekapital – mens banker, institutionelle og øvrige investorer ejer de resterende 60 pct. af de knap 21 mia. kr., der udgør den samlede kapital under forvaltning på det danske venturemarked.

2.2.1 Likviditet

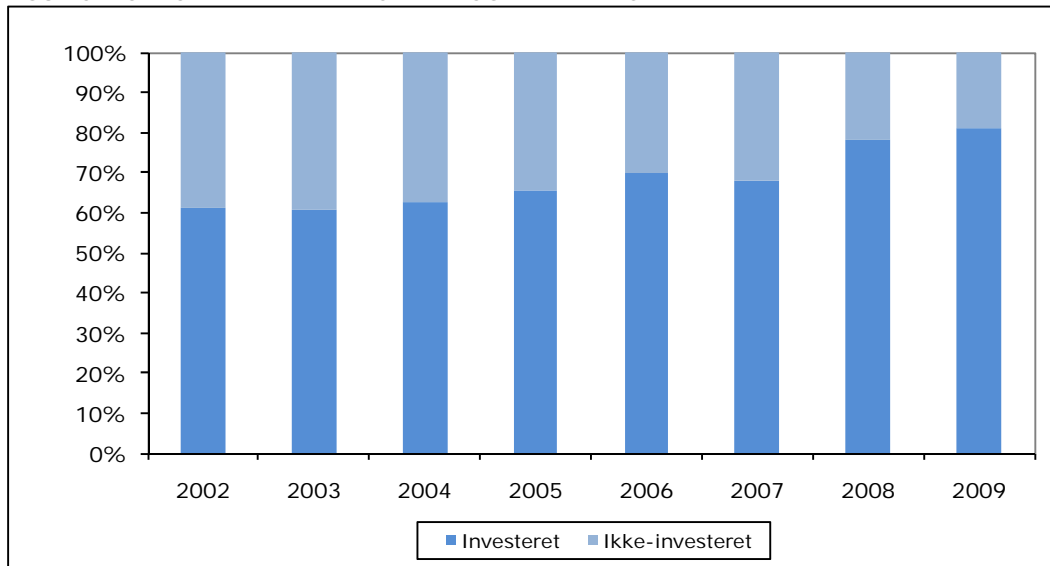
Kapital under forvaltning er som nævnt en indikator for markedets størrelse og er et sammenligneligt mål for nationale venturemarkeders størrelser. Men det fortæller ikke, hvor meget kapital der er til rådighed til fremtidige ventureinvesteringer. Det er derfor relevant at opgøre, hvor meget af kapitalen der forventes at gå til at dække administrationsomkostninger, og herefter hvor meget af kapitalen som allerede er investeret.

For en typisk venturefond vil forvaltningshonorar og andre omkostninger udgøre ca. 20 pct. af kapitalen under forvaltning over fondens levetid, og derfor er denne sats brugt for samtlige ventureselskaber. Af de 21,4 mia. kr., ventureselskaberne havde under forvaltning ved udgangen af 2008, var det dermed kun ca. 17 mia. kr., som kunne blive tilført porteføljevirkomheder. Heraf var 78 pct. allerede investeret.

Hvis den rejste kapital er mindre end de årlige investeringer, vil kapital til rådighed for fremtidige investeringer blive reduceret. Dette var tilfældet fra ultimo 2008 til ultimo 2009, hvor et nyt ventureselskab rejste ca. 1 mia. kr., mens de eksisterende ventureselskaber foretog investeringer for ca. 1,6 mia. kr. Den investerbare kapital er dermed reduceret fra 3,7 mia. kr. i 2008 til 3,1 mia. kr. i 2009. Da den samlede kapital under forvaltning samtidig er stort set uændret, falder andelen af investerbar

kapital. Andelen af ikke-investeret kapital er dermed nede på 19 pct. i ultimo 2009, jf. figur 6.

FIGUR 6: FORHOLD MELLEM INVESTERET OG IKKE-INVESTERET KAPITAL



Kilde: Vækstfonden.

Den store forskel mellem kapital under forvaltning og kapital til fremtidige investeringer skyldes, at hovedparten af fondene på det danske marked blev etableret i 1998-2002 og dermed er tæt på at være fuldt investeret. Det peger i retning af, at investeringskapaciteten vil falde yderligere de kommende år. Der er dog stor forskel på, hvor meget investerbar kapital der er til rådighed til de forskellige segmenter – med mest kapital til life sciences og mindst til it.

Udviklingen betyder, at der med den nuværende investeringsaktivitet reelt set kun er kapital til at foretage ventureinvesteringer i yderligere to år fra udgangen af 2009, medmindre der etableres nye fonde.

2.3 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-up-virksomhedens fremadrettede succes.

I de følgende afsnit fokuseres der på ventureinvesteringerne foretaget i perioden 2000-2009.

2.3.1 Investeringsaktiviteten

Investeringsaktiviteten opgøres på baggrund af de enkelte aktørers udbetalinger til porteføljevirksemheder. Denne opgørelsesmetode er valgt for at sikre, at tallene er sammenlignelige med tilsvarende internationale opgørelser. Desuden kan oplysnin-

gerne i nogen udstrækning indhentes via aktørernes årsregnskaber. Hvor dette ikke har været muligt, er der suppleret med yderligere information fra investorerne. Dette giver adgang til ensartede og pålidelige data, som kan præsenteres med høj detaljeringsgrad.

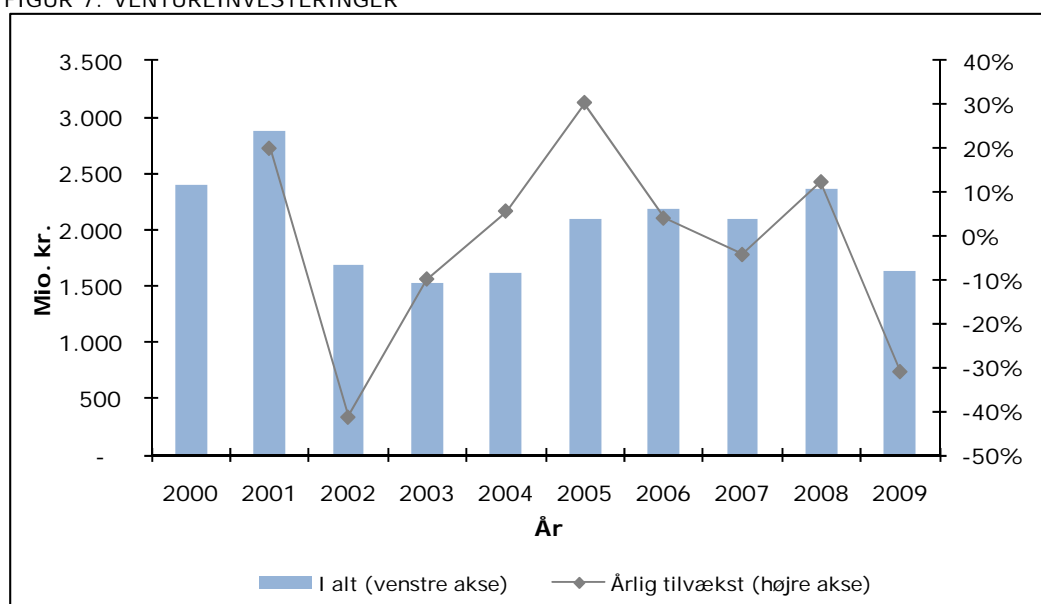
Det danske venturemarked er vokset betydeligt de seneste år. Da it-boblen bristede i 2000, blev det danske venturemarked i lighed med venturemarkederne i andre lande ramt af en flerårig afmatning.

2005 markerede for alvor et vendepunkt, idet investeringsaktiviteten nåede op på 2,1 mia. kr., hvilket er en stigning på 30 pct. i forhold til 2004. Og den gunstige udvikling fortsatte i 2006, hvor investeringerne nåede 2,2 mia. kr.

2007 og 2008 bød på en mindre afmatning som konsekvens af den finansielle krise, der har været medvirkende til at forsinke exitter og dermed har gjort investorerne mere forsigtige med at foretage især nyinvesteringer. Samtidig har omfanget af kapitalrejsninger til venturefonde i de senere år været behersket, hvilket i sig selv lægger en dæmper på nyinvesteringerne.

2009 bød på det laveste niveau af ventureinvesteringer siden 2004 med et fald på 30 pct. til 1,63 mia. kr., hvilket ikke er set siden 2002, jf. figur 7.

FIGUR 7: VENTUREINVESTERINGER

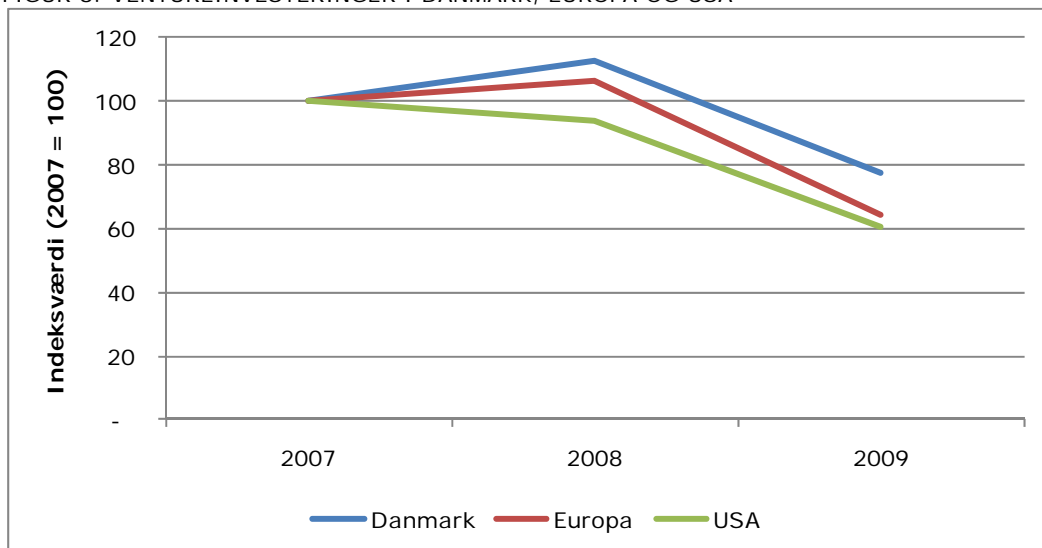


Kilde: Vækstfonden.

Investeringsaktiviteten i Danmark har imidlertid ikke reageret så kraftigt på krisen som aktiviteten i det europæiske marked. Hvor det danske og amerikanske venturemarked er faldet med 30 pct. siden 2008, er det europæiske marked faldet med hele 45 pct. Det skal dog nævnes, at det danske og det europæiske venturemarked

først i 2009 er kommet under 2007-niveau, mens det amerikanske venturemarked var under 2007-niveau allerede i 2008, jf. figur 8.

FIGUR 8: VENTUREINVESTERINGER I DANMARK, EUROPA OG USA



Kilde: Vækstfonden, PwC MoneyTree (2009) og EVCA (2009).

Det danske marked har således oplevet en mindre tilbagegang end venturemarkerne i det samlede Europa og USA siden 2007. Det skyldes i høj grad den danske branches fokus på life science-virksomheder, som i takt med deres udviklingsresultater har behov for betydelige opfølgingsinvesteringer. I Danmark investeres mere end halvdelen af venturekapitalen i life sciences, mens andelen i USA udgør knap 30 pct.

Ny- og opfølgingsinvesteringer

Forholdet mellem ny- og opfølgingsinvesteringer giver et interessant indblik i omfanget af kapital til rådighed for nyinvesteringer samt en indikation af kapitalbehovet hos nuværende porteføljevirksomheder og attraktiviteten af nye investeringsmuligheder på markedet.

Andelen af nyinvesteringer har de seneste år befundet sig på et relativt stabilt niveau omkring 25-35 pct. Efter en lille fremgang i 2006 – og en efterfølgende mindre tilbagegang i 2007 og 2008 – er andelen af nyinvesteringer i 2009 imidlertid nede på 14 pct., hvilket er den laveste andel i de ni år, Vækstfonden har lavet markedsanalyse, jf. tabel 3.

I beløb er nyinvesteringerne faldet fra ca. 530 mio. kr. i 2008 til 222 mio. kr. i 2009 – svarende til 58 pct. Konsekvensen af de beskedne kapitalrejsninger blandt ventureselskaber siden 2007 kan dermed for alvor ses i fordelingen af investeringerne. Den begrænsede tilgang af nye fonde de seneste år betyder nemlig, at langt hoved-

parten af de aktive fonde er nået ud over nyinvesteringsfasen – dvs. de første fire år af en fonds levetid, hvor porteføljen etableres.

TABEL 3: VENTUREINVESTERINGER FORDELT PÅ TYPER (BELØB)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Nyinvesteringer	1.890	2.026	457	389	412	543	660	608	532	222
	79%	70%	27%	25%	26%	26%	30%	29%	23%	14%
Opfølgingsinvesteringer	514	858	1.237	1.139	1.202	1.561	1.530	1.489	1.824	1.406
	21%	30%	73%	75%	74%	74%	70%	71%	77%	86%
I alt	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Kilde: Vækstfonden.

Fra 2008 til 2009 er det samlede antal virksomheder, der har modtaget kapital fra danske ventureselskaber, faldet med 6 pct. Nedgangen dækker over, at opfølgingsinvesteringer er forøget med 10 pct., mens nyinvesteringer er faldet med mere end 60 pct. fra 2008 til 2009.

De seneste år har antallet af nyinvesteringer været forholdsvis stabilt, idet 45-60 virksomheder årligt har modtaget venturekapital for første gang. I 2009 blev der dog kun foretaget 17 nyinvesteringer, hvoraf de 7 blev foretaget i udenlandske virksomheder. Det er det laveste antal i den tid markedsanalysen er blevet gennemført, jf. tabel 4.

TABEL 4: VENTUREINVESTERINGERNE FORDELT PÅ TYPER

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Antal</i>										
Nyinvesteringer	138	148	59	64	57	47	56	51	45	17
Opfølgingsinvesteringer	66	110	148	116	147	142	133	140	156	172
I alt	204	258	207	180	204	189	189	191	201	189
<i>Gennemsnitlig beløb pr. investering (mio. kr.)</i>										
Nyinvesteringer	13,7	13,6	7,7	6,0	7,1	11,5	11,8	11,7	11,7	13,0
Opfølgingsinvesteringer	6,6	6,9	7,8	8,8	7,4	10,3	10,9	9,8	11,0	7,6
I alt	11,4	10,8	7,7	7,8	7,3	10,6	11,2	10,3	11,2	8,1

Note: Tallene er eksklusive innovationsmiljøerne og dækker over antallet af virksomheder, som har modtaget kapital fra et dansk ventureselskab det pågældende år.

Kilde: Vækstfonden.

Samtidig er det gennemsnitlige beløb pr. investering fra danske ventureselskaber faldet fra 10,7 mio. kr. i 2008 til 7,5 mio. kr. i 2009. Tallet dækker over størrelsen af den kapital, som danske venturefonde tilfører den enkelte porteføljevirkomhed.

Det gennemsnitlige investerede beløb pr. investering er faldet for både ny- og opfølgingsinvesteringerne – dog mest for opfølgingsinvesteringerne.

Størrelsen af de samlede finansieringsrunder kan være større, hvis danske investorer syndikerer med udenlandske venturefonde, hvilket oftere sker, når der rejses kapital til virksomheder i senere udviklingsfaser.

På brancheniveau er der betydelig variation i størrelsen af nyinvesteringer. For it-virksomheder er det gennemsnitlige beløb pr. nyinvestering 5,9 mio. kr. i 2009,

mens det tilsvarende beløb for en virksomhed inden for life sciences er 13,8 mio. kr., jf. tabel 5.

TABEL 5: GENNEMSNITLIGT BELØB PR. NYINVESTERING 2009 (MIO. KR.)

	Seed	Start-up	Ekspansion	Gns.
Life sciences	3,9	19,3	42,2	13,8
It	N.A.	5,5	7,8	5,9
Andet	1,1	8,1	N.A.	7,3
I alt	3,0	9,1	30,5	9,5

Note: Tallene er eksklusive innovationsmiljøerne.

Kilde: Vækstfonden.

Størrelsen pr. nyinvestering øges typisk i takt med virksomhedens udviklingstrin. Således tilføres der på tværs af brancherne mere kapital, desto mere moden porteføljevirkomheden er.

2.3.2 Ventureinvesteringernes karakteristika

Investeringer fordelt på udviklingsfaser

Investeringsaktiviteten er faldet inden for alle udviklingsfaser fra 2008 til 2009. I absolutte tal udgjorde seed-investeringerne 281 mio. kr. i 2009, hvilket er en tilbagegang på 12 pct. i forhold til 2008, jf. tabel 6. Det er det laveste niveau siden afmatningen i 2004 og 2005.

TABEL 6: VENTUREINVESTINGER FORDELT PÅ FASER (MIO. KR.)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Seed	209	587	503	354	253	284	363	492	321	281
	8,7%	20,3%	29,7%	23,2%	15,7%	13,5%	16,6%	23,4%	13,6%	17,3%
Start-up	1.045	1.143	545	648	786	1.129	1.283	1.068	1.352	842
	43,5%	39,6%	32,2%	42,4%	48,7%	53,7%	58,6%	50,9%	57,4%	51,7%
Ekspansion	1.150	1.155	646	525	576	691	543	537	683	505
	47,8%	40,0%	38,1%	34,4%	35,7%	32,9%	24,8%	25,6%	29,0%	31,0%
I alt	2.404	2.884	1.694	1.528	1.614	2.105	2.190	2.097	2.356	1.628
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Kilde: Vækstfonden.

Den største nedgang er sket inden for start-up-investeringer, som dog fortsat tiltrækker mere end halvdelen af de samlede ventureinvesteringer i 2009.

Investorernes fokus på virksomheder i start-up-fasen understreges af, at hele 46 pct. af de samlede ventureinvesteringer er opfølgingsinvesteringer i start-up-virksomheder, jf. tabel 7.

TABEL 7: INVESTERINGER FORDELT PÅ TYPER OG FASER

	2008			2009		
	Seed	Start-up	Ekspansion	Seed	Start-up	Ekspansion
Nyinvesteringer	82	232	215	61	97	64
	3%	10%	9%	4%	6%	4%
Opfølgingsinvesteringer	238	1.120	468	220	745	441
	10%	48%	20%	14%	46%	27%

Kilde: Vækstfonden.

Relativt har alle typer og faser haft en tilbagegang, hvor de største er sket inden for nyinvesteringer i start-up- og ekspansionsfasen, som er mere end halveret fra 2008 til 2009 (reduceret med hhv. 58 pct. og 70 pct.).

Antallet af nyinvesteringer i virksomheder, der befinder sig i seed-fasen, er faldet gradvist de senere år. I 2009 faldt antallet yderligere og nåede ned på seks nyinvesteringer i seed-fasen, jf. tabel 8.

TABEL 8: ANTAL NYINVESTINGER FORDELT PÅ FASER

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Seed	15	37	21	29	21	13	20	10	7	6
Start-up	69	64	19	24	19	22	25	21	22	9
Ekspansion	54	44	17	8	17	12	11	20	16	2
Ikke oplyst	0	3	2	3	0	0	0	0	0	0
I alt	138	148	59	64	57	47	56	51	45	17

Note: Tallene er eksklusive innovationsmiljøerne og dækker over antallet af virksomheder, som har modtaget kapital fra et dansk ventureselskab det pågældende år.

Kilde: Vækstfonden.

Det kan skyldes, at den finansielle krise og de afledte vanskeligheder ved at foretage exitter via børsnoteringer har medført, at investorer, som forvalter evergreen-fonde, er nødt til at reservere en større del af deres kapital til opfølgingsinvesteringer og dermed tøver med at foretage nyinvesteringer. Endvidere er mange tidsbegrænsede fonde som nævnt ude over den fase, hvor de foretager nyinvesteringer.

Investeringer fordelt på brancher

Tilbage i 2000, hvor it-bølgen toppede, investerede de danske investorer primært i virksomheder inden for it-segmentet. 62 pct. af de samlede danske investeringer blev således tilført dette segment. Meget har dog ændret sig siden da. Allerede i 2001 blev life sciences det segment, som tiltrak mest investeret kapital, og i 2009 har life science-virksomheder tiltrukket 58 pct. af den samlede kapital, jf. tabel 9.

TABEL 9: VENTUREINVESTERINGER FORDELT PÅ TEKNOLOGIER

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Life sciences										
Bioteknologi	4%	5%	10%	16%	13%	15%	19%	9%	8%	4%
Medico/sundhed	23%	45%	40%	39%	50%	43%	44%	41%	49%	54%
It										
Computerrelateret	53%	25%	28%	14%	12%	20%	12%	23%	13%	15%
Kommunikation	7%	11%	11%	10%	7%	8%	10%	10%	7%	8%
Anden elektronik	2%	4%	2%	4%	3%	4%	4%	4%	4%	2%
Cleantech	0%	0%	1%	1%	1%	3%	7%	4%	6%	9%
Andet	12%	11%	8%	16%	14%	7%	4%	9%	12%	8%
I alt	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Note: EVCA's branchedefinition er benyttet (www.evca.eu).

Kilde: Vækstfonden.

Målt på beløb svarer det til 952 mio. kr. Hovedparten går til medico/sundhed, som ifølge EVCA's branchedefinition både dækker over medico og udvikling af lægemidler. Bioteknologi er i denne sammenhæng industriel bio- og platformsteknologier.

It-virksomhederne tiltrak 405 mio. kr. eller 25 pct. af de samlede danske ventureinvesteringer i 2009. De øvrige segmenter fik tilført de resterende 17 pct., hvilket er på niveau med de senere år.

Til gruppen af øvrige segmenter hører cleantech, der oplever stærk global vækst, og hvor Danmark har flere styrkepositioner. De seneste par år har cleantech forøget andelen af de danske ventureinvesteringer og udgjorde i 2009 9 pct. i forhold til 6 pct. i 2008. Øget fokus på dette segment peger i retning af, at cleantech fremover vil tiltrække en væsentligt større andel af de danske ventureinvesteringer.

Fra år til år er der desuden stor forskel på investorerens lyst og evne til at foretage nyinvesteringer inden for udvalgte segmenter og brancher. I 2008 var nyinvesteringerne forholdsvis jævnt fordelt på tværs af brancherne, hvilket igen er tilfældet i 2009, jf. tabel 10.

TABEL 10: ANTAL NYINVESTERINGER FORDELT PÅ BRANCHER

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Life sciences	36	57	24	28	16	12	19	14	18	7
It	89	66	23	21	28	25	24	24	11	6
Andet	13	25	12	15	13	10	13	13	16	4
I alt	138	148	59	64	57	47	56	51	45	17

Note: Tallene er eksklusive innovationsmiljøerne og dækker over antallet af virksomheder, som har modtaget kapital fra et dansk ventureselskab det pågældende år.

Kilde: Vækstfonden.

Det er dog vigtigt at fremhæve, at mange af nyinvesteringerne er foretaget uden for Danmark – især inden for it.

Ventureinvesteringer fordelt på brancher og faser

Siden 2000 har seed-investeringerne inden for life sciences udgjort hovedparten af de samlede seed-investeringer. Med 66 pct. af seed-investeringerne i 2009 fortsætter life sciences med at tiltrække størstedelen af kapitalen. En lignende situation gør sig også gældende for start-up-investeringer, hvor life sciences udgør 59 pct. af de samlede investeringer i 2009, jf. tabel 11.

TABEL 11: VENTUREINVESTERINGER FORDELT PÅ BRANCHER OG FASER

	2006		2007		2008		2009	
	Seed	Start-up	Seed	Start-up	Seed	Start-up	Seed	Start-up
Life sciences								
Bioteknologi	24%	21%	24%	7%	7%	4%	14%	3%
Medico/sundhed	29%	51%	50%	46%	53%	57%	52%	56%
It								
Computerrelateret	20%	9%	9%	18%	7%	11%	11%	11%
Kommunikation	9%	7%	1%	15%	3%	5%	1%	7%
Anden elektronik	1%	5%	1%	6%	1%	4%	0%	2%
Cleantech	10%	5%	4%	4%	5%	7%	2%	13%
Andet	6%	2%	11%	4%	23%	12%	19%	7%
I alt	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Kilde: Vækstfonden.

It-virksomhedernes andel af seed-investeringer og start-up-investeringer er på samme niveau som i 2008, nemlig på hhv. 12 pct. og 20 pct.

Cleantech-virksomhedernes andel af seed-investeringerne faldt fra 5 pct. i 2008 til 2 pct. i 2009. Derimod oplevede cleantech en stigning i andelen af start-up-investeringer fra 7 pct. i 2008 til 13 pct. 2009.

Internationalisering

Historisk set har en fremgang i investeringsaktiviteten hos danske ventureinvestorer været ensbetydende med, at en større andel af investeringerne er foretaget i udenlandske virksomheder. Ligesom de foregående år udgør andelen af det investerede beløb, der blev tilført udenlandske virksomheder, knap 40 pct. i 2009, jf. tabel 12.

TABEL 12: VENTUREINVESTERINGERNES GEOGRAFISKE FORDELING

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Udland	32%	35%	28%	20%	26%	34%	38%	38%	38%	39%
Danmark	68%	65%	72%	80%	74%	66%	62%	62%	62%	61%
I alt	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Kilde: Vækstfonden.

Den høje andel hænger sammen med, at især life science-investorerne har mange udenlandske virksomheder i deres portefølje, samtidig med at investeringerne i ud-

landet typisk foretages i mere modne virksomheder, der ofte er mere kapitalkrævende.

En fremgang i de udenlandske investeringer har historisk set været trukket af en fremgang i life science-investeringerne, og sådan forholder det sig også i 2009. Hvor udenlandske life science-virksomheder i 2008 modtog 27 pct. af de danske venture-investeringer, er denne andel i 2009 oppe på 29 pct., jf. tabel 13. Andelen af investeringer i danske life science-virksomheder er imidlertid faldet fra 30 pct. i 2008 til 29 pct. i 2009. Det er desuden interessant at bemærke, at der inden for medico/sundhed er investeret lige meget i danske virksomheder som i udenlandske virksomheder. Dette skyldes i en vis udstrækning, at virksomheder i takt med deres modning vælger at flytte hovedkontoret i retning af deres primære marked. Som eksempel kan nævnes Asante Solutions, Inc. (tidl. M2 Medical A/S), som i dag har hovedkontor i USA.

TABEL 13: INVESTERINGER FORDELT PÅ BRANCHER OG GEOGRAFISK PLACERING

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Life sciences											
Bioteknologi	Danmark	3%	3%	8%	12%	8%	7%	8%	5%	4%	2%
	Udlandet	0%	1%	2%	3%	5%	8%	11%	5%	5%	2%
Medico/sundhed	Danmark	14%	23%	21%	27%	34%	31%	28%	22%	26%	27%
	Udlandet	9%	22%	19%	12%	16%	13%	16%	18%	22%	27%
It											
Computerrelateret	Danmark	33%	16%	23%	13%	12%	16%	7%	16%	11%	12%
	Udlandet	20%	9%	5%	1%	1%	4%	5%	7%	2%	3%
Kommunikation	Danmark	5%	8%	9%	8%	5%	4%	7%	6%	6%	4%
	Udlandet	2%	3%	2%	2%	2%	4%	2%	4%	1%	5%
Anden elektronik	Danmark	2%	4%	2%	3%	3%	3%	2%	3%	2%	1%
	Udlandet	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	2%	0%
Cleantech											
	Danmark	0%	0%	1%	0%	1%	1%	5%	2%	3%	8%
	Udlandet	0%	0%	0%	1%	1%	2%	3%	2%	3%	1%
Andet											
	Danmark	12%	11%	8%	16%	12%	5%	4%	8%	10%	7%
	Udlandet	0%	0%	0%	0%	2%	2%	0%	2%	3%	1%
I alt		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Kilde: Vækstfonden.

Andelen af it-investeringer i udenlandske virksomheder var på 5 pct. i 2008, men steg til 8 pct. i 2009, hvorimod der er investeret en mindre andel i danske virksomheder i 2009 end i 2008 (et fald fra 19 pct. i 2008 til 17 pct. i 2009).

Inden for cleantech er der derimod investeret en mindre andel i udenlandske virksomheder end tidligere. Hvor andelen af cleantech-investeringer, som blev tilført udenlandske virksomheder, var på 3 pct. i 2008, er den i 2009 nede på 1 pct.

Investeringer i danske virksomheder fordelt på faser

De samlede investeringer i danske virksomheder fra danske ventureselskaber er faldet med 33 pct. fra 2008 til 2009, hvilket er en smule mere end den samlede nedgang i investeringsaktiviteten, som udgør 30 pct. På tværs af faser er der imidlertid en række interessante forskelle i ventureselskabernes præferencer for at investere i danske virksomheder.

Andelen af seed-investeringer fra danske ventureinvestorer, der går til danske virksomheder, er faldet fra 89,8 pct. i 2008 til 78,4 pct. i 2009, jf. tabel 14. Tilbagegangen skyldes, at de danske investorer i 2009 har reduceret deres investeringer i danske seed-virksomheder, mens de har øget deres investeringer i udenlandske seed-virksomheder – særligt inden for life sciences. I absolutte tal er seed-investeringerne i danske virksomheder reduceret fra 288 mio. kr. i 2008 til 220 mio. kr. i 2009.

TABEL 14: INVESTERINGER I DANSKE VIRKSOMHEDER I FORSKELLIGE FASER (MIO. KR.)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Seed	209	587	345	337	207	188	201	282	288	220
	100,0%	100,0%	68,6%	95,3%	81,8%	66,1%	55,3%	57,3%	89,8%	78,4%
Start-up	667	535	431	481	527	815	849	660	811	541
	63,9%	46,8%	79,1%	74,2%	67,1%	72,2%	66,1%	61,8%	60,0%	64,2%
Ekspansion	765	743	436	405	454	392	301	365	365	225
	66,5%	64,3%	67,6%	77,0%	78,9%	56,6%	55,5%	68,0%	53,5%	44,5%

Kilde: Vækstfonden.

For start-up-segmentet ses en fremgang i andelen af investeringer til danske virksomheder, samtidig med at det investerede beløb i danske virksomheder i start-up-fasen er faldet med ca. 270 mio. kr. fra 2008 til 2009. Endelig er andelen af investeringer i danske virksomheder i senere faser faldet fra 2008 til 2009.

2.4 KONKLUSIONER

Antallet af aktører på det danske venturemarked er 31 i 2009. Samtidig er kapitalen under forvaltning reduceret fra 21,4 mia. kr. til 20,7 mia. kr. Denne tilbagegang skyldes, at en række tidsbegrænsede fonde, som blev etableret for mere end ti år siden, er afviklet, samtidig med at en række evergreen-fonde har været nødsaget til at foretage en række nedskrivninger som følge af den økonomiske afmatning.

Det danske venturemarked har fra 2008 til 2009 oplevet en reduktion i investeringsaktiviteten på ca. 30 pct. fra 2,36 mia. kr. i 2008 til 1,63 mia. kr. i 2009.

Investorerne er nemlig fortsat tilbageholdende med at foretage nyinvesteringer. I 2008 blev 23 pct. af venturekapitalen således tilført virksomheder, som ikke havde modtaget venturekapital fra samme investor tidligere, mens andelen i 2009 er nede på 14 pct. Det er den laveste andel i den tid, markedsanalysen er blevet gennemført. I beløb svarer det til en tilbagegang på ca. 300 mio. kr. – eller knap 60 pct.

Andelen af start-up-investeringer og ekspansionsinvesteringer faldt også betydeligt fra 2008 til 2009. I 2009 blev der således foretaget start-up-investeringer for 842 mio. kr., hvilket er det laveste aktivitetsniveau siden 2005, mens ekspansionsinvesteringer ramte det laveste niveau i mere end ti år med et beløb på 505 mio. kr. Tilbagegangen i start-up- og ekspansionsinvesteringer har bl.a. været drevet af betydeligt færre nyinvesteringer. I 2009 blev der således kun foretaget hhv. ni og to nyinvesteringer i hhv. start-up- og ekspansionsfasen, hvilket er det laveste antal i mere end ti år.

APPENDIKS A – BESKRIVELSE AF MARKEDET

INDLEDNING

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

For flere af disse virksomheder, især innovative, forsknings- og udviklingsbaserede virksomheder, 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 udviklingsfase vil den have mulighed for at få tilført kompetent og tålmodig kapital i form af venture- og buyout-kapital.

Venturekapital er finansiering af virksomheder, der befinder sig i en tidlig udviklingsfase (udvikling eller vækst), mens buyout er kapital til modne eller mere etablerede virksomheder.

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

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

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/-typer, der svarer til hver udviklingsfase, 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, hvis 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 fem til syv 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 idegrundlag, 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 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 og ved at etablere 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 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 cashflow, 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 turnaround, forberedelse af børsintroduktion eller ved en eventuel afnotering.

FINANSIERINGSFASER/-TYPER

For hver af virksomhedens udviklingsfaser findes en tilhørende finansieringsfase eller -type. Ovenfor er der beskrevet tre typer af virksomheder: udviklings-, vækst- og etablerede virksomheder. I virksomhedens udviklingsfase betegnes den tilsvarende finansieringsfase som seed-fasen. Vækstfasen opdeles i en tidlig og en sen fase, hvor de tilsvarende finansieringsfaser er hhv. start-up og ekspansion, jf. figur 9. De etablerede virksomheder befinder sig ikke i én finansieringstype, 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 9: FINANSIERINGSFASER OG -TYPER

Udvikling	Tidlig vækst	Accelererende og vedvarende vækst	Etablerede virksomheder		
SEED	START-UP	EKSPANSION	REPLACEMENT BRIDGE	BUYOUT AKTIEBØRS	AFNOTERING

Kilde: Vækstfonden.

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

BESKRIVELSE AF DE ENKELT FINANSIERINGSFASER OG –TYPER

Seed-fasen omfatter projekter, hvor produktet ikke er færdigudviklet, eller hvor udviklingen af en prototype endnu ikke har nået en fase, 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 seed-fasen, nu får frigjort deres investering.

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

Bridge-finansiering er kapitaltilførsler, der dækker finansieringsbehovet frem til, at en ny kapitaltilførsel kan finde sted. Bridge-finansiering kan tilføres som egenkapital og/eller lånekapital, som skal tilbagebetales umiddelbart efter, at næste finansieringsrunde 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 måneder til at forberede en børsintroduktion. For at undgå at afgive yderligere ejerandele bruges bridge-finansiering 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 buyout-kapital er der tale om finansiering af virksomheder, der ikke er noteret på en aktiebørs. De to kapitaltyper dækker imidlertid over inve-

steringer i forskellige faser i virksomhedens udviklingsforløb, som illustreret i figur 10.

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

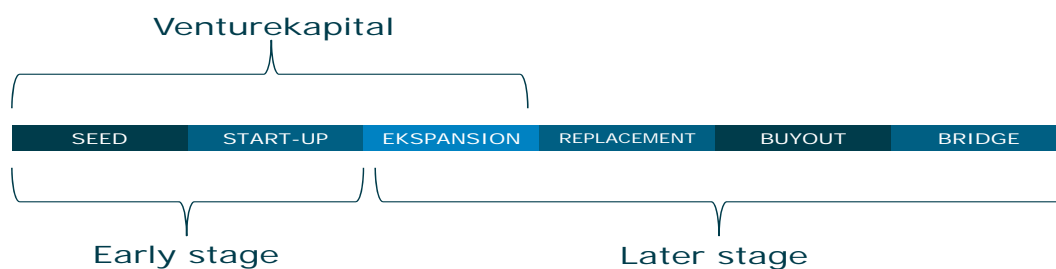
FIGUR 10: KAPITALTYPER



Kilde: Vækstfonden.

Finansieringsfaserne kan tillige opdeles i early og later stage. Early stage omfatter seed- og start-up-fasen, mens later stage i princippet omfatter alt anden kapitaltilførsel, men benyttes som ofte kun om ekspansionsfasen, jf. figur 11.

FIGUR 11: EARLY OG LATER STAGE



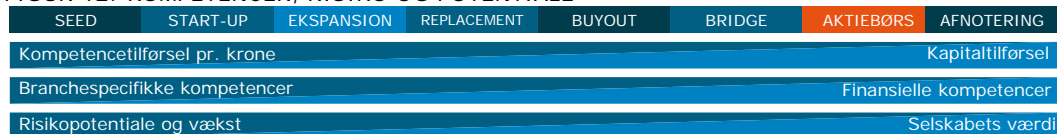
Kilde: Vækstfonden.

Venture- og buyout-kapital adskiller sig ikke kun med hensyn til, hvornår i virksomhedens udvikling kapitalen tilføres, men også med hensyn til investeringernes størrelse og 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 deres udvikling.

Som illustreret i nedenstående figur 12 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 pr. krone.

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

FIGUR 12: KOMPETENCER, RISIKO OG POTENTIALE



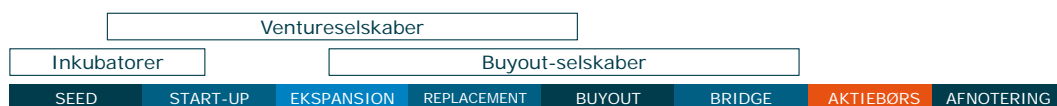
Kilde: Vækstfonden.

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

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 14 nedenfor, men inden for disse grupper kan der naturligvis foretages yderligere opdelinger.

FIGUR 13: 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 og 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. Buyout-selskaber investerer på samme måde som ventureselskaber. Buyout-selskaber fungerer blot i et andet segment af kapitalmarkedet, hvor behovet for kapital- og kompetencetilførsel ligesom risikoprofilen er en anden. Buyout-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.

APPENDIKS B – METODE

KILDER OG AFGRÆNSNING

Denne analyse af det danske venturemarked er hovedsageligt baseret på årsregnskaber og børsmeddelelser. Disse data er efterfølgende suppleret og verificeret ved hjælp af Købmandstadens Oplysningsbureau (KOB) samt interview 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 buyout-selskaber.

I alt er der over tid indsamlet mere end 420 regnskaber, idet det er hensigten at analysere disse selskabers udvikling over en længere tidsperiode. Ved at indsamle regnskaber fra alle de danske selskaber, der ifølge Vækstfonden foretager ventureinvesteringer, har Vækstfonden været i stand til opnå en dækning på 100 pct. for investeringerne, en dækning på 98 pct. for kapitalen under forvaltning og en dækning på 100 pct. på antallet af 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 af, at visse betingelser opfyldes).
2. Closing (når begge parter godkender og underskriver aftalen).
3. Udbetaling (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.

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 14: 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

Kilde: Vækstfonden.

Dele af den kapital, der er under forvaltning, kan være bundet (i porteføljevirksoheder 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 exitter, hvilket betyder, at der skal tages højde for investeringer, der allerede er foretaget, 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.

EKSTRAPOLATION

Ekstrapolation kan foretages på flere måder, men i undersøgelser af buyout- 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 investorer aktiviteter estimeres på baggrund af data indsamlet fra investorer med helt andre karakteristika.

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.

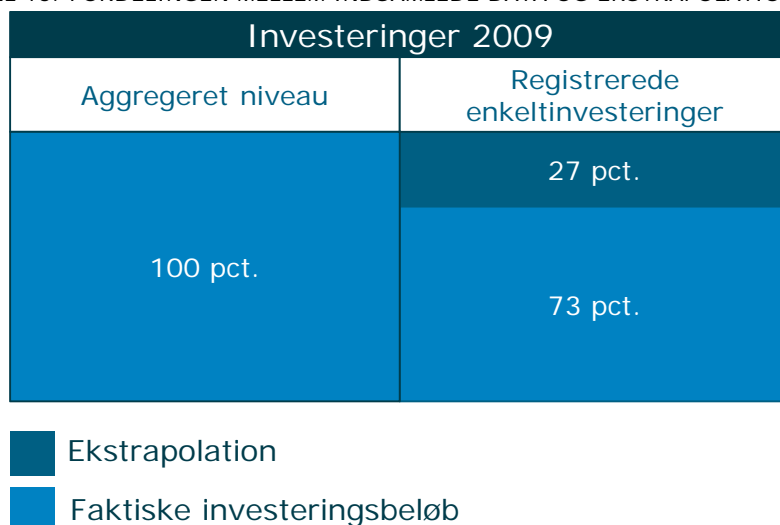
Uanset om datagrundlaget er indsamlet via spørgeskemaundersøgelse eller ej, vil der oftest være mangler i det indsamlede datamateriale. Disse mangler nødvendiggør en ekstrapolation, der foretages på baggrund af de indsamlede data, såfremt et estimat for det samlede niveau ønskes.

Metoden til ekstrapolationen, som er benyttet i Vækstfondens opgørelse, tager udgangspunkt i størrelsen af investeringerne som andel af egenkapitalen. Hvis eksempelvis de selskaber, der er indsamlet data for, i gennemsnit har investeret et beløb svarende til 20 pct. af egenkapitalen årligt, så antages det, at dette er niveauet for de resterende 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, fase, fordeling, m.v.). På det aggregerede investeringsniveau har det i 2009 ikke været nødvendigt at foretage ekstrapolation, jf. tabel 15. En række ventureselskaber ønsker imidlertid ikke at afgive investeringsbeløb for enkelte investeringer, hvorfor der er foretaget ekstrapolationer (27 pct.) for at kunne opdele investeringsaktiviteten på faser, brancher m.v.

TABEL 15: FORDELINGEN MELLEM INDSAMLEDE DATA OG EKSTRAPOLATION



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 m.v. Thomson ONE, Pricewater-houseCoopers (PWC) og European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) benytter imidlertid alle spørgeskemaundersøgelser til at indsamle data om buyout- og venturemarkederne i forskellige lande, herunder Danmark.

Fordelene ved denne metode er, at opgørelserne kan foretages flere gange om året, og at der er mulighed for at indsamle oplysninger, der ikke fremgår af årsregnskaber. Ulemperne ved en spørgeskemaundersøgelse 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 svag-
hed, at de adspurgte selskaber opfatter de benyttede begreber forskelligt. Et eksem-
pel herpå er størrelsen af kapital under forvaltning.

APPENDIKS C – AKTØRER

Agro Business Innovation
BankInvest
Capital+
CAT
Danfoss Ventures
DTU Innovation
EGJ Udvikling
Grundfos New Business
HIH Development
InnoVentures
Inventure Capital
LD Invest
LFI Life Science Investments
Nordic Biotech
Nordic Venture Partners
NorthCap Partners
Northzone Ventures
NOVI
NOVO A/S
NOVO Nordisk Biotek Fund
Oryx
SEED Capital
SLS Venture
Sunstone Capital
Syddansk Teknologisk Innovation
Vecata
Venture Midtvest
Via Venture
Vækstfonden
Øresund Healthcare
Østjysk Innovation

APPENDIKS D – KONTAKTOPLYSNINGER

For yderligere information kontakt:

VÆKSTFONDEN
STRANDVEJEN 104 A
DK-2900 HELLERUP
Jacob N. Borup, senioranalytiker
www.vf.dk

28-09-2010