

Evaluering af Vækstfonden

Indholdsfortegnelse

1.	FORORD.....	3
2.	EXECUTIVE SUMMARY	4
3.	INDLEDNING.....	8
3.1	ERNST & YOUNG'S LØSNINGSMODEL	8
3.2	AFGRÆNSNING OG FORBEHOLD.....	9
3.3	RAPPORTENS OPBYGNING	10
4.	RAMMER OG VILKÅR FOR VENTUREKAPITAL	11
4.1	HVAD ER VENTUREKAPITAL?	11
4.2	OFFENTLIG INTERVENTION I VENTUREMARKEDERNE	13
5.	MARKEDSBESKRIVELSE.....	15
5.1	VÆKSTFONDENS FORMÅL OG STRATEGI.....	15
5.1.1	<i>Vækstfondens formål</i>	15
5.1.2	<i>Vækstfondens vision og strategi</i>	16
5.1.3	<i>Vækstfondens mål</i>	17
5.1.4	<i>Vækstfondens organisation og ledelse</i>	18
5.1.5	<i>Ændringer i Vækstfondens virke fra 2001 til 2009</i>	19
5.2	VÆKSTFONDENS INVESTERINGSAKTIVITETER	21
5.2.1	<i>Vækstfondens finansieringsløsninger og ikke-finansielle initiativer</i>	21
5.2.2	<i>Vækstfondens direkte investeringer</i>	25
5.2.2.1	Ny- og opfølgingsinvesteringer	25
5.2.2.2	Fordeling på stadier	27
5.2.2.3	Branchemæssig fordeling.....	29
5.2.2.4	Geografisk fordeling	30
5.2.2.5	Vækstfondens produkter	31
5.2.3	<i>Vækstfondens indirekte investeringer</i>	33
5.2.3.1	Ny- og opfølgingsinvesteringer	36
5.2.3.2	Fordeling på stadier	37
5.2.3.3	Branchemæssig fordeling.....	38
5.2.3.4	Geografisk fordeling	39
5.2.4	<i>Vækstfondens exits</i>	39
5.2.5	<i>Vækstfondens markedsandel</i>	40
5.2.6	<i>Vækstfondens administrationsomkostninger og afkast</i>	45
5.3	VÆKSTFONDENS FREMADRETTEDE INVESTERINGSSTRATEGI OG LIKVIDITET.....	48
5.3.1	<i>Den fremadrettede strategi</i>	48
5.3.2	<i>Vækstfondens likviditet</i>	49
5.3.3	<i>Sammenhæng med andre innovations- og iværksættertiltag</i>	51
5.4	DET DANSKE OG DE UDENLANDSKE VENTUREMARKEDER	53
5.4.1	<i>Det danske venturemarked</i>	53
5.4.2	<i>Venturemarkederne i sammenligningslande</i>	58
5.4.3	<i>Beskrivelse af de offentlige initiativer i sammenligningslandene</i>	62
5.4.4	<i>Rammebetingelserne i Danmark og sammenligningslandene</i>	66

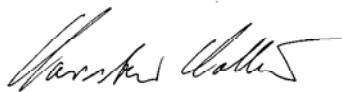
6. MARKEDSANALYSE	69
6.1 VÆKSTFONDEN VS. ANDRE OFFENTLIGE OG PRIVATE VENTUREFONDE.....	69
6.1.1 Omkostningsanalyse - offentlige fonde.....	70
6.1.2 Afkastanalyse - offentlige fonde.....	73
6.1.3 Afkastanalyse - private fonde.....	77
6.2 VÆKSTFONDENS BETYDNING PÅ MIKROPLAN	78
6.2.1 Metode	78
6.2.2 Analysens resultater	81
6.2.2.1 Vækstfondens betydning for porteføljevirksohederne	86
6.3 VÆKSTFONDENS BETYDNING PÅ MAKROPLAN	89
6.3.1 Udviklingen på det danske marked	89
6.3.2 Udviklingen på det danske marked i forhold til sammenligningslandene	91
6.3.2.1 Vækstfondens betydning for venturefondene	92
6.4 ANALYSE AF BEHOVET FOR VENTUREKAPITAL	93
6.4.1 Udbuddet af venturekapital	94
6.4.2 Er der finansielle gaps på det danske kapitalmarked?.....	95
6.4.3 Efterspørgslen på venturekapital	97
6.4.4 Vækstfondens rolle	100
7. EVALUERING.....	102
7.1 RELEVANS.....	102
7.2 EFFICIENS	103
7.3 EFFEKTIVITET	104
7.4 EFFEKT.....	105
8. HAR VÆKSTFONDEN EFTERLEVET GOD PRAKSIS FOR OFFENTLIG INTERVENTION? ...	107
9. DISKUSSION: HVORDAN SKAL EN OFFENTLIG FOND AGERE I MARKEDET?.....	109
10. REFERENCER	111
10.1 DATAKILDER	111
10.2 INTERVIEWPERSONER.....	111
10.3 SPØRGESKEMARESPONDENTER	112
APPENDIX A OFFENTLIGE INITIATIVER I SAMMENLIGNINGSLANDENE.....	113
APPENDIX B AFKAST OG OMKOSTNINGSANALYSE.....	121

1. Forord

Denne rapport er udarbejdet af Ernst & Young for Økonomi- og Erhvervsministeriet på baggrund af aftalen mellem regeringen og Dansk Folkeparti om "Erhvervspakken for små og mellemstore virksomheder" fra september 2009, hvori der blev sat en tidsfrist på gennemførelsen af en uafhængig evaluering af Vækstfonden.

Eventuelle spørgsmål til rapporten bedes rettet til Ditte Rude Petersen eller Carsten Collin.

Ernst & Young



Carsten Collin
Partner
carsten.collin@dk.ey.com



Ditte Rude Petersen
Senior consultant
ditte.rude.petersen@dk.ey.com

2. Executive summary

Vækstfonden er en statslig investeringsfond, som blev etableret i 1992 med et kapitalindskud på kr. 2 mia. Fonden blev etableret med det lovbestemte formål *”at fremme innovation og fornyelse i erhvervslivet for derigennem at opnå større samfundsøkonomisk afkast”*.

For at fremme innovation har Vækstfonden investeret - enten direkte eller indirekte - i højteknologiske virksomheder, som er forbundet med store risici, og som derfor har svært ved at opnå almindelig lånefinansiering. Disse virksomheder har behov for venturekapital, som er en tålmodig, ansvarlig og ”klog” kapital, der kan hjælpe dem igennem udviklingsfaserne og frem mod etablerings- og vækstfaserne.

Ernst & Young har gennemført denne evaluering af Vækstfonden for at belyse, om Vækstfonden har haft den ønskede effekt i markedet, og om dens tilstedeværelse fortsat kan berettiges. Det centrale er, hvorvidt de danske vækstvirksomheder, det private marked for venturekapital og samfundet generelt har haft gavn af den offentlige intervention, og om Vækstfonden har levet op til sit formål og målsætninger.

Vækstfondens formål har været det samme siden 1992, men rammerne for, hvordan fonden kan bruge kapitalindskuddet til at fremme innovationsfinansiering i opstarts- og vækstvirksomheder, blev ændret i 2001. Her blev et nyt lovgrundlag vedtaget, og Vækstfonden fik mulighed for at foretage egenkapitalinvesteringer. I 2006 fik Vækstfonden endvidere mulighed for at udskille aktiviteter til selvstændige enheder. Det gjorde det muligt for Vækstfonden at udskille en del af sine direkte investeringsaktiviteter i 2007 i et nyt privat ventureselskab - Sunstone Capital.

Vækstfondens vision er at gøre det danske venturemarked til det mest velfungerende marked for innovationsfinansiering i Europa, og strategien er at tilbyde finansieringsløsninger - enten direkte eller indirekte - til risikobetonede og perspektivrige små og mellemstore virksomheder.

Der er en stigende tendens overalt i verden til at anvende offentlige initiativer til at fremme venturemarkederne - enten gennem direkte investeringer, indirekte ”funds of funds”-investeringer eller skattesubsidier mv. Det er således ikke kun i Danmark, at man har offentlige aktører i venturemarkedet. Der findes en lang række offentligt støttede initiativer særligt i Europa og Nordamerika, og på trods af forskelle i branchefokus, kapitaltilsagn og struktur deler de den præmis, at de via tilvejebringelse af risikovillig kapital har til formål af støtte op om udviklingen af innovative virksomheder - specielt i de tidlige udviklingsstadier.

Vi vurderer, at Vækstfondens indsats har været relevant, fordi Vækstfonden har investeret i virksomheder, som andre aktører ikke har villet investere i, og Vækstfonden har således gennem sine investeringer været med til at skabe økonomisk aktivitet, som ellers ikke ville have fundet sted.

Vækstfondens indsats har endvidere været relevant, fordi fonden har investeret i virksomheder, som har et erhvervsmæssigt potentiale, men som har svært ved at tiltrække private investorer. Vækstfonden har særligt med sine direkte investeringer sikret kapital til virksomheder i de tidlige stadier, hvor det generelt er svært for virksomhederne at opnå finansiering, på trods af at der er tale om perspektivrige virksomheder.

Efter udskilningen af Sunstone Capital har der imidlertid været en tendens til, at Vækstfonden har foretaget markant færre direkte investeringer. Dette er kritisk på et tidspunkt, hvor den økonomiske krise har været med til at forstærke manglen på venturekapital - særligt til virksomheder i de tidlige udviklingsstadier. Det er således vigtigt, at Vækstfonden fremadrettet sikrer sig, at den har tilstrækkelig likviditet til at foretage direkte investeringer i de meget tidlige faser, hvor der netop er en tendens til, at det private marked tøver.

Vi vurderer endvidere, at Vækstfonden har administreret sine ressourcer på en omkostningsbevidst måde. Målt i forhold til en række sammenlignelige offentlige aktører har Vækstfonden haft lavere administrative omkostninger pr. udbetaling i perioden 2001-2008.

Til gengæld har Vækstfonden ikke opnået samme afkast, som de andre offentlige aktører har. Målt på resultat i forhold til egenkapital har Vækstfondens afkast været positivt i store dele af perioden med undtagelse af årene 2002-2003 og i 2008, hvor Vækstfonden har foretaget en markant nedskrivning af værdien af fondens portefølje. Samlet set har Vækstfonden i perioden 2001-2008 præsteret et gennemsnitligt afkast på -5,1 pct., hvilket er lavere end afkastet i de fonde, vi har sammenlignet Vækstfonden med.

Det skal bemærkes, at lovgrundlaget for Vækstfonden ikke indeholder et afkastkrav for fonden. Vækstfonden skal til gengæld sikre et samfundsmæssigt afkast gennem sit virke. Derudover fremgår det af lov om Vækstfonden, at fondens egenkapital ikke må være mindre end kr. 1,7 mia. I 2008 var egenkapitalen på kr. 2,1 mia.

Det danske marked har generelt endnu ikke vist, at ventureinvesteringer er en god forretning (som det er tilfældet i eksempelvis USA). Målt på nøgletallet "Internal Rate of Return" (IRR) har de danske fonde i perioden 2001-2009 haft en gennemsnitlig årlig forrentning på -6,7 pct., hvilket kan holdes op imod Vækstfondens forrentning på -8,8 pct.

Det danske venturemarked er relativt ungt sammenlignet med eksempelvis det amerikanske, men til gengæld undergik markedet en stærk udvikling i perioden 2001-2009 - både i forhold til mængden af kapital og i forhold til kompetencerne i markedet. Der er samtidig sket en vis markedsmodning. Det samlede antal aktører lader til at have stabiliseret sig, mens den gennemsnitlige fondsstørrelse har været stigende gennem perioden. Det afspejler en konsolidering af markedet med færre, men større aktører. I takt med at der er foretaget flere investeringer, er der ligeledes sket en professionalisering af de danske aktører, og det danske marked er tillige blevet mere internationaliseret gennem perioden.

Ser man på fordelingen af investeringerne på virksomhedernes stadier, fylder investeringer på seed- og ekspansionsstadiet forholdsvis meget i Danmark. Det kan hænge sammen med, at der i Danmark er relativt få business angels til at foretage investeringer i de meget tidlige faser. Det betyder, at venturefondene i Danmark er nødt til at gå længere ned i den finansielle fødekæde, end det er tilfældet i andre lande.

Vi vurderer, at Vækstfonden har haft en betydelig positiv indflydelse på udviklingen af det danske venturemarked. Fonden har særligt gennem de indirekte investeringer været med til at løfte markedet ved at rejse kapital og skabe tillid til de danske venturefonde. Gennem de direkte investeringer har fonden været med til at formindske det finansielle gap, der findes i de tidlige faser.

Selvom der er sket en markedsmodning, er der ikke tegn på, at det danske venturemarked udvikler sig i retning af at blive selv bærende. Og det er tvivlsomt, om det nogensinde vil blive det. Erfaringen fra andre lande viser, at selvom venturemarkederne har eksisteret i mange år, så vil der altid være en rolle at spille for den offentlige sektor - særligt i de tidlige faser, hvor ventureinvesteringerne ikke er attraktive for private investorer.

Vi vurderer, at det ikke er realistisk, at Vækstfonden kan medvirke til at skabe det mest velfungerende marked for innovationsfinansiering i Europa (eller gøre det danske marked til et af de fem mest velfungerende i verden) senest i 2015. Danmark har været hårdere ramt af den økonomiske krise end en række af de andre europæiske lande, og alene af den grund er der lange udsigter til, at det danske venturemarked - som i høj grad følger de generelle markedsconjunkturer - vil kunne indhente de førende lande.

Vores analyser viser, at Vækstfondens porteføljevirkomheder - som enten har fået finansiering direkte eller indirekte fra Vækstfonden - har udvist en vækst i omsætning, der er dobbelt så stor som væksten i sammenligningsgruppen i perioden 2001-2008. Sammenligningsgruppen består af virksomheder med lignende karakteristika målt på størrelse, alder og branche. Til gengæld er væksten i antal ansatte i porteføljevirkomhederne kun marginalt højere end væksten i sammenligningsgruppen. På den baggrund kan vi konkludere, at de venturefinansierede virksomheder har skabt en større vækst, end sammenligningsgruppen har. Men vi kan ikke konkludere, om Vækstfonden således - gennem sine direkte og indirekte investeringer - har sikret finansiering til de rigtige virksomheder. Det vil kræve en analyse af, hvor meget vækst der skabes i venturefinansierede virksomheder i andre lande, og det ligger uden for rammerne af denne rapport.

Den samlede direkte effekt af Vækstfondens investeringer kan måles i, hvor stor en omsætning og hvor mange arbejdspladser porteføljevirkomhederne har skabt efter at have modtaget kapital fra Vækstfonden - enten direkte eller indirekte. Samlet set har porteføljevirkomhederne i perioden 2001-2008 skabt en omsætning på kr. 6,9 mia. og 4.900 arbejdspladser. Det skal bemærkes, at det ikke er et udtryk for den samlede samfundsøkonomiske effekt, som Vækstfonden har været med til at skabe. Der er ligeledes afledte effekter i form af videnspredning og den efterspørgsel, som porteføljevirkomhederne er med til at generere. Disse effekter har vi ikke haft mulighed for at belyse i denne rapport.

Der er fortsat kapitalmangel på det danske marked for venturekapital, og det er særligt i de tidlige faser, at investorerne ikke har tilstrækkelig kapital og risikovillighed til at finansiere perspektivrige projekter.

Fremadrettet vil der være behov for en yderligere kapitaltilførsel til Vækstfonden under forudsætning af, at man vil sikre kapital til 40 nye danske virksomheder om året. Det skal dog bemærkes, at hvis man skal skabe det mest velfungerende marked for venturekapital i Europa, så er det ikke tilstrækkeligt blot at øge udbuddet af kapital. Adgangen til venturekapital er kun en del af det samlede økosystem. Der skal ligeledes være tilstrækkeligt mange attraktive virksomheder med stort potentiale. De private venturefonde skal være professionelle og tilstrækkeligt store til at kunne føre porteføljevirkomhederne hele vejen til en succesfuld exit. Der skal være et netværk af kvalificerede rådgivere omkring virksomhederne, og der skal være tilstrækkelige exitmuligheder.

Det varierer på tværs af sammenligningslandene, om de offentlige initiativer er konstrueret med et afkastkrav. Fordelen ved at fastsætte et afkastkrav er, at man sikrer en effektiv administration af de offentlige midler. Et afkastkrav behøver ikke at være i modstrid med en optimering af den samfundsøkonomiske effekt. Det vil blot være med til at sikre, at det er de rigtige virksomheder, der opnår finansiering. Samtidig bør man tillade, at den offentlige fond foretager opfølgingsinvesteringer i de enkelte virksomheder frem til et muligt exit for at sikre et afkast og for at sikre dynamikken i investeringerne.

Hvis man omvendt ikke ønsker, at en offentlig fond skal agere i de dele af markedet, hvor der er tilstrækkeligt med private aktører, så må man i stedet acceptere, at det ikke er muligt for fonden at realisere tilstrækkeligt store gevinster til at sikre et positivt afkast. Det vil så betyde, at staten kontinuerligt skal tilføre midler til den offentlige fond, for at den fortsat kan investere penge i virksomhedernes tidlige faser.

Det er Ernst & Young's opfattelse, at Vækstfonden fremadrettet bør operere med et afkastkrav. Det indebærer så samtidig, at man skal tillade, at fonden foretager opfølgingsinvesteringer i et vist omfang. På den måde kan man sikre, at fondens midler bliver administreret effektivt, og at der er et positivt tilbageløb, der kan anvendes til at foretage flere investeringer. Vækstfonden skal dog holde fast i det oprindelige formål om at foretage investeringer der, hvor det private marked tøver. Der bør således ligeledes stilles krav om, at Vækstfonden placerer størstedelen af sine investeringer i de tidlige faser, hvor der er mangel på kapital.

3. Indledning

Som en del af aftalen om Erhvervspakken for små og mellemstore virksomheder fra september 2009 blev der sat en tidsfrist på gennemførelsen af en uafhængig evaluering af Vækstfonden. I aftaleteksten fremhæves det, at evalueringen skal fokusere på fondens indsats på markedet for risikovillig kapital i Danmark, herunder i hvilken udstrækning Vækstfonden har gjort en forskel i forhold til det øvrige venturemarked og de finansielle markeder. Det fremgår endvidere, at evalueringen skal belyse behovet for en eventuel yderligere kapitaltilførsel til fonden.

Vækstfonden blev etableret for at imødekomme de markedsfejl, der betyder, at små og mellemstore virksomheder kan have svært ved at tiltrække risikovillig og tålmodig kapital i de tidlige stadier af deres udvikling. Formålet med Vækstfonden er, "at fremme innovation og fornyelse i erhvervslivet for derigennem at opnå større samfundsøkonomisk afkast". I 2001 fik Vækstfonden en ny strategi og lovhjemmel til at foretage egenkapitalinvesteringer. Rationalet bag denne strategiændring var, at Vækstfonden skulle have mulighed for at aktivere en større del af egenkapitalen og dermed få mulighed for at finansiere et større antal virksomheder.

Ernst & Young har gennemført denne evaluering for at belyse, om Vækstfonden har haft den ønskede effekt i markedet, og om dens tilstedeværelse fortsat kan berettiges. Det centrale er, hvor vidt de danske vækstvirksomheder, det private marked for venturekapital og samfundet generelt har haft gavn af den offentlige intervention, og om Vækstfonden har levet op til sit formål og sine målsætninger.

3.1 Ernst & Young's løsningsmodel

Vi har gennemført evalueringen med udgangspunkt i en model, der strukturerer evalueringsopgaven i tre faser: *markedsbeskrivelse*, *markedsanalyse* og *evaluering*, jf. figur 1.

Figur 1: Ernst & Young's løsningsmodel



Løsningsmodellen er bygget op således, at markedsbeskrivelserne understøtter markedsanalyserne, der derefter fungerer som et fundament for den endelige evaluering, hvor vi konkluderer på Vækstfondens relevans, efficiens, effektivitet og effekt.

Markedsbeskrivelsen bygger på kvantitative data og på to spørgeskemaundersøgelser baseret på svar fra henholdsvis de virksomheder og de fonde, som Vækstfonden har investeret i, jf. afsnit 10.

Markedsanalyserne er gennemført på baggrund af en række velkendte analysemetoder, som er beskrevet nærmere i de enkelte afsnit. Desuden er resultaterne kvalificeret på baggrund af 20 interviews med centrale aktører i og omkring det danske venturemarked, jf. afsnit 10.

Vi har endvidere præsenteret vores indledende resultater for vores egen internationale ekspertgruppe og for udvalget om risikovillig kapital med henblik på at få input til analysedesign samt at få kvalificeret analyseresultaterne. Vi har haft en løbende dialog med Økonomi- og Erhvervsministeriet, og derudover har vi foretaget en høring af Vækstfonden, som haft mulighed for at kommentere det faktuelle indhold i rapporten.

Evalueringsopgaven er løst af et team i Ernst & Young bestående af:

Carsten Collin, Partner
Julie Teigland, Partner
Gil Forer, Partner
Ditte Rude Petersen, Senior consultant,
Lisa Almén, Senior analyst
Martin Rannje, Consultant
Kristian Graff Rasmussen, Consultant
Kristoffer Bondesen Rasmussen, Business researcher

3.2 Afgrænsning og forbehold

Økonomi- og Erhvervsministeriet har i det oprindelige udbudsmateriale i detaljer beskrevet, hvilke analyser de har ønsket foretaget, og hvilke spørgsmål evalueringen skal besvare. Ernst & Young's løsning af evalueringsopgaven skal således ses i dette perspektiv samt i lyset af tidsfristen på tre måneder for evalueringens gennemførelse.

Løsningen af opgaven har endvidere været begrænset af tilgængeligheden af sammenlignelige data - særligt på tværs af lande. Vi har forsøgt at kompensere for manglen på kvantitative data på visse områder ved at tage udgangspunkt i kvalitative data. Dertil kommer, at der er nogle forhold - såsom den reelle efterspørgsel på venturekapital - der er svære at kvantificere uanset tilgangen. Her har vi særligt benyttet os af vores eget globale team af eksperter til at kvalificere vores resultater.

Denne evaluering sigter til en vurdering af, hvorvidt Vækstfonden har levet op til sit formål, og en række af vores analyser har til formål at vise, hvilken effekt Vækstfonden har haft på det danske marked for venturekapital. I disse analyser har vi fokuseret på Vækstfondens direkte og indirekte investeringer og undladt Vækstfondens to andre produkter: kom-i-gang lån og vækstkaution, som er målrettet en anden gruppe af virksomheder end de venturefinansierede virksomheder. Såfremt andet er benævnt, vil det således udelukkende være Vækstfondens direkte og indirekte investeringer, der indgår i rapportens analyser.

3.3 Rapportens opbygning

Vi indleder rapporten med i kapitel 4 at beskrive, hvad venturekapital er, og hvorfor der kan være behov for offentlig intervention i venturemarkederne. Derefter følger de tre led i Ernst & Young's evaluering af Vækstfonden: Markedsbeskrivelse (kapitel 5), Markedsanalyse (kapitel 6) og Evaluering (kapitel 7), jf. figur 2.

Figur 2: Ernst & Young's evaluering af Vækstfonden



I kapitel 8 vurderer vi, hvorvidt Vækstfonden har opfyldt OECD's retningslinjer for god praksis for offentlig intervention i venturemarkedet. Derefter giver vi i kapitel 9 vores bud på, hvordan en offentlig aktør bør agere i venturemarkedet. Kapitel 10 indeholder en gennemgang af vores referencer og beskrivelser af kvalitative undersøgelser.

4. Rammer og vilkår for venturekapital

Adgang til risikovillig kapital er en af de centrale rammebetingelser, som har betydning for Danmarks iværksætteraktivitet. Alle virksomheder er i takt med deres udvikling afhængige af at kunne tiltrække investorer og kapital. I dette afsnit giver vi først en beskrivelse af, hvad der karakteriserer venturekapital, og hvilke definitioner der bruges til at beskrive venturemarkedet. Derefter beskriver vi kort, hvordan man definerer henholdsvis det privatøkonomiske og det samfundsøkonomiske afkast af ventureinvesteringer, og hvorfor der er behov for offentlig intervention på venturemarkedet.

4.1 Hvad er venturekapital?

Venturekapital kan defineres som venturefondes egenkapitalindsud i porteføljevirkomheder. Målgruppen for venturekapital er nystartede, højteknologiske virksomheder med et stort vækstpotentiale. Virksomhederne har typisk hverken indtægter eller aktiver til at opnå finansiering fra andre kilder, og de er ofte beskæftiget med særdeles risikobetonede projekter. Derfor har de behov for risikovillig og tålmodig kapital.

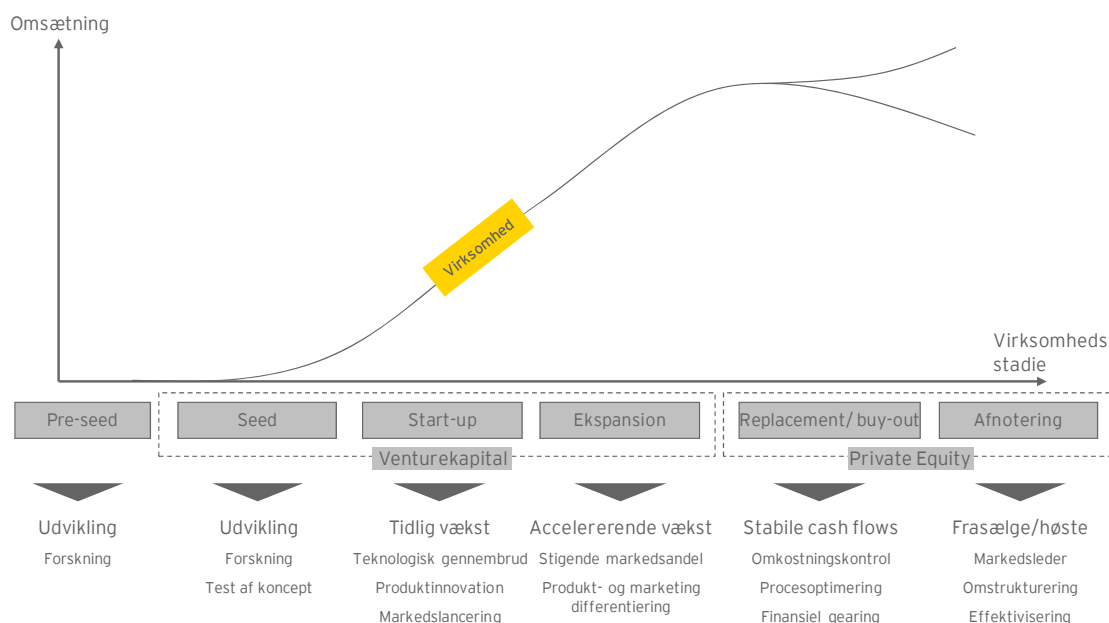
Venturekapital gives til virksomhederne på et tidspunkt, hvor der er stor usikkerhed om en række faktorer - såsom hvorvidt den pågældende teknologi virker i praksis, og hvorvidt det overhovedet er muligt at afsætte virksomhedens produkt på et marked. Der er også usikkerhed om, hvor mange ressourcer der egentlig skal til for at realisere det pågældende projekt. Disse usikkerhedsmomenter gør, at der er en høj grad af asymmetrisk information mellem virksomhederne og investorerne, og det kræver særlige kompetencer fra investorernes side at kunne vurdere, hvorvidt virksomhederne er perspektivrige.

Venturefinansiering er en særlig finansieringsform, der primært i USA - men også i et vist omfang i Europa - har vist sig at være et ganske effektivt middel til at skabe vækstvirksomheder. Det basale element i venturefinansiering består af en venturefond med kapitalindsud fra en række investorer. Investeringerne målrettes bestemte virksomhedstyper typisk i de tidligste faser af virksomhedens liv.

Venturekapital investeres som privat egenkapital, og det betyder, at investorerne deler den finansielle risiko med virksomhederne. Omvendt betyder det også, at iværksætterne må afgive noget af kontrollen over deres virksomhed. Til gengæld engagerer venturekapitalisterne sig ofte i venturevirksomhedernes strategiske beslutninger. Der er således tale om et aktivt ejerskab, hvor virksomhedens vækst- og afkastpotentiale forsøges optimeret ved at supplere ledelseskompetencerne i virksomheden med eksterne personer med relevante kompetencer. Tilsvarende sker der en risikoafdækning, således at tab ideelt set ikke sker på grund af forhold, man kunne have gjort noget ved. Derfor kaldes venturekapitalen for "klog kapital".

Venturefondene giver tilsagn om kapital, som investeres løbende for at føre virksomhederne igennem de tre stadier: seed, start-up og ekspansion, jf. figur 3.

Figur 3: En højteknologisk virksomheds forskellige faser



Kilde: Ernst & Young

Virksomheder på pre-seed-stadiet befinder sig i den meget tidlige udviklingsfase, hvor målet er at vise, at det pågældende projekt har tilstrækkeligt med potentiale til at opnå venturefinansiering. Når virksomhederne træder ind i seed-stadiet, har de brug for kapital til fortsat udvikling og test af konceptet. Selv lanceringen af det konkrete produkt sker på start-up-stadiet, hvor virksomheden skal bruge kapital til fx investeringer i produktionsudstyr. Når virksomheden kommer til ekspansionsstadiet, betyder det, at den begynder at indtage en væsentlig markedsandel på det relevante marked, og kapital i denne fase skal bruges til at udvide produktionskapaciteten - og måske til at udvikle nye produkter.

Det karakteristiske ved venturefinansierede virksomheder er, at deres kapitalbehov er stigende igennem de tre faser. En hovedregel er, at hvis det koster kr. 1 at komme igennem seed fasen, så koster det kr. 10 at komme igennem start-up-fasen og kr. 100 at komme igennem ekspansionsfasen. Til gengæld er risikoen ved investeringerne faldende, i takt med at virksomhederne bevæger sig igennem de forskellige faser. Det betyder, at det er væsentligt lettere at tiltrække investorer - og særligt de udenlandske investorer - i de senere faser, mens de fleste venturemarkeder er karakteriseret ved mangel på kapital i de tidlige og meget risikofyldte faser.

Venturefondene opererer ofte med et nærhedsprincip i de tidlige faser, netop fordi investeringer på disse stadier af virksomhedernes udvikling er særligt risikofyldte og derfor kræver, at investorerne kan følge udviklingen tæt. Når virksomhederne kommer længere i deres udvikling, har de ikke samme behov for monitorering, og deres behov for tilførsel af kompetencer vil ligeledes være faldende i takt med deres udvikling.

Man skelner generelt mellem "early stage"-finansiering, som omfatter venturefinansiering af virksomheder på seed- og start-up-stadiet, mens "later stage" omfatter både venturefinansiering på ekspansionsstadiet og andre former for finansiering (private equity) til replacement, buy-out og afnotering, jf. figur 4.

Figur 4: Definition af "early stage"- og "later stage"-investeringer



Kilde: Ernst & Young

Ventureinvesteringer er attraktive, fordi de giver mulighed for et højt afkast. Investeringerne baseres på medejerskab af en virksomhed på et tidspunkt, hvor markedsværdien for selskabet er lille på grund af markedets manglende kendskab til virksomhedens produkter. Hvis det lykkes at modne selskabet, kan det til gengæld afhændes til en markant øget værdi - enten gennem en børsnotering eller et salg.

Investeringerne sker via fonde og ikke i form af direkte investeringer for at afbalancere de høje risici. Ved at foretage investeringer i en gruppe af virksomheder og i form af syndikering med andre fonde eller privatpersoner reduceres risikoen for den samlede portefølje. Og de tab, der uvægerligt opstår på en del af investeringerne, opvejes af andre investeringer med et højt afkast.

En venturefond vil som hovedregel have en tidsbegrænset levetid, typisk 10 år med mulighed for forlængelse i 2-4 år, hvorefter resultatet af fondens investeringer gøres op, og kapitalen, inklusiv forrentning, føres tilbage til investorerne. Venturefonde laver typisk nyinvesteringer i de første år af deres levetid, og derefter foretages der opfølgingsinvesteringer, der skal sikre, at fondenes ejerandele ikke er blevet udvandet, når porteføljevirkomhederne nærmer sig et muligt exit.

Værdiansættelsen af ventureselskabers porteføljer følger ofte den typiske J-formede kurve, der demonstrerer, at selskaberne hurtigt nedskriver værdien af deres porteføljeselskaber, hvis der sker negative hændelser. Samtidig sker der kun sjældent regnskabsmæssige opskrivninger, før værdien valideres af nye investorer, eller egentlige afhændelser finder sted. Det typiske forløb er, at ventureselskaberne først efter 5-7 år opnår breakeven på J-kurven.

4.2 Offentlig intervention i venturemarkederne

Vækstfonden er blevet etableret for at rette op på den markedsfejl, der gør, at små og mellemstore virksomheder har svært ved at tiltrække risikovillig og tålmodig kapital i de tidlige stadier af deres udvikling. Et effektivt marked vil som udgangspunkt sikre, at kun urentable projekter vil blive afvist af markedets investorer. Hvis perspektivrige virksomheder alligevel ikke kan opnå finansiering, kan det være et udtryk for, at der er en markedsfejl.

Årsagerne til markedsfejlen kan være mange; fx at der ikke er optimal kommunikation og gennemsigtighed på markedet, at aktørerne har for korte tidshorisonter, eller at markedet kan være præget af eksternaliteter, der betyder, at det tager tid at opbygge erfaring og

kompetence inden for finansiering af små, innovative virksomheder. Den sidste effekt er blevet kaldt "*first mover disadvantage*"¹.

Fælles for årsagerne er dog, at både virksomheder og samfundet ultimativt går glip af muligheden for innovation, vækst og arbejdspladser, når markedet for risikovillig kapital ikke fungerer optimalt. En måde at overkomme dette problem på er offentlig intervention baseret på en overvejelse om, at det samfundsmæssige afkast af interventionen vil overstige de samfundsmæssige omkostninger.

Det privatøkonomiske afkast af en ventureinvestering defineres som differencen mellem indskudt og realiseret kapital. Private investorer vil søge at skabe den højst mulige forrentning af den investerede kapital givet den risiko, der er forbundet med investeringen. En investering kan dog også have et *samfundsmæssigt afkast*, som kan defineres som investeringens positive "spill-over"-effekt til resten af økonomien, eksempelvis i form af øget innovation. Når det samfundsmæssige afkast overstiger det privatøkonomiske afkast, kan der være et rationale for offentlig intervention for at optimere det samfundsøkonomiske afkast.

Analyser fra OECD peger på, at det samfundsmæssige afkast af forskning og udvikling typisk er dobbelt så stort som det privatøkonomiske afkast. Det skyldes, at når forskningen og udviklingen udmøntes i en innovation, der bringes til markedet, sker der en generel vidensspredning til resten af samfundet. Det er en positiv eksternalitet, som de enkelte virksomheder ikke tager med i deres overvejelser, og det kan være medvirkende til, at private virksomheder investerer mindre i forskning og udvikling, end hvad der er samfundsøkonomisk optimalt.

I denne evaluering skal det vurderes, om Vækstfonden har levet op til sit formål om at fremme innovation og fornyelse i erhvervslivet for derigennem at opnå et større samfundsøkonomisk afkast. Det er imidlertid svært at kvantificere den samfundsmæssige effekt af Vækstfondens investeringer. Vi belyser den samfundsmæssige effekt ved at analysere Vækstfondens effekt på de virksomheder, den har investeret i enten direkte eller indirekte. Effekten måles i form af vækst og jobskabelse. På den måde fås et meget forsigtigt bud på, hvilken samfundsmæssig effekt Vækstfonden har haft. En række studier viser, at denne effekt skal multipliceres med en bestemt faktor for at fange den fulde samfundsøkonomiske effekt - både i form af vidensspredning og i form af, at virksomhederne er med til at skabe mere efterspørgsel fra underleverandører².

¹ Danmark som foregangsland - Innovationsfinansiering, Erhvervsministeriet, 2000.

² Et studie viser eksempelvis, at det samfundsøkonomiske afkast fra forskning og udvikling er omkring 30 pct., mens afkastet til private investorer er mellem 7 og 14 pct. Se Jones, C. I. and John C. W. (1998) *Measuring the social return to R&D*, Quarterly Journal of Economics, 113.

5. Markedsbeskrivelse

Markedsbeskrivelse

Markedsanalyse

Evaluering

5.1 Vækstfondens formål og strategi

I dette afsnit beskriver vi Vækstfondens formål, strategi og organisation for at belyse de lovbestemte rammer, som Vækstfonden skal agere inden for, og som Vækstfonden skal holdes op imod i evalueringen af dens virke i perioden 2001-2009.

5.1.1 Vækstfondens formål

Vækstfonden er en statslig investeringsfond, som blev etableret i 1992 med et kapitalindskud på kr. 2 mia. med det lovbestemte formål *"at fremme innovation og fornyelse i erhvervslivet for derigennem at opnå større samfundsøkonomisk afkast"*, jf. § 1 i Lov om Vækstfonden³.

Vækstfondens formål har været det samme siden 1992, men rammerne for, hvordan fonden kan bruge kapitalindskuddet til at fremme innovationsfinansiering i opstarts- og vækstvirksomheder, blev ændret i 2001. Her blev et nyt lovgrundlag vedtaget, hvilket førte til lanceringen af Vækstfondens nye strategi. Det hidtidigt anvendte finansieringsinstrument - projektlån med gældsafviklingsmulighed - blev afviklet til fordel for lån og egenkapitalinvesteringer, som giver Vækstfonden en større andel i virksomhedernes eventuelle succes i sammenligning med projektlånsmodellen.

Formålet med den nye strategi er at give Vækstfonden mulighed for at aktivere en større del af egenkapitalen og dermed mulighed for at kunne finansiere et større antal virksomheder. For at kunne opnå et tilfredsstillende tilbageløb på sine investeringer og sikre kapital til nyinvesteringer begyndte Vækstfonden at investere på kommercielle vilkår for at få del i det afkast, midlerne er med til at skabe.

Vækstfonden kan ifølge bekendtgørelsen om Vækstfondens virke⁴, § 1, stk.2, yde medfinansiering til:

- ♦ Risikobetonede og perspektivrige udviklingsaktiviteter især i små og mellemstore virksomheder
- ♦ Udviklingselskaber (ventureselskaber) der tilfører kapital og kompetence til innovation og fornyelse i små og mellemstore virksomheder og udskilte datterselskaber med særlige aktiviteter (spin-off-virksomheder)
- ♦ Pengeinstitutters udlån til udviklingsaktiviteter i mindre virksomheder inden for innovation, markeds- og organisationsudvikling, opstart for iværksættere, generationsskifter mv.

³ Lovbekendtgørelse 2002-07-01 nr. 549 om Vækstfonden.

⁴ BEK nr. 1013 af 17 08 2007 - Bekendtgørelse om Vækstfondens virke.

Vækstfondens midler er primært målrettet små og mellemstore, perspektivrige virksomheder med risikobetonede udviklingsaktiviteter. Med lanceringen af den nye strategi fik Vækstfonden ligeledes til formål at investere i ventureselskaber og dermed bidrage til udviklingen af venturebranchen i Danmark. Vækstfonden fik således til opgave at være proaktiv og opspore finansieringshuller og derefter sætte ind med passende initiativer for at kunne skabe et velfungerende marked for innovationsfinansiering.

Der blev især lagt vægt på, at fonden skulle investere der, hvor det øvrige marked tøver med at investere: *"Medfinansiering kan ydes til udviklingsaktiviteter med et langt eller mellemlangt sigte, hvor det øvrige marked tøver med at investere, og som uden Vækstfondens medvirken ikke vil kunne forventes gennemført, eller som vil blive væsentligt fremskyndet som følge af fondens medfinansiering"*, jf. Lov om Vækstfonden, § 2, stk. 6.

Ud over at forvalte det statslige kapitalindskud kan Vækstfonden foretage en række ikke-finansielle initiativer, som skal bidrage til at skabe et velfungerende marked for innovationsfinansiering i Danmark. Vækstfondens lovmæssige mandat giver fonden ret til *"at foretage initiativer, som kan understøtte fondens muligheder for at fremme udviklingen af et velfungerende marked for finansiering af innovation og fornyelse"*, jf. bekendtgørelsens § 1, stk. 3.

5.1.2 Vækstfondens vision og strategi

Vækstfondens vision er at gøre det danske venturemarked til det mest velfungerende marked for innovationsfinansiering i Europa. Tidsfristen for hvornår visionen skal være realiseret er blevet justeret nogle gange og blev i 2009 sat til 2015.

Vækstfonden vil realisere denne vision gennem en strategi, der bygger på tre søjler:

- Vækstfonden ønsker at agere som løftestang for markedet og styrke det samlede kapitaludbud til innovative vækstvirksomheder ved at investere sammen med private investorer.
- Vækstfonden ønsker at vise vejen og udvide markedet for innovationsfinansiering. Fonden vil gøre dette ved løbende at identificere nye vækstområder og udvikle nye finansieringsløsninger, der tilgodeser nye kapitalbehov. Gennem at skabe værdi i danske vækstvirksomheder, hvor andre tøver med at investere, ønsker Vækstfonden at vise, at markedet for innovationsfinansiering er interessant for private investorer.
- Vækstfondens analysefunktion indsamler og udbreder viden, så aktører i markedet for innovationsfinansieringer får mulighed for at agere på et bedre beslutningsgrundlag.

Vækstfonden har fulgt den treleddede strategi siden lanceringen af den nye strategi i 2001, mens selve konceptet "de tre søjler" først blev formuleret i 2006. Vækstfonden anvender sin analysefunktion til at indhente viden om markedet, og udviklingen af nye finansieringsløsninger og investeringer i nye vækstområder foretages således på baggrund af Vækstfondens analyser.

Som mål for investering skal nye vækstområder leve op til Vækstfondens såkaldte "trepunktstest":

1. Der er tale om et betydeligt markedspotentiale.
2. Udbuddet af kapital i Danmark er utilstrækkeligt, da der kun er ganske få eller ingen investorer med fokus på virksomheder i branchen.
3. Danmark råder over kompetencer og erfaring inden for produktudvikling, produktion og forretningsudvikling.

Når Vækstfonden skal udvælge et indsatsområde, prioriterer den områder med stort vækstpotentiale. Herefter ser Vækstfonden på, hvordan den kan få bygget bro mellem vækstpotentiale og kapitalbehov. Vækstfonden forsøger først at identificere nogle eksisterende aktører på markedet, som på længere sigt kan blive i stand til at løfte markedet selv. Hvis der ikke findes private aktører, forsøger Vækstfonde at bygge noget op in-house med henblik på senere at udskille aktiviteten.

5.1.3 Vækstfondens mål

For at kunne måle fremdriften af sin egen indsats har Vækstfonden i samarbejde med sin bestyrelse opsat følgende overordnede mål og målekriterier, jf. tabel 1.

Tabel 1: Vækstfondens mål og målekriterier

Mål	Målekriterier
Det danske venturemarked skal være det mest velfungerende innovationsfinansieringsmarked i Europa	Udviklingen i det danske marked for innovationsfinansiering sammenlignet med resten af Europa og globalt, herunder tiltrækning af udenlandsk kapital
Vækstfonden skal agere som en løftestang i markedet og øge kapitaltilførslen fra private investorer	Måler effekten på det samlede private udbud af kapital
Vækstfondens midler skal anvendes til at etablere succesrige virksomheder	Vækst i porteføljeselskabers beskæftigelse, omsætning og eksport
Etablere nye forretningsområder og finansieringskoncepter, som udvikler markedet for innovationsfinansiering	Løbende vurdering af behovet i markedet for nye forretningsområder og finansieringskoncepter
Opbygge og dele viden om markedet for innovationsfinansiering	Downloads af udarbejdede rapporter og deltagerinteresse for Vækstfondens årsmøde og øvrige netværksinitiativer mv.
Generere et pænt afkast på de direkte og indirekte investeringer, hvor tilbageløb på investeringer bliver brugt til nyinvesteringer	Investeringernes "Internal Rate of Return" (IRR) på exit-tidspunktet og antal nyinvesteringer

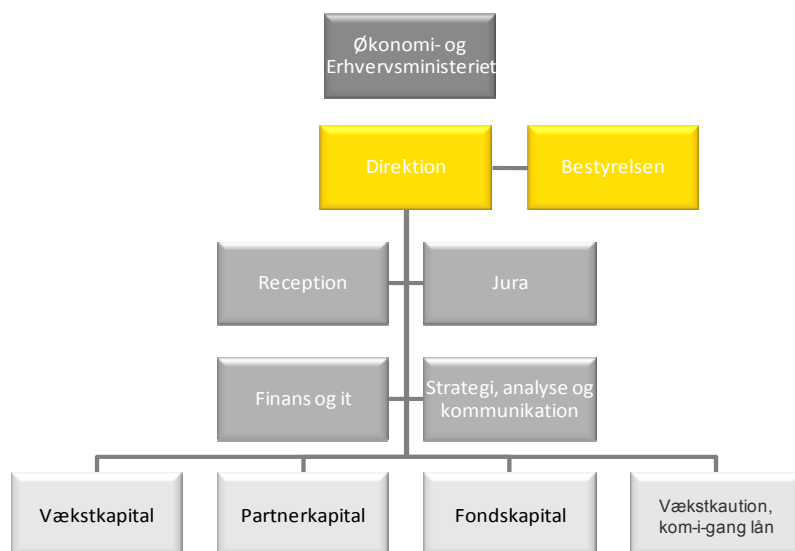
Kilde: Ernst & Young - baseret på Vækstfondens hjemmeside og bestyrelsesmateriale

Det skal bemærkes, at lovgrundlaget for Vækstfonden ikke indeholder et afkastkrav til fonden, og derfor skal afkastmålene kun ses som en rettesnor udarbejdet af Vækstfonden og dens bestyrelse. Det eneste krav, der fremgår af lov om Vækstfonden, er, at egenkapitalen ikke må være mindre end kr. 1,7 mia.

5.1.4 Vækstfondens organisation og ledelse

Vækstfonden har omkring 50 ansatte og er organiseret i fire forretningsområder (navngivet efter de finansierings- og lånegarantiordninger fonden administrerer i 2009) samt en række stabsfunktioner, jf. figur 5.

Figur 5: Organisationsdiagram over Vækstfonden



Kilde: Vækstfonden

Vækstfondens investerings- og udlåns-/garantiaktiviteter varetages af ansatte med kompetencer inden for finansiering, forretningsudvikling og branchespecialisering inden for de områder, hvor fonden foretager direkte investeringer. De produktansvarlige medarbejdere er organiseret i fondens nuværende fire forretningsområder: Vækstkapital, Partnerkapital, Fondskapital og Vækstkaution.

Vækstfondens daglige ledelse varetages af en direktør, der udnævnes og afskediges af Økonomi- og Erhvervsministeren efter indstilling fra bestyrelsen. Siden 2001 har Christian Motzfeldt været adm. direktør for Vækstfonden. Ud over den adm. direktør består Vækstfondens ledelse af en bestyrelsesformand og fem bestyrelsesmedlemmer⁵.

⁵ Formanden og de øvrige bestyrelsesmedlemmer udpeges af Økonomi- og Erhvervsministeren for indtil tre år ad gangen og kan udpeges i alt to gange. To medlemmer udpeges efter indstilling fra Danmarks Vækstråd, og et medlem udpeges efter indstilling fra Rådet for Teknologi og Innovation (jf. Lov om Vækstfonden, § 3).

Fondens bestyrelse har ansvaret for at sikre, at direktøren og fondens ansatte arbejder for at opfylde fondens formål. Bestyrelsen har det overordnede ansvar for fondens kapitalforvaltning og for fondens overordnede strategiske ledelse. Herudover er det bestyrelsens opgave at varetage den finansielle og ledelsesmæssige kontrol med fonden, samtidig med at bestyrelsesmedlemmerne løbende skal vurdere direktørens indsats, jf. bekendtgørelsens § 24, stk. 2.

Bestyrelsen skal i forvaltningen af fondens midler sigte mod, at egenkapitalen udgør mindst 1,7 mia. kr., hvilket også har været tilfældet i årene 2001 til 2008.

Bestyrelsen har i kraft af dens ansvarsområde en central rolle for Vækstfondens drift og udvikling. Ifølge Lov om Vækstfonden, § 3, skal bestyrelsen sammensættes således, *"at den har en bred erhvervmæssig indsigt i ledelse, afsætning, finansiering og ventureinvestering, arbejdsmarkedsforhold, teknologi samt de særlige forhold, der knytter sig til små og mellemstore virksomheder mv."* Bestyrelsesmedlemmerne kan kun udnævnes to gange i perioder a tre år hver. Vækstfondens bestyrelsesmedlemmer består pt. af de i tabel 2 angivne personer.

Tabel 2: Vækstfondens nuværende bestyrelsesmedlemmer

Bestyrelsesmedlemmer i Vækstfonden
Walther Thygesen, bestyrelsesformand siden 2007, adm. direktør i Thrane & Thrane A/S
Jørn Kildegaard, næstformand siden 2006, bestyrelsesmedlem i Axcel mv.
Conni Simonsen, bestyrelsesmedlem siden 2006, Vice President i Grundfos Management A/S
Caroline Søeborg Ahlefeldt, bestyrelsesmedlem siden 2005, adm. direktør i strategi- og innovationsvirksomheden OeO
Andreas Lehman, bestyrelsesmedlem siden 2004, managing director i J O Hambro Capital Management Ltd
Carl Christian Nielsen, bestyrelsesmedlem siden 2004, medlem af koncernledelsen i Nielsen og Nielsen Holding A/S og bestyrelsesmedlem i en række bestyrelser

Kilde: Vækstfondens hjemmeside, Vækstfondens årsrapport 2008 og Økonomi- og Erhvervsministeriets hjemmeside

5.1.5 Ændringer i Vækstfondens virke fra 2001 til 2009

I det følgende vil vi kort beskrive de væsentligste lovændringer af betydning for Vækstfonden i perioden 2001 til 2009.

Mulighed for udskillelse af kapitalanbringelser til selvstændige enheder

I 2006 fik Vækstfonden muligheden for at udskille aktiviteter til selvstændige enheder. Det blev således vedtaget, at *"Bestyrelsen kan endvidere fastsætte regler for henlæggelse af forvaltningen af afgrænsede dele af Vækstfondens kapitalanbringelser til selvstændige enheder. Disse selvstændige enheder kan tillige modtage private midler til forvaltning"*, jf. § 3, stk. 3, i Lov om Vækstfonden.

Denne lovændring gjorde det muligt for Vækstfonden at udskille sine ventureaktiviteter i 2007 til et nyt privat ventureselskab - Sunstone Capital. Det politiske rationale for udskillelsen var et ønske om at styrke det danske marked for innovationsfinansiering via etableringen af en ny kapitalstærk venturefond med tilstrækkelige midler til at føre nye, kapitalkrævende vækstvirksomheder ud på eksportmarkederne.

Ambitionen var - i partnerskab med private investorer - at skabe en venturefond med et samlet kapitalgrundlag på kr. 3-4 mia. Fonden skulle sikre et løft i kompetencerne og investeringerne i virksomhedernes tidlige faser på det danske marked for innovationsfinansiering. Ved etableringen af Sunstone Capital udskiltes Vækstfondens ventureaktiviteter inden for sektorerne Life Sciences (biotek og medtech) og Tech (information og telekommunikation, teknologi, software, hardware og materialeteknik).

Investeringerne blev samlet i to fonde - Life Science Ventures I (19 investeringer) og Technology Ventures I (14 investeringer). Forvaltningen af de to fonde blev ikke sendt i udbud, og det var således det eksisterende investeringsteam i Vækstfonden, som flyttede med over i Sunstone Capital ved etableringen. Vækstfonden ejer stadig investeringerne og har kun overladt forvaltningen af disse til de investeringsansvarlige i Sunstone Capital.

Sunstone Capital sigtede ved etableringen på at rejse kr. 1 mia. på det private marked til etablering af to nye/sekundære fonde: Life Sciences Ventures II og Technology Ventures II. Den rejste kapital skulle anvendes til nye investeringer i de tidlige virksomhedsfaser i bl.a. Life Sciences- og Tech-sektorerne. Midlerne fra de private investorer skulle suppleres af et tilsvarende beløb fra Vækstfonden, således at de nye/sekundære fonde ville kunne foretage nyinvesteringer på op til kr. 2 mia. Samlet modtog Sunstone Capitals nye/sekundære fonde kapitaltilsagn på kr. 766 mio. fra private investorer samt kr. 582,4 mio. fra Vækstfonden. Ved etableringen af Sunstone Capital blev der i alt rejst kr. 3,1 mia. til Sunstones Capitals fire fonde⁶ - hvoraf kr. 1,35 mia. blev rejst til oprettelse af to nye fonde med fokus på nyinvesteringer.

Overgang fra passivt til aktivt ejerskab

Frem til 2007 havde Vækstfonden ikke mandat til at udøve aktivt ejerskab i de virksomheder og venturefonde, som fonden havde investeret i. Herudover måtte Vækstfondens ejerandel ikke overstige 25 pct. I 2007 trådte en ny lov i kraft, der muliggjorde, at Vækstfonden fremadrettet kunne udøve aktivt ejerskab samt have en ejerandel på op til 49 pct.

Overgangen fra passivt til aktivt ejerskab giver Vækstfonden ret til at agere på lige fod med øvrige investorer i såvel eksisterende som nye investeringer. Fra 2007 har Vækstfonden således eksempelvis kunnet stemme på generalforsamlinger og lade fondens investeringsansvarlige eller andre blive valgt ind i bestyrelser. Målt i procent har Vækstfonden i dag bestyrelsesposter i 67 pct. af de porteføljevirkomheder, som Vækstfonden har finansieret direkte, og i 19 pct. af de fonde, som foretager fondens indirekte investeringer.

⁶ Sunstone Capital har fra den 1. januar 2010 overtaget forvaltningen af en række biotekselskaber fra BankInvest. Det bringer den samlede kapital under forvaltning i Sunstone Capital op på omkring kr. 3,7 mia.

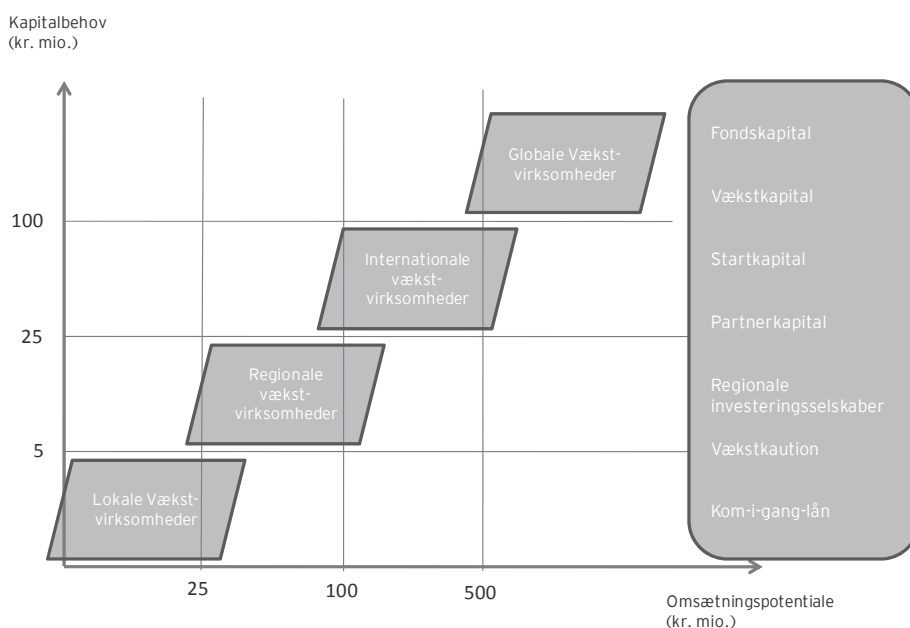
5.2 Vækstfondens investeringsaktiviteter

I de følgende afsnit beskriver vi, hvordan Vækstfonden har ageret i markedet i perioden 2001-2009. Først giver vi en beskrivelse af de produkter, som Vækstfonden tilbyder, og derefter beskriver vi de investeringer, Vækstfonden har foretaget enten direkte eller indirekte i markedet.

5.2.1 Vækstfondens finansieringsløsninger og ikke-finansielle initiativer

Forskellige virksomheder har brug for forskellige former for kapital alt afhængig af deres vækstpotentiale, risikoprofil og virksomhedsstadiet. Vækstfonden har derfor segmenteret sine finansieringsløsninger til forskellige virksomhedstyper, jf. figur 6.

Figur 6: Vækstfondens markedssegmentering



Kilde: Vækstfondens årsrapport 2008

Idet markedets kapitalbehov er omskifteligt, har finansieringstilbuddene ændret sig en del i perioden 2001-2009. Finansieringsløsningerne Vækstkapital (direkte investeringer i vækstvirksomheder) og Fondskapital (indirekte investeringer i venturefonde) har dog eksisteret siden lanceringen af den nye strategi i 2001. I det følgende afsnit vil vi beskrive de finansieringsløsninger, som fremgår af Vækstfondens årsrapport for 2008.

Fondskapital

Forretningsområdet Fondskapital er Vækstfondens primære redskab til at indfri strategiens første søjle om at skabe en løftestangseffekt i venturemarkedet. De ansatte i forretningsområdet Fondskapital foretager og administrerer kapitalindsud i venturefonde. Siden 2001 har Vækstfonden haft fokus på at medfinansiere ventureselskaber, som investerer kapital i de tidlige virksomhedsfaser. Denne indirekte indsats over for vækstvirksomhederne har til hensigt at medvirke til etablering af privatejede ventureselskaber, der kan tiltrække betydelige midler fra institutionelle investorer for at kunne bringe vækstvirksomhederne fra opstart til exit.

Venturefonde, som modtager kapital fra Vækstfonden, skal have et investeringsfokus på små og mellemstore unoterede virksomheder med stort vækstpotentiale og produkter/services, der er målrettet et globalt marked. Derudover er det en forudsætning, at den tilvejebragte kapital investeres i danske virksomheder.

Fondskapital har investeret i 20 venturefonde med et samlet egenkapitalindskud på kr. 2,2 mia. Størrelsesordenen på kapitaltilsagnene spænder fra kr. 64 mio. til den mindste fond til kr. 1,2 mia. til den største fond. Se afsnit 5.2.3 for en mere detaljeret gennemgang af Fondskapital-investeringer.

Vækstkapital

Forretningsområdet Vækstkapital er Vækstfondens primære redskab til at indfri strategiens anden søjle om at investere i nye vækstområder, hvor private investorer tøver med at investere. Vækstkapital (også kaldet "venturekapital light") bidrager til at udvide markedet ved at investere direkte i virksomheder, som ofte ligger uden for de private ventureselskabers fokus. Til forskel fra venturefondene investerer Vækstkapital direkte i vækstvirksomheder, der sigter mod snævrere markeder med et mere beskedent finansieringsbehov end de globale vækstvirksomheder, som venturefondene investerer i.

Investeringerne ligger i intervallet kr. 5-25 mio. Ud over egenkapitalinvesteringer tilbyder Vækstkapital også porteføljevirkomhederne brancheviden, erfaring og kompetencer inden for fx forretningsudvikling, strategiudvikling og international ekspansion mv.

Forretningsområdet er målrettet danske virksomheder, hvor produktudviklingen typisk går ind i den afsluttende fase - alternativt er det første produkt allerede kommet på markedet.

Vækstkapital har investeret i 113 virksomheder med et samlet kapitalindskud fra Vækstfonden på kr. 623,8 mio. siden 2001. Se afsnit 5.2.2 for en mere detaljeret gennemgang af Vækstfondens direkte investeringer.

Partnerkapital

Partnerkapital er et relativt nyt forretningsområde i Vækstfonden. Det blev etableret i 2007 i et forsøg på at få organiseret flere private Business Angels, der kan investere i nye start-up-virksomheder.

Ifølge Vækstfondens adm. direktør Christian Motzfeldt fandt Business Angels i Danmark generelt, at *"mange af de virksomheder, de gerne ville investere i, krævede så meget kapital, at de ikke alene - og heller ikke, selv om de var tre, fire eller fem Business Angels sammen - kunne løfte virksomhederne. Derfor var det vigtigt for dem, mente de, at det var en eller anden form for co-investment vehicle. Herefter undersøgte vi, om der fandtes private investorer, der var interesserede i at lave en Side Car Matching Fund⁷, som vi har set i andre lande. Men det var der ikke interesse for, og så gik Vækstfonden ind og lavede Partnerkapital"*.

Netværket består i dag af ca. 300 Business Angels og bliver drevet af to "ærkeengle" i tæt samarbejde med Vækstfonden. Med Partnerkapital investerer Vækstfonden egenkapital i

⁷ En "sidecar fund" (omtr. en "sideløbende fond") er - som navnet antyder - en kapitalkilde, som investerer ved siden af en gruppe Business Angels. Kilde: Payne, William, Sidecar Funds and Angel Groups.

innovative virksomheder på lige vilkår med Business Angels og er på denne måde med til at skabe en løftestang for private investorer.

Ud over egenkapitalindskud tilbydes virksomhederne forretningserfaring, brancheviden og kontakter mv. Der fokuseres på virksomheder, som har et afprøvet koncept, og som enten allerede er på - eller har en kort vej til - markedet, og/eller som befinder sig i en tidlig ekspansionsfase. Partnerkapital har ikke noget specifikt branchefokus, og investeringsstørrelserne varierer fra kr. 3-10 mio.

Siden etableringen af Partnerkapital er der blevet investeret i 10 virksomheder med et samlet kapitalindskud fra Vækstfonden på kr. 43,4 mio.

Regionalkapital

Vækstfonden investerede i 2007 i to regionale investeringselskaber, Industri Invest Syd A/S og Vækst-Invest Nordjylland A/S. Disse selskabers investeringer er målrettet etablerede industrivirksomheder med en omsætning i størrelsesordenen kr. 30-150 mio. Siden etableringen har Regionalkapital investeret i ni virksomheder med et samlet kapitalindskud fra Vækstfonden på kr. 19,5 mio.

Startkapital

Startkapital blev etableret i 2007 i et forsøg på at se, om Vækstfonden kunne skabe et produkt, der kunne hjælpe virksomheder og iværksættere med at bygge en virksomhed helt op fra bunden. I de seneste år har dette forretningsområde været målrettet helt unge virksomheder inden for sundhedssektoren - ofte på et stadie, hvor en forretningsplan endnu ikke var blevet udarbejdet.

Dette forretningsområde bliver udfaset i 2010, fordi det er meget kostbart. Siden etableringen af Startkapital har Vækstfonden investeret i seks virksomheder med et samlet kapitalindskud fra Vækstfonden på kr. 20,6 mio.

Øvrige finansieringsløsninger

Vækstfonden er tillige blevet udpeget af regeringen til at administrere to lånegarantiordninger kaldet Vækstkaution og Kom-i gang-lån samt initiativet Proof-of-Business⁸. Lånegarantiordningerne er målrettet iværksættere med et beskedent kapitalbehov, og hvor tidsrummet fra virksomheden etableres, og til den har et produkt på markedet, er kort. Vækstfonden har afgivet kautionstilsagn til mere end 2.000 virksomheder fra mange forskellige brancher siden 2000 - fordelt på ca. 2/3 til servicevirksomheder og ca. 1/3 til mindre industrivirksomheder.

⁸

Ved udmøntningen af globaliseringspuljen i efteråret 2006 blev der afsat 40 mio. kr. årligt i perioden 2007-2009 til at etablere et initiativ (Proof-of-Business, POB) rettet mod tidlig forretningsudvikling af iværksætterprojekter og opstartsvirksomheder. Hensigten med initiativet er at styrke udviklings- og finansieringsmulighederne for denne målgruppe gennem et forløb, hvor de får adgang til at sparre med erfarne erhvervsfolk, inden de eventuelt modtager kapitalindskud til at finansiere deres forretningsplaner.

Efter et offentligt udbud i foråret 2007 blev Connect Denmark (CONNECT) samarbejdspartner på sparringsforløbet for virksomhederne. Af den årlige bevilling på kr. 40 mio. modtager CONNECT kr. 5 mio. til at dække omkostningerne ved afholdelse af POB-sparringsforløb. Den resterende kapital investerer Vækstfonden i selskaber, som har gennemgået et sådant sparringsforløb.

Herudover har Vækstfonden ydet mezzaninlån - primært lån med resultatafhængige vilkår - til virksomheder med en væsentlig (især teknologisk) innovationshøjde og et stort vækstpotentiale. Denne finansieringsform blev typisk anvendt, hvor Vækstfonden ikke så en høj sandsynlighed for exit i form af et industrielt salg eller en børsnotering. Det skVækstfonden yder ikke længere mezzaninlån.

Disse fire ordninger er ikke en del af rapportens fokus og bliver derfor kun i et begrænset omfang beskrevet i resten af rapporten.

Øvrige ikke-finansielle initiativer

Vækstfonden har en betydelig analysefunktion, der har til formål både at analysere og kortlægge eventuelle huller i markedet og at opbygge og dele viden om det danske venturemarked.

I de senere år har analyser af nye vækstområder ført til en satsning på Cleantech- og modebrancherne. Forretningsområderne Partnerkapital og Regionalkapital er i de senere år ligeledes udsprunget af analyser af Business Angel-markedet og generationsskifter. Herudover bidrager analyseafdelingen med at opbygge og dele viden på venturemarkedet ved at udarbejde eksterne rapporter med fokus på såvel enkelte brancher som venturekapitaludviklingen i Danmark og andre lande mv.

Vækstfonden har samtidig i perioden 2001-2009 gennemført en række initiativer for at forbedre markedet for innovationsfinansiering i Danmark. Eksempler herpå er:

- Afholdelse af årsmøde
- Medsponsor til Nordic Venture Summit
- Medsponsor til Gazelle Growth-programmet
- Cleantech-Forum
- Tech-tour

5.2.2 Vækstfondens direkte investeringer

I dette afsnit beskriver vi de investeringer, Vækstfonden har foretaget direkte i virksomheder i perioden 2001-2009. Gennem perioden har de direkte investeringer været en stor del af Vækstfondens aktiviteter, men i dag udgør de en mindre del af fondens investeringsaktiviteter. Hovedparten af Vækstfondens investeringer gennemføres i dag i form af indirekte investeringer gennem private fonde.

Når Vækstfonden foretager *direkte investeringer* i virksomheder, følger det af bekendtgørelsen om Vækstfondens virke, at virksomhederne skal opfylde følgende forudsætninger:

- Virksomhedens udviklingsaktiviteter er kendetegnet ved at have en høj nyhedsværdi og er både perspektivrige og risikobetonede.
- Virksomheden har gennemført en vurdering af projektets miljømæssige og etiske konsekvenser.
- Virksomheden kan dokumentere ledelsesmæssig kompetence.
- Virksomheden har udarbejdet en veldokumenteret og sammenhængende forretningsplan, som bl.a. sandsynliggør, at aktiviteten kan gennemføres og vil være rentabel.

Vækstfondens direkte investeringer gennemføres som indskud i form af egenkapital, lånekapital, mezzanin-lån eller konvertible lån. Fonden har i perioden 2001-2009 investeret i 128 virksomheder. Samlet set har Vækstfonden investeret kr. 687,7 mio. som nyinvesteringer, og kr. 1.106,7 mio. som opfølgingsinvesteringer, jf. tabel 3.

Tabel 3: Opsummerende statistik for Vækstfondens direkte investeringer, 2001-2009

Parameter (mio. kr.)	Total	Gennemsnitlig beløbsstørrelse
Samlede nyinvesteringer (mio. kr.)	687,7	4,9
Antal nyinvesterede beløb	158	-
Samlede opfølgingsinvesteringer (mio. kr.)	1.106,7	4,2
Antal opfølgingsinvesteringer	265	-

Kilde: Vækstfonden

5.2.2.1 Ny- og opfølgingsinvesteringer

I perioden fra 2001 til 2009 er antallet af direkte nyinvesteringer faldet væsentligt. I 2001 gennemførte Vækstfonden 40 direkte investeringer, hvoraf 34 udgjorde nyinvesteringer. Det samlede antal direkte investeringer toppede i 2003, hvor Vækstfonden foretog 67 direkte investeringer, men kun ni nyinvesteringer. Siden da er antallet af direkte investeringer faldet væsentligt frem til 2009, hvor Vækstfonden foretog 25 direkte investeringer, hvoraf kun tre var nyinvesteringer, jf. figur 7.

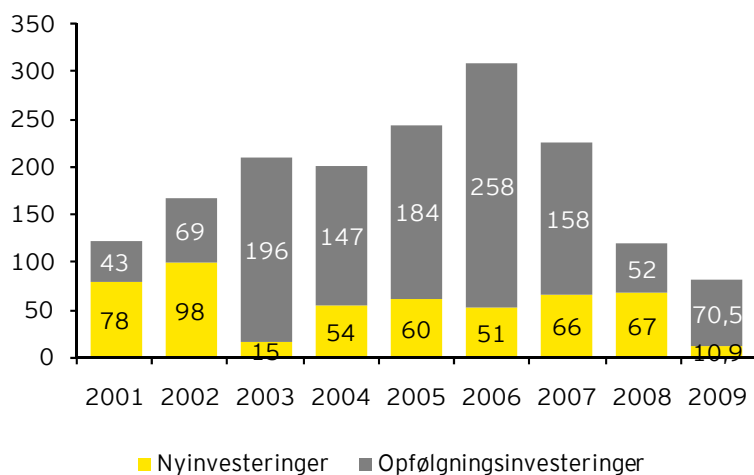
Figur 7: Antal direkte investeringer



Kilde: Vækstfonden

Selvom antallet af investeringer har været faldende i perioden 2003-2009, så har Vækstfonden investeret et stigende samlet beløb frem til 2006. Det vil sige, at der er foretaget større investeringer i de enkelte virksomheder. I perioden 2001-2005 steg det samlede investeringsbeløb jævnt, og i 2006 blev der investeret markant mere end i de tidligere år. Herefter har der været et markant fald i de direkte investeringer, hvilket i høj grad kan tilskrives udskilningen af Sunstone Capital i 2007, jf. figur 8.

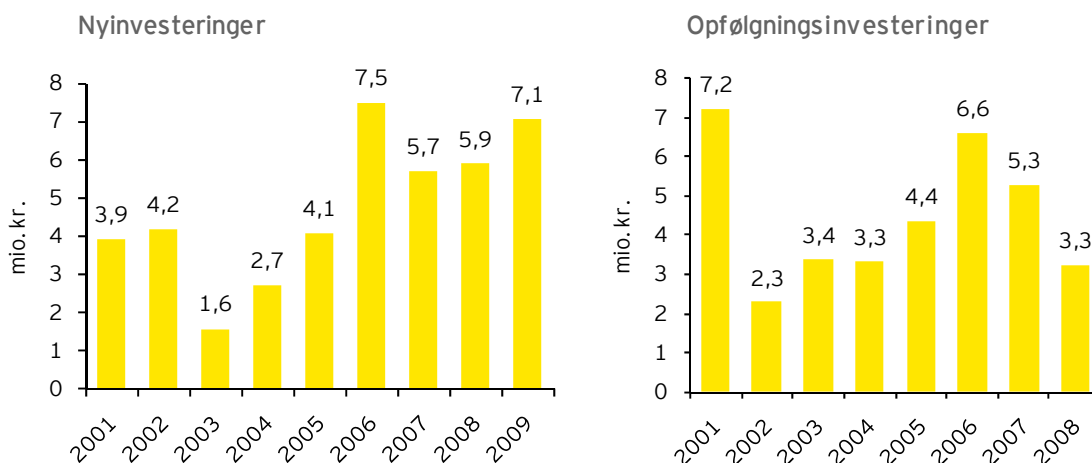
Figur 8: Samlede direkte investeringer, mio. kr.



Kilde: Vækstfonden

Der er sket en markant stigning i det gennemsnitlige beløb, der er investeret i de enkelte virksomheder. Vækstfondens nyinvesteringer er gået fra et gennemsnit på kr. 3,9 mio. i 2001 til kr. 7,1 mio. i 2009. Der har været en lignende udvikling i den gennemsnitlige størrelse på opfølgningsinvesteringerne - med undtagelse af 2001, hvor de lå på et markant højere niveau end i resten af perioden. Opfølgningsinvesteringer er gået fra en gennemsnitlig størrelse i 2002 på kr. 2,3 mio. til kr. 6,6 mio. i 2006, hvorefter de igen er faldet til kr. 3,3 mio. i 2008, jf. figur 9.

Figur 9: Gns. investeret beløb pr. virksomhed, mio. kr.

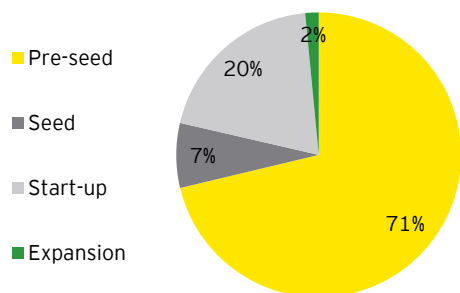


Kilde: Vækstfonden

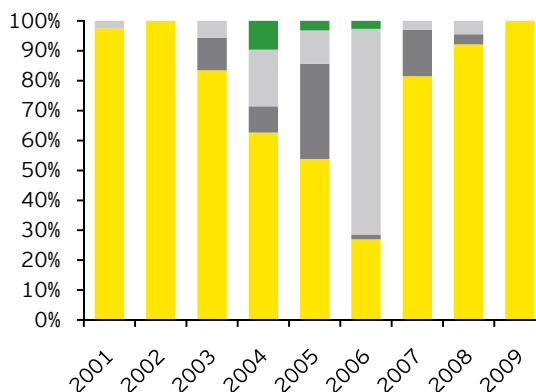
5.2.2.2 Fordeling på stadier

En væsentlig del af Vækstfondens formål er at investere i virksomheder på tidlige stadier. På baggrund af de tilgængelige data fremgår det, at størstedelen af Vækstfondens direkte nyinvesteringer er blevet gennemført på "pre-seed"-stadiet, altså i perioden umiddelbart før eller samtidig med virksomhedens etablering. I perioden 2004-2006 er der dog blevet investeret mere i seed- og start-up stadierne. I de seneste to år har Vækstfonden foretaget markant færre direkte nyinvesteringer. Til gengæld er investeringer foretaget i virksomheder på meget tidlige stadier. Samlet set er det kun en marginal andel af kapitalen, der er investeret på ekspansionsstadiet, jf. figur 10 og 11.

Figur 10: Direkte nyinvesteringer fordelt på stadier, pct.-fordeling, 2001-2009



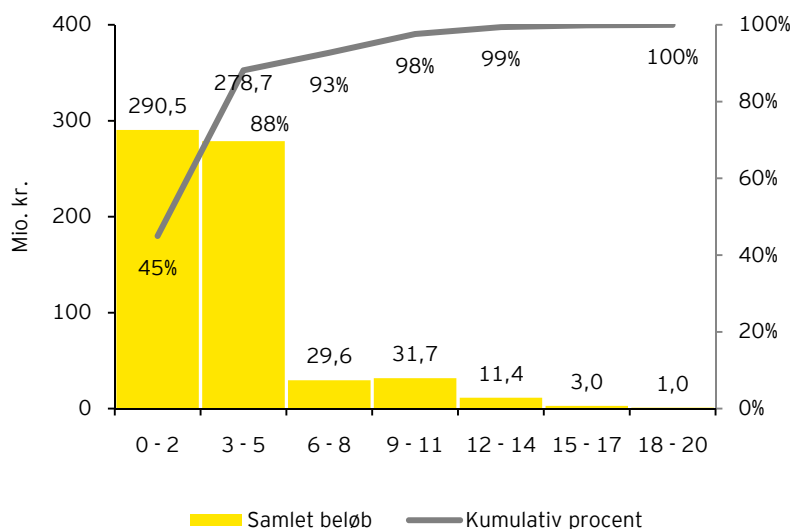
Figur 11: Direkte nyinvesteringer fordelt på stadier, pct.



Kilde: Vækstfonden

Et andet og mere simpelt mål for, hvor langt virksomhederne er i deres udvikling, er alder. Langt størstedelen af kapitalen (88%) investeres i løbet de første fem år af virksomhedernes levetid, jf. figur 12.

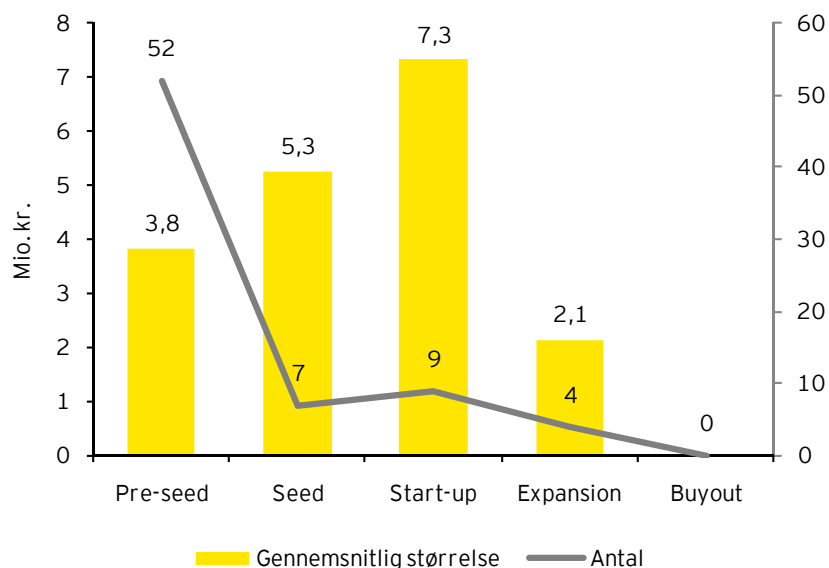
Figur 12: Direkte nyinvesteringer fordelt på virksomhedernes alder, mio. kr.



Kilde: Vækstfonden

Vækstfonden foretager langt flest investeringer i virksomheder på pre-seed stadiet, men der er tale om mindre investeringer i hver enkelt virksomhed. Investeringernes gennemsnitlige størrelse vokser i takt med, at virksomhederne når til de senere stadier. Investeringstørrelsen falder dog markant på ekspansionsstadiet. Det kan være en indikation af, at Vækstfonden overlader investeringer i ekspansionsfasen til de private aktører, jf. figur 13.

Figur 13: Direkte nyinvesteringer, fordelt på stadier - gennemsnitlig størrelse og samlet antal



Kilde: Vækstfonden

5.2.2.3 Branchemæssig fordeling

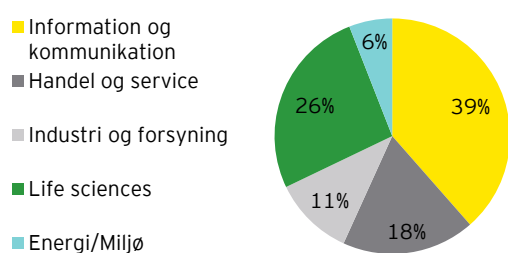
Den branchemæssige fordeling af Vækstfondens investeringer er opgjort med udgangspunkt i fem brancher, jf. tabel 4.

Tabel 4: Beskrivelse af brancher

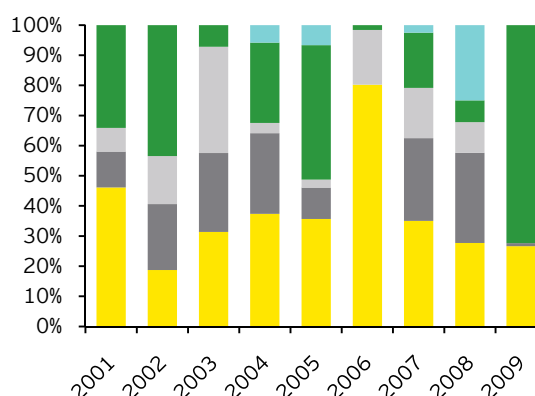
Branche	Beskrivelse
Information og kommunikation	Primært virksomheder i it-branchen, fx inden for softwareudvikling eller it-serviceydelser
Handel og service	Residualkategori, indeholdende primært virksomheder inden for erhvervsservice
Industri- og forsyningsvirksomheder	Industriell produktion og forsyningsvirksomheder
Life Sciences	Samlet kategori for biotek og medtech
Energi og miljø	Primært virksomheder, der arbejder med grøn energi, eksempelvis cleantech

En stor del af Vækstfondens direkte nyinvesteringer er koncentreret i branchen information og kommunikation (IKT), og IKT-virksomhederne har udgjort en væsentlig del af Vækstfondens portefølje igennem hele perioden. Det omvendte gør sig gældende for et af Vækstfondens andre store investeringsområder, Life Sciences. Her er Vækstfondens andel af direkte nyinvesteringer blevet reduceret væsentligt over årene - med undtagelse af 2009, hvor den store andel af Life Sciences-investeringer kan henføres til en enkelt nyinvestering i Medical Insight. Samtidig har Vækstfonden fået et stigende fokus på branchen energi og miljø, der særligt i 2008 var mål for Vækstfondens nyinvesteringer, jf. figur 14 og 15.

Figur 14: Direkte nyinvesteringer, beløb, pct.-fordeling, 2001-2009



Figur 15: Direkte nyinvesteringer, pct.

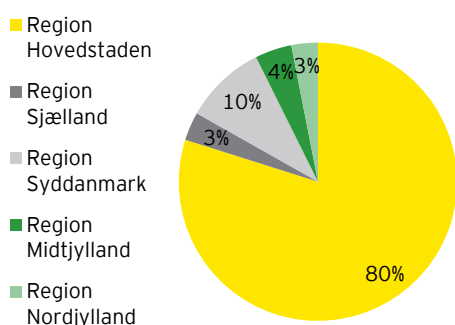


Kilde: Vækstfonden

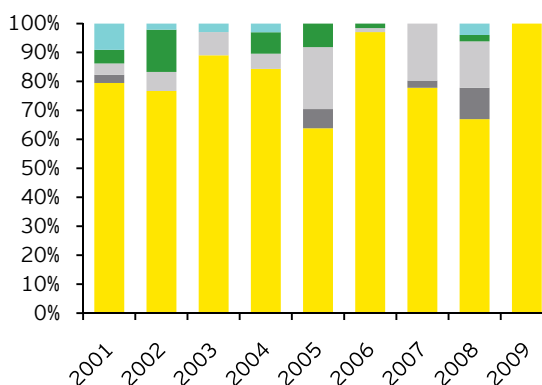
5.2.2.4 Geografisk fordeling

Der findes virksomheder med stort vækstpotentiale i alle landets regioner. Særligt Region Hovedstaden og Region Syddanmark samler dog mange innovative virksomheder. Ofte er de koncentreret i såkaldte "klynger", der traditionelt har gunstige rammevilkår for innovation og vækst. Vækstfondens investeringsaktiviteter er også fordelt over hele landet, men specielt Region Hovedstaden tiltrækker venturekapital fra Vækstfonden. Knap 4/5 af de samlede nyinvesteringer er koncentreret her. En større sum fordeles også i Region Syddanmark. Særligt de seneste år har Region Syddanmark og i mindre grad Region Sjælland modtaget kapital, jf. figur 16 og 17.

Figur 16: Direkte nyinvesteringer, pct. af investeret beløb, 2001-2009



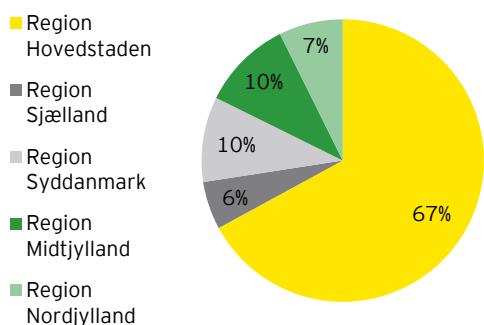
Figur 17: Direkte nyinvesteringer, pct.



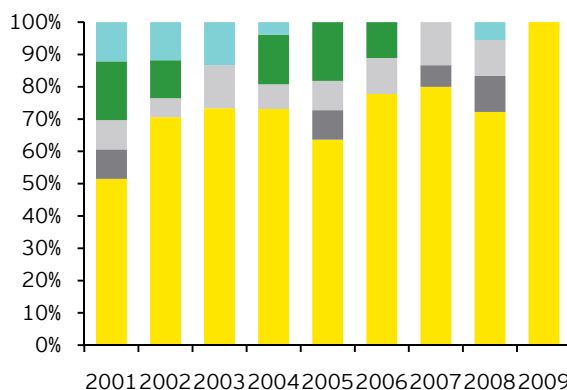
Kilde: Vækstfonden

Billedet af Vækstfondens nyinvesteringer ændres en smule, når vi ser på antallet af investeringer. Et større antal investeringer fordeles ud over landet, hvor 67 pct. koncentrereres i hovedstadsområdet. Investeringerne i hovedstadsområdet er generelt af større omfang, blandt andet fordi der er mange kapitaltunge Life Sciences-virksomheder i området, jf. figur 18 og 19.

Figur 18: Antal direkte nyinvesteringer, pct.-fordeling 2001-2009



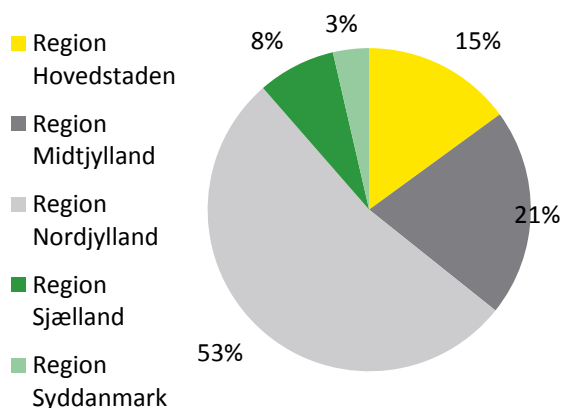
Figur 19: Antal direkte nyinvesteringer, pct.



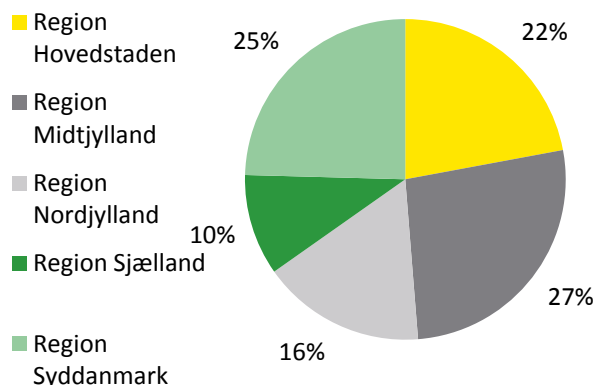
Kilde: Vækstfonden

Vækstfonden er også operatør af produkterne Kom-i-gang-lån og Vækstkautiøn. Sidstnævnte produkt består i, at Vækstfonden kautiønner for virksomheder, der optager lån i andre finansielle institutioner. Region Nordjylland er den største aftager af Kom-i-gang-lån, mens vækstkautiønnerne fordeles noget mere spredt ud over landet, jf. figur 20 og 21.

Figur 20: Kom-i-gang-lån, beløb pct.-fordeling, 2001-2009



Figur 21: Vækstkautiøn, fordelt på regioner, beløb, pct.-fordeling, 2001-2009



Kilde: Vækstfonden

5.2.2.5 Vækstfondens produkter

Vækstfonden kan betjene sig af en række finansielle instrumenter i forbindelse med indskud af kapital. I den undersøgte periode har fonden anvendt fire forskellige instrumenter i forbindelse med de direkte investeringsaktiviteter, jf. tabel 5.

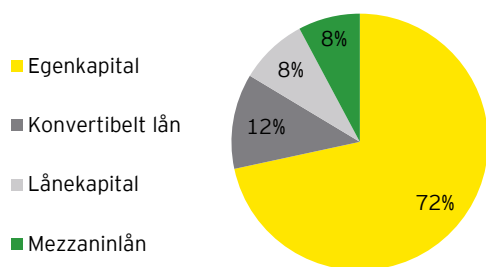
Tabel 5: Finansielle instrumenter

Branche	Beskrivelse
Egenkapital	Almindeligt indskud ved tegning eller opkøb af aktier i den pågældende virksomhed.
Lånekapital	Kapitalindskud i form af lån med rentebetalinger og forfaldsdato. Lånet kan kombineres med diverse betingelser i forhold til, hvilke beslutninger virksomheden kan træffe.
Konvertible lån	Lånekapital med en option på at konvertere summen til aktier til en på forhånd på bestemt pris inden en bestemt dato.
Mezzanin-lån	Lånekapital, som blandt andet er kendetegnet ved, at renten varierer i takt med virksomhedens resultater. Har virksomheden et stort overskud, skal der betales en højere rente, end hvis resultaterne svigter.

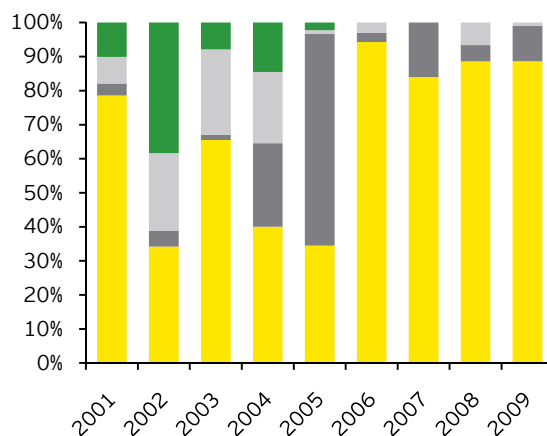
Kilde: Vækstfonden

Langt størstedelen af Vækstfondens kapitalindsud ydes igennem egenkapitalinvesteringer, og tendensen går imod øget brug af egenkapital frem for andre instrumenter, som eksempelvis lån og konvertible lån, der var mere fremtrædende i perioden 2002-2005, jf. figur 22 og 23.

Figur 22: Direkte nyinvesteringer fordelt på finansielle instrumenter, pct.-fordeling, 2001-2009



Figur 23: Direkte nyinvesteringer fordelt på finansielle instrumenter, pct.



Kilde: Vækstfonden

5.2.3 Vækstfondens indirekte investeringer

Størstedelen af Vækstfondens investeringer foretages indirekte gennem investeringer i private venturefonde, der foretager egne dispositioner og investerer i virksomheder med vækstpotentiale. I dette afsnit beskriver vi de indirekte investeringer, Vækstfonden har foretaget i virksomheder i perioden 2001-2009.

Når Vækstfonden foretager *indirekte investeringer* i ventureselskaber, følger det af bekendtgørelsen, at Vækstfondens medfinansiering skal forventes at kunne bidrage til opbygningen af nye kompetencer på venturemarkedet og resultere i en effekt ud over de rent privatøkonomiske fordele for de virksomheder, som ventureselskabet tilfører kapital og kompetence. Det er endvidere en forudsætning for medfinansiering til venturefonde, at fondene har udarbejdet en redegørelse for, hvordan de vil foretage miljømæssige og etiske vurderinger af investeringsaktiviteternes konsekvenser.

Vækstfonden har investeret i langt størstedelen af de private venturefonde, der er til stede på det danske marked. Pt. eksisterer der således kun to danske fonde, som Vækstfonden ikke har indskudt kapital i. Vækstfonden har i alt investeret i 22 fonde siden 2001 (20 venturefonde), og Vækstfonden har haft rollen som såkaldt "cornerstone"-investor - dvs. en investor, der er afgørende for fondens tilblivelse - i etableringen af 17 af venturefondene, jf. tabel 6.

Tabel 6: Oversigt over fonde, som Vækstfonden har investeret i

Fondens navn	Etableringsår	Management-selskab	Er VF "cornerstone"?	Fondstype	Samlet kapital under forvaltning
Erhvervsinvest	2004	Erhvervsinvest Management A/S	Ja	Closed End	273
Erhvervsinvest II	2007	Erhvervsinvest Management A/S	Ja	Closed End	732
INCUBA Venture I	2003	Inventure Capital A/S	Ja	Closed End	276
InnFond	2000	Inventure Capital	Ja	Closed End	317
Syddansk Kapital	2003	Inventure Capital	Ja	Closed End	200
IVS Fund II	2005	NorthCap Partners	Ja	Closed End	201
Merlin Biosciences Fund III L.P.	2002	Excalibur Fund Managers	Nej	Closed End	872
Nordic Biotech	2001	Nordic Biotech	Ja	Closed End	381
Nordic Biotech Venture Fund II	2005	Nordic Biotech	Ja	Closed End	103
Nordic Biotech Opportunity Fund	2008	Nordic Biotech	Ja	Closed End	457
Nordic Venture Partners II	2004	Nordic Venture Partners	Nej	Closed End	865
Northzone IV	2003	Northzone Ventures	Ja	Closed End	585
SEED Capital Denmark	2004	Seed Capital	Ja	Closed End	531
Sunstone LSV Fund I	1998	Sunstone Capital	Ja	Closed End	1.200
Sunstone LSV Fund II	2007	Sunstone Capital	Ja	Closed End	647
Sunstone TV Fund I	2001	Sunstone Capital	Ja	Closed End	550
Sunstone TV Fund II	2007	Sunstone Capital	Ja	Closed End	702
BankInvest New Energy Solutions	2002	BankInvest	Nej	Closed End	386
Dansk Innovationsinvestering	2000	Dansk Innovationsinvestering	Ja	Closed End	396
Industri Invest Syd	2006	Industri Invest Syd	Ja	Evergreen	175
Vækst-Invest Nordjylland	2008	Novi Management A/S	Ja	Evergreen	100

Kilde: Vækstfonden

Note: Erhvervsinvest I og II adskiller sig fra de øvrige fonde ved at være buy-out-fonde. Derfor er de virksomheder, de investerer i, også markant anderledes end de øvrige porteføljevirksomheder.

I perioden 2001-2009 har de 22 fonde i alt investeret kr. 5,6 mia., hvoraf Vækstfondens andel udgør kr. 2,0 mia. Venturefondene har samlet investeret kr. 3.073 mio. i danske virksomheder, og Vækstfondens andel af disse investeringer udgør kr. 1.527 mio.

De danske venturefonde investerer både i danske og udenlandske virksomheder. Samlet set investeres 45 pct. af kapitalen i udenlandske virksomheder. En væsentlig del af de udenlandske virksomheder er dog oprindeligt danske virksomheder, der er flyttet til et andet land, efter at de har modtaget kapital. Ser man isoleret på Vækstfondens andel, så investeres 75 pct. af kapitalen i danske virksomheder og 25 pct. i udenlandske virksomheder jf. tabel 7. Det skal dog bemærkes, at Vækstfondens investeringer i fonde sker på betingelse af, at et beløb svarende til Vækstfondens indskud skal placeres i danske virksomheder. Samlet set har venturefondene således investeret væsentligt mere i danske virksomheder, end de har modtaget i indskud fra Vækstfonden.

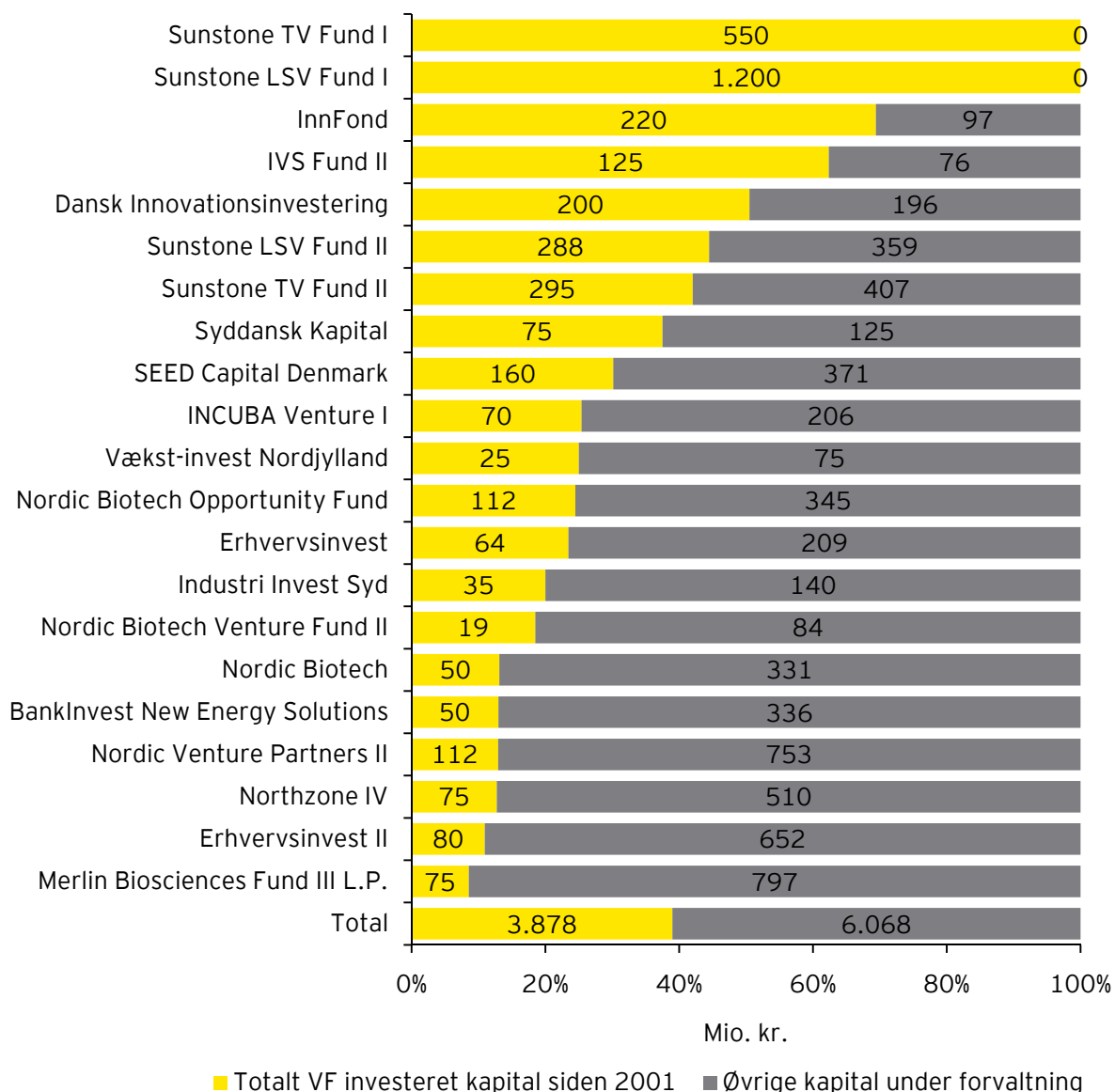
Tabel 7: Opsummerende statistik for Vækstfondens indirekte investeringer

Parameter (mio. kr.)	Danske virksomheder		Udenlandske virksomheder		Samlet	
	Fondene samlet	Vækstfondens andel	Fondene samlet	VækstFondens andel	Fondene samlet	Vækstfondens andel
Samlede investerede beløb	3.073,4	1.527,4	2.551,6	515,9	5.625,1	2.043,3
Gennemsnitligt investerede beløb	21,5	10,7	37,5	7,6	26,7	9,7
Største investerede beløb	106,0	82,9	140,2	68,5	140,2	82,9
Mindste investerede beløb	0,1	0,0	2,5	0,3	0,1	0,0

Kilde: Vækstfonden

Vækstfonden investerer beløb af varierende størrelse i de forskellige fonde, og de har derfor forskelligt ejerskab i fondene. Samlet set har Vækstfonden givet tilsagn om kr. 3.818 mio. i perioden 2001-2009 til fonde, der samlet set har kr. 9.671 mio. kr. i kapital under forvaltning. Vækstfondens gennemsnitlige ejerandel er på 36,8%, og den gennemsnitlige investeringsstørrelse er kr. 200 mio. Samlet set har Vækstfonden leveret 39,5% af den investerede kapital i de 22 fonde, jf. figur 24.

Figur 24: Vækstfondens andel af venturefondenes samlede kapital under forvaltning, mio. kr., 2001-2009



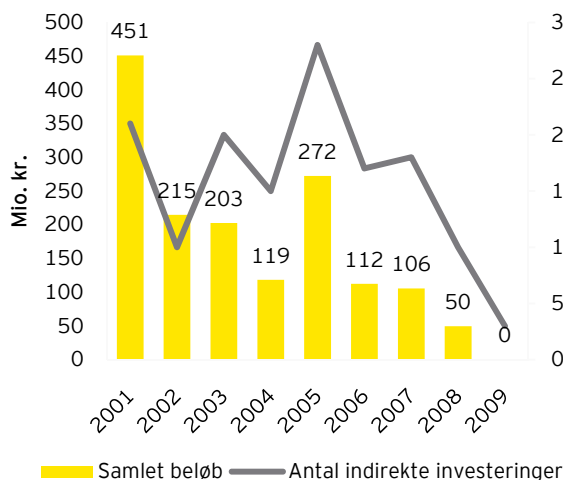
Kilde: Vækstfonden

Note: Tallene på viser henholdsvis tilsagn fra Vækstfonden og tilsagn fra øvrige investorer i mio. kr. siden 2001. På den horisontale akse ses Vækstfondens ejerandel i procent.

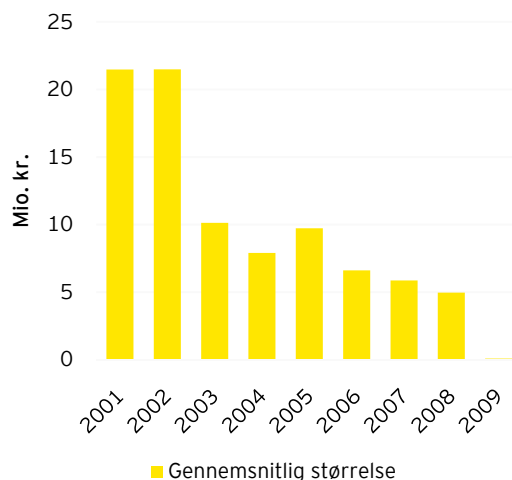
5.2.3.1 Ny- og opfølgingsinvesteringer

Vækstfondens indirekte nyinvesteringer faldt væsentligt fra 2001 til 2009 - både i beløb og antal. Samtidig er den gennemsnitlige størrelse på investeringerne også blevet markant reduceret, jf. figur 25 og 26.

Figur 25: Indirekte nyinvesteringer i danske virksomheder, samlet beløb og antal



Figur 26: Indirekte nyinvesteringer i danske virksomheder, gennemsnitligt beløb

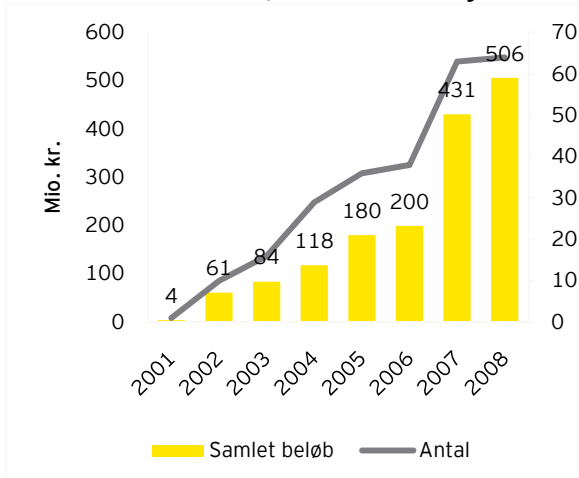


Kilde: Vækstfonden

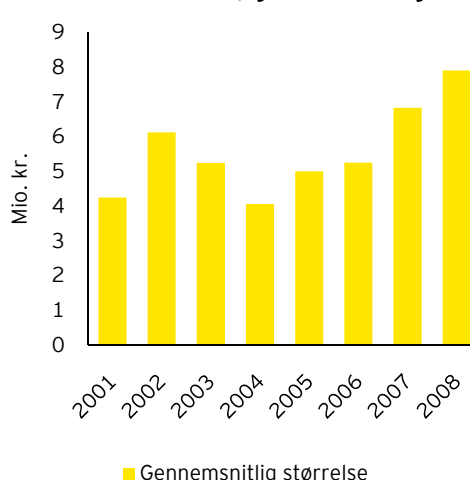
Generelt har de gennemsnitlige investeringer været større i danske virksomheder end i udenlandske virksomheder. De samlede investeringer i udlandet nåede et toppunkt i 2005, men de har gennem hele perioden været markant mindre end investeringerne i danske virksomheder.

Mens antallet af nyinvesteringer er faldet markant, er antallet af opfølgingsinvesteringer i danske virksomheder steget tilsvarende. Udviklingen viser, at både antallet og det samlede beløb samt den gennemsnitlige investeringssum, er steget gennem hele perioden fra 2001-2008, jf. figur 27 og 28.

Figur 27: Indirekte opfølgingsinvesteringer i danske virksomheder, samlet beløb og antal



Figur 28: Indirekte opfølgingsinvesteringer i danske virksomheder, gennemsnitligt beløb



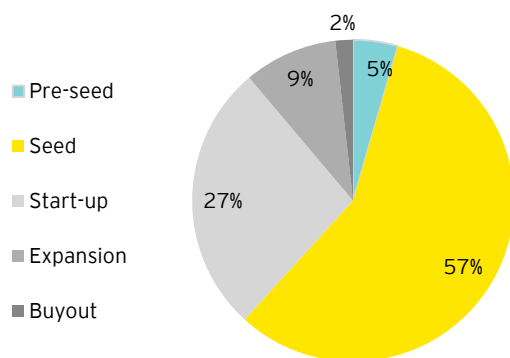
Kilde: Vækstfonden

De danske venturefonde har således foretaget mange nyinvesteringer - særligt i perioden fra 2001-2005. Herefter er der sket et markant fald i antallet af nyinvesteringer. Det hænger sammen med, at en stigende andel af fondenes midler er blevet bundet op i opfølgingsinvesteringer, og at der således ikke har været likviditet til at kunne gennemføre nyinvesteringer. Størstedelen af fondene er samtidig closed-end fonde, hvilket gør det naturligt, at de over tid foretager færre nyinvesteringer og flere opfølgingsinvesteringer.

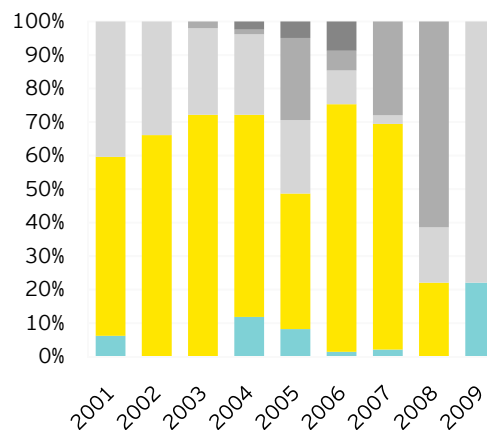
5.2.3.2 Fordeling på stadier

Der er en tendens til, at Vækstfondens indirekte investeringer bliver investeret på senere stadier, end det er tilfældet med de direkte investeringer. Kun 4 pct. af de indirekte investeringer indskydes på virksomhedernes pre-seed-stadie, mens det gælder for 29 pct. af de direkte investeringer. Andelen af investeringer i seed-fasen er forholdsvis ens for de to investeringsformer, men til gengæld er der langt flere indirekte investeringer på virksomhedernes start-up- og ekspansionsstadier, jf. figur 29 og 30.

Figur 29: Inddirekte nyinvesteringer i danske virksomheder, pct.-fordeling, 2001-2009



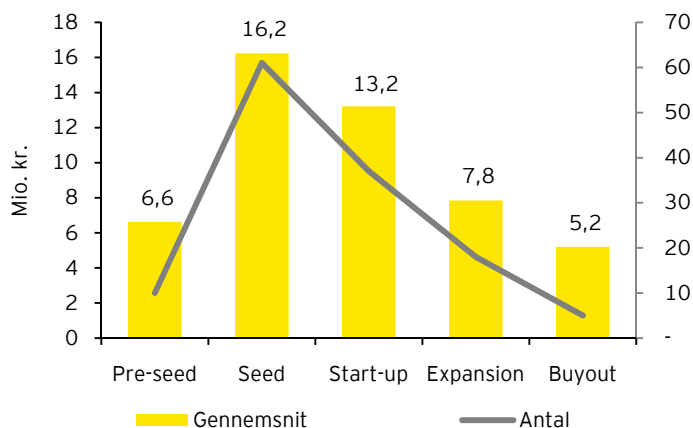
Figur 30: Indirekte nyinvesteringer i danske virksomheder, pct.



Kilde: Vækstfonden

Den gennemsnitlige størrelse af de indirekte investeringer fordeler sig anderledes på virksomhedernes stadier, end det er tilfældet for de direkte investeringer. De største gennemsnitlige nyinvesteringer foretages i seed-fasen, hvorefter de gennemsnitlige nyinvesteringer bliver mindre i størrelse, jf. figur 31.

Figur 31: Gennemsnitlig størrelse og antal indirekte nyinvesteringer i danske virksomheder, 2001-2009

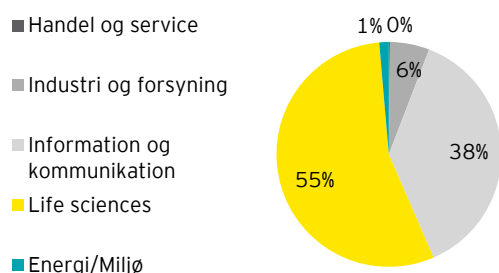


Kilde: Vækstfonden

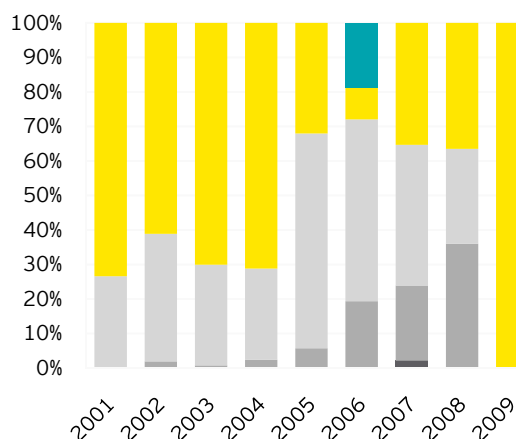
5.2.3.3 Branchemæssig fordeling

Vækstfondens indirekte investeringer har i høj grad været fokuseret mod Life Sciences-branchen. Det skyldes ikke mindst Sunstone Capital, hvis Life Sciences Venture Fund alene har investeret kr. 531,9 mio. i danske Life Sciences-virksomheder i perioden. Men trenden i forhold til Life Sciences har været aftagende siden 2005. Til gengæld har IKT's andel af investeringer været forholdsvist konstant, og i 2006 kom energi- og miljøsektoren ligeledes med i fondenes porteføljer, jf. figur 32 og 33.

Figur 32: Indirekte nyinvesteringer i danske virksomheder, pct.-fordeling, 2001-2009



Figur 33: Indirekte nyinvesteringer i danske virksomheder, pct.

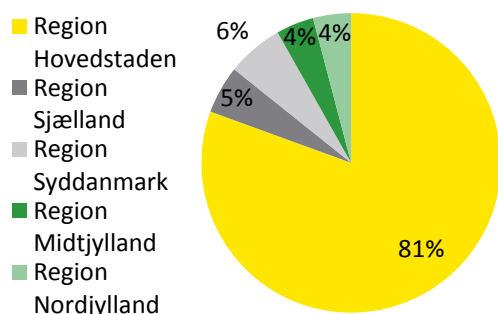


Kilde: Vækstfonden

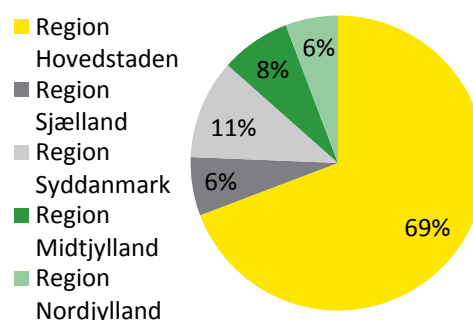
5.2.3.4 Geografisk fordeling

Den geografiske fordeling af Vækstfondens indirekte investeringer er meget lig den geografiske fordeling af de direkte investeringer. Mere end 4/5 af den investerede kapital er investeret i Region Hovedstaden, mens den øvrige kapital er ligeligt fordelt mellem de øvrige regioner. De private venturefonde placerer således også størstedelen af investeringerne i Hovedstaden, hvor der gunstige rammevilkår for innovation og vækst. Målt på antallet af investeringer er der en større geografisk spredning, jf. figur 34 og 35.

Figur 34: Indirekte nyinvesteringer i danske virksomheder, pct.-fordeling, 2001-2009



Figur 35: Antal indirekte nyinvesteringer i danske virksomheder, pct.-fordeling, 2001-2009

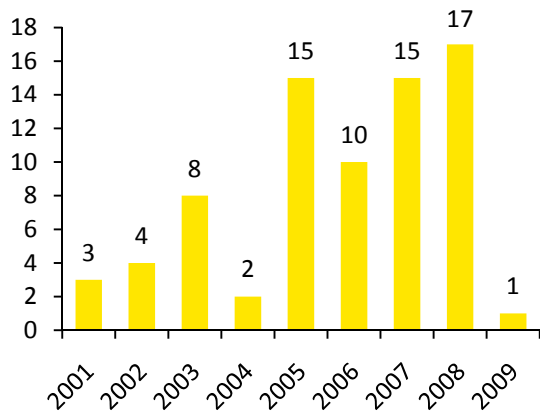


Kilde: Vækstfonden

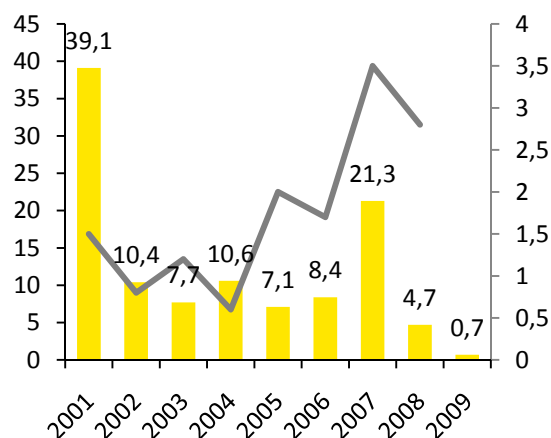
5.2.4 Vækstfondens exits

Til trods for at porteføljevirksohederne har en lang tidshorizont, før de bliver udskilt (ved exit) fra porteføljerne, har Vækstfonden haft en række succesfulde exits i perioden 2001-2009. Antallet af exits er steget over perioden, mens det gennemsnitlige tilbageløb målt i kroner til gengæld er faldet. Ser man på gennemsnittet af tilbageløbet som andel af det investerede beløb, er dette mål dog steget i perioden, jf. figur 36 og 37.

Figur 36: Exits, antal virksomheder



Figur 37: Exits, tilbageløb i mio. kr. og gns. tilbageløb pr. virksomhed



Kilde: Vækstfonden

5.2.5 Vækstfondens markedsandel

Siden strategiskiftet i 2001 har Vækstfondens rolle på det danske venturemarked kunnet aflæses i dens markedsandel. I det følgende afsnit er Vækstfondens markedsandel beskrevet med særligt fokus på de områder, hvor Vækstfonden har til formål at være særligt aktiv.

I de følgende beskrivelser af udviklingen på det danske marked - og Vækstfondens rolle heri - har vi forlænget tidsperioden tilbage til 1998, jf. figur 38. Det gør det muligt at analysere udviklingen på markedet både før og efter, at Vækstfonden i 2001 fik mulighed for at foretage egenkapitalinvesteringer i det danske venturemarked.

Figur 38: Tidsperspektivet for evalueringen



Vækstfondens markedsandel er opdelt i den andel, der kommer fra fondens direkte investeringer (VF direkte), og den andel, som kommer fra fondens indirekte investeringer (VF fonde - VF andel). I perioden 1998 til 2009 steg den samlede kapital under forvaltning fra kr. 3,5 mia. til kr. 21,2 mia., hvor Vækstfondens andel udgjorde kr. 4,4 mia., jf. tabel 8.

Tabel 8: Kapital under forvaltning, mio. kr., 1998-2009

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ikke-VF andel	3.491	5.256	11.109	14.184	14.502	13.758	14.407	16.056	16.826	16.708	16.857	16.861
VF direkte	0	0	0	1.100	1.050	1.000	1.050	1.050	1.100	1.389	1.064	1.064
VF fonde - VF andel	0	0	400	450	570	690	1.025	1.227	1.227	3.495	3.514	3.314
Samlet	3.491	5.256	11.509	15.734	16.122	15.448	16.482	18.333	19.153	21.592	21.435	21.239

Kilde: Vækstfonden

Der er ligeledes sket en markant stigning i ventureinvesteringer i perioden 1998 til 2008. Ud af et samlet beløb på kr. 2,4 mia. stod Vækstfonden for kr. 0,5 mia. af ventureinvesteringerne i 2008, jf. tabel 9.

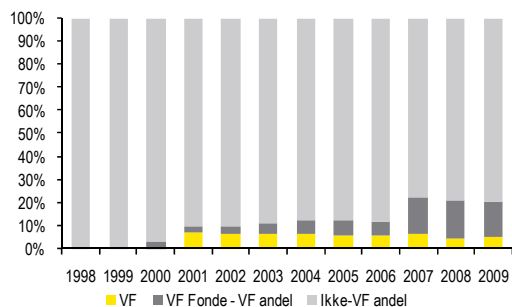
Tabel 9: Ventureinvesteringer, mio. kr., 1998-2008

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ikke-VF andel	751	1.232	2.768	3.047	1.650	1.348	1.425	1.869	2.034	1.698	1.856
VF direkte	0	0	0	122	168	211	201	250	309	225	119
VF fonde - VF andel	0	0	23	74	37	77	89	136	110	236	392
Samlet	751	1.232	2.791	3.242	1.855	1.636	1.715	2.255	2.454	2.159	2.367

Kilde: Vækstfonden

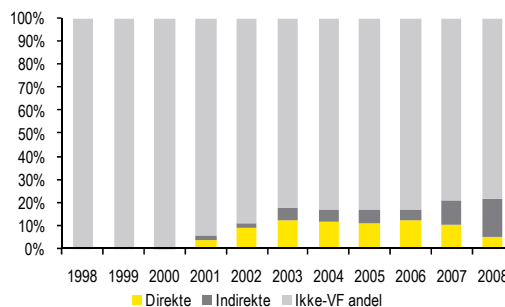
Målt på kapital under forvaltning og samlede investeringer for hele det danske venturemarked har Vækstfondens markedsandele været støt stigende igennem perioden, jf. figur 39 og 40.

Figur 39: Kapital under forvaltning fordelt på VF og VF's andel af fonde, 1998-2009



Kilde: Vækstfonden

Figur 40: Markedsandel fordelt på direkte/ indirekte ventureinvesteringer, 1998-2008

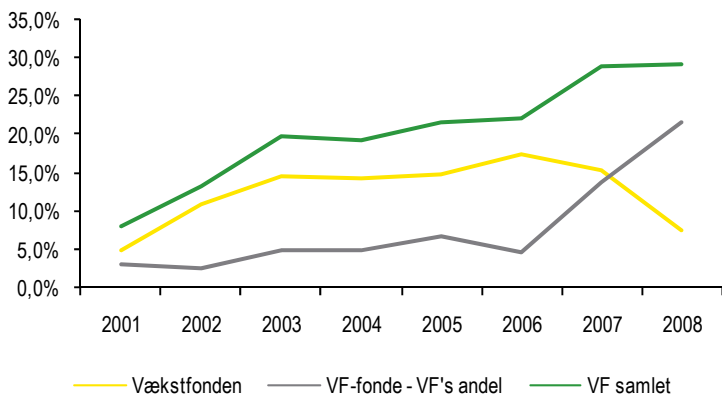


Kilde: Vækstfonden

Omkring 2007 sker der et skift. Først og fremmest er der sket et strategiskifte, hvor Vækstfonden har omlagt en række af sine aktiviteter fra direkte til indirekte investeringer ved udskilning af en del af porteføljen i Sunstone Capital. Derudover har Danmark oplevet en økonomisk krise, der også har påvirket det danske venturemarked og de private investorer i særdeleshed, hvilket kan være en medvirkende årsag til, at Vækstfondens markedsandel er vokset.

Ser man nærmere på udviklingen i markedsandelene, er skiftet fra direkte til indirekte investeringer tydeligt, jf. figur 41. Derudover fremgår det, at Vækstfondens samlede markedsandel (VF samlet) er steget til at udgøre 30 pct. de to seneste år.

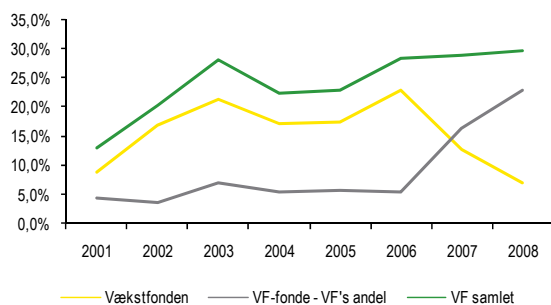
Figur 41: Vækstfondens markedsandel i procent af samlede ventureinvesteringer, 2001-2008



Kilde: Vækstfonden

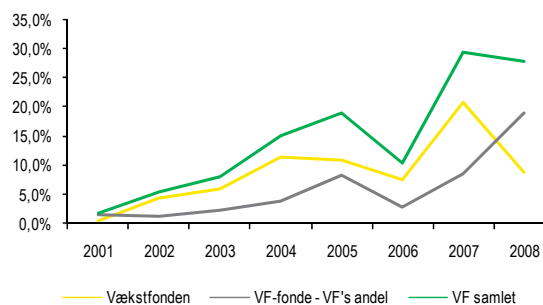
Opdelers man investeringer efter, hvilket stadie virksomhederne befinder sig i, fremgår det, at Vækstfondens investeringer på de tidlige stadier (seed og start-up) udgør ca. 30 pct. Udviklingen over tid viser, at de fleste investeringer er blevet foretaget direkte indtil 2007, hvor der sker et skift, jf. figur 42 og 43. Det samme gælder investeringer på de senere stadier (ekspansion), hvor Vækstfondens markedsandel i 2008 samlet set udgjorde ca. 28 pct.

Figur 42: Markedsandele for early stage-investeringer, 2001-2008



Kilde: Vækstfonden

Figur 43: Markedsandele for later stage-investeringer, 2001-2008



Kilde: Vækstfonden

Tabel 10 viser fordelingen af Vækstfondens samlede markedsandele fordelt på sektorer⁹. Det fremgår, at Vækstfonden er markant til stede inden for Life Sciences, IT og telekommunikation, men også at markedsandelen inden for Cleantech er steget markant de senere år.

Tabel 10: Vækstfondens samlede markedsandel fordelt på sektorer, 2001-2008

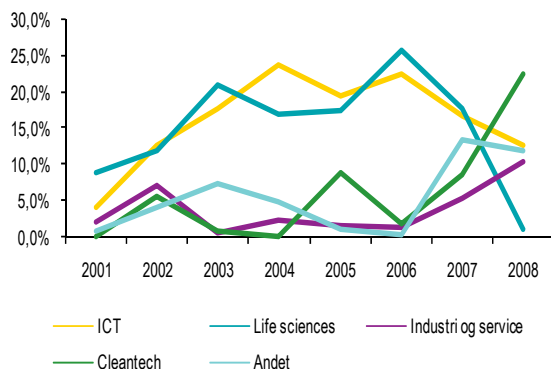
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ICT	5,9%	14,6%	22,9%	30,7%	31,7%	30,1%	35,3%	48,0%
Life sciences	15,8%	16,1%	28,8%	23,4%	23,0%	30,6%	32,8%	26,0%
Industri og service	2,2%	7,1%	1,6%	2,5%	3,0%	1,7%	8,7%	14,7%
Cleantech	0,0%	5,6%	0,8%	0,0%	8,7%	8,8%	22,2%	26,9%
Andet	1,0%	4,1%	8,3%	4,8%	1,5%	0,9%	14,2%	12,3%

Kilde: Vækstfonden

Figur 44 og 45 angiver markedsandelen opdelt på direkte og indirekte investeringer. Figurene illustrerer den generelle tendens, hvor Vækstfonden har skiftet fokus fra direkte til indirekte investeringer, hvilket særligt er udtalt for Life Sciences. Desuden er det interessant at bemærke, at Vækstfondens andel af Cleantech primært er drevet af direkte investeringer.

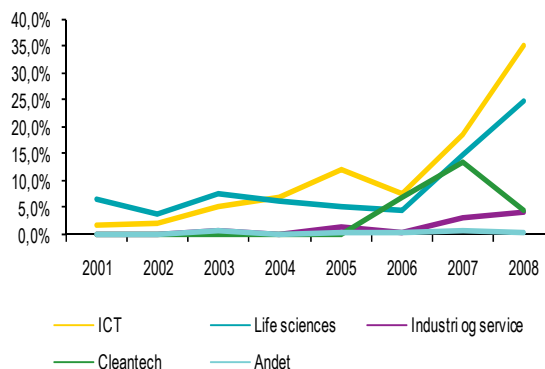
⁹ Sektoropdelingen følger den, Vækstfonden selv anvender i sine opgørelser.

Figur 44: VF's markedsandel for direkte investeringer fordelt på sektorer, 2001-08



Kilde: Vækstfonden

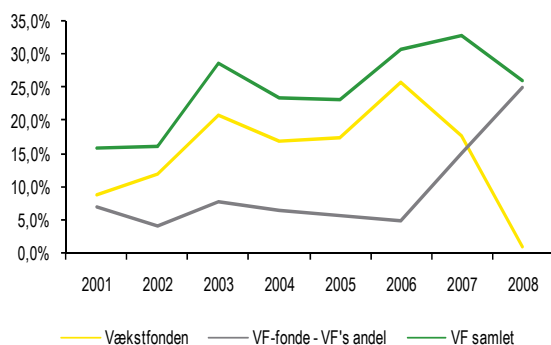
Figur 45: VF's markedsandel for indirekte investeringer fordelt på sektorer, 2001-08



Kilde: Vækstfonden

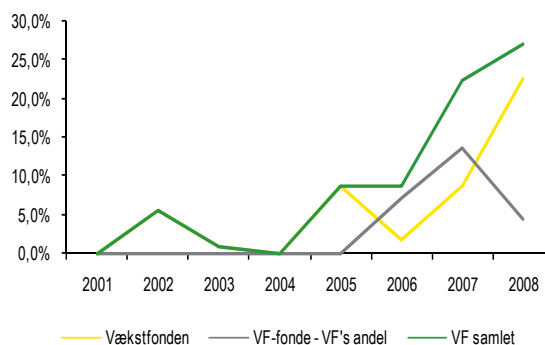
Ser man nærmere på netop Life Sciences og Cleantech, bliver udviklingen endnu tydeligere, jf. figur 46 og 47. For Life Sciences gælder det, at Vækstfondens samlede markedsandel er faldet fra højdepunktet på i 2007 til 26 pct. i 2008. Omvendt gælder det for cleantech, hvor Vækstfondens markedsandel er steget markant.

Figur 46: VF's markedsandele for Life Sciences



Kilde: Vækstfonden

Figur 47: VF's markedsandele for Cleantech

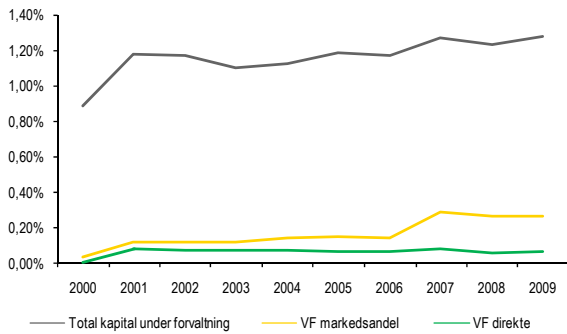


Kilde: Vækstfonden

Figur 48 og 49 viser udviklingen i kapital under forvaltning og investeringer som en andel af det danske bruttonationalprodukt (BNP)¹⁰. Figureerne illustrerer, at både andelen af kapital under forvaltning og investeringer generelt har ligget forholdsvis stabilt med en svagt stigende tendens. For Vækstfondens andel gælder det, at udviklingen været præget af en mere markant stigning gennem perioden.

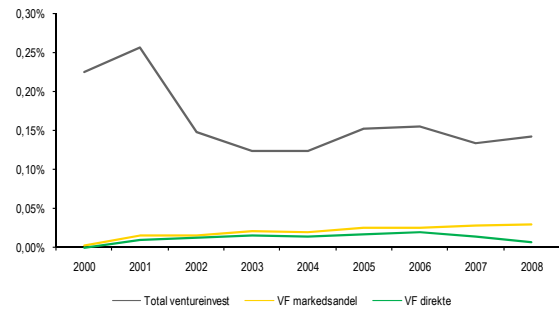
¹⁰ BNP er i denne rapport opgjort i løbende priser.

Figur 48: Kapital under forvaltning som en andel af BNP, 2000-2009



Kilde: Vækstfonden

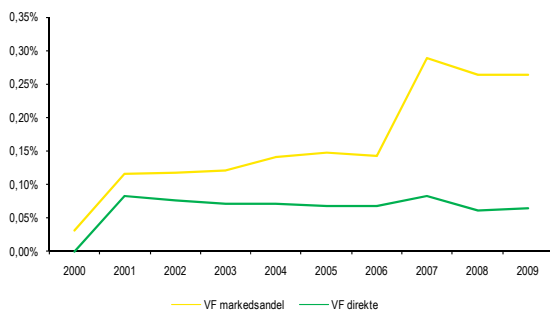
Figur 49: Ventureinvesteringer som en andel af BNP, 2000-2008



Kilde: Vækstfonden

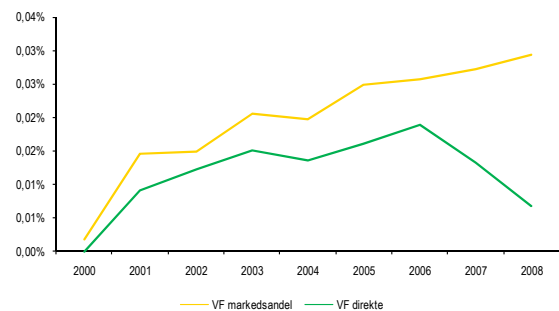
Denne tendens er endnu tydeligere, når man udelukkende ser på Vækstfondens kapital under forvaltning som en andel af BNP, jf. figur 50 og 51. Her ses det desuden, at Vækstfondens direkte investeringer har været for nedadgående de seneste år.

Figur 50: Vækstfondens kapitalmængde under forvaltning som en andel af BNP, 2000-2009



Kilde: Vækstfonden

Figur 51: Vækstfondens ventureinvesteringer som en andel af BNP, 2000-2008



Kilde: Vækstfonden

Det er dog vigtigt at have for øje, at markedsandele i forhold til BNP er påvirket af den generelle BNP-udvikling. Det betyder, at markedsandelen i sig selv vil stige, hvis investeringsniveauet holdes konstant og BNP falder.

5.2.6 Vækstfondens administrationsomkostninger og afkast

Vi belyser først udviklingen i Vækstfondens omkostninger ved at se på fordelingen mellem lønomkostninger og øvrige administrative omkostninger. Udviklingen i fondens lønomkostninger har været stigende igennem perioden, på trods af at antallet af ansatte har været relativt konstant. Øvrige administrative omkostninger har til gengæld ligget på et stabilt niveau med et årligt gennemsnit på kr. 23,6 mio., jf. figur 52.

Figur 52: Omkostninger for Vækstfonden fordelt på løn og øvrige administrative omkostninger

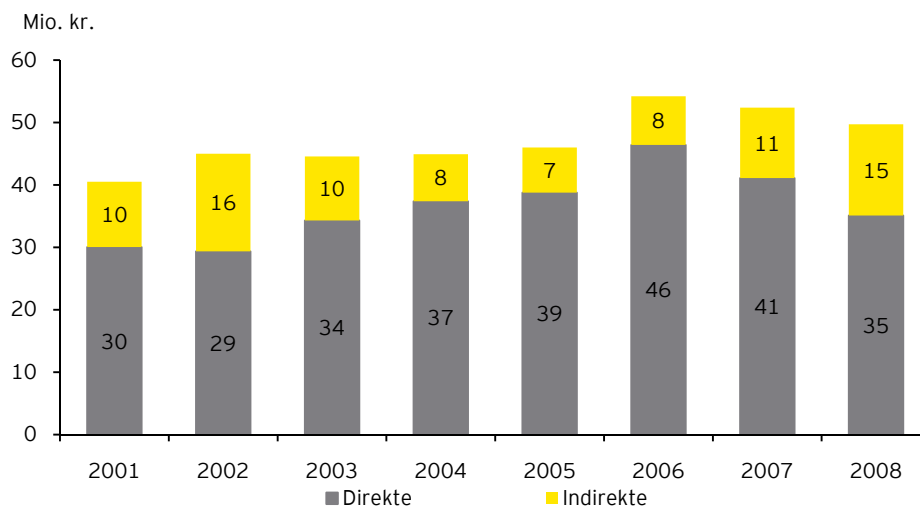


Kilde: Vækstfonden

Ud af de samlede administrative omkostninger i 2009 gik ca. 13. pct. til posterne "strategi og analyse" samt "kommunikation". Disse kategorier dækker blandt andet Vækstfondens analysearbejde, og det er således en post, der går til at oplyse og uddanne offentligheden og aktører om det danske venturemarked.

Med udskilningen af Sunstone Capital i 2007 overgik et stor del af Vækstfondens direkte portefølje til dens indirekte portefølje. Samtidig fulgte det oprindelige management team med over i Sunstone Capital. Dette kan imidlertid ikke spores i tallene for Vækstfondens lønomkostninger. Til gengæld kan det ses i omkostninger fordelt på henholdsvis direkte og indirekte investeringer. Vækstfondens omkostninger var højest i 2006, hvorefter der er sket et markant fald særligt i fondens omkostninger ved direkte investeringer, jf. figur 53.

Figur 53: Vækstfondens omkostninger fordelt på direkte og indirekte investeringer



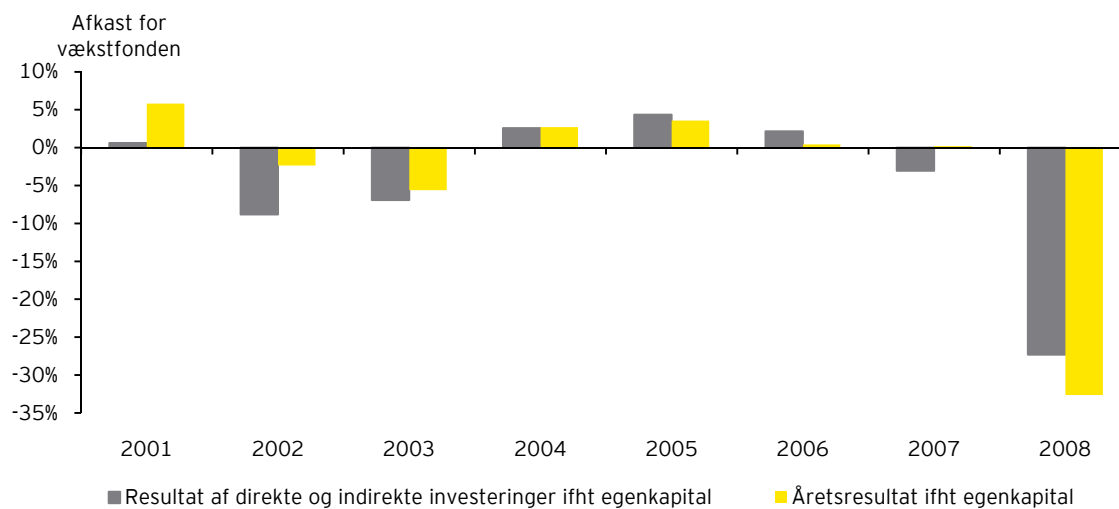
Kilde: Vækstfonden

Et simpelt mål for Vækstfondens afkast er fondens resultat i forhold til egenkapital. Vi har taget udgangspunkt i fondens resultat af direkte og indirekte investeringer samt årets resultat sat i forhold til egenkapitalen.

Vækstfonden havde i 2001 et positivt afkast, som skyldtes, at Vækstfonden var under opstart i dette år, og en relativ lille del af dens midler var blevet investeret. I de efterfølgende år, 2002 og 2003, var afkastet mere negativt, hvilket til dels skyldtes, at investeringer i den tidlige fase vil have en større tendens til at blive værdireguleret nedad frem for opad. Samtidig har de generelle markedskonjunkturer ligeledes har en indvirkning på den negative udvikling i afkastet.

I perioden 2004 til 2006 havde Vækstfonden positive afkastgrader. Generelt var markedskonjunkturerne bedre i denne periode, samtidig med at det må forventes, at flere af de tidlige investeringer er begyndt at generere et afkast eller er blevet værdireguleret opad som følge af yderligere kapitalindsud. I 2007 var resultatet af de direkte og indirekte investeringer negativt som følge af nedskrivninger, mens årets resultat endte positivt, idet afkastet på passive midler var godt. I 2008 satte den finansielle krise for alvor igennem. Årets resultat var i 2008 mere negativt end resultatet af de direkte og indirekte investeringer, idet afkastet fra passive investeringer i samme år var negativt, jf. figur 54.

Figur 54: Udviklingen i Vækstfondens afkast



Kilde: Vækstfonden

Vækstfonden har selv foretaget en analyse af sin "Internal Rate of Return" (IRR), som er et mere retvisende mål for en fonds afkast. Se afsnit 6.1.3.

5.3 Vækstfondens fremadrettede investeringsstrategi og likviditet

I de følgende afsnit giver vi først en beskrivelse af Vækstfondens fremadrettede strategi for at belyse, hvordan Vækstfonden vil agere i markedet fremadrettet. Dernæst giver vi en beskrivelse af Vækstfondens likviditet for at kunne vurdere, hvilket råderum Vækstfonden har til at gennemføre den planlagte strategi.

5.3.1 Den fremadrettede strategi

Vækstfondens fremtidige strategi vil fortsat bygge på de tre søjler, som udgør fondens strategi i dag. Vækstfonden vil ligeledes fortsat anvende sin analyseafdeling til at identificere kløften mellem behov og udbud af kapital i markedet samt til at identificere nye vækstområder. Det er dog ikke i dag nogen planer om at foretage ændringer i produktporteføljen.

Et vigtigt element i strategien er netop, hvor mange virksomheder Vækstfonden forventer at finansiere fremadrettet - enten direkte eller indirekte via venturefonde. Vækstfonden har en ambition om at medvirke til, at hele venturemarkedet kan yde finansiering til ca. 30-40 danske virksomheder årligt. Et betydeligt fald fra årene 1998 til 2002, hvor ca. 100-150 virksomheder årligt modtog finansiering. Skiftet i strategien skyldes ifølge adm. direktør Christian Motzfeldt primært to faktorer: *"Dels var der ikke tilstrækkeligt med virksomheder af den kvalitet, der skal til. Dels var der ikke den fornødne kapital til at bære virksomhederne frem. De venturefonde, der foretog de mange investeringer tidligt i perioden, var næsten sikre på at blive udvandede i løbet af investeringsprocessen. De løb tør for penge og var nødt til at afgive for store ejerandele til for lave priser. Så derfor skal vi ned på et mere stabilt leje, formentlig i størrelsesordenen 30-40 virksomheder".*

Herudover vil Vækstfonden fremadrettet arbejde for at kunne udskille flere aktiviteter, som startes op in-house, når disse aktiviteter har opnået en modenhed, der gør, at de vil kunne agere på private præmisser, som tilfældet var med Sunstone Capital.

Endvidere har Vækstfonden et ønske om fremadrettet at investere i større venturefonde af følgende årsager: *"Generelt vil vi gerne investere i store fonde. Kritisk masse af kapital er vigtig for at få økosystemet til at fungere. Dels bør der være en kritisk masse af kompetencer til at drive virksomhederne frem, dels skal der være en kritisk masse af kapital, så venturevirksomhederne ikke bliver udvandede af de store udenlandske venturefonde. Så vi har en præference for store fonde - dvs. sikre en vis konsolidering. Derfor regner vi også med, at der skal være tale om en vis konsolidering i markedet, når vi ser ind i fremtiden. Med andre ord: generelt færre spillere".*

Set ud fra et overordnet perspektiv ønsker Vækstfonden endvidere at fortsætte med at være en kontrær investor - altså at agere kontracyklisk til venturemarkedet - og fonden vil trække sig tilbage i gode tider for at kunne træde kraftigere til i dårlige tider.

5.3.2 Vækstfondens likviditet

For at Vækstfonden skal kunne gennemføre sin strategi, er det en betingelse, at fonden har tilstrækkeligt med midler til rådighed. Vi ser først på, hvordan Vækstfondens likviditet har udviklet sig historisk, og derefter på prognoserne for den fremtidige likviditet.

Vækstfondens årsregnskab for 2009 vil først foreligge efter, at årsregnskabet er blevet drøftet af bestyrelsen den 27. april 2010. Det seneste godkendte årsregnskab for Vækstfonden er derfor årsrapporten for 2008.

Af Vækstfondens årsrapport 2008 fremgår det, at fonden pr. 31. december 2008 havde samlede nettotilsagn vedrørende kapitalindskud og kationer på kr. 1.794,1 mio. Heraf var kr. 1.391,2 mio. tilsagn om yderligere investeringer i fonde, som Vækstfonden har investeret i. Den likvide beholdning udgjorde pr. 31. december 2008 kr. 558,4 mio. inklusive obligationsbeholdningen, som er en del af det likvide beredskab. Og Vækstfonden havde ultimo 2008 en egenkapital på kr. 2.128,8 mio., jf. figur 55.

Figur 55: Vækstfondens balance, 2002-2008

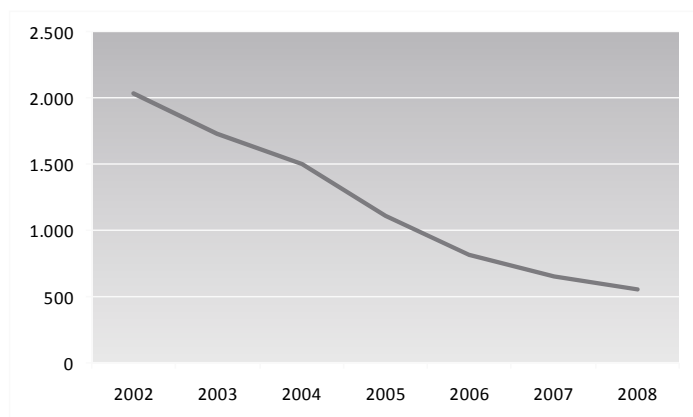
	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Værdipapirer og likviditet	558	661	815	1.117	1510	1.738	2.039
Kapitalandele i fonde/ regionale investeringsselskaber	1.493	1.778	592	463	275	200	163
Egenkapitalindskud	170	123	705	535	346	182	114
Udlån	66	92	325	266	179	125	153
Egenkapital	2.129	2.778	2.265	2.216	2110	2.011	2.094
Balancesum	2.349	3.001	2.484	2.429	2336	2.268	2.542
Tilsagnsforpligtelse, netto	1.794	2.150	1.327	1.524	1312	959	1.242

Kilde: Vækstfonden

Vækstfondens bestyrelse har sat som mål, at fondens likviditetsbeholdning ikke må komme under kr. 300 mio. For at sikre, at målet overholdes, udarbejdes der løbende prognoser for beholdningen, hvor likviditeten opgøres på baggrund af årlige opgørelser over de planlagte aktiviteter i form af udbetalinger og indbetalinger og det forventede tilbageløb fra exits. Det forventede provenu fra exits opgøres ud fra estimater for tilbageløb fra alle fondens forvaltere. Provenuet beregnes ved at reducere forventningerne til tilbageløb i et givet år med 50 pct., hvorefter halvdelen af resterende tilbageløb udskydes et år.

Finanskrisen har betydet, at forventningerne til tilbageløb fra Vækstfondens investeringer måtte reduceres for perioden 2009-10, og i slutningen af 2008 så det ud som om, der var en reel risiko for, at likviditeten i 2009 vil blive reduceret til 0, jf. figur 56. Det gav anledning til, at Vækstfonden fik en midlertidig, statsgaranteret låneadgang på op til kr. 500 mio. i perioden 2009-2011. Låneadgangen blev givet for at undgå en total opbremsning i Vækstfondens investeringer i nye danske vækstiværksættere samt et frasalg af Vækstfondens aktiver med tab i et negativt marked som følge af den finansielle krise. Statsgarantien skulle således sikre, at Vækstfonden fortsat kunne honorere allerede givne investeringstilsagn og opfølgingsinvesteringer og opretholde et moderat aktivitetsniveau i den aktuelle finanskrisen. Vækstfonden har dog ikke benyttet sig af denne kreditfacilitet.

Figur 56: Udviklingen i Vækstfondens likviditet, 2002-08



Kilde: Vækstfonden

Den seneste prognose for Vækstfondens likviditetsbeholdning blev udarbejdet til brug for bestyrelsens møde den 4. marts 2010. Prognosen er udarbejdet ud fra de ovennævnte principper, og den er derfor behæftet med en vis usikkerhed. I prognosen er der indregnet ca. 20 nyinvesteringer årligt. En stor del af de forventede nyinvesteringer (ca. 10 årligt) forventes at blive foretaget af de nye fonde, som etableres via erhvervspakken.

I 2010 forventes det, at årets likviditetstræk før exits bliver kr. -355 mio. Og med et forventet provenu fra exits på kr. 221 mio., forventes Vækstfondens likviditetsbeholdning at blive reduceret med kr. 133 mio. til kr. 754 mio. ultimo 2010. Til gengæld forventes det, at provenuet fra exits vil stige betydeligt i 2011, 2012 og 2013. Vækstfondens likviditetsbeholdning forventes således at stige til kr. 2.024 mio. i 2013, jf. tabel 11.

Tabel 11: Prognose for Vækstfondens likviditet

	2010 BM	2011	2012	2013
Nuværende aktiviteter				
Udbetalinger i alt	-626	-594	-492	-438
Indbetalinger ekskl. exits i alt	271	118	89	89
Årets likviditetspåvirkning (før exits)	-355	-476	-402	-349
Likviditet primo	887	754	1.099	1.700
Likviditet ultimo året med nuværende aktiviteter (før exits)	533	277	697	1.351
Provenu fra forventede exits	221	822	1.003	673
Likviditet ultimo	754	1.099	1.700	2.024

Kilde: Vækstfonden

Det skal bemærkes, at der i denne likviditetsprognose allerede er medregnet likviditetstræk til 20 nyinvesteringer årligt. En stor del af de forventede nyinvesteringer (ca. 10 årligt) forventes at blive foretaget af de nye fonde, som etableres via Erhvervspakken.

5.3.3 Sammenhæng med andre innovations- og iværksættertiltag

At skabe et effektivt marked for venturekapital handler ikke blot om at sikre en tilstrækkelig mængde risikovillig kapital til at finansiere de virksomheder, der har behov for denne finansieringsform. Det handler lige så meget om at opbygge et erfarent marked med investorer, der har den rette viden til at hjælpe virksomhederne igennem ofte lange udviklingsforløb.

Der skal gøres en indsats for at sikre hele økosystemet. Investorerne skal være tilstrækkeligt tålmodige og risikovillige. Der skal være et stærkt "deal flow" bestående af attraktive virksomheder med stort potentiale. De private venturefonde skal være tilstrækkeligt professionelle og tilstrækkeligt store til at kunne føre porteføljevirkomhederne hele vejen til en succesfuld exit. Der skal være et netværk af kvalificerede rådgivere omkring virksomhederne, og der skal være tilstrækkelige exitmuligheder - i form af enten børsnoteringer eller industrielle salg. Ved vurderingen af, hvor langt Danmark er fra at nå målet om at have det mest effektive marked for venturekapital, er det således nødvendigt at belyse, hvordan de generelle rammebetingelser for ventureinvesteringer er.

Som et led i globaliseringsstrategien satte den danske regering en række mål for, hvordan Danmark kan sikre fortsat vækst og innovation i en stadig mere globaliseret verden. To af målene er, at danske virksomheder og offentlige institutioner skal være blandt de mest innovative i verden, og at Danmark i 2015 skal være blandt de lande i verden, der har flest vækstiværksættere.

For at nå disse mål har regeringen igangsat en række konkrete initiativer, der skal være med til at forbedre rammebetingelserne for iværksætterne og for innovationen i Danmark. Regeringen overvåger selv resultaterne af de konkrete indsatser i det årlige iværksætterindeks, som udarbejdes af Erhvervs- og Byggestyrelsen. I iværksætterindekset måles Danmarks relative placering i forhold til andre OECD-lande på en række områder, herunder adgangen til kapital.

De offentlige initiativer rettet mod at sikre adgang til kapital er indrettet således, at de følger virksomheder gennem deres udvikling og dermed deres skiftende behov. De seks statslige innovationsmiljøer er således rettet mod iværksættere og virksomheder i pre-seed-fasen. Siden 1998 har innovationsmiljøer ydet risikovillig kapital (forprojektkapital og lån), rådgivning og sparring i de tidlige udviklingsstadier. Tanken er, at virksomheder med innovationsmiljøernes assistance skal udvikle sig til seed-virksomheder og dermed kunne komme i betragtning til venturekapital. Samtidig er Dansk Business Angel Netværk og Vækstfondens initiativ omkring Partnerkapital eksempler på offentlig-private initiativer i de tidlige stadier.

Herudover blev der med Erhvervspakken stillet kr. 500 mio. til rådighed til offentlig-privat samarbejde om nye venture- og mezzanin-fonde. Fire nye fonde har nu fået betingede tilsagn om indskud af kapital: Bifrost Ventures Fund I K/S, Inventure Cleantech Fund I K/S, IVS Fund III K/S og SEED Capital Denmark II K/S. Derudover eksisterer der en række fonde, der ligeledes har til formål at støtte teknologisk udvikling og innovation såsom Højteknologifonden og ABT-fonden, der blev oprettet i 2008.

Regeringen har ligeledes sat fokus på at styrke den danske kultur inden for entrepreneurship. Et af initiativerne er afholdelse af en "Global Entrepreneurship Week" med det formål at sætte entrepreneurship på den globale dagsorden, generere nye ideer til vækst og iværksætteri samt skabe netværk for nye iværksættere. Der er ligeledes udarbejdet en strategi for uddannelse i entrepreneurship, som Selvstændighedsfonden bliver omdrejningspunktet for, og som i den forbindelse skifter navn til Fonden for Entreprenørskab.

Blandt andre initiativer kan nævnes International Danish Entrepreneurship Academy (IDEA) og de fem regionale væksthuse, der ligeledes søger at styrke og støtte den danske iværksætterkultur og understøtte samarbejde mellem forskere og videninstitutioner og iværksættere og potentielle investorer. I OECD's review af det danske venturemarked fra 2003 blev der sat fokus på, at der ikke var tilstrækkelige muligheder for exit og børsnotering for danske venturevirksomheder. Dette førte til oprettelsen af den nordiske børs First North, der i højere grad fokuserer på små og mellemstore teknologivirksomheder.

5.4 Det danske og de udenlandske venturemarkeder

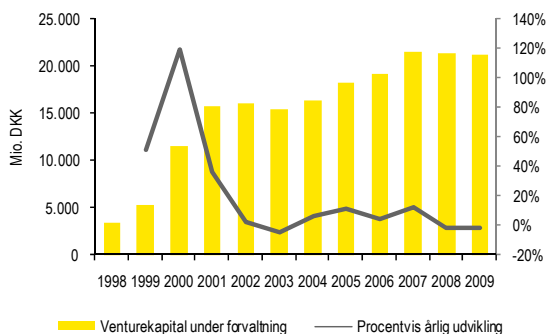
I dette afsnit beskriver vi udviklingen på både det danske og en række udenlandske venturemarkeder. Vi lægger ud med at beskrive, hvordan det danske marked har udviklet sig i perioden 1998-2008. Herefter beskriver vi, hvordan venturemarkederne i de udvalgte sammenligningslande har udviklet sig. Vi giver endvidere en beskrivelse af de forskellige offentlige initiativer på de udenlandske markeder, og vi slutter afsnittet af med en gennemgang af landenes rammebetingelser for venturekapital.

5.4.1 Det danske venturemarked

Det danske marked for venturekapital har gennemgået en markant udvikling i perioden 1998-2008. Danmarks udgangspunkt var relativt lavt, og det danske marked har således oplevet en enorm fremgang de seneste 10 år.

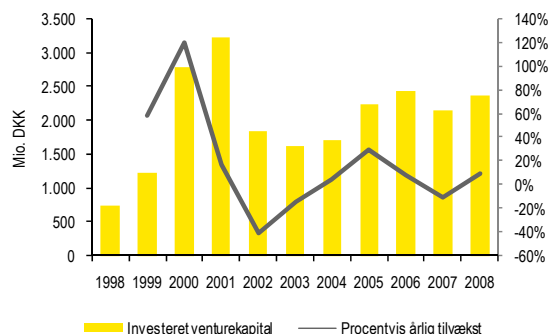
Udviklingen har i høj grad været præget af den generelle økonomiske vækst og af en række begivenheder, såsom Vækstfondens strategiskeifte i 2001 og etableringen af Sunstone Capital i 2007. Kombinationen af disse faktorer har betydet, at der sket en markant stigning i kapital under forvaltning - særligt i starten af perioden, jf. figur 57 og 58.

Figur 57: Kapital under forvaltning/årlig udvikling, 1998-2009



Kilde: Vækstfonden

Figur 58: Investeret venturekapital/årlig udvikling, 1998-2008



Kilde: Vækstfonden

Mængden af kapital under forvaltning har været kraftigt stigende omkring årtusindskiftet og har generelt fortsat den positive udvikling indtil 2008, hvor den samlede kapitalmængde faldt en anelse. Den grå linje illustrerer, at den procentvise årlige udvikling har været mere stabil de senere år. Samlet set har den samlede sum af venturekapital under forvaltning ligget omkring kr. 20 mia. de seneste år.

Investeringsaktiviteten oplevede ligeledes en markant stigning omkring årtusindskiftet. Dog blev det høje niveau kun fastholdt kortvarigt blandt andet grundet dot.com-boblens brist, som påvirkede investeringsaktiviteten på venturemarkedet i negativ retning. Herefter har det danske marked været karakteriseret af en varierende, men stigende udvikling i den samlede mængde af investeret venturekapital.

Antallet af investeringer toppede i 2001, hvorefter tendensen har været nedadgående, jf. tabel 12.

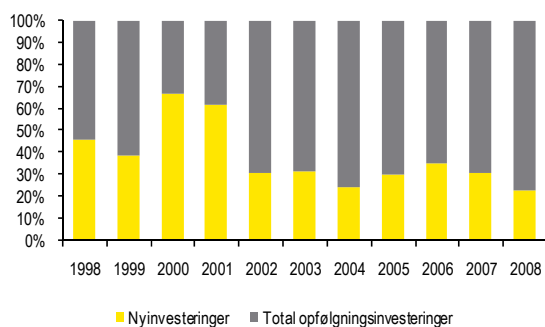
Tabel 12: Antal ventureinvesteringer, 1998-2008

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ny-investeringer	46	71	163	175	79	64	62	63	61	45	48
Opfølgningsinvesteringer	81	105	79	141	159	176	191	162	165	162	160
I alt	127	176	242	316	238	240	253	225	226	207	208

Kilde: Vækstfonden

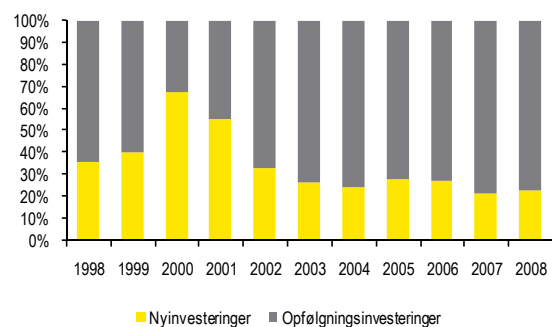
Opdelers man investeringerne i hhv. nyinvesteringer og opfølgningsinvesteringer, ses det, at der omkring årtusindskiftet blev foretaget flere nyinvesteringer, mens resten af perioden var kraftigt præget af opfølgningsinvesteringer, jf. figur 59 og 60. Således er der i alt foretaget færre end 50 nyinvesteringer de seneste to år.

Figur 59: Ventureinvesteringer fordelt på ny- og opfølgningsinvesteringer (beløb)



Kilde: Vækstfonden

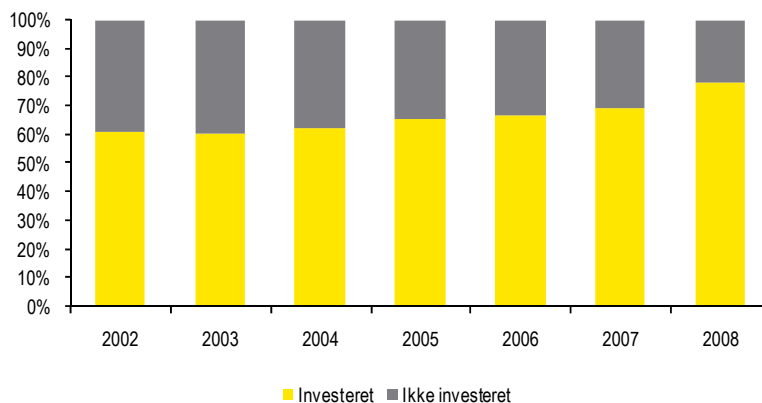
Figur 60: Ventureinvesteringer fordelt på ny- og opfølgningsinvesteringer (antal)



Kilde: Vækstfonden

I denne sammenhæng er det interessant også at fokusere på, hvor likvide de danske venturefonde er; dvs. hvor meget kapital der reelt er til rådighed til nyinvesteringer. Udviklingen er gået i retning af, at de danske fonde har mere og mere kapital bundet i eksisterende porteføljer og tilsagn om investeringer, jf. figur 61. Kun omkring 20 pct. af kapitalen under forvaltning var således ledig til investeringer i 2008. Generelt fremhæver flere af de interviewede aktører i markedet, at der gennem det meste af perioden var mangel på kapital til nyinvesteringer, særligt i de tidlige faser.

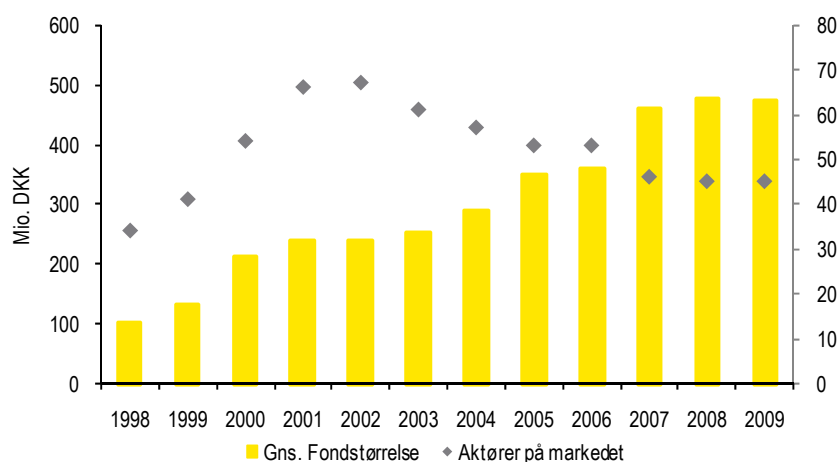
Figur 61: Danske fondes likviditet, 2002-2008



Kilde: Vækstfonden

En af årsagerne til den faldende likviditet er, at størstedelen af venturefondene er tidsbegrænsede. Det betyder, at fondenes investeringsaktivitet tilsvarende er begrænset, og da en række af de eksisterende fonde blev oprettet omkring årtusindskiftet, er de i de sene faser af deres levetid. En stor del af deres kapital vil være bundet op i opfølgingsinvesteringer, og der er ikke kapital til nyinvesteringer på de tidlige stadier - investeringer, som sædvanligvis foretages først i en tidsbegrænset fonds levetid.

Figur 62: Aktører på venturemarkedet og gennemsnitlig fondsstørrelse, 1998-2009



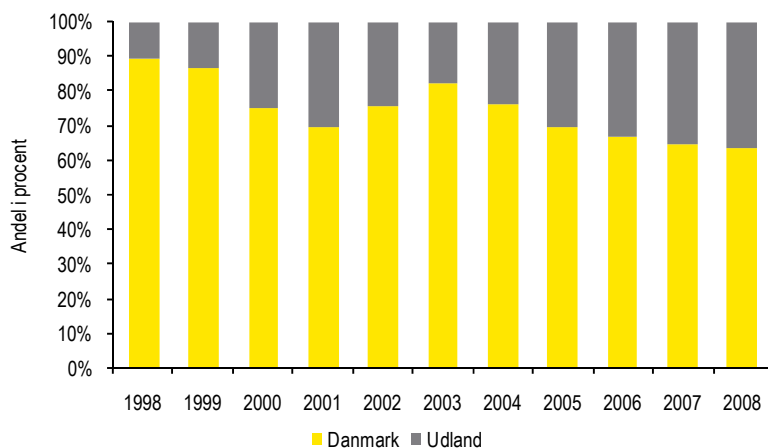
Kilde: Vækstfonden

Figur 62 illustrerer udviklingen på det danske marked - antallet af aktører (højre akse) lader til at have stabiliseret sig omkring 45, mens den gennemsnitlige fondsstørrelse (venstre akse) har været stigende gennem perioden. Dette afspejler en modning og konsolidering af markedet med færre, men større aktører. Dog er det vigtigt at holde sig for øje, at der er stor variation mellem fondene; således eksisterede der i 2009 i alt 12 fonde med mere end kr. 500 mio. under forvaltning, mens 18 af de i alt 45 fonde havde mindre end kr. 100 mio. under forvaltning.

Generelt er der enighed blandt de interviewede personer, at det danske venturemarked har været gennem en læringsproces siden starten af perioden, og at fondene i høj grad har haft brug for at opbygge kompetencer, sektorkendskab og netværk. Derfor har der også været en række fonde, der ikke har kunnet levere afkast, og som derfor har problemer med at rejse kapital. Det bliver interessant at se udviklingen i de kommende år, når de tidsbegrænsede fonde fra årtusindskiftet skal genrejse kapital eller afvikles.

Ser man på det danske marked for venturekapital i et internationalt perspektiv, er det tydeligt, at det danske marked er blevet mere internationaliseret gennem perioden. Andelen af investeringer foretaget i udlandet har været støt stigende de seneste år og udgjorde 36 pct. i 2008 af de samlede investeringer, jf. figur 63.

Figur 63: Ventureinvesteringer foretaget i hhv. Danmark og udlandet, 1998-2008



Kilde: Vækstfonden

Opgør man investeringerne på faser viser tallene, at der også i Danmark eksisterer en form for nærhedsprincip for ventureinvesteringer; dvs. at investorer investerer lokalt i de tidlige faser, mens der sker en geografisk spredning i de senere faser, jf. tabel 13.

Tabel 13: Andel af investeringer foretaget af danske fonde i danske virksomheder, 1998-2008

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Seed	100%	95%	100%	99%	69%	95%	82%	66%	55%	57%	90%
Start-up	67%	76%	66%	52%	74%	75%	71%	72%	69%	63%	60%
Senere faser	93%	86%	77%	72%	76%	83%	83%	68%	69%	74%	60%

Kilde: Vækstfonden

Tabel 14 viser investeringsaktiviteten opgjort for de seneste to år, for hvilke data er tilgængelige. Da der kun er tal for to år, er det ikke muligt at sige noget om tendenser eller udvikling; dog bekræfter data, at det danske venturemarked er meget internationalt, idet der er stor investeringsaktivitet både ind og ud af landet.

Tabel 14: Investeringer fordelt på fonds- og investeringsgeografi, mio. kr.

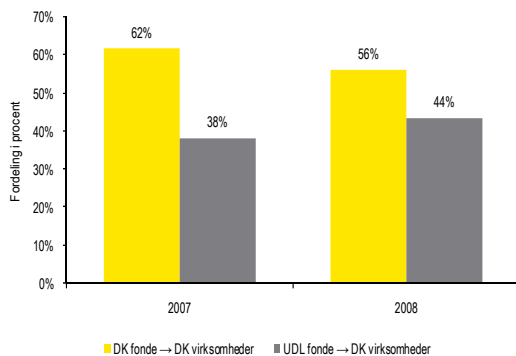
	2007	2008
DK fonde → DK virksomheder	919	682
UDL fonde → DK virksomheder	570	529
DK fonde → UDL virksomheder	483	665
Total DK fonde	1.402	1.346

Kilde: EVCA

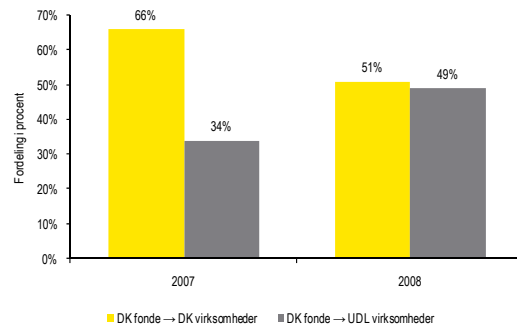
Der er en forholdsvis lige fordeling af investeringerne - særligt i 2008 - mellem danske fondes investeringer i danske og udenlandske virksomheder. Og de danske virksomheder

er ligeledes gode til at tiltrække udenlandske investorer, jf. figur 64 og 65. De udenlandske investorer, der opererer i det danske marked, bekræfter desuden nærhedsprincippet, idet hhv. 98 og 100 pct. af investeringerne er foretaget i start-up- eller ekspansionsfasen i de to år.

Figur 64: Investeringer i danske virksomheder fordelt på danske og udenlandske fonde



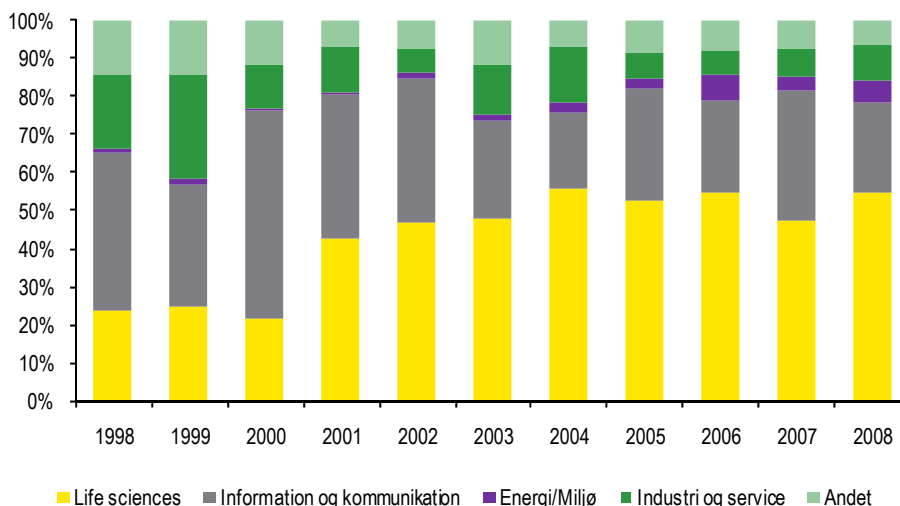
Figur 65: Investeringer af danske fonde fordelt på danske og udenlandske virksomheder



Kilde: EVCA

Life Sciences og information og kommunikation (IKT) er de sektorer, der har modtaget mest venturekapital. Disse to sektorer har konstant udgjort mere end halvdelen af den samlede mængde venturekapital investeret og har i flere år udgjort omkring 75-80 pct. tilsammen. Derudover er det interessant at bemærke, at Cleantech de senere år har udgjort en stigende andel af de foretagne ventureinvesteringer, jf. figur 66.

Figur 66: Ventureinvesteringer (beløb) i Danmark fordelt på sektorer, 1998-2008



Kilde: Vækstfonden

Tabel 15 viser de akkumulerede ventureinvesteringer fordelt på de faser, modtagervirksomhederne har befundet sig i fra 1998-2008. Tabellen viser, at seed kun sammenlagt udgør 15 pct. af den samlede mængde investeret venturekapital i perioden.

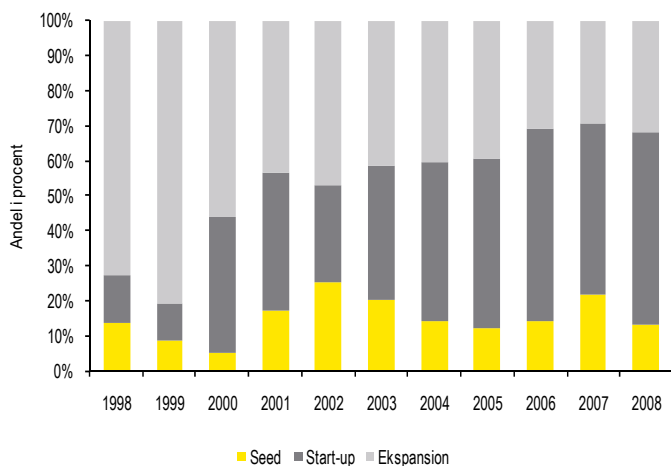
Tabel 15: Akkumulerede ventureinvesteringer fordelt på virksomhedernes stadie, 1998-2008

	mio. kr.	pct.
Seed	3.543	15%
Start-up	9.739	41%
Ekspansion	10.354	44%
I alt	23.636	100%

Kilde: Vækstfonden

Seed-investeringer har i nogle år har udgjort op mod 30 pct. af de samlede investeringer, men generelt har andelen ligget omkring 15 pct. Derudover fremgår det, at investeringer i start-up-fasen har fyldt mere de senere år, mens andelen af investeringer i ekspansionsfasen tilsvarende er faldet. Opgør man derfor investeringer i tidlige (seed og start-up) og sene faser, er andelen af investeringer i de tidlige stadier steget støt gennem perioden og udgjorde samlet set 68 pct. i 2008, jf. figur 67.

Figur 67: Ventureinvesteringer fordelt på virksomhedernes udviklingsstadie, 1998-2008



Kilde: Vækstfonden

5.4.2 Venturemarkederne i sammenligningslande

Da Vækstfonden har til formål at være medvirkende til at skabe det mest velfungerende marked for innovationsfinansiering i Europa, er det vigtigt, at det danske marked for venturekapital analyseres i en komparativ ramme i forhold til de lande, der klarer sig bedst i målinger af venturemarkederne:

- I Vækstfondens eget kapitalindeks for markedet for innovationsfinansiering ligger Danmark nr. fem efter England, Sverige, Schweiz og Norge.
- I VCPE-indekset, der måler på rammebetingelserne for venturekapital, ligger Danmark nr. seks i Europa efter England, Schweiz, Holland, Tyskland og Sverige.

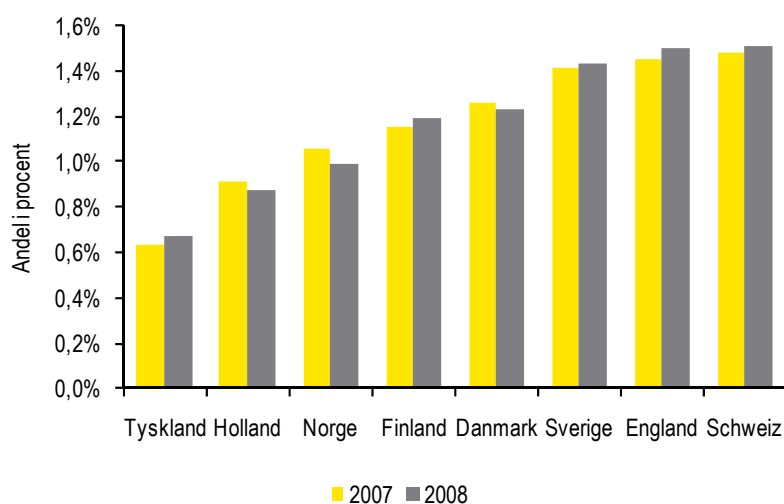
Vi har valgt at benchmarke det danske marked i forhold til venturemarkederne i Sverige, Norge, Holland, Schweiz, Tyskland og England. Desuden har vi valgt også at inkludere Finland, idet man her gennem en længere periode har arbejdet med offentlige initiativer, som er sammenlignelige med de danske.

Inden for litteraturen omkring venturekapital bliver lande som Israel, USA og Canada ofte fremhævet og analyseret. Vi har dog valgt at se bort fra disse lande, da vi har prioriteret lande med høj samfunds- og datamæssig sammenlignelighed.

Selvom vi har holdt fokus udelukkende på europæiske lande, er datagrundlaget på tværs af lande er begrænset - både i forhold til kvantitet såvel som kvalitet. Den primære kilde på tværs af europæiske lande er EVCA, og disse data er mangelfulde. Derfor er det nødvendigt at tage forbehold for analyser baseret på EVCA-data. Den følgende sammenligning vil primært forsøge at tegne et øjebliksbillede med udgangspunkt i 2007 og 2008, som er de eneste år, for hvilke der eksisterer dækkende data.

Målt på venturekapital under forvaltning som en andel af BNP er Danmark placeret i midten af gruppen med et stykke vej op til de førende lande. Selvom det er et meget begrænset grundlag, er det interessant at bemærke, at Danmark er det eneste af de fem første lande, der har oplevet en nedgang fra 2007 til 2008, på trods af at det danske BNP faldt med 1,1 pct. i 2008, jf. figur 68.

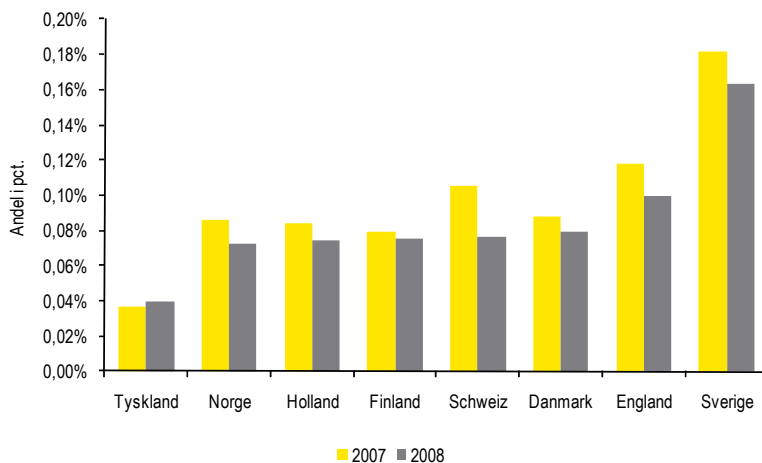
Figur 68: Venturekapital under forvaltning som en andel af BNP, 2007-2008



Kilde: EVCA og Vækstfonden

Målt på ventureinvesteringer som en andel af BNP, er Danmark et godt stykke efter de førende lande. Samtidig lader det til, at der er sket et fald i investeringsaktiviteten målt i forhold til BNP i samtlige lande undtagen Tyskland, jf. figur 69.

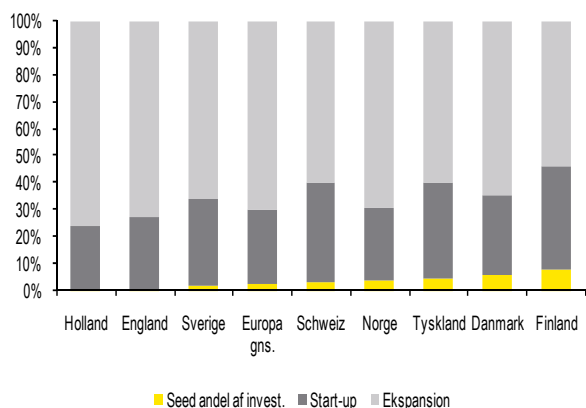
Figur 69: Investeringer som en andel af BNP, 2007-08



Kilde: EVCA og Vækstfonden

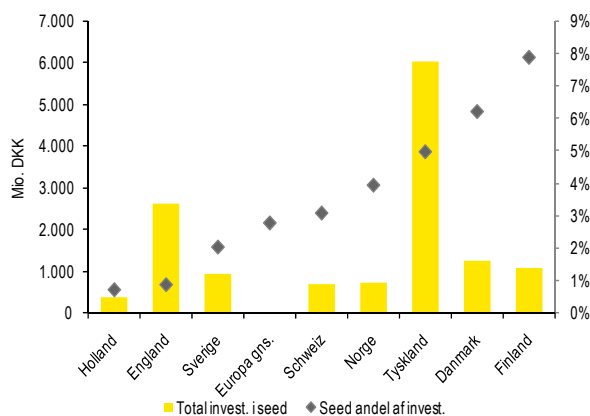
Ser man på fordelingen af investeringer på virksomhedernes stadier, fylder investeringer på seed- og ekspansionsstadierne relativt meget i Danmark, jf. figur 70.

Figur 70: Akkumulerede ventureinvesteringer fordelt på faser, 1998-2008



Kilde: EVCA

Figur 71: Seed-investeringer samlet og andel af samlede investeringer, 1998-2008



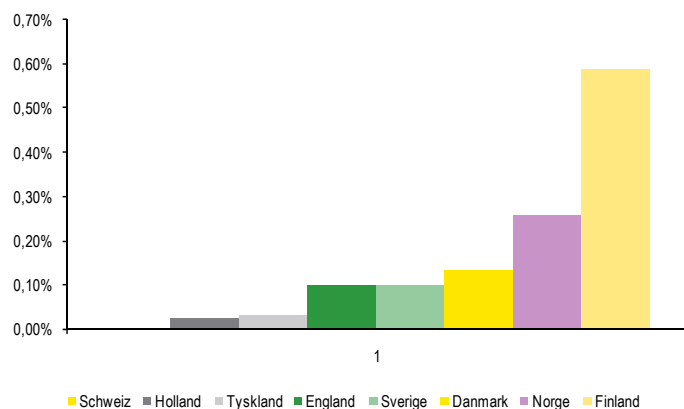
Kilde: EVCA

I figur 71 er seed-investeringerne isoleret, og figuren viser både den totale akkumulerede mængde seed-investeringer i mio. kr. og den andel, seed-investeringer udgør af de samlede investeringer. Her ligger Danmark på en andenplads efter Finland målt på andelen af investeringer foretaget i seed-fasen. Dog skal det bemærkes, at seed-investeringerne ifølge Vækstfondens data gennemsnitligt har udgjort 15 pct. i Danmark i perioden.

EVCA's datagrundlag for andelen af offentlige ventureinitiativer i sammenligningslandene er meget begrænset og ikke retvisende. Vi har derfor valgt at beregne de offentlige initiativers andele ud fra de oplysninger, vi har indsamlet om en række offentlige fonde i sammenligningslandene, jf. afsnit 5.4.3.

Bemærk, at der her ikke er tale om en kortlægning af samtlige offentlige initiativer, og resultaterne skal derfor fortolkes med varsomhed. Det giver dog alligevel et billede af, at samtlige lande - undtagen Schweiz - har en betydelig andel af offentlig intervention i venturemarkederne, jf. figur 72.

Figur 72: Offentlig andel af kapital under forvaltning som en andel af BNP, 2008



Kilde: Ernst & Young, IMF

Figuren indikerer, at Finland ligger et stykke foran de øvrige lande målt på den offentlige indsats, mens resten af landene ligger forholdsvis tæt.

5.4.3 Beskrivelse af de offentlige initiativer i sammenligningslandene

Det er ikke kun i Danmark, at man har offentlige aktører i venturemarkedet. Der findes således en række offentligt støttede initiativer i specielt Europa og Nordamerika, der på trods af forskelle i branchefokus, kapitaltilsagn og struktur deler den præmis, at de via tilvejebringelse af risikovillig kapital har til formål af støtte op om udviklingen af innovative virksomheder - specielt i de tidlige udviklingsstadier.

I det følgende giver vi en beskrivelse af de offentlige fonde, der findes i sammenligningslandene og i USA, jf. tabel 16. Formålet er at anskueliggøre, hvordan disse fonde er konstrueret set i forhold til formål, strategi, struktur, fokus mv. En mere udførlig beskrivelse af hver enkelt fond fremgår af appendix A.

Tabel 16: Udvalgte fonde til beskrivelsen af offentlige initiativer i sammenligningslandene

Fondsnavn	Etableringsår	Kapital under forvaltning, mio. kr.	Kapital investeret/Forpligtigelser, mio. kr.	Antal ansatte	Årets Resultat 2008 mio. kr.	Direkte investeringer	Indirekte investeringer	Analysefunktion
Vækstfonden (DK)	1992	2.300	4.330	46	-684	10%	86%	Ja
SITRA (FI)	1967	5.122	4.921	100	-101	27%	73%	Ja
Finnish Industry Investment Ltd. (FI)	1995	3.056	4.272	21	-13	7%	88%	Nej
Argentum (NO)	2001	5.916	1.540	12	-418	1%	99%	Nej
Industrifonden (SE)	1979	2.425	1.244	36	-243	68%	18%	Nej
NESTA (UK)	1998	3.111	N/A	88	8	90%	10%	Ja
Capital For Enterprise Ltd. (UK)	2008	10.337	5.319	N/A	N/A	N/A	N/A	Nej
High-Tech Gründerfonds (DE)	2005	2.028	1.417	30	N/A	N/A	N/A	Nej
ERP-EIF Dachfonds (DE)	2001	3.728	2.907	N/A	N/A	N/A	N/A	Nej
TechnoPartner (NL)	2005	1.118	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Nej
SBA/SBIC (USA)	1958	89.226	41.809	N/A	N/A	N/A	N/A	Nej

Kilde: Fondenes egne regnskaber

Note: Vækstfondens investeringer er opgjort for perioden 2001-2009.

Fundene er udvalgt på baggrund af omfattende research samt rådgivning fra bl.a. EVCA, DVCA og en række internationale venturekapitalorganisationer og -eksperter. Det afgørende kriterium har været at identificere fonde, der i kraft af deres struktur og formål er sammenlignelige med Vækstfonden. Vi har derfor fokuseret på europæiske landes initiativer. Særligt de nordiske initiativer er af stor interesse, fordi de nordiske lande har forholdsvis ensartede markedsmæssige vilkår og industristrukturer. Herudover er USA inkluderet i kraft af landets lange tradition for at yde støtte til små og mellemstore virksomheder i venturesementet.

Datagrundlaget for sammenligningen af de offentlige initiativer er baseret på regnskabsdata/årsrapporter, telefonopkald samt internetkilder. I beskrivelsen af flere af de offentlige initiativer må det kvantitative datagrundlag dog betegnes som ufuldkomment i flere tilfælde på grund af manglende adgang til data vedrørende fondenes investeringer, omkostninger og afkast. Det har således ikke været muligt at indhente og uddrage al den

ønskede information fra specielt ikke-skandinaviske fonde - enten fordi sådanne oplysninger ikke fandtes eller pga. eksterne krav til fondene om hemmeligholdelse af data.

I det følgende giver vi en kort beskrivelse af de udvalgte, offentlige fonde. Se appendix A for en mere grundig gennemgang af fondene.

Finnish Industry Investment Limited, Finland

Finnish Industry Investment Limited (FII) er en investeringsvirksomhed grundlagt i 1995 af den finske regering med det formål at forbedre rammebetingelserne for små og innovative virksomheder. FII har fondsaktiver på i alt kr. 3.056 mio. og foretager både direkte investeringer i early stage (seed- og start-up) og buy-outs og indirekte investeringer i venturefonde. FII investerer relativt bredt, men har særligt fokus på Life Sciences og industrielle produkter.

SITRA: The Finnish National Fund for Research and Development, Finland

Den finske innovationsfond SITRA blev etableret i 1967 med det formål at skabe nye virksomheder gennem direkte investeringer og gennem indirekte investeringer i nationale såvel som internationale fonde. SITRA har fondsaktiver på i alt kr. 5.122 mio. og fungerer som den vigtigste offentlige investor i seed- og start-up-virksomheder i Finland. Fonden fokuserer særligt på early stage technology, health-care, food and nutrition sector og Cleantech. Ud over fondens investeringsaktiviteter har SITRA også en betydelig analysefunktion. SITRA har et internt krav om at opnå et IRR svarende til det, der opnås hos private venturekapitalfonde.

Industrifonden, Sverige

Industrifonden blev grundlagt af den svenske stat i 1979 og har fondsaktiver på i alt kr. 2.425 mio. Siden 2007 har Industrifondens investeringer hovedsagelig været i form af direkte investeringer i early stage-virksomheder såvel som investeringer i mellemstore vækstvirksomheder. Industrifonden investerer hovedsagelig i Life Sciences, teknologi, industri, Cleantech samt generalistsektoren. Industrifonden er en evergreen-fond, hvorfor der ikke fra politisk side er et eksplicit krav om kort eller langsigtet realisering af fondens porteføljeinvesteringer. Der er udelukkende en forventning om, at fonden skal agere på markedsvilkår uden yderligere statsstøtte. Industrifondens administrative omkostninger må aldrig overstige 2,5% af den forvaltede kapital. Afkastet af fondens aktiviteter forventes at modsvare, hvad der svarer til afkastet af en svensk 5-årig statsobligation.

Argentum Fondsinvesteringer, Norge

Argentum Fondsinvesteringer blev oprettet i 2001 med det formål at stimulere "underskoven" i det norske erhvervsliv (seed- og start-up) samt finansiere og professionalisere den norske PE-sektor. Argentum forvalter kr. 5.916 mio. i fondsaktiver. Alle Argentums investeringer foretages i "top-tier" PE-fonde, og Argentums primære aktivitet består i at overvåge den nordiske PE-sektor for at identificere og vurdere fremtidige investeringer i lovende nordiske PE-fonde inden for specielt Life Sciences, IKT, energi og generalist. Argentums mål er at opnå et afkast på sine investeringer, der svarer til det, de bedste PE-fonde i Europa opnår.

TechnoPartner, Nederlandene

Det nederlandske "TechnoPartner Seed Facility"-program (en del af TechnoPartner-programmet) blev igangsat i 2005 med det formål at forbedre det finansielle grundlag for

teknologifokuserede start-up-virksomheder ved bl.a. sikre en mere fordelagtig "risk-return"-fordeling for potentielle venturekapitalinvestorer. TechnoPartner har kr. 1.118 mio. i fondskapital, og hvert år uddeler TechnoPartner kr. 179 mio. til "private investorer", der ønsker at oprette venturefonde rettet mod investeringer i seed- og start-up-faserne. Den bagvedliggende inspiration kommer fra det amerikanske SBIC-program (SBA) samt fra Storbritannien og disses brug af offentlig-private partnerskaber, hvorfor TechnoPartners Seed Facility i perioden 2005-08 støttede oprettelsen af 22 fonde (SBIC'er). Omkostningerne forbundet med administrationen af disse offentlig-private fonde (SBIC'er) påhviler udelukkende de private fonde, der har modtaget kapital.

High-Tech Gründerfonds, Tyskland

Den tyske venturekapitalfond High-Tech Gründerfonds blev oprettet i 2005 (med forventet afvikling i 2010/11) med det formål at tilbyde direkte offentlig start-up-finansiering til virksomheder i den tyske teknologisektor. High-Tech Gründerfonds foretager på baggrund af en fondsstørrelse på kr. 2.028 mio. seed-investeringer i unge og innovative virksomheder inden for Life Sciences, software, IKT, telekommunikation og medier. Kendetegnende for High-Tech Gründerfonds er, at fonden typisk investerer direkte i start-up-virksomheder frem for i fonde, og at investeringerne typisk er i en størrelsesorden på kr. 3.7 mio. med mulighed for follow-on-investeringer på yderligere kr. 3.7 mio. Investeringer foretages gennem en blanding af egenkapitalfinansiering og konvertible lån og med rentefrihed de første fire år. I forlængelse heraf yder High-Tech Gründerfonds aktivt ejerskab, hvor seed-virksomheder via deres forbindelse til fonden kan få tilført ekstern management-rådgivning og strategisk vejledning.

ERP-EIF Dachfonds, Tyskland

The European Recovery Programme (ERP)-EIF Dachfonds er en venturekapitalfond, der udelukkende investerer i tyske venturekapitalfonde rettet mod højteknologiske virksomheder, der befinder sig i seed-, start-up- eller ekspansionsfasen. ERP-EIF Dachfonds har siden oprettelsen i 2001 været administreret af den Europæiske Investeringsfond (EIF) (som er medinvestor), og fonden har ca. kr. 3.728 mio. til rådighed. Det overordnede formål for ERP-EIF Dachfonds er at støtte det tyske venturemarked ved at bruge fondens midler til finansiering af kapitalfonde ("fund-of-funds"). De venturefonde, der investeres i, er hovedsagelig fokuseret mod IKT, Life Sciences eller energirelaterede virksomheder. Ud over fondskapital yder EIF (på vegne af ERP-EIF Dachfonds) også konsulentbistand til venturekapitalfonde i form af rådgivning før og efter fondsetablering. Rådgivningen komplementeres af "aktivt ejerskab" i fondene, hvor EIF fx er repræsenteret i de enkelte fondes bestyrelser.

NESTA, Storbritannien

Den engelske fond NESTA blev etableret i 1998. Med afsæt i en fondskapital på kr. 3.111 mio. foretager NESTA direkte og indirekte investeringer i seed-virksomheder og early stage-fonde. NESTA arbejder uafhængigt af den engelske regering og kan i kraft af dens evergreen-struktur arbejde med et langsigtet perspektiv i relation til realiseringen af dens investeringer. Ud over investeringer i virksomheder og fonde er en væsentlig rolle for NESTA at yde ikke-finansiell rådgivning til dens porteføljevirkomheder. NESTA har en betydelig analysefunktion og er engageret i udformningen af politik og forskning inden for specielt entrepreneurship. NESTA er også engageret i udviklingen af praktiske innovationsprogrammer samt i støtte af udviklingen af regionale og nationale netværk af Business Angels.

Capital For Enterprise Ltd., Storbritannien

Den britiske stat har med lanceringen af Capital for Enterprise Limited (CfEL) i 2008 forsøgt at professionalisere den måde, hvorpå man i Storbritannien fordeler de offentlige venturemidler. CfEL er den største investor af fondskapital i venturekapitalfonde i landet, idet den via sin "fund-of-funds"-struktur har foretaget investeringer i en størrelsesorden på kr. 5.319 mio. i 40 fonde. Den er samtidig ansvarlig for administrationen af diverse lånekautions- og gældsfinansieringsordninger, der beløber sig til kr. 10.337 mio. CfEL investerer i eksisterende og nye fonde med venturefokus. CfELs rolle er udelukkende at agere som investor i fondene og administrere statens interesser i disse fonde som kontrolinstans.

SBA/SBIC, USA

Det amerikanske SBIC-program (Small Business Investment Company), der er administreret af investeringsdivisionen af SBA-agenturet (Small Business Administration), blev etableret i 1958 for at tilvejebringe langsigtet finansiering til seed- og start-up-virksomheder. SBA indgår i et licenssamarbejde med private fonde og venturekapitalister. Forudsat af SBIC-ansøgere møder SBAs kriterier, indvilliger SBA i oprettelsen af offentlig-private partnerskaber med en privat PE-aktør samt at geare private indskud 3:1 op til kr. 550 mio. pr. SBIC. Den fondskapital, staten indskyder, gives på favorable vilkår og under den forudsætning, at investeringerne rettes mod seed- og start-up-virksomheder. SBIC-programmet havde i 2009 kr. 41.809 mio. investeret i 317 SBIC'er, hvor de private investorer selv havde bidraget med kr. 44.358 mio.

Schweiz

I overensstemmelse med tilbuddet på denne evalueringssopgave har Ernst & Young undersøgt, hvorvidt der fandtes venturekapitalinitiativer i Schweiz, som var sammenlignelige med Vækstfonden. På trods af at Schweiz må betegnes om et aktivt venturemarked, har Ernst & Young ikke kunnet identificere nævneværdige offentlige tiltag inden for venturekapitalfinansiering.

5.4.4 Rammebetingelserne i Danmark og sammenligningslandene

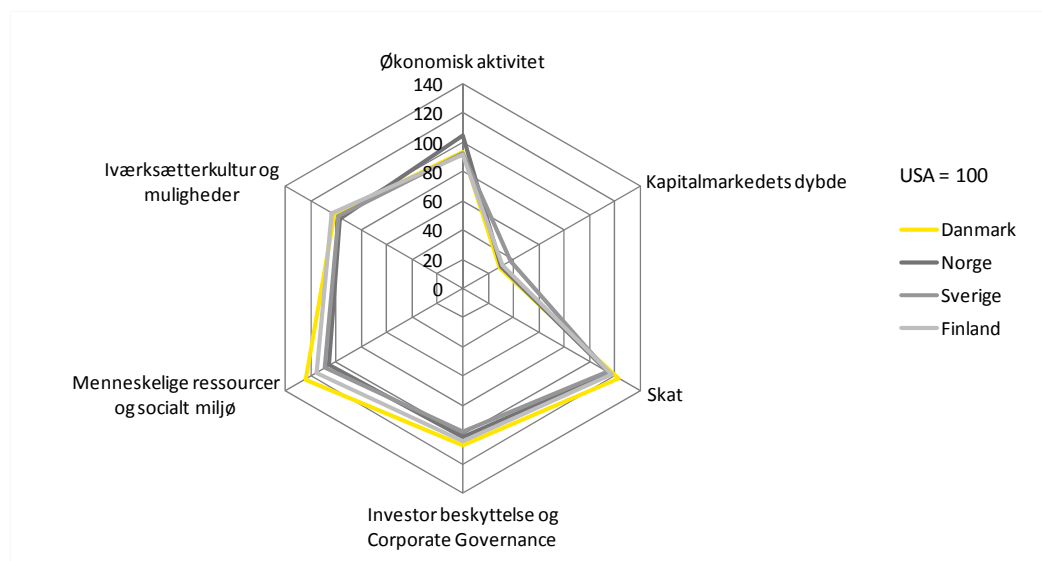
Udviklingen på de nationale markeder for venturekapital er underlagt en række rammebetingelser, som påvirker efterspørgslen efter og udbuddet af venturekapital i de enkelte lande. Det globale Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2009/10 har til formål at kortlægge disse rammebetingelser, der har indflydelse på venture- og private equity-investeringer på tværs af mere end 60 lande¹¹.

Indekset består af i alt 66 indikatorer, hvoraf 60 indikatorer måler landenes rammebetingelser for venturekapitalinvesteringer på seks overordnede dimensioner:

1. **Økonomisk aktivitet:** måles ud fra økonomiernes størrelse, vækst, inflation og arbejdsløshed
2. **Kapitalmarkedets dybde:** måles ud fra aktiemarkedets størrelse, IPO-aktivitet, M&A-aktivitet og det finansielle markedets raffinement
3. **Skat:** måles ud fra skatteniveau og administrative byrder ved skat
4. **Investorbeskyttelse og corporate governance:** måles ud fra aktionærers og bestyrelsens ansvar og rettigheder, ejendomsret, IPR og retssystemets kvalitet
5. **Menneskelige ressourcer og socialt miljø:** måles ud fra uddannelsessystemets kvalitet, arbejdsmarkedsregler, korruption og omkostningen ved kriminalitet
6. **Iværksætterkultur og muligheder:** måles ud fra innovation og R&D, administrative byrder ved opstart, drift og lukning af virksomhed og IKT-infrastruktur

I indekset holdes de enkelte lande op mod USA, hvis værdier på de enkelte indikatorer er sat lig 100. De nordiske lande - *Danmark, Norge, Sverige og Finland* - adskiller sig ikke markant fra hinanden på de seks dimensioner. Der er dog nogle små forskelle. Og helt overordnet er det Danmark, der blandt de nordiske lande har de bedste rammebetingelser for venturekapitalinvesteringer, jf. figur 73.

Figur 73: Rammebetingelserne i Danmark og de andre nordiske lande - set i forhold til USA



Kilde: IESE Business School

¹¹ <http://vcpeindex.iese.us/>

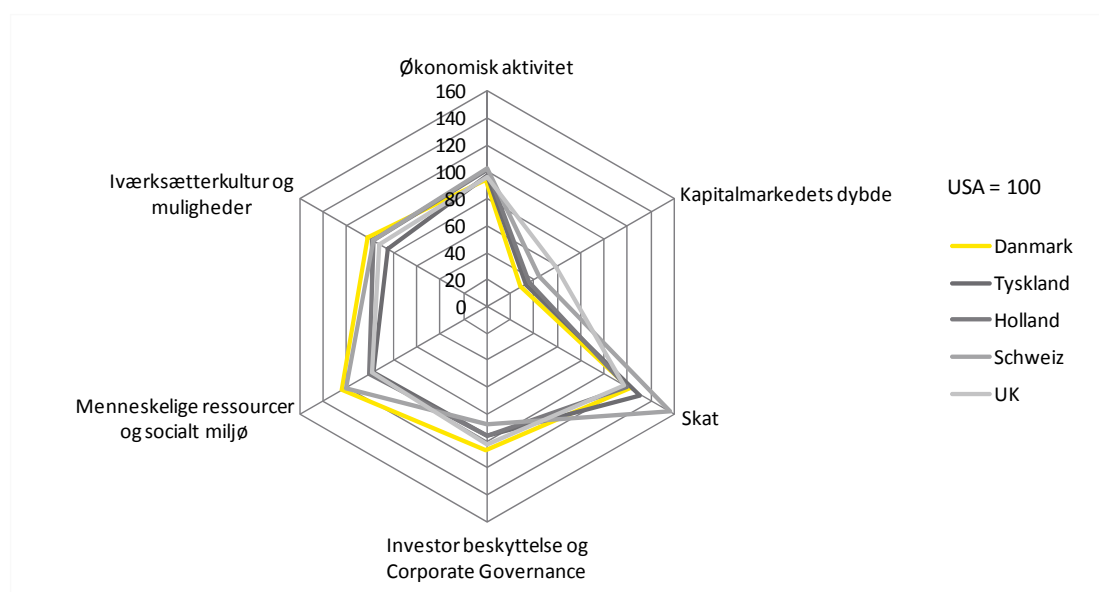
Norge har den højeste økonomiske aktivitet, mens de tre andre lande ligger på samme niveau. Til gengæld er det Sverige, der har den højeste score på kapitalmarkedets dybde - en score, der dog er meget langt fra USA's høje niveau.

Alle nordiske lande ligger højere end USA på skattemæssige incitament, og det er Danmark, der ligger højest blandt de nordiske lande. På investorbeskyttelse og corporate governance ligger samtlige nordiske lande næsten på niveau med USA, og igen er det Danmark, der får den højeste score bl.a. på grund af kvaliteten af vores retssystem.

Målt på menneskelige ressourcer og socialt miljø har Danmark en væsentlig højere score end de andre nordiske lande og USA. Det følger af, at vi har begrænset korruption og relativt høje omkostninger ved kriminalitet. Til gengæld er der - måske overraskende - meget lidt forskel på landenes score på dimensionen iværksætterkultur og muligheder. Her ligger samtlige nordiske lande meget tæt på USA's niveau. De nordiske landes lave forsknings- og innovationsniveauer opvejes af, at landene til gengæld har relativt få administrative byrder ved opstart og drift af virksomhed i forhold til USA.

Der er større variation i scorerne for analysens andre europæiske lande - *Tyskland, Holland, Schweiz og Storbritannien*, jf. figur 74.

Figur 74: Rammebetingelserne i Danmark og de andre europæiske lande - set i forhold til USA



Kilde: IESE Business School

Målt på den økonomiske aktivitet ligger alle de andre europæiske lande i analysen forholdsvis tæt på værdien 100. Til gengæld er disse lande - ligesom de nordiske lande - meget langt fra USA's niveau målt på kapitalmarkedets dybde. Schweiz og UK er de lande, der ligger tættest på USA, fordi de har et relativt stort aktiemarked.

På dimensionen skat ligger samtlige lande dog igen højere end USA, og Schweiz er den absolutte højdespringer på grund af landets gode skattemæssige incitament. Til gengæld har Schweiz den laveste score på investor beskyttelse og corporate governance,

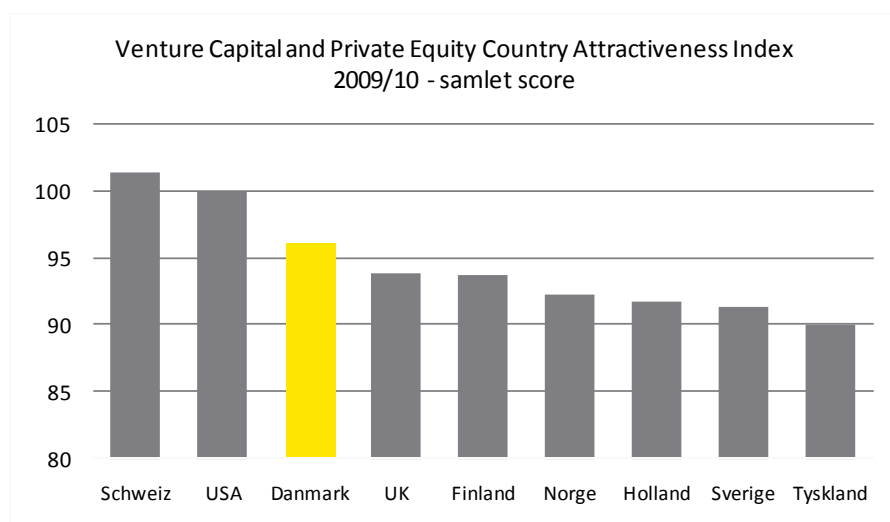
hvor de andre lande ligger på niveau med USA.

Ligesom Danmark scorer Schweiz højt på dimensionen menneskelige ressourcer og socialt miljø, mens de andre lande ligger tæt på USA's niveau. Schweiz har gode menneskelige ressourcer, samtidig med at de - ligesom Danmark - har begrænset korruption og høje omkostninger ved kriminalitet.

På dimensionen iværksætterkultur og muligheder ligger Danmark, Holland og Schweiz tæt på USA - bl.a. som følge af landenes gode IKT infrastrukturer. Tyskland scorer relativt lavt på samtlige af dimensionens indikatorer, mens Storbritanniens score trækkes ned af et lavt forsknings- og innovationsniveau.

Hvis man vægter samtlige indeksets indikatorer, som udgør rammebetingelserne for venturekapitalinvesteringer, så opnår Danmark en samlet score på 96 og dermed en andenplads blandt sammenligningslandene (ekskl. USA), jf. figur 75.

Figur 75: Det samlede score for landenes rammebetingelser for venturekapitalinvesteringer



Kilde: IESE Business School

6. Markedsanalyse



6.1 Vækstfonden vs. andre offentlige og private venturefonde

I dette afsnit præsenterer vi først resultaterne af vores analyse af Vækstfondens administrative omkostninger og afkast målt i forhold til fire andre offentlige initiativer på venturemarkedet. Herefter viser vi resultaterne af en analyse af Vækstfondens afkast i forhold til afkastet i private fonde på det danske marked.

Til sammenligningen af Vækstfonden og andre offentlige initiativer har vi udvalgt Finnish Industry Investment, Sitra, Industrifonden og Argentum, jf. tabel 17. Vi har valgt disse fire fonde ud fra kriterier om datatilgængelighed og sammenlignelighed.

Tabel 17: Oversigt over de fem offentlige fonde

Offentlige initiativer på venturemarkedet				
Navn	Land	Etableringsår	Branchefokus	Investeringsstype og -stadie
Argentum	Norge	2001	Life Sciences, IKT, Energi og andre brancher	Indirekte investeringer i PE-fonde med primært fokus på small, mid-cap, buy-outs og venturefonde
Finnish Industry Investment	Finland	1995	Ikke-specifikt branchefokus	Direkte og indirekte investeringer i early-stage og buy-outs
Industrifonden	Sverige	1979	Life Sciences, Teknologi, Industri, Cleantech og andre brancher	Direkte og indirekte investeringer i early-stage og ekspansion
Sitra	Finland	1967	Healthcare, Fødevare- og Ernæringsbranchen, Cleantech	Direkte og indirekte investeringer i seed, start-up
Vækstfonden	Danmark	1992*	Life Sciences, Cleantech, Technology	Direkte og indirekte investeringer i pre-seed, seed, start-up og ekspansion

Kilde: Fondenes egne regnskaber

* Vækstfonden blev etableret i 1992, men analysen tager alene udgangspunkt i tallene fra 2001.

Der er en række forhold, der skal tages højde for i sammenligningen af fondene. Forskelle i fondenes formål, etableringstidspunkt, branchefokus, investeringsstadiefokus og anvendelse af finansieringsinstrumenter vil have indflydelse på både fondenes omkostninger og afkast.

Alder er eksempelvis et parameter, som har stor betydning for afkast. Tilbageløb på investeringer i form af exits og opskrivninger i den bogførte værdi sker typisk først i slutningen af en investeringscyklus. Derfor vil ældre offentlige fonde - alt andet lige - have en fordel frem for de yngre, idet de har afsluttet flere investeringscykler. Ligeledes har fondenes risikovillighed stor betydning for afkastresultaterne, idet investeringer i "later stages" fører til en både mere sikker og hurtigere realisering af investeringerne.

6.1.1 Omkostningsanalyse - offentlige fonde

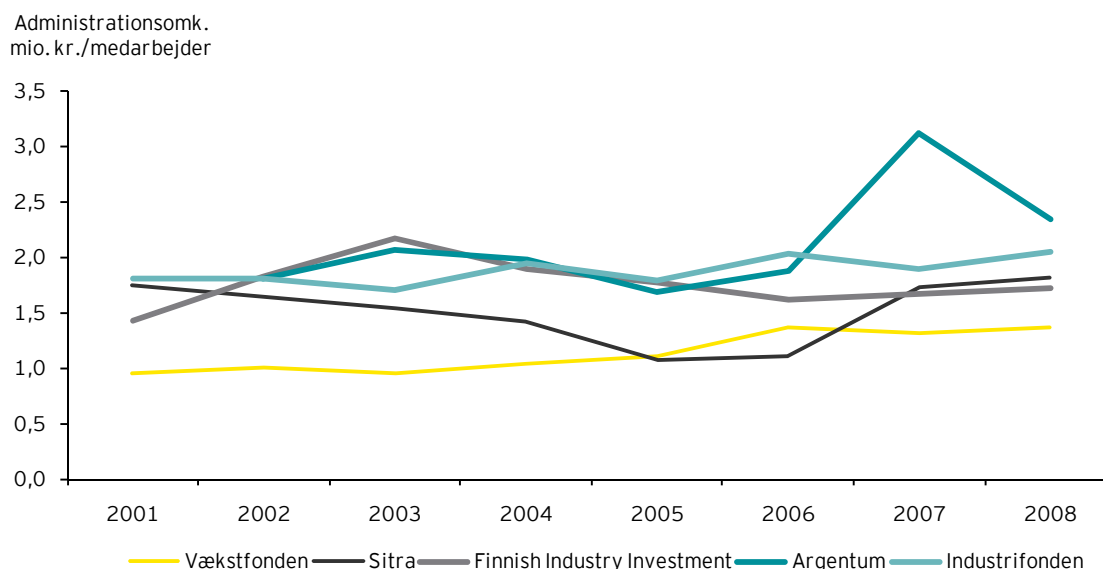
Afsnittets konklusioner

- ▶ Målt på administrative omkostninger pr. medarbejdere udmærker Vækstfonden sig ved at have markant lavere omkostninger end Argentum, Industrifonden og Finnish Industry Investment.
- ▶ Til gengæld har Vækstfonden den største stigning i omkostninger pr. medarbejder i perioden.
- ▶ Et mere relevant mål er omkostninger pr. udbetaling, og her udmærker Vækstfonden sig ved at have relativt lave omkostninger pr. udbetaling i forhold til, at den har en relativ stor andel af direkte investeringer.
- ▶ Tages der højde for forskelle i fondenes investeringsfokus samt analyseindsats klarer Vækstfonden sig ligeledes godt målt på omkostninger pr. udbetaling.

I analysen af fondenes omkostninger ser vi på fondenes administrative omkostninger, som er defineret som summen af samtlige lønomkostninger, afskrivninger samt andre drifts- og administrative omkostninger, herunder analyse- og forvaltningsomkostninger.

Et simpelt mål for omkostningsniveauet i fondene er administrative omkostninger pr. medarbejder. Her udmærker Vækstfonden sig ved at have markant lavere administrative omkostninger pr. medarbejder end de øvrige offentlige fonde jf. figur 76. Til gengæld har Vækstfonden oplevet den største stigning (43 pct.) i perioden.

Figur 76: Udvikling i administrative omkostninger pr. medarbejder, 2001-2008

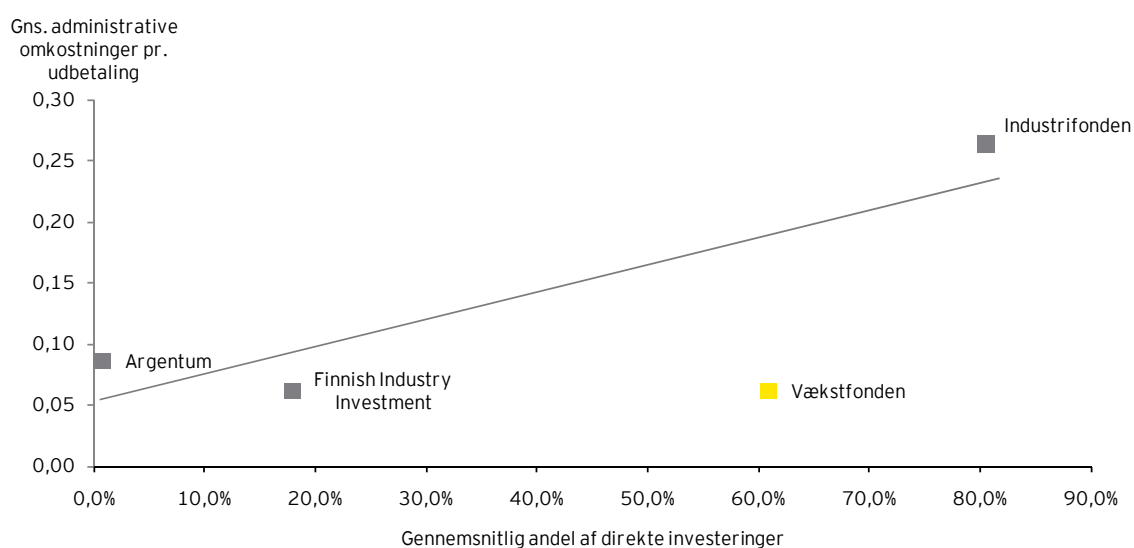


Kilde: Ernst & Young - baseret på fondenes årsrapporter 2001-2008

Et mere relevant mål for omkostningsniveauet er administrative omkostninger pr. udbetaling. Det giver et billede af, hvad det koster at foretage en investering i de forskellige fonde. Omkostningerne varierer dog væsentligt i forhold til, om fondene primært foretager direkte eller indirekte investeringer. Direkte investeringer kræver flere omkostninger til identifikation, forhandling, ledelsesassistance og kompetenceudvikling af porteføljeselskaber end indirekte investeringer, hvor de administrative omkostninger bæres af venturefondene.

Denne tendens bekræftes, når man sammenholder de gennemsnitlige omkostninger pr. udbetaling med fondenes andel af direkte investeringer, jf. figur 77. Den opadgående tendens i kurven indikerer, at en øget andel af direkte investeringer betyder større omkostninger pr. udbetaling.

Figur 77: Omkostninger i forhold til andel af direkte investeringer, 2001-2008



Kilde: Ernst & Young - baseret på fondenes årsrapporter 2001-2008

Note: Sitra er ikke inkluderet i figuren, da fondens fokus i høj grad er på analyser og kun i mindre grad på investeringer. Som en følge heraf har Sitra meget store omkostninger i forhold til udbetalinger.

Vækstfonden udmærker sig ved at have relativt lave omkostninger pr. udbetaling i forhold til, at fonden har en relativt stor andel af direkte investeringer. Industrifonden, som ligeledes har en høj andel af direkte investeringer, har langt højere omkostninger pr. udbetaling. Samtidig skal det bemærkes, at Vækstfonden er den eneste af de fire fonde, som har en analysefunktion. Hvis der renses for det, ville Vækstfondens omkostninger pr. udbetaling være endnu lavere.

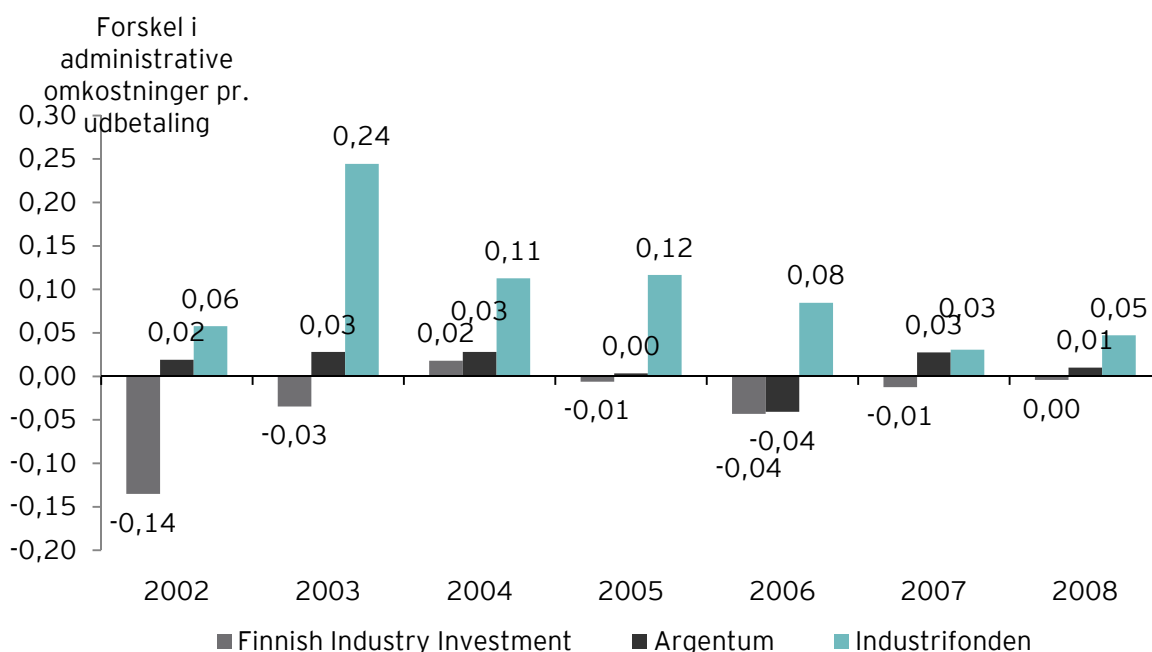
De fire fonde i analysen adskiller sig markant fra hinanden i forhold til investeringsstrategi, og det påvirker deres omkostningsniveauer. I et forsøg på at udligne disse forskelle har vi gennemført en analyse af, hvilke omkostninger Vækstfonden ville have haft, hvis fonden havde samme investeringsmix som henholdsvis Industrifonden, Finnish Industry Investment og Argentum. Investeringsmixet er et udtryk for, hvordan fondenes udbetalinger fordeler sig på direkte investeringer, indirekte investeringer og udlån. I analysen tages der endvidere højde for, hvorvidt fondene har en analysefunktion.

Vi har taget udgangspunkt i, hvad det koster for Vækstfonden at foretage en udbetaling til henholdsvis direkte investeringer, indirekte investeringer og udlån. Derefter har vi beregnet, hvad det samlet set ville koste, hvis Vækstfonden skulle administrere det investeringsmix, som de har andre fonde har. Det giver os mulighed for at se, om Vækstfonden ville have administreret det pågældende investeringsmix til lavere omkostninger, end hvad de enkelte fonde reelt set har brugt på at administrere det pågældende investeringsmix¹².

Resultaterne af denne analyse kan ses i figur 78. En positiv værdi betyder, at Vækstfonden ville have administreret det pågældende investeringsmix med lavere omkostninger, end den pågældende fond reelt har gjort.

Vækstfonden har gennem hele perioden haft lavere omkostninger end Industrifonden, når der korrigeres for forskelle i investeringsmix. Det samme gælder for Argentum, som kun har haft lavere omkostninger end Vækstfonden i et enkelt år (2005). Med undtagelse af 2001 ligger Finnish Industry Investments omkostninger meget på linje med Vækstfonden gennem perioden¹³, jf. figur 78.

Figur 78: Sammenligning mellem Vækstfondens og de øvrige fondes estimerede omkostninger



Kilde: Ernst & Young - baseret på fondenes årsrapporter 2001-2008

Analysen er udarbejdet i forhold til fondenes udbetalinger. Dette nøgletal forholder sig imidlertid ikke til kvaliteten af de foretagne udbetalinger. Det er derfor relevant at sammenholde resultatet med afkastet for at vurdere, om Vækstfonden også opnår et tilstrækkeligt afkast i forhold til omkostningerne.

¹² Den detaljerede beregningsmetode fremgår af appendix B.

¹³ Finnish Industry Investment har i løbet af 2005 skiftet opgørelsesmetode for udbetalingerne, og derfor er perioden før 2005 ikke direkte sammenlignelig.

6.1.2 Afkastanalyse - offentlige fonde

Vi har gennemført en afkastanalyse med det formål at belyse, hvilket afkast Vækstfonden har skabt i forhold til andre sammenlignelige offentlige fonde. Det skal dog bemærkes, at Vækstfonden ikke skal evalueres i forhold til sit afkast. Vækstfonden har ikke til formål at skabe et privatøkonomisk afkast. Derimod har fonden til formål at skabe et samfundsmæssigt afkast i form af innovation og fornyelse i erhvervslivet.

Afsnittets konklusioner

- ▶ Udviklingen i fondenes afkast - målt som årsresultat i forhold til egenkapital - er relativt ensartet, og der er en klar sammenhæng med markedsconjunkturerne.
- ▶ Norske Argentum og finske FII præsterer de bedste afkast.
- ▶ Argentum har fokus på "later stages", hvilket giver mulighed for en hurtigere realisering af investeringerne, og FII har haft et stort antal exits i perioden.
- ▶ Vækstfondens resultater er præget af, at de først begyndte egenkapitalinvesteringerne i 2001. Tilbageløb på disse investeringer og opskrivninger på investeringernes bogførte værdi vil først for alvor finde sted i 2010 og 2011, hvor den første investeringscyklus bliver afsluttet.
- ▶ De to mest succesfulde fonde - Argentum og FII - er begge fonde, der opererer med et afkastmål.

Traditionelt benyttes Internal Rate of Return (IRR) som afkastmål for venturefonde. Den endelige IRR beregnes på baggrund af faktiske pengestrømme og er derfor kun mulig at beregne, når investeringerne i en fond er blevet realiseret. Da fondene er etableret på forskellige tidspunkter med forskellige tidshorisonter, er dette mål hverken tilgængeligt eller fyldestgørende for sammenligningen af fondene. Derfor har vi taget udgangspunkt i fondenes resultat i forhold til egenkapital, som kan opgøres på baggrund af foreliggende regnskabstal.

Vi har gennemført afkastanalysen på baggrund af to mål for fondenes resultat. Det første mål er resultatet af fondenes direkte og indirekte investeringer i forhold til egenkapital.

(1)
$$\frac{\text{Resultat af direkte og indirekte investeringer}}{\text{Egenkapital}}$$

Det er et mål for resultatet af de investeringer, som er foretaget i overensstemmelse med fondenes formål, sat i forhold til fondenes egenkapital. Nøgletallet afhænger af, hvor stor en del af fondens kapital, der er investeret, samt af hvilken regnskabspraksis fondene benytter. Samtidig er udviklingen i dette nøgletal primært drevet af værdireguleringer af de bogførte værdier og af realiserede investeringsafkast fx igennem exits.

Målet tager imidlertid ikke højde for, hvordan fondene fordeler deres investeringer mellem investeringer i likvide midler og direkte og indirekte investeringer.

Det andet mål er årets resultat i forhold til egenkapital.

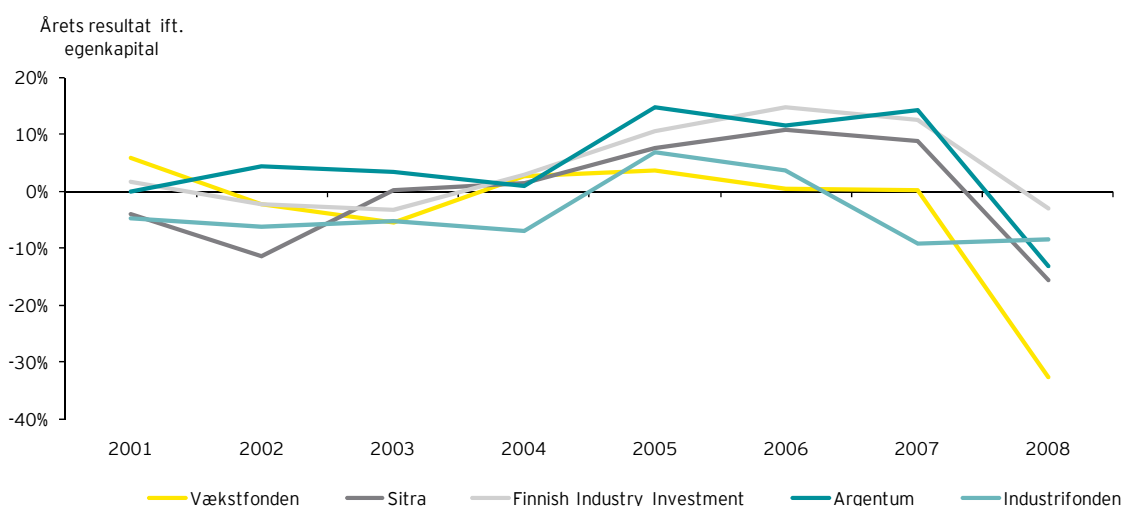
$$(2) \frac{\text{Årets resultat}}{\text{Egenkapital}} = \frac{\text{Resultat af direkte og indirekte investeringer} + \text{investeringsresultat} + \text{andre indtægter} - \text{omkostninger}}{\text{Egenkapital}}$$

I dette mål inkluderes investeringsresultatet, som er resultatet af investeringer i aktier, obligationer mv. med henblik på forvaltning af fondenes formuer, samt andre indtægter. Dette mål afspejler såvel afkastet fra direkte og indirekte investeringer som afkastet fra investeringer i likvide midler. Samtidig tages der højde for fondenes omkostninger, og målet afspejler således også, hvor effektive fondene er i forhold til at nå det pågældende afkast.

Valget af mål har ikke betydning for afkastanalysens resultater. Derfor har vi valgt udelukkende at gengive resultaterne af analysen baseret på årets resultat i forhold til egenkapital, som efter vores mening er det mest retvisende mål i forhold til at sammenligne afkast på tværs af de offentlige fonde.

Fondenes afkast har udviklet sig relativt ens gennem perioden, og de har alle fulgt den generelle økonomiske udvikling. Den negative udvikling i 2001 og 2002 skyldes eftervirkninger af teknologiboblen i 2000. Den medførte ikke kun et brat stop i antallet af exits; markedsudviklingen for teknologibaserede virksomheder var meget svag i disse år. Venturemarkedet kom tilbage på sporet i 2004 og oplevede stor fremgang i 2005, hvor appetitten på at foretage især opfølgingsinvesteringer var stor. I dag er markederne præget af den økonomiske krise, der har betydet manglende exitmuligheder og nedskrivninger af urealiserede investeringer. Vækstfonden har eksempelvis foretaget en markant nedskrivning af værdien af de urealiserede indirekte investeringer på kr. 518,7 mio. i 2008, hvilket har betydet et markant fald i deres afkast, jf. figur 79.

Figur 79: Årets resultat i forhold til egenkapital



Kilde: Ernst & Young - baseret på fondenes årsrapporter 2001-2008

Note: Argentum skiftede regnskabspraksis til IFRS i 2005, og inden da indregnede fonden ikke værdireguleringer over resultatopgørelsen, hvorfor driftsresultatet for Argentum først er tilgængeligt fra 2004.

Argentums høje afkast kan i høj grad tilskrives, at fonden - til forskel fra de øvrige fonde - har placeret størstedelen af sin kapital i "later stages"¹⁴. Mens Vækstfondens investeringsfokus primært har været rettet mod små og mellemstore risikofyldte vækstvirksomheder inden for Life Sciences, Technology og Cleantech - virksomheder med en lang udviklingshorisont - har Argentum investeret i mere modne virksomheder med etablerede markedspositioner. Hertil kommer, at Argentum som nystartet fond ikke har investeret i aktiver fra før teknologiboblen.

Finnish Industry Investment klarer sig ligeledes godt, hvilket skyldes et højt antal exits i de senere år samt, at fonden har en stor del af sine investeringer placeret i industri- og servicesektorerne, som er forbundet med mindre risici end andre traditionelle venturebrancher.

Vækstfondens afkast har været positivt i store dele af perioden med undtagelse af årene 2002-2003 og 2008. Det skal bemærkes, at Vækstfonden har været væsentligt mere eksponeret (59 pct. i 2008) i Life Sciences end de andre fonde. Sitra er den eneste anden fond, der ligeledes er markant eksponeret i Life Sciences, men Sitra udmærker sig alligevel ved at vise en mere stabil udvikling end Vækstfonden. Det skyldes primært, at Sitra har placeret en stor del af sine midler i passive aktiver - i 2008 var 82,3 pct. af fondens egenkapital investeret i passive midler som fx obligationer og andre indekserede fonde.

Industrifondens stabile udvikling - særligt i 2008 - kan muligvis forklares ud fra, at Industrifonden drives på private præmisser med et afkastkrav over en investeringscyklus på fem år modsvarende afkastet på statsobligationer. Derved har Industrifonden et større incitament til at begrænse sine tab i forhold til fonde med et samfundsmæssigt formål. De sidstnævnte vil være tilbøjelige til at bibeholde tabsgivende investeringer, såfremt de gavner samfundsøkonomien.

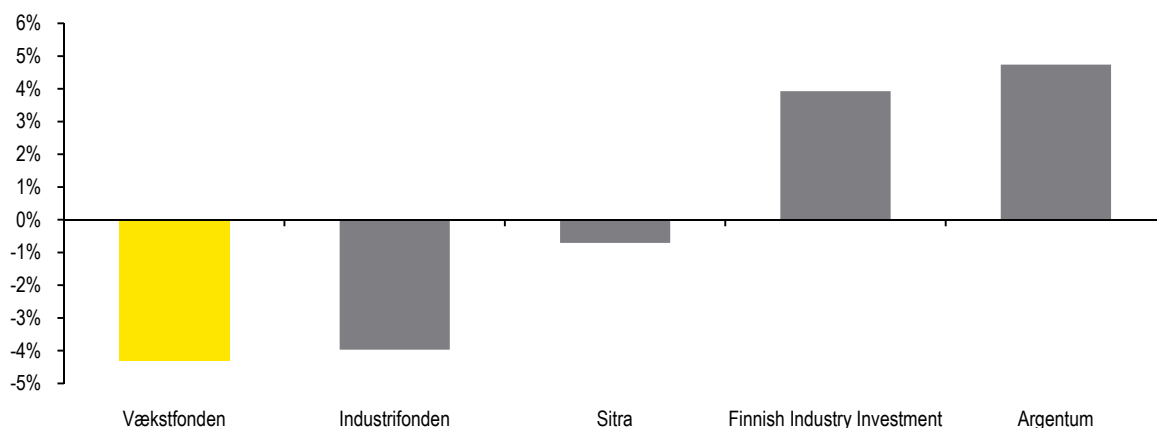
Da årets resultat i høj grad er præget af værdireguleringer af den bogførte værdi samt timingen af exits, er det relevant af se på det gennemsnitlige afkast for perioden 2001-2008 målt som CAGR.

$$CAGR = \frac{\text{Slutværdien}^{\left(\frac{1}{\text{Antal år}}\right)}}{\text{Startværdien}} - 1$$

Målt for hele perioden har Vækstfonden præsteret et dårligere afkast end de andre fonde. Finnish Industry Investment har opnået et positivt gennemsnitligt afkast på ca. 4 pct., hvilket blandt andet skyldes, at de foretaget ikke mindre end ca. 60 exits i perioden. Vækstfonden har derimod præsteret et negativt afkast for perioden på -5,1 pct. - et resultat der skal ses i lyset af, at Vækstfonden kun har foretaget egenkapitalinvesteringer siden 2001, jf. figur 80.

¹⁴ I perioden 2002 til 2008 har Argentum investeret i 31 fonde. Kapitalindsuddet fordeler sig i 2010 som følger: Large-cap buyout (8,99%), Small/mid-cap buyout (64,06%) og Venture (26,96%).

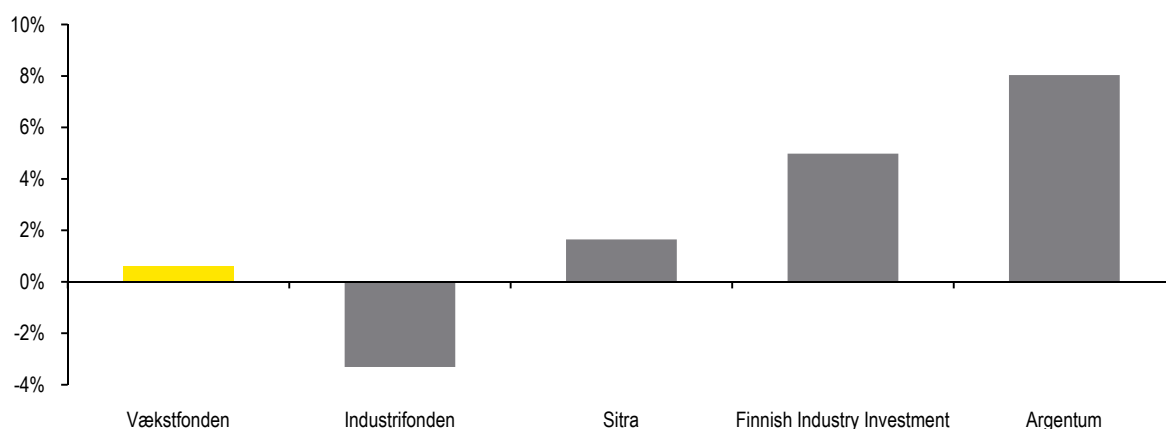
Figur 80: Compounded Annual Growth Rate (CAGR), årets resultat for 2001-2008



Kilde: Ernst & Young - baseret på fondenes årsrapporter 2001-2008

Vækstfondens afkast er samtidig i høj grad påvirket af et underskud i 2008 på kr. 684,3 mio., som skyldtes en markant nedskrivning af urealiserede investeringer. Ser man på Vækstfondens gennemsnitlige afkast i perioden 2001-2007, præsterer fonden et positivt resultat, jf. figur 81.

Figur 81: Compounded Average Growth Rate (CAGR), årets resultat for 2001-2007



Kilde: Ernst & Young - baseret på fondenes årsrapporter 2001-2008

Værdiansættelsen af ventureselskabers porteføljer følger ofte en J-formet kurve, der demonstrerer, at selskaberne hurtigt nedskriver værdien i deres porteføljeselskaber, hvis der sker negative hændelser, mens der kun sjældent sker regnskabsmæssige opskrivninger. Det sker typisk, når værdien kan valideres af nye investorer, eller når egentlige afhændelser finder sted. Det typiske forløb er, at ventureselskaberne først efter 5-7 år opnår breakeven på J-kurven.

Tilbageløb på Vækstfondens investeringer vil først for alvor ske i 2010 og 2011. Derfor ville en afkastanalyse på dette tidspunkt give et mere retfærdigt billede af Vækstfondens evne til at generere et afkast.

I denne sammenhæng er det interessant at se, at de to mest succesfulde fonde - Argentum og Finnish Industry Investment - begge er fonde, der opererer med et afkastmål. Industrifonden har ligeledes et afkastmål, som de dog ikke har levet op til.

6.1.3 Afkastanalyse - private fonde

Vækstfonden har i samarbejde med ATP beregnet afkast for Vækstfonden og danske venturefonde målt på nøgletallet "Internal rate of return" (IRR). Denne analyse viser, at danske fonde i perioden 2001-2009 samlet set har haft en gennemsnitlig årlig forrentning på -6,7 pct., hvilket kan holdes op imod Vækstfondens samlede resultat på -8,8 pct., jf. tabel 18.

Tabel 18: Internal Rate of Return (IRR), 2001- 2009

	Vækstfonden			
	Danske fonde	Direkte	Indirekte	Samlet
Type				
Exits	-4,9%	-4,1%	-20,8%	-10,1%
Fortsat i portefølje	-8,4%	-13,2%	-7,3%	-8,2%
Samlet	-6,7%	-7,1%	-9,6%	-8,8%
Brancher				
Life Sciences	-6,9%	1,6%	-9,1%	-7,0%
ICT	-9,2%	-13,9%	-13,3%	-13,5%
Andet	-5,5%	-8,0%	6,1%	-3,5%
Vintage-år				
2000-2001	-12,1%	-4,4%	-16,1%	-7,8%
2002-2005	-1,2%	N. A.	2,7%	2,7%

Kilde: Vækstfonden og ATP

Note: Tallene er gennemsnitsafkast vægtet med kapitalbeholdningen. For venturefonde er afkastet beregnet som bruttoafkast. Administrationsomkostningerne er fratrukket på nedenstående opdelinger af fondenes afkast. For virksomheder er angivet bruttoafkast, som afspejler virksomhedernes performance. Opgjort pr. 30. september 2009.

Afkastet er mest negativt for de fonde, der blev etableret før 2001. For den nye generation af venturefonde, som blev etableret efter 2002, er afkastet -1,2 pct. I modsætning hertil har Vækstfonden i perioden 2002-2005 haft en gennemsnitlig årlig forrentning på 2,7 pct.

På grund af fondenes alder er hovedparten af porteføljevirkomhederne endnu ikke exit-parate, hvilket kan være en medvirkende årsag til, at IRR-tallene ser ud, som de gør. De fonde, der blev etableret i 1998-2001, er i gang med at realisere deres investeringer, mens de nyere fonde stadig har størstedelen af virksomhederne i porteføljen. IRR er diskonteringsrenten for samtlige betalinger, der gør nutidsværdien lig nul. IRR er således et mål, der først endeligt kan opgøres, når alle betalinger fra en given investering er blevet realiseret.

6.2 Vækstfondens betydning på mikroplan

Venturekapital investeres typisk med henblik på at skabe et økonomisk afkast på langt sigt. Vækstfonden har dog en bredere målsætning end blot at skabe et økonomisk afkast på den investerede kapital. Vækstfondens mål er også at gøde jorden for et effektivt marked for risikovillig kapital og at fremme innovation i små og mellemstore virksomheder med det formål at skabe et samfundsøkonomisk afkast.

Dette afsnit beskriver den effekt, som Vækstfondens investeringer har haft på de porteføljevirkosomheder, der har fået finansiering enten direkte eller indirekte fra Vækstfonden. Effekten på porteføljevirkosomhederne analyseres på baggrund af en række nøgletal, der har forbindelse til Vækstfondens formål. Virksomhederne i porteføljen sammenlignes endvidere med en tilfældig stikprøve af virksomheder, der er udvalgt efter en række kvantitative kriterier baseret på porteføljevirkosomhedernes træk.

Afsnittets konklusioner

- ▶ Vækstfondens porteføljevirkosomheder oplever større vækst i omsætning og antal ansatte end virksomhederne i sammenligningsgruppen. En større andel af porteføljevirkosomhederne går dog også konkurs i perioden, end det er tilfældet med sammenligningsgruppen.
- ▶ Generelt er der større vækst og færre konkurser i virksomhederne i den indirekte portefølje, end i virksomhederne i den direkte portefølje.
- ▶ Samlet set er der skabt 4.900 arbejdspladser og en omsætning på kr. 6,9 mia. i Vækstfondens porteføljevirkosomheder.
- ▶ Hovedparten af de adspurgte virksomheder i spørgeskemaundersøgelsen mener, at de vil generere en større omsætning og flere arbejdspladser i den nærmeste fremtid.
- ▶ Der er tegn på, at Vækstfonden har været med til at skabe en økonomisk aktivitet, der ellers ikke ville have fundet sted. 67 pct. af virksomhederne er enten helt uenige eller uenige i, at de kunne have tiltrukket alternativ kapital og realiseret virksomheden i samme form og omfang uden kapital fra Vækstfonden.

6.2.1 Metode

Effekten af Vækstfondens investeringer på mikroplan måles for perioden 2001-2008. Årsagen til, at 2009 ikke er inddraget, er, at der endnu ikke er tilstrækkelige regnskabsdata på virksomhederne. Effekten måles primært på vækst i omsætning, vækst i antallet af ansatte samt antallet af konkurser. Det giver et udtryk for virksomhedernes bidrag til den økonomiske aktivitet samt til jobskabelsen i Danmark.

I visse sammenhænge inddrager vi også årets resultat på trods af, at det ikke nødvendigvis er et egnet mål til at evaluere porteføljevirkosomhederne på kort sigt. Venturefinansierede virksomheder genererer typisk store underskud de første 8-10 år af deres levetid, primært fordi virksomhederne har betragtelige omkostninger forbundet med forskning og udvikling. Det gælder særligt for virksomheder i bioteksektoren. Og da analysen måler effekten af kapitalindskud, der er foretaget i perioden 2001-2009, er det formentligt for tidligt at måle virksomhedernes evne til at skabe overskud.

Vi benytter også et mål for virksomhedernes værditilvækst, som er et mål for virksomhedens bidrag til værdiskabelsen i Danmark. Målet tager ikke højde for risikojusterede kapitalomkostninger, og det er derfor et mål for omsætningens værdi udelukkende fratrukket de direkte produktionsomkostninger (fx vareomkostninger) og de øvrige inputs i form af kapital og arbejdskraft.

Virksomhederne i porteføljegruppen stilles i analysen over for en sammenligningsgruppe af virksomheder. Der er ikke tale om en decideret kontrolgruppe eller benchmarkgruppe. Det er et sammenligningsgrundlag, der kan give en idé om, hvordan virksomheder af samme størrelse og alder, og i samme branche, har udviklet sig i perioden. Virksomhederne i sammenligningsgruppen er udvalgt efter stratificeret stikprøveudtræk for at sikre, at gruppen ligner porteføljevirkomhederne. Stikprøven er stratificeret efter kriterierne:

- Antal ansatte i virksomheden
- Virksomhedens alder
- Branche

Der er anvendt tilfældigt stikprøveudtræk med vægte, der er proportionale med antallet af virksomheder i hver gruppe i porteføljevirkomhederne. Der er dermed proportionalt lige mange virksomheder i hver gruppe i sammenligningsgruppen, som der er i gruppen af porteføljevirkomheder (både direkte og indirekte virksomheder). Vi har grupperet virksomhederne i fire overordnede brancher - Information og kommunikation (IKT), Life Sciences, Industri og forsyning og Handel og service - for at sikre, at der er tilstrækkeligt med observationer i hver gruppe.

Der er generelt meget få tal for omsætning, hvilket primært skyldes, at det ikke er obligatorisk for virksomhederne at indberette dette parameter. Derudover har det kun været muligt at fremskaffe tal for omsætning og værditilvækst for sammenligningsgruppen for perioden 2005-2008.

For hver virksomhed kan der være op til otte observationer på hvert af nøgletallene, og vi har indsamlet omkring 1.000 observationer på hvert nøgletal for Vækstfondens porteføljevirkomheder, jf. tabel 19.

Tabel 19: Antal observationer inden for undersøgte grupper

Antal observationer			Direkte og	Sammenlignings-
	Direkte	Indirekte	indirekte	
Parameter	portefølje	portefølje	portefølje	gruppe
Årets resultat	464	608	1.020	11.195
Omsætning	118	149	252	2.185
Antal ansatte	464	611	1.023	9.819
Værditilvækst	452	610	1.010	7.817
Konkurs	896	896	1.848	11.201

Kilde: Vækstfonden, Experian og Ernst & Young

Note: Grunden til, at det samlede antal observationer ikke er lig med summen af observationerne i den direkte og den indirekte portefølje, er, at en del virksomheder har modtaget kapital både gennem Vækstfondens direkte og indirekte investeringsaktiviteter.

I analysen har vi udskilt en outlier-gruppe, som er 13 virksomheder i de to buyout-fondes, Erhvervsinvest I og II, portefølje. Virksomhederne udgør signifikante outliers i forhold til de øvrige virksomheder - målt både på alder og antal ansatte - og derfor er de ikke medtaget i analysen.

Væksten i omsætning og antal ansatte er målt efter tre metoder: 1) gennemsnittet af den absolutte ændring fra år til år i de enkelte virksomheder, 2) uvægtet gennemsnit af den procentvise ændring fra år til år, og 3) vægtet gennemsnit af den procentvise ændring år til år.

Alle tre metoder har fordele og ulemper og giver forskellige resultater: Metode 1¹⁵ viser virksomhedernes absolutte vækst i perioden. Dette mål har dog tendens til at favorisere store virksomheder. Metode 2¹⁶ viser til gengæld virksomhedernes procentvise vækst i perioden. Dette mål har imidlertid tendens til at favorisere små virksomheder, og i vores analyse har vi været nødt til at frasortere de mest ekstreme outliers og alle ændringer på mere end 500 pct.¹⁷ Metode 3¹⁸ viser virksomhedernes vægtede, procentvise vækst. Udfordringen med dette mål er, at der kan komme nye virksomheder ind i porteføljen fra det ene år til det andet, hvilket vil påvirke gennemsnittet, uden at der er tale om reel vækst i de enkelte virksomheder. Men da virksomhederne er relativt sammenlignelige i størrelse i de forskellige grupper, vurderer vi, at metode 3 er en mere retvisende måde at beregne relativ vækst på end metode 2. I de følgende analyser er væksten således målt på baggrund af metode 1 og metode 3.

¹⁵ Årlig ændring = $(X_{i,t} - X_{i,t-1})/n$

¹⁶ Årlig ændring = $[(X_{i,t} - X_{i,t-1})/X_{i,t-1}]/n$

¹⁷ Niveauet er blevet sat efter en vurdering af ændringernes spredning, målt på standardafvigelse, under hensyn til at bevare tilstrækkeligt mange observationer til at det kan lade sig gøre at udlede et meningsfuldt gennemsnit

¹⁸ Årlig ændring = $(X_{i,t}/n - X_{i,t-1}/n)/X_{i,t-1}/n$

6.2.2 Analysens resultater

Virksomhederne i sammenligningsgruppen har generelt en lidt større omsætning end de venturefinansierede porteføljevirkomheder. Samtidig har de også et positivt årets resultat, mens porteføljevirkomheder har et gennemsnitligt negativt resultat i perioden. Der er desuden markant flere konkurser blandt porteføljevirkomhederne, hvilket er tegn på, at der er tale om mere risikofyldte virksomheder, jf. tabel 20.

Tabel 20: Beskrivende statistik for væsentlige nøgleparametre, 2001-2008

Gennemsnit		
Parameter	Samlet portefølje	Sammenligningsgruppe
Årets resultat (mio. kr.), gns.	-8,4	0,2
Omsætning (mio. kr.), gns.	8,9	37,8
Antal ansatte, gns.	12,2	13,6
Konkurs, pct.	17,8%	14,6%
Alder, gns.	4,0	5,3
Antal virksomheder	247	1847

Kilde: Vækstfonden, Experian og Ernst & Young

De venturefinansierede porteføljevirkomheder har generelt opnået en højere procentvis vækst i perioden - målt på både omsætning og antal af ansatte - end sammenligningsgruppen. Mens virksomhederne i sammenligningsgruppen er vokset med 16 pct. i omsætning, er porteføljevirkomhederne vokset med 32 pct. Det er særligt virksomhederne i Vækstfondens indirekte portefølje, der har opnået en høj vækst. Der er ligeledes en tendens til, at porteføljevirkomhederne har haft en større procentvis vækst i antal ansatte. Absolut set er den gennemsnitlige vækst i omsætning mindre i porteføljevirkomhederne end i sammenligningsgruppen, hvilket kan forklares med, at de kommer fra et lavere udgangspunkt. Derudover har porteføljevirkomhederne i gennemsnit haft en mindre vækst i værditilvækst end virksomhederne i sammenligningsgruppen. Det er særligt virksomhederne i den indirekte portefølje - som i høj grad består af Life Sciences-virkomheder - som har haft en negativ vækst i værditilvækst, jf. tabel 21.

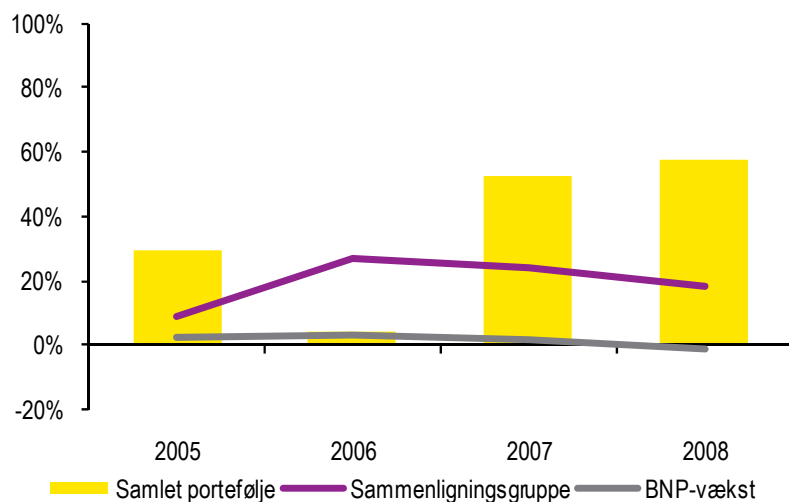
Tabel 21: Årlige ændringer i væsentligste nøgleparametre, 2001-2008

Parameter	Samlet portefølje	Direkte portefølje	Indirekte portefølje	Sammenligningsgruppe
Gns. årlig vækst i omsætning, mio. kr.	2,6	1,2	3,7	6,5
Gns. årlig vækst i omsætning, pct.	32,1%	25,7%	48,8%	16,0%
Gns. årlig vækst i antal ansatte	1,7	1,1	2,0	1,1
Gns. årlig vækst i ansatte, pct.	5,0%	1,6%	7,3%	4,7%
Gns. årlig værditilvækst, mio. kr.	-0,8	0,9	-2,1	6,1

Kilde: Vækstfonden, Experian og Ernst & Young

Porteføljevirkomhederne har i alle år undtaget 2006 en højere vækst i omsætning end sammenligningsgruppen. Det er primært virksomhederne i den indirekte portefølje, der trækker den samlede porteføljes gennemsnitlige vækst op. Virksomhederne i sammenligningsgruppen følger i højere grad den samlede danske økonomiske vækst målt i BNP, jf. figur 82.

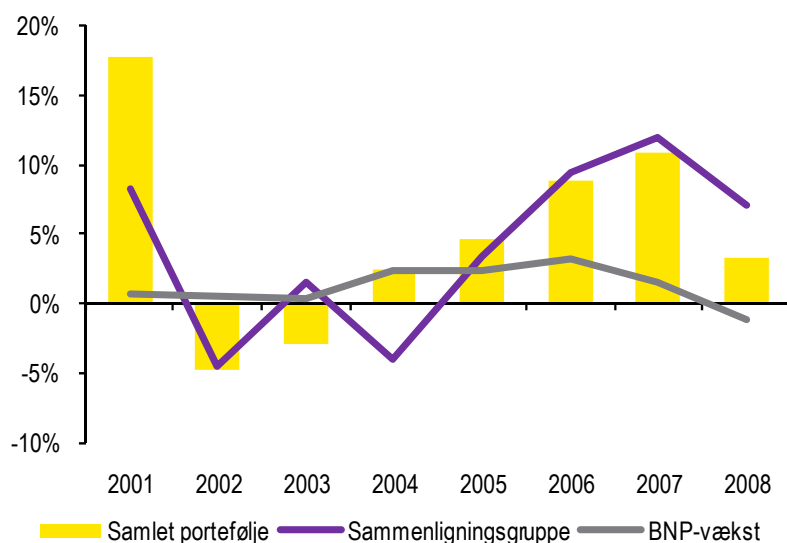
Figur 82: Gennemsnitlig vækst i omsætning, pct.



Kilde: Vækstfonden, Experian og Ernst & Young

Ser man i stedet på vækst i antal ansatte, følger porteføljeverksamhederne i højere grad udviklingen i sammenligningsgruppen, jf. figur 83.

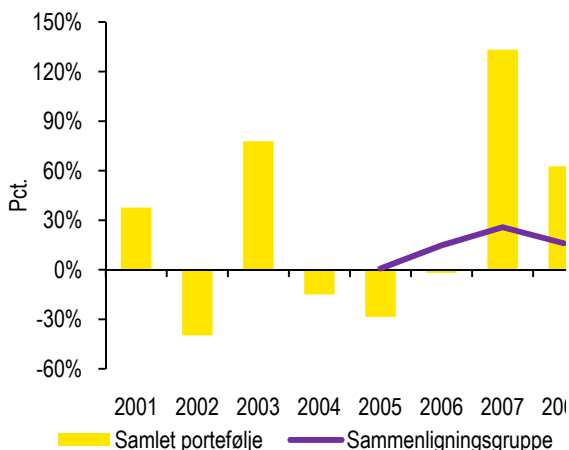
Figur 83: Gennemsnitlig vækst i antal ansatte, pct.



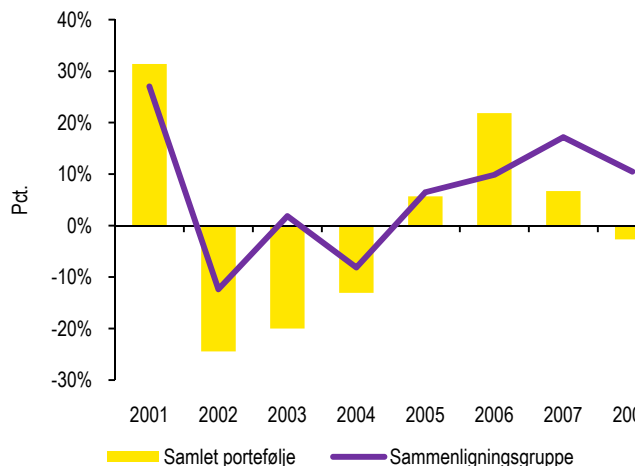
Kilde: Vækstfonden, Experian og Ernst & Young

Størstedelen af porteføljeverksamhederne befinder sig enten inden for IKT eller Life Sciences. Ser man udelukkende på IKT-sektoren, har væksten i omsætning været markant højere i porteføljeverksamhederne end i sammenligningsgruppen gennem perioden. Det gælder særligt i år 2007 og 2008. Målt på vækst i antal ansatte følger de grupper af virksomheder dog mere hinanden, jf. figur 84 og 85.

Figur 84: Gennemsnitlig vækst i omsætning, pct., information og kommunikation



Figur 85: Gennemsnitlig vækst i antal ansatte, pct., information og kommunikation

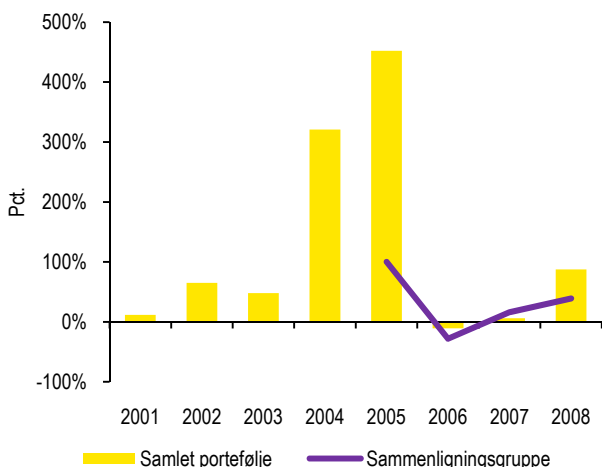


Kilde: Vækstfonden, Experian og Ernst & Young

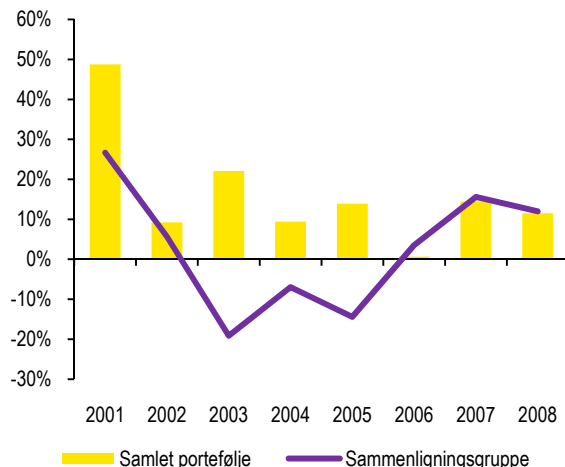
Note: Ved nedbrydning på sektorer er der få observationer i hver kategori, hvilket betyder, at vi har været nødt til at lægge direkte og indirekte porteføljer sammen i analyserne.

I Life Sciences-sektoren udvikler porteføljeverksomhederne sig noget anderledes end sammenligningsgruppen. De har en markant højere vækst i både omsætning og antal ansatte, jf. figur 86 og 87.

Figur 86: Gennemsnitlig vækst i omsætning, pct., Life Sciences



Figur 87: Gennemsnitlig vækst i antal ansatte, pct., Life Sciences



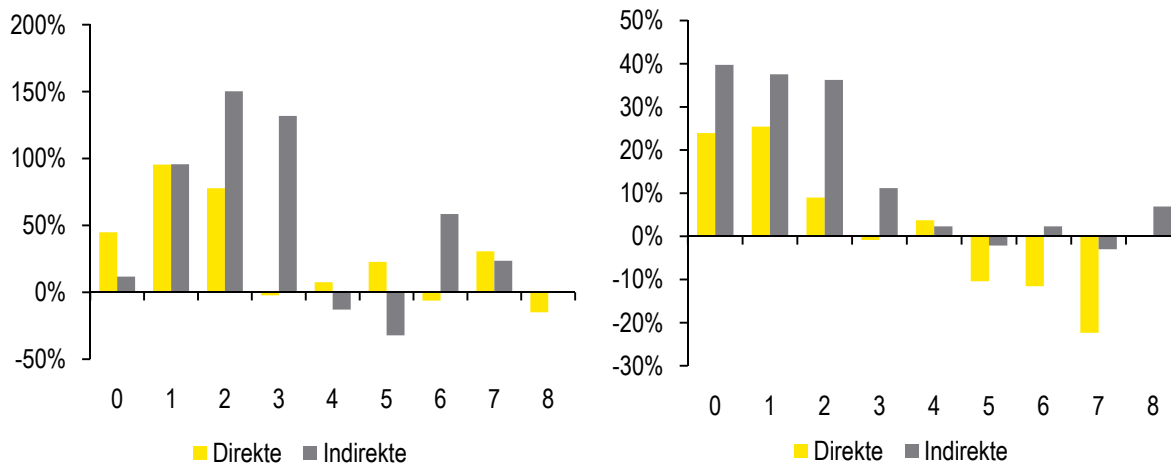
Kilde: Vækstfonden, Experian og Ernst & Young

I det følgende viser vi, hvordan virksomheder har udviklet sig, efter at de har modtaget deres første kapitalindsud. Hensigten er dels at give et billede af den cyklus, som porteføljeverksomhederne gennemgår, dels at give en forklaring på, hvorfor de ikke nødvendigvis følger markedsudviklingen. Til det formål har vi brugt ovennævnte metode 2 til at beregne væksten.

De første 3-4 år efter, at porteføljeverksomhederne har modtaget den første venturekapital, sker der en markant vækst i virksomhedernes omsætning og antal ansatte.

Det gælder både for virksomhederne i den direkte og den indirekte portefølje. Denne vækstkurve flader ud i de næste 3-4 år, hvor der særligt for virksomhederne i den direkte portefølje sker en løbende tilpasning af antal ansatte, jf. figur 88 og 89.

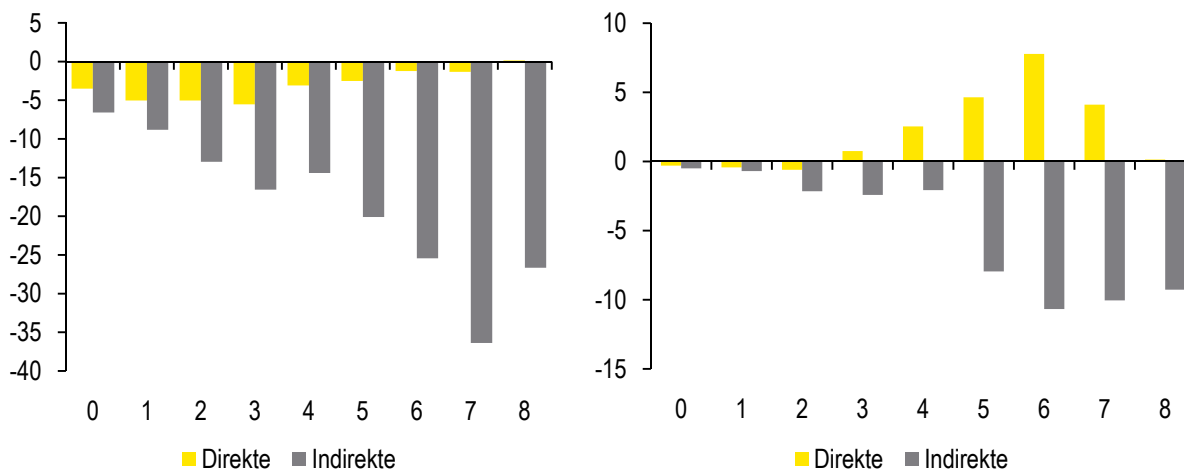
Figur 88: Omsætning, gennemsnitlig vækst, pct. Figur 89: Antal ansatte, gennemsnitlig vækst, pct.



Kilde: Vækstfonden, Experian og Ernst & Young

Målt på årets resultat og værditilvækst ses der ligeledes et klart mønster i virksomhedernes udvikling. Virksomhederne starter med meget negative tal i tiden efter det første kapitalindskud, da der bruges mange midler på at forske og udvikle virksomhedernes produkter. Men denne trend vender langsomt efter en årrække. For virksomhederne i den direkte portefølje vender udviklingen omtrent tre år efter modtagelse af den første kapital, mens det tager 6-7 år for virksomhederne i den indirekte portefølje, jf. figur 90 og 91. Denne forskel skyldes formentlig den store andel af meget kapitaltunge Life Sciences-virksomheder i den indirekte portefølje.

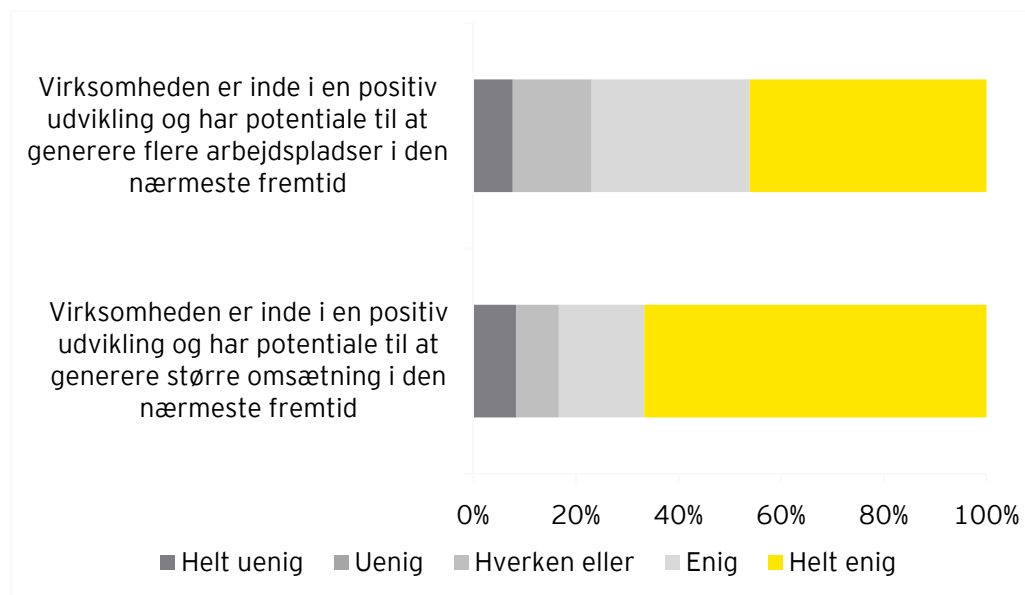
Figur 90: Årets resultat, gennemsnit, mio. kr., antal år efter første kapital er modtaget
Figur 91: Gennemsnitlig værditilvækst, mio. kr., antal år efter første kapital er modtaget



Kilde: Vækstfonden, Experian og Ernst & Young

I forbindelse med spørgeskemaundersøgelsen har vi bedt virksomhederne i Vækstfondens direkte portefølje om at vurdere deres egne udsigter i forhold til at generere større omsætning og øge antallet af ansatte. 83 pct. er enten enige eller helt enige i, at virksomheden har udsigt til at generere større omsætning, og 77 pct. er enten enige eller helt enige i, at virksomheden har udsigt til at generere flere arbejdspladser i den nærmeste fremtid, jf. figur 92.

Figur 92: Porteføljevirksomhedernes fremadrettede vækst



Kilde: Ernst & Young's spørgeskemaundersøgelse

Det bekræfter billedet af, at porteføljevirksomhederne har potentiale til at generere vækst og arbejdspladser, men at det tager en årrække, før denne vækst udmønter sig i en positiv bundlinje. Det bekræfter ligeledes virksomhedernes behov for en risikovillig og særdeles tålmodig kapital.

Den samlede direkte effekt af Vækstfondens investeringer kan måles i, hvor stor en omsætning og hvor mange ansatte porteføljevirksomhederne har genereret efter at have modtaget kapital fra Vækstfonden - enten direkte eller indirekte.

Samlet set er der investeret i 247 danske virksomheder i perioden. Heraf var 44 (17,8%) lukkede eller under konkurs ved udgangen af 2008. Det skal bemærkes, at nogle af de lukkede virksomheder er succesfulde exits. Det gælder eksempelvis Survac, Zyb, Fullrate og AudioAsics, hvor værdien og arbejdspladserne lever videre under en ny ejer.

De 203 virksomheder, der fortsat eksisterede ved udgangen af 2008, havde i gennemsnit en omsætning på kr. 34 mio. og 24 ansatte i 2008. Vi har kun kunnet indsamle data på antal ansatte og omsætning for henholdsvis 57% og 33% af virksomhederne. Den samlede direkte effekt er derfor beregnet ved at foretage en ekstrapolation. På den baggrund finder vi, at porteføljevirksomhederne samlet set i perioden 2001-2008 har genereret en omsætning på kr. 6,9 mia. og har skabt 4.903 arbejdspladser, jf. tabel 22.

Tabel 22: Vækstfondens samlede direkte effekt på porteføljevirksohederne

Vækstfondens portefølje (direkte og indirekte)	2001-2008
Antal virksomheder	203
Gns. antal ansatte, ultimo 2008	24,2
Gns. omsætning, mio. kr.	34,0
Samlet antal ansatte, ultimo 2008	4.903
Samlet omsætning, mio. kr.	6.903

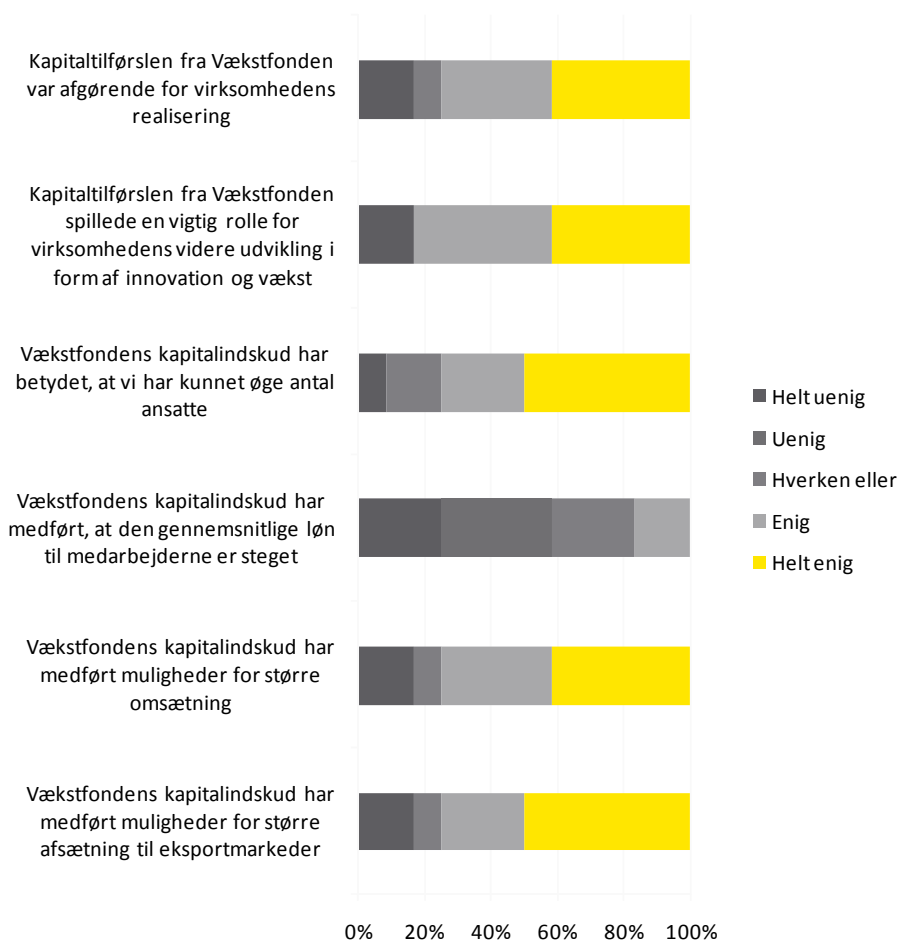
Kilde: Ernst & Young

Hertil skal bemærkes, at Vækstfonden ligeledes er operatør for de to ordninger Vækstkautio og Kom-i-gang-lån. Vækstfonden har selv foretaget beregninger, der viser, at fonden samlet set har været medvirkende til at skabe 23.744 arbejdspladser i virksomheder, der har modtaget enten venturefinansiering, vækstkautio eller kom-i-gang-lån fra Vækstfonden. Tilsvarende har disse virksomheder samlet set skabt en omsætning på godt kr. 25 mia.

6.2.2.1 Vækstfondens betydning for porteføljevirksohederne

Blandt de virksomheder, der indgår i vores spørgeskemaundersøgelse, se afsnit 10.3, er der stor enighed om, at Vækstfonden har været til stor gavn for virksomheden. 75 pct. er enige eller helt enige i, at Vækstfonden var afgørende for virksomhedens realisering, og 83 pct. er enige eller helt enige i, at Vækstfonden har spillet en vigtig rolle for virksomhedens videre udvikling i form af innovation og vækst. Langt størstedelen peger også på, at Vækstfonden har haft en positiv indflydelse på udviklingen i virksomhedens omsætning, antal ansatte og eksport. Til gengæld er der færre, der mener, at Vækstfondens kapitalindsud har bidraget til, at virksomheden har kunnet øge lønningerne til deres medarbejdere, jf. figur 93.

Figur 93: Vækstfondens betydning for virksomhedernes vækst

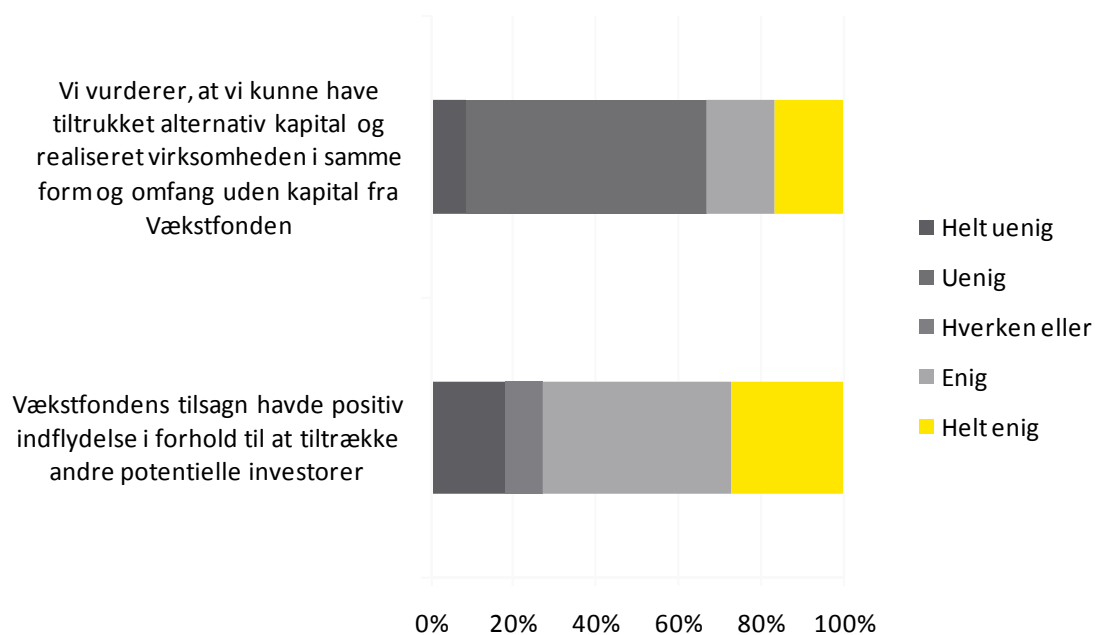


Kilde: Ernst & Young's spørgeskemaundersøgelse

Det skal bemærkes, at det kun er 22 ud af de i alt 128 virksomheder, som Vækstfonden har investeret direkte i, som har svaret på vores spørgeskemaundersøgelse. Der er endvidere en vis skævhed i analysen, da der ikke er nogen af de virksomheder, der er gået konkurs i perioden, der har svaret på undersøgelsen.

Vækstfondens direkte effekt på porteføljevirkomhederne skal ligeledes ses i lyset af, om virksomhederne alternativt kunne have opnået kapital fra andre investorer. 67 pct. af virksomhederne er enten helt uenige eller uenige i, at de kunne have tiltrukket alternativ kapital og realiseret virksomheden i samme form og omfang uden kapital fra Vækstfonden. Samtidig er 62 pct. enige eller helt enige i, at Vækstfondens tilsagn har haft en positiv indflydelse i forhold til at tiltrække andre potentielle investorer, jf. figur 94.

Figur 94: Vækstfondens betydning for virksomhedernes kapitalfremskaffelse



Kilde: Ernst & Young's spørgeskemaundersøgelse

Det vidner således om, at Vækstfonden har været med til at skabe en økonomisk aktivitet, der ellers ikke ville have fundet sted, og at fonden har medvirket til at tiltrække private investorer til virksomheder, der ellers ikke ville kunne opnå finansiering.

6.3 Vækstfondens betydning på makroplan

Det følgende afsnit samler resultaterne af vores analyse af, hvordan det danske venturemarked har udviklet sig - og hvilken betydning Vækstfonden har haft for denne udvikling.

Afsnittets konklusioner

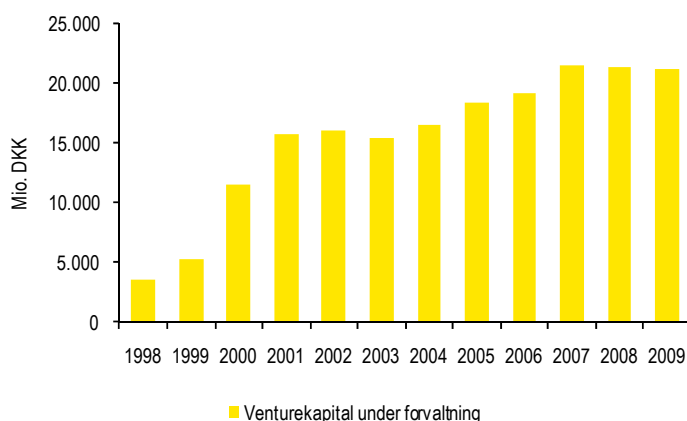
- ▶ Det danske venturemarked er vokset væsentligt siden 1998, og Danmark har samtidig indhentet en del på de førende lande. Dog kræver det fortsat en forøgelse af aktiviteten for at blive førende i Europa.
- ▶ Samtlige lande - undtagen Schweiz - har en eller flere betydelige offentlige initiativer, der har været med til at drive udviklingen på venturemarkedet.
- ▶ Stort set alle interviewede aktører mener, at Vækstfondens investeringer har virket som en løftestang for det danske marked.
- ▶ Vækstfonden har haft en gavnlig effekt på det danske venturemarked, og der er tegn på, at der også fremover vil være behov for en 'Vækstfond-lignende' aktør på det danske marked.

6.3.1 Udviklingen på det danske marked

Alle interviewede aktører på markedet er enige i, at Vækstfonden har haft en betydelig positiv indflydelse på udviklingen af det danske venturemarked. Mange peger på, at det særligt er Vækstfondens indirekte investeringer, der har været med til at løfte markedet. Nogle få peger endvidere på, at Vækstfondens analyser har spillet en vigtig rolle. Med hensyn til det kvantitative fundament er det mere kompliceret at afgøre konkret, hvilken betydning Vækstfonden har haft. Det er dog muligt at fremhæve en række punkter, hvor Vækstfonden har haft en positiv indflydelse på det danske venturemarked på makroplan.

Først og fremmest er der sket en markant stigning i kapital under forvaltning på det danske venturemarked, jf. figur 95.

Figur 95: Udviklingen i venturekapital under forvaltning i Danmark, 1998-2009



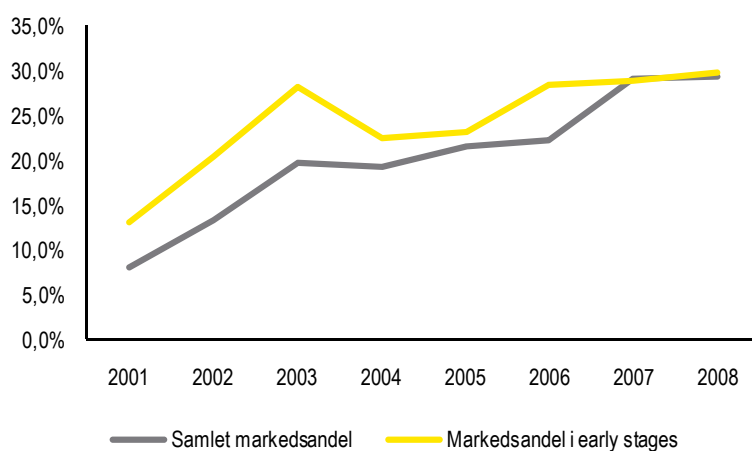
Kilde: Vækstfonden

Det danske venturemarked ramtes mindre hårdt ramt af dot.com-boblens brist end sammenligningslandene. Det kan delvist tilskrives Vækstfonden, der med sin nye struktur viste sin effekt ved at tilføre markedet kapital og således medvirkede til en væsentlig investeringsaktivitet - særligt i de tidlige faser.

Vækstfonden har gennem perioden fastholdt en investeringsaktivitet i de tidlige faser, hvor markedet generelt er blevet bundet op i opfølgingsinvesteringer og senere faser. Denne tendens ses af Vækstfondens stigende markedsandel i de tidlige faser. Det understreger samtidig Vækstfondens betydning som en evergreen-fond i markedet. Mens mange fonde er tidsbegrænsede og derfor følger en bestemt investeringscyklus, er Vækstfonden mere fri til kontinuerligt at foretage nyinvesteringer. Det har særligt en betydning i disse år, hvor det boom af nye fonde, der oprettedes omkring årtusindskiftet, står over for genrejsning af kapital eller afvikling, og hvor den danske ventureportefølje er karakteriseret af lange liggetider.

Der er imidlertid delte meninger om, hvorvidt Vækstfonden har haft samme rolle i de senere år, hvor vi igen har oplevet en økonomisk nedgang. Det kan skyldes, at Vækstfonden ikke i samme omfang har haft likvide midler til rådighed til direkte eller indirekte investeringer. Samtidig er der en tendens til, at Vækstfonden - med en stigende andel af indirekte investeringer - det sidste par år er rykket op i den finansielle fødekæde mod virksomheder på senere stadier. Det er en tendens, der begyndte med oprettelsen af Sunstone Capital i 2007, jf. figur 96.

Figur 96: Vækstfondens markedsandel (både direkte og indirekte investeringer), 2001-2008



Kilde: Vækstfonden

Ved at have en længere tidshorisont og ved at investere indirekte i markedet har Vækstfonden været med til at skabe tillid og rejse kapital til danske fonde. Der er meget delte meninger blandt aktørerne i og omkring markedet om, hvorvidt Vækstfondens mere indirekte strategi er optimal, men billedet er, at Vækstfonden er aktiv i størstedelen af de aktive fonde på markedet, og stort set alle interviewede mener, at Vækstfondens investeringer har virket som en løftestang for det danske marked.

6.3.2 Udviklingen på det danske marked i forhold til sammenligningslandene

Det danske venturemarked var relativt lille i starten af perioden og har derfor indhentet en del på de førende lande siden 1998. I 2008 udgjorde kapital under forvaltning på det danske venturemarked 1,2 pct. af BNP, jf. tabel 23.

Tabel 23: Venturemarkederne i sammenligningslandene

Lande	Kapital under forvaltning,% af BNP, 2008	Investeringer i seed, 1998-2008, mio. kr.	Investeringer i start-up, 1998-2008, mio. kr.	Investeringer i ekspansion, 1998-2008, mio. kr.	Offentlige initiativer	Rammebetingelser, USA = 100
Tyskland	0,7%	8.960	42.711	78.767	Ja	90
Holland	0,9%	385	12.768	40.557	Ja	92
Norge	1,0%	770	5.025	12.845	Ja	92
Finland	1,2%	1.254	5.262	7.442	Ja	94
Danmark	1,2%	1.248	5.877	12.857	Ja	96
Sverige	1,4%	1.143	14.939	30.116	Ja	91
England	1,5%	3.120	82.053	220.222	Ja	94
Schweiz	1,5%	695	8.189	13.101	Nej	101

Kilde: EVCA, IESE Business School og Ernst & Young

Det kræver dog fortsat en forøgelse af kapitalmængden og aktiviteten, hvis Danmark skal blive førende i Europa. Der er således et godt stykke op til de førende lande - Sverige, Schweiz og Storbritannien - målt både på kapital under forvaltning og investeret kapital. Til gengæld viser data, at vi har en relativt høj andel af investeringer i de tidlige faser i Danmark. Her er det særligt Vækstfondens direkte investeringer, der er med til at sikre, at virksomheder på tidlige stadier har kunnet opnå finansiering, jf. afsnit 5.2.2.

Dertil kommer, at det ikke kun er kapital, der skal til for at gøre et marked effektivt. Kompetencerne i markedet er ligeledes vigtige for, at det fungerer effektivt. Der er en del læring forbundet med at foretage ventureinvesteringer, som stiller høje krav til investorerne. Og når man ser på, hvor meget kapital der i perioden 1998-2008 er investeret i de enkelte lande, er det tydeligt, at der i de to førende lande - Storbritannien og Sverige - er foretaget langt flere investeringer. Der er dog sket en professionalisering i Danmark siden 2001 - en professionalisering som aktørerne i og omkring markedet fremhæver, at Vækstfonden har været med til at foranledige, ligesom Vækstfonden har været med til at opbygge netværk - både nationalt og internationalt.

Ser man på rammebetingelserne i de enkelte lande, klarer Danmark sig relativt godt - både i forhold til USA og i forhold til sammenligningslandene. Danmark har en række fordele i kraft af gode menneskelige ressourcer, et velfungerende retssystem og få administrative byrder ved start af virksomhed. Til gengæld halter det danske marked - ligesom de andre nordiske markeder - efter, når det kommer til størrelsen og dybden af kapitalmarkedet. Det har stor betydning både i forhold til udbuddet af kapital og i forhold til virksomhedernes exitmuligheder. Overordnet set viser indekset, at der ikke er noget

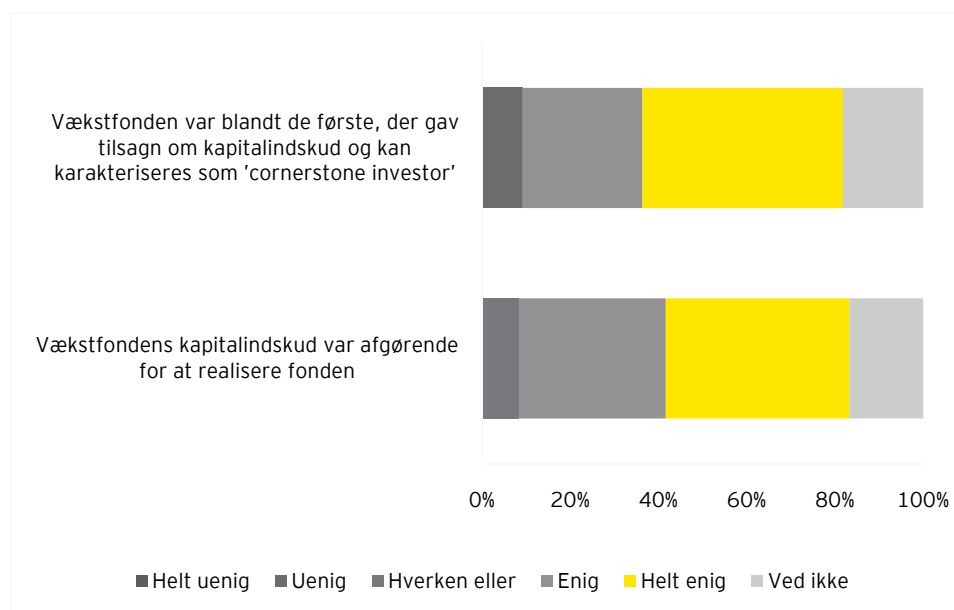
grundlæggende til hinder for, at Danmark kan få det mest effektive venturemarked i Europa.

Alle sammenligningslandene - undtagen Schweiz - har en række betydelige offentlige initiativer til at understøtte de nationale venturemarkeder enten i form af direkte investeringer eller indirekte investeringer til at løfte det private marked. Der er imidlertid forskel på, hvordan de offentlige initiativer er struktureret og administreret, og det er svært at kvantificere, hvilken effekt de enkelte initiativer har haft. Der er imidlertid ingen tvivl om, at Vækstfondens indsats har haft en markant effekt på det danske marked siden 2001. Opsummerende peger de fleste interviewede aktører også på, at Vækstfonden har haft en gavnlig effekt på det danske venturemarked. Størstedelen mener endvidere, at der også fremover vil være behov for en "Vækstfonden-lignende" aktør på det danske marked.

6.3.2.1 Vækstfondens betydning for venturefondene

Blandt de venturefonde, der indgår i vores spørgeskemaundersøgelse, se afsnit 10.3, er 73 pct. enten enige eller helt enige i, at Vækstfondens indskud var afgørende for fondens realisering. Tilsvarende har 75 pct. tilkendegivet, at Vækstfondens rolle kan karakteriseres som "cornerstone investor". Kun 9 pct. har her erklæret sig uenige i dette udsagn, jf. figur 97.

Figur 97: Vækstfondens betydning for etablering af fondene



Kilde: Ernst & Young's spørgeskemaundersøgelse

Vækstfondens indirekte investeringer har således haft en central rolle for etableringen af størstedelen af de fonde, der agerer på markedet i dag. I de fleste situationer har Vækstfonden haft rollen som cornerstone investor. Det er med til at understrege, at Vækstfonden har bidraget til at skabe økonomisk aktivitet, som ellers ikke ville have fundet sted.

6.4 Analyse af behovet for venturekapital

I dette afsnit belyser vi efterspørgslen efter og udbuddet af venturekapital for at kunne vurdere, om der er et finansielt gap på det danske marked for venturekapital, og i givet fald hvor stort dette finansielle gap er.

Afsnittets konklusioner

- ▶ På venturemarkedet er det særligt på seed stadiet, at innovative virksomheder har svært ved at opnå finansiering - et problem der er blevet mere udtalt gennem den seneste økonomiske krise.
- ▶ Både udbydere og modtagere af venturekapital bekræfter, at der er i perioden 2001-2009 har været mangel på kapital.
- ▶ På baggrund af en række antagelser kommer vi frem til, at det samlede kapitalbehov til nyinvesteringer beløber sig til mellem kr. 12,6 mia. (ved 30 årlige nyinvesteringer) og kr. 16,8 mia. (ved 40 årlige nyinvesteringer) i perioden 2010-2014.
- ▶ Hvis Vækstfondens midler skal fungere som en løftestang for resten af markedet i det omfang, som det er sket tidligere, betyder det, at Vækstfonden skal foretage nyinvesteringer for mellem kr. 3,0 mia. og kr. 4,1 mia. i perioden 2010-2014.
- ▶ Der er behov for en yderligere kapitaltilførsel til Vækstfonden under forudsætning af, at man vil sikre kapital til mere end 40 nye virksomheder om året. Det skal dog bemærkes, at hvis man skal skabe det mest velfungerende marked for venturekapital i Europa, er det ikke tilstrækkeligt blot at øge udbuddet af kapital.

Der er en række generelle problemstillinger forbundet med at definere og opgøre et finansielt gap. Først og fremmest er det en udfordring at afdække, hvor stort problemet er. Dernæst er det en udfordring at afdække, om det er et problem, der skyldes udfordringer på udbudssiden eller på efterspørgselssiden.

Målgruppen for venturekapital er virksomheder, som har et stort potentiale, og som har behov for at rejse risikovillig kapital til vækst. For at kunne analysere behovet for venturekapital skal man først og fremmest kunne identificere denne målgruppe, og det er ikke uden udfordringer. For det første er det svært at definere potentiale. Og for det andet kan man ikke sætte lighedstegn mellem et reelt behov og efterspørgslen i markedet. Nogle virksomheder vil efterspørge venturekapital, uden at de har tilstrækkeligt forretningspotentiale. Og omvendt kan der være virksomheder, som har tilstrækkeligt forretningspotentiale, men som ikke efterspørger venturekapital af forskellige grunde, eksempelvis at de ikke ønsker at afgive ejerskab til investorerne, eller at de har urealistiske forventninger til, hvilke betingelser de kan opnå hos investorerne.

Når man taler om mangel på kapital på udbudssiden af det danske marked, kan der være tale om mangel på kapital fra både danske og udenlandske investorer. I de tidligere faser (seed og start-up) vil mangel på kapital i høj grad være ensbetydende med mangel på danske investorer, da venturefonde ofte opererer med et geografisk nærhedsprincip i de

tidlige og meget risikofyldte stadier. Når en virksomhed til gengæld når ekspansionsfasen, har den meget bedre mulighed for at tiltrække kapital fra både indenlandske og udenlandske investorer. På udbudssiden kan manglen på kapital blandt andet skyldes for lille risikovillighed blandt investorerne, at investorernes investeringsfokus ikke matcher virksomhedernes profil, og at investorerne generelt stiller for høje krav til afkast.

Der findes ikke statistik på, hvor mange virksomheder der får afslag, fordi de ikke har tilstrækkeligt potentiale, og hvor mange der får afslag på grund af, at udbuddet af venturekapital ikke er tilstrækkeligt. En analyse af det fremtidige behov for venturekapital må derfor gennemføres ved at tage udgangspunkt i historiske data for virksomhedernes kapitalbehov. Vi har taget udgangspunkt i Vækstfondens beregninger af det fremtidige behov for venturekapital baseret på historiske data. Disse beregninger bygger på en række antagelser om antal nyinvesteringer, gennemsnitligt kapitalbehov, liggetid i porteføljerne og sandsynlighed for exit. Vi har derfor opstillet en række forskellige scenarier for, hvordan disse parametre vil udvikle sig over tid, og i samarbejde med vores globale ekspertgruppe har vi vurderet, hvilket scenarie der er mest sandsynligt.

I de følgende afsnit starter vi med at beskrive det samlede udbud af venturekapital i Danmark, hvorefter vi gengiver resultaterne fra tidligere analyser af finansielle gaps på det danske kapitalmarked. Herefter forsøger vi at estimere det fremtidige behov for venturekapital for at opgøre, hvor stort det finansielle gap på det danske venturemarked er. Til sidst vil vi vise, hvad der skal til, hvis Vækstfonden skal forsøge at afhjælpe dette finansielle gap.

6.4.1 Udbuddet af venturekapital

Udbuddet af venturekapital i Danmark er beskrevet i rapportens afsnit 5.4.1. Heraf fremgår det, at der er sket en markant stigning i den samlede kapital under forvaltning på det danske marked. Samtidig er der løbende blevet investeret mere, og mængden af investeret kapital er steget fra knap kr. 8 mia. i 2002 til godt kr. 13 mia. i 2008. Da begge størrelser har været stigende gennem perioden, har der konstant været omkring kr. 5 mia. til rådighed til nyinvesteringer. Det er først i 2008, at vi ser et markant fald i mængden af kapital til nyinvesteringer, jf. tabel 24.

Tabel 24: Danske investorers kapital under forvaltning

	2007	2008	2009
Danske investorer, mio. kr.			
Kapital under forvaltning	21.592	21.435	21.239
Kapital til investeringer (fratrasket management fees)	17.274	17.148	16.991
Allerede investeret kapital	11.950	13.406	-
Kapital til nyinvesteringer	5.324	3.742	-

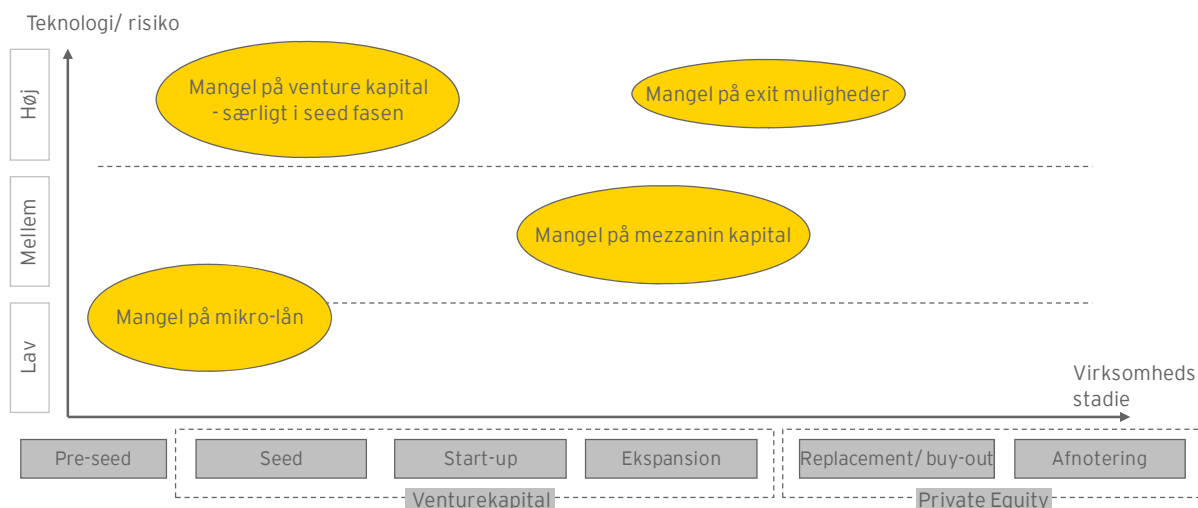
Kilde: Vækstfonden

Af afsnit 5.4.1. fremgår det ligeledes, at de udenlandske investorer stod for 25 pct. af investeringerne i Danmark i 2008. Nærhedsprincippet i de meget tidlige faser gør, at der ikke er udenlandske investorer til stede i virksomhedernes seed-fase i Danmark. De er til gengæld stærkt repræsenteret i ekspansionsfasen, hvor de står for 40 pct. af investeringerne i Danmark.

6.4.2 Er der finansielle gaps på det danske kapitalmarked?

Ernst & Young har tidligere gennemført en kortlægning af finansielle gaps i Danmark, og i den forbindelse fandt vi, at der var fire steder i markeder, der var karakteriseret af mangel på kapital, jf. figur 98.

Figur 98: Finansielle gaps i Danmark



Kilde: Ernst & Young

Manglen på mikrolån betyder, at nystartede iværksættere har svært ved at finde finansiering til at komme i gang. Det er en problemstilling, der er blevet forværret af den økonomiske krise. Ligeledes er manglen på venturekapital - særligt i seed-fasen - blevet mere udtalt gennem den seneste økonomiske krise. Det betyder, at innovative og højteknologiske virksomheder har svært ved at finde finansiering. Der er ligeledes mangel på mezzaninkapital, der betyder, at ejerledede virksomheder i traditionelle, ikke-højteknologiske brancher har svært ved at få finansieret deres vækst. Og endelig er der mangel på exitmuligheder, som betyder, at ventureselskaber har svært ved at foretage exits som følge af, at det er svært at rejse penge på aktiemarkedet. Det betyder, at der er mindre kapital til nye investeringer, og det er med til at forværre problemet med mangel på seed-kapital.

I en analyse fra 2006 undersøgte OECD ligeledes de finansielle gaps for små og mellemstore virksomheder (SMVer)¹⁹. OECD fandt, at de fleste SMVer i OECD-landene har mulighed for at opnå finansiering gennem banker og andre kreditinstitutioner - og i nogle tilfælde ved brug af offentlige garantier. Til gengæld vurderede OECD, at der var en generel mangel på kapital til innovative og ofte teknologitunge SMVer med risikofyldte projekter.

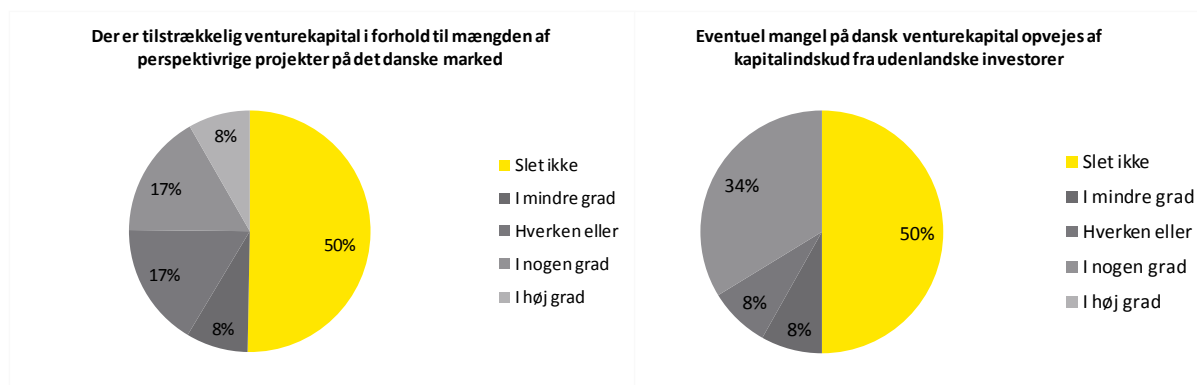
European Investment Fund (EIF) har ligeledes i en rapport fra 2006 undersøgt finansielle

¹⁹ OECD, The SME Financing Gap - theory and practice, 2006.

gaps på det danske kapitalmarked²⁰. Undersøgelsen viste, at der var mangel på mikrolån og kom-i-gang-lån til iværksættere; at seed-investeringerne i Danmark var faldende og langt under EU-gennemsnittet; at der var store regionale forskelle i egenkapitalinvesteringer; at der var få teknologioverførelser fra forskningsmiljøer; og at innovative SMVer med høj risiko havde svært ved at opnå finansiering.

For yderligere at belyse om der er et finansielt gap på det danske venturemarked, har vi spurgt udbyderne af venturekapital og et udsnit af modtagerne af venturekapital, om der i Danmark er tilstrækkelig venturekapital i forhold til antallet af perspektivrige projekter. 14 danske venturefonde har svaret på spørgsmålet, og 50 pct. siger, at der slet ikke er tilstrækkelig venturekapital i forhold til mængden af perspektivrige projekter på det danske marked. 50 pct. mener endvidere, at en eventuel mangel på dansk venturekapital slet ikke opvejes af kapitalindsud fra udenlandske investorer, jf. figur 99.

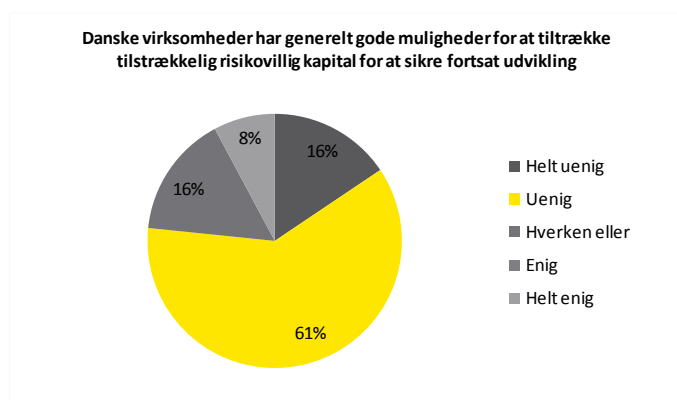
Figur 99: Venturefondenes syn på udbuddet af venturekapital i Danmark



Kilde: Ernst & Young's spørgeskemaundersøgelse

Blandt de virksomheder, som allerede har modtaget venturekapital, har 17 svaret på spørgsmålet, og heraf er 77 pct. enten uenige eller helt uenige i, at de danske virksomheder generelt har gode muligheder for at tiltrække tilstrækkelig risikovillig kapital for at sikre fortsat udvikling, jf. figur 100.

Figur 100: Porteføljevirksomhedernes syn på udbuddet af venturekapital i Danmark



Kilde: Ernst & Young's spørgeskemaundersøgelse

²⁰ European Investment Fund (EIF), JEREMIE - interim report for Denmark, June 2006.

I vores interviews af markedets aktører har vi ligeledes spurgt, om der har været og fortsat er mangel på venturekapital i Danmark. Langt størstedelen - 88 pct. af aktørerne - peger på, at der i perioden 2001-09 har været mangel på venturekapital. Til gengæld er der ikke lige så stor enighed om, hvorvidt det har gældt for hele perioden eller kun dele heraf. Nogle peger på, at manglen på kapital har været konjunkturfølsom, og at det således særligt var efter dot.com-boblen og under den nuværende økonomiske krise, at der har været mangel på kapital. Andre peger på, at kapitalmanglen har været gældende i hele perioden.

På tilsvarende vis er der stor uenighed om, hvorvidt kapitalmanglen har ramt særlige regioner og brancher. 17 pct. mener, at Region Hovedstaden er særligt begunstiget, 8 pct. mener, at det ligefrem er lettere at få kapital i andre regioner end Hovedstaden, og de resterende 75 pct. mener ikke, at der er en regional skævvridning i udbuddet af venturekapital. Nogle få peger på, at biotekbranchen er hårdt ramt af mangel på kapital, mens andre peger på, at manglen på kapital særligt rammer perspektivrige virksomheder, som bygger på en ikke-patenterbar teknologi, og som således har svært ved at beskytte deres innovation.

Der er omvendt stor enighed om, at der særligt er mangel på kapital til finansiering af virksomhedernes tidlige stadier (seed og start-up). Der peges på, at der er et hul i markedet efter innovationsmiljøerne, og at der således mangler aktører til at føre virksomhederne videre fra innovationsmiljøerne over det, der benævnes som "dødens dal". En række af aktørerne peger endvidere på, at de danske venturefonde stadig er for små og derfor har for lidt kapital til kunne følge de tidlige investeringer hele vejen til exit.

Interviewene med markedets aktører bekræfter således, at der er et finansielt gap på markedet for venturekapital, og at det særligt er i seed-fasen, at investorerne ikke har tilstrækkelig med kapital og risikovillighed til at finansiere perspektivrige projekter.

6.4.3 Efterspørgslen på venturekapital

Vækstfonden har tidligere foretaget en analyse af det forventede fremtidige behov for venturekapital. Analysen er gennemført ved at estimere de enkelte virksomheders kapitalbehov igennem et finansieringsforløb fra første ventureinvestering til exit. Med udgangspunkt i disse gennemsnitlige kapitalbehov - som er brudt ned på stadier og brancher - kan man fremskrive det forventede kapitalbehov på baggrund af et forventet antal nye virksomheder, som kan træde ind i porteføljen - igen brudt ned på de forskellige brancher og forskellige stadier. For at beregne de gennemsnitlige kapitalbehov er der taget udgangspunkt i historiske data fra USA. Begrundelsen herfor er, at der ikke er tilstrækkelige data for danske virksomheder til at estimere kapitalbehovet igennem et helt finansieringsforløb²¹.

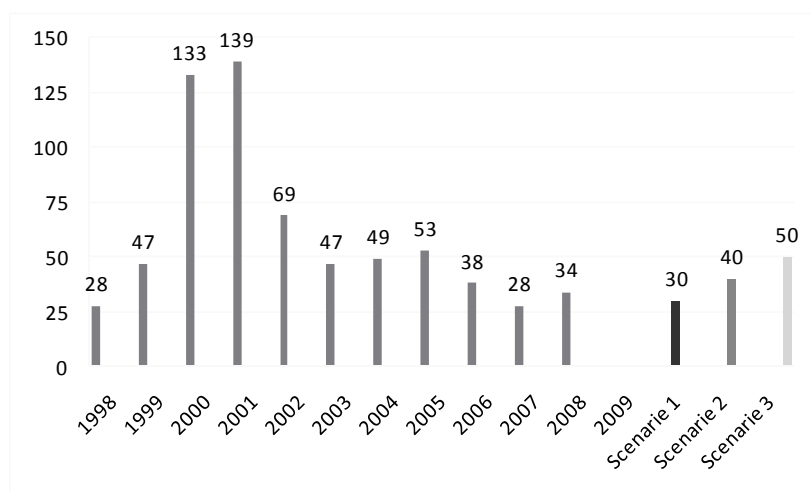
²¹ Metoden er nærmere beskrevet i Vækstfondens publikation: "Efterspørgsel på venturekapital i Danmark, 2006-2010", 2006.

Vi har taget udgangspunkt i Vækstfondens tal for de historiske gennemsnitlige kapitalbehov. For at kunne fremskrive disse gennemsnitlige kapitalbehov og opgøre et samlet kapitalbehov skal en række forudsætninger sandsynliggøres. Det gælder antagelser om:

1. Det årlige antal af nyinvesteringer i danske virksomheder
2. Virksomhedernes gennemsnitlige kapitalbehov
3. Antal år virksomhederne bliver i porteføljen

Den første forudsætning er antallet af nyinvesteringer i danske virksomheder. Historisk set toppede antallet af nyinvesteringer i perioden 2000-2001. Det har efterfølgende vist sig, at markedet ikke kunne bære alle disse nyinvesteringer, og det har betydet, at mange investorer har lidt store tab. I den efterfølgende periode har antallet af nyinvesteringer fundet et mere naturligt leje mellem 28 og 38 nyinvesteringer om året. Der er endnu ikke markedsdata for antallet af nyinvesteringer i 2009, men det må forventes, at antallet er faldet. Vi har opstillet tre scenarier for et forventet årligt antal nyinvesteringer i perioden 2010-2014, og i det følgende beregner vi, hvor meget kapital der skal til i de tre scenarier. Vores vurdering er, at det sidste scenarie med 50 årlige nyinvesteringer ikke er realistisk på baggrund af den historiske udvikling, jf. figur 101.

Figur 101: Historiske nyinvesteringer i danske virksomheder, 1998-2008, og fremtidige scenarier



Kilde: Vækstfonden

En anden forudsætning er virksomhedernes gennemsnitlige kapitalbehov. Spørgsmålet er, om det gennemsnitlige kapitalbehov i virksomhederne vil være faldende, stigende eller uændret i perioden 2010-2014. Og om det for de danske virksomheder vil være lavere eller det samme som de amerikanske virksomheders kapitalbehov. Ernst & Young's globale eksperter på området har vurderet, at det er rimeligt at antage, at danske virksomheders kapitalbehov kun udgør 75 pct. af de amerikanske virksomheders behov. Det er begrundet med markedernes størrelse og det forventelige vækstpotentiale. Vores eksperter vurderer dog ikke, at der er grund til at antage, at det gennemsnitlige kapitalbehov vil være faldende i de kommende år. Selvom der sker et skifte i venturefondenes fokus mod nye områder som eksempelvis cleantech, vil disse nye områder være mindst lige så kapitalkrævende som andre venturefinansierede områder. I det følgende antager vi derfor, at der fremadrettet vil være et uændret gennemsnitligt kapitalbehov.

En tredje forudsætning er antal år virksomhederne befinder sig i porteføljen (liggetid). Spørgsmålet er, om virksomhederne fortsat vil opleve længere liggetider som følge af den økonomiske krise. De gennemsnitlige kapitalbehov er beregnet på baggrund af en forventning om, at virksomhederne i gennemsnit befinder sig ca. 5 år i porteføljen, jf. tabel 25.

Tabel 25: Antal år i porteføljen fordelt på brancher og stadier

Segment	Seed	Start-up	Ekspansion	Total
Life Sciences	3,4	1,1	1,8	6,4
IKT	2,2	1,0	1,5	4,7
Energi	2,1	1,5	1,1	4,7
Industri	1,3	1,1	2,6	5,0
Andet	1,5	1,7	1,8	5,0

Kilde: Vækstfonden

Der er en tendens til, at liggetiderne er blevet forøget igennem de seneste år. Vores globale eksperter vurderer, at der er grund til at antage, at virksomhederne også fremadrettet vil opleve længere liggetid i porteføljen. Lige nu er der mange virksomheder, der lider under manglen på exitmuligheder. Exitmarkedet er i høj grad præget af den økonomiske konjunktur, og mulighederne for exit vil således også blive bedre i takt med, at den danske økonomi udvikler sig mere positivt. Vi forventer dog, at vi i perioden 2010-2014 fortsat vil se længere liggetider. Vækstfonden har foretaget beregninger, der viser, at en forøgelse af liggetiderne med 1 år (fra 5 til 6 år - dvs. 20 pct.) vil forøge kapitalbehovet med 18,6 pct. I den følgende analyse tager vi således udgangspunkt i, at det gennemsnitlige kapitalbehov i perioden 2010-2014 vil være 18,6 pct. større.

På baggrund af disse antagelser kan vi konkludere, at det samlede kapitalbehov til nyinvesteringer i danske virksomheder beløber sig til mellem kr. 12,6 mia. (ved 30 årlige nyinvesteringer) og kr. 16,8 mia. (ved 40 årlige nyinvesteringer), jf. tabel 26.

Tabel 26: Beregnet kapitalbehov til nyinvesteringer, 2010-2014

Anslået efterspurgt kapital til nyinvesteringer, mio. kr.						
Antal nyinvesteringer	2010	2011	2012	2013	2014	2010-2014
30	1.126	2.052	2.738	3.176	3.545	12.637
40	1.502	2.735	3.651	4.234	4.726	16.849

Kilde: Ernst & Young

6.4.4 Vækstfondens rolle

Spørgsmålet er, hvor meget Vækstfonden skal investere - både direkte og indirekte - sammen med private investorer, for at det forventede fremtidige behov bliver dækket. I 2008 havde Vækstfonden en markedsandel på 21 pct. af de danske ventureinvesteringer, jf. tabel 27.

Tabel 27: Vækstfondens markedsandel af de danske ventureinvesteringer

Vækstfondens markedsandel	2008
Danske ventureinvesteringer, mio. kr.	2.463
Vækstfondens andel af danske ventureinvesteringer, mio. kr.	511
Vækstfondens andel af danske ventureinvesteringer, pct.	21%

Kilde: Vækstfonden

Med udgangspunkt i at Vækstfondens midler fungerer som en løftestang for resten af markedet og i, at Vækstfonden kan opnå samme gearing på sine investeringer som historisk, dvs. at Vækstfonden kan tiltrække private investorer i det omfang, som det er sket tidligere, betyder det, at Vækstfonden skal foretage nyinvesteringer for mellem kr. 3 mia. og kr. 4 mia. i perioden 2010-2014, jf. tabel 28.

Tabel 28: Krav til Vækstfondens nyinvesteringer

Nødvendig kapital fra Vækstfonden, mio. kr.							
Antal nyinvesteringer	2010	2011	2012	2013	2014	2010-2014	2010-2013
30	274	499	666	773	863	3.075	2.213
40	365	666	888	1.030	1.150	4.100	2.950

Kilde: Ernst & Young

Ser man på perioden 2010-2013, skal Vækstfonden samlet set foretage nyinvesteringer for mellem kr. 2,2 mia. og kr. 3,0 mia. for at imødekomme det forventede behov.

Vækstfondens egen likviditetsprognose viser en stigende likviditet til rådighed til nyinvesteringer i takt med, at det forventede provenu fra exits vil stige i de kommende år. I denne likviditetsprognose er der allerede medregnet likviditetstræk til 20 årlige nyinvesteringer. Hertil skal bemærkes, at en stor del af de forventede nyinvesteringer (ca. 10 årligt) forventes at blive foretaget af de nye fonde, som etableres via Erhvervspakken. Der skal samtidig tages højde for, at Vækstfonden opererer med et mål om, at fondens likviditet ikke må komme under kr. 300 mio., jf. tabel 29.

Tabel 29: Vækstfondens likviditetsprognose, 2010-2013

	2010	2011	2012	2013
Vækstfondens likviditet	754	1.099	1.700	2.024
Vækstfondens likviditet til rådighed	454	799	1.400	1.724

Kilde: Vækstfonden

Hvis Vækstfonden skal være med til at sikre, at der er kapital til 30-40 nyinvesteringer i danske virksomheder, skal Vækstfonden investere yderligere kr. 1,0 mia. og kr. 2,1 mia. i forhold til det, der er medregnet i likviditetsprognosen. Det fremgår af analysen, at Vækstfonden med sine nuværende midler kan få svært ved at finansiere det beregnede samlede kapitalbehov.

Der er således behov for en yderligere kapitaltilførsel til Vækstfonden under forudsætning af, at man vil sikre kapital til mere end 40 nye virksomheder om året. Det skal dog bemærkes, at hvis man skal skabe det mest velfungerende marked for venturekapital i Europa, så er det ikke tilstrækkeligt blot at øge udbuddet af kapital. Der skal gøres en indsats for at forbedre hele økosystemet; Investorerne skal være tilstrækkeligt tålmodige og risikovillige. Der skal være et stærkt deal flow bestående af attraktive virksomheder med stort potentiale. De private venturefonde skal være professionelle og store nok til at kunne føre porteføljevirkomhederne hele vejen til en succesfuld exit. Der skal være et netværk af kvalificerede rådgivere omkring virksomhederne, og der skal være tilstrækkelige exitmuligheder - enten i form af børsnoteringer eller industrielle salg.

7. Evaluering



I de følgende afsnit vil vi på baggrund af markedsbeskrivelserne og de gennemførte markedsanalyser evaluere Vækstfonden i forhold til dens relevans, efficiens, effektivitet og effekt.

7.1 Relevans

Vi har undersøgt Vækstfondens relevans ved at analysere, om formålet med Vækstfondens indsats har været konsistent med behovet i markedet. Vækstfondens formål er *"at fremme innovation og fornyelse i erhvervslivet for derigennem at opnå større samfundsøkonomisk afkast"*.

Innovation og fornyelse fremmes ved at investere i højteknologiske virksomheder, som er forbundet med store risici, og som derfor har svært ved at opnå almindelig lånefinansiering. Disse virksomheder har behov for venturekapital, som er en tålmodig, ansvarlig og "klog" kapital, der kan hjælpe dem igennem udviklingsfaserne og frem mod etablerings- og vækstfaserne. Det danske venturemarked er relativt ungt sammenlignet med eksempelvis det amerikanske venturemarked, men til gengæld har markedet undergået en stærk udvikling i perioden 2001-2009 - både i forhold til mængden af kapital og i forhold til kompetencerne i markedet. Vækstfonden har spillet en vigtig rolle i denne udvikling. Den har været med til både at løfte markedet gennem sine indirekte investeringer og til at sikre kapital til virksomheder på de meget tidlige stadier gennem sine direkte investeringer.

Vækstfondens indsats har været relevant, fordi Vækstfonden har investeret i virksomheder, som andre aktører ikke har villet investere i. Det gælder for porteføljevirkomhederne, der har modtaget kapital direkte fra Vækstfonden. Her er 75 pct. enige eller helt enige i, at Vækstfonden var afgørende for virksomhedens realisering. Og det gælder også for de fonde, som Vækstfonden har skudt kapital i. Her er 73 pct. enten enige eller helt enige i, at Vækstfondens indskud var afgørende for at realisere fonden. Vækstfonden har således gennem sine investeringer været med til at skabe økonomisk aktivitet, som ellers ikke ville have fundet sted.

Vækstfondens indsats har endvidere været relevant, fordi den har investeret i virksomheder, som har et erhvervsmæssigt potentiale, men som har svært ved at tiltrække private investorer. Vækstfonden har særligt med sine direkte investeringer sikret kapital til virksomheder på de tidlige stadier, hvor det generelt er svært for virksomhederne at opnå finansiering på trods af, at der er tale om perspektivrige virksomheder. Der er dog en tendens til, at Vækstfondens fokus har ændret sig siden 2007, hvor Sunstone Capital blev spundet ud af Vækstfondens direkte portefølje. Herefter har Vækstfondens markedsandel - målt både på de direkte og de indirekte investeringer - i de tidlige faser modsvarer dens samlede markedsandel, mens den i perioden 2001-2006 var mere eksponeret i de tidlige faser.

Vækstfondens indsats skal ses i sammenhæng med den generelle indsats for at skabe gode rammebetingelser for de danske iværksættere og vækstvirksomheder. Adgangen til venturekapital er kun en del af det samlede økosystem. Der skal ligeledes være tilstrækkeligt mange attraktive virksomheder med stort potentiale. De private venturefonde skal være professionelle og store nok til at kunne føre porteføljevirkksomhederne hele vejen til en succesfuld exit. Der skal være et netværk af kvalificerede rådgivere omkring virksomhederne, og der skal være tilstrækkelige exitmuligheder. Vækstfondens indsats er relevant i den sammenhæng, fordi den arbejder på at skabe et mere effektivt marked for venturekapital - ved at stille både kapital og kompetencer til rådighed. Det sker samtidig med, at der andre steder arbejdes på at sikre, at de gode idéer bliver overført fra universiteterne til erhvervslivet, at der i uddannelsessystemet bliver undervist i iværksætteri og innovation, og at der skabes incitamenter til at foretage investeringer i innovative og risikofyldte virksomheder.

7.2 Efficiens

Vi har undersøgt Vækstfondens efficiens ved at analysere, om fonden effektivt har konverteret sine økonomiske ressourcer til resultater. I den forbindelse er der en række forhold, der er værd at bemærke. For det første skal Vækstfonden ikke leve op til et bestemt afkastkrav. Vi vil således ikke lægge vægt på Vækstfondens afkast i vurderingen af, hvorvidt Vækstfonden har levet op til sit formål. For det andet fremgår det af lovbekendtgørelsen for Vækstfonden, at *"[m]edfinansiering kan ydes til udviklingsaktiviteter med et langt eller mellemlangt sigte, hvor det øvrige marked tøver med at investere..."*. Det betyder - alt andet lige - at Vækstfonden skal agere i markedet, hvor private aktører ikke er til stede. Alene af den grund må det forventes, at Vækstfonden ikke kan skabe et afkast, der svarer til de afkast, som private fonde forventes at skabe. For det tredje er det danske marked relativt ungt - og Vækstfonden har kun opereret med egenkapitalinvesteringer siden 2001. Derfor er det endnu for tidligt at måle det fulde afkast af Vækstfondens investeringer, når man tager venturemarkedets lange cyklusser i betragtning.

Vækstfonden har administreret sine ressourcer på en omkostningsbevidst måde. Målt i forhold til en række sammenlignelige offentlige aktører, har Vækstfonden markant lavere administrative omkostninger pr. medarbejder. Ser man på de administrative omkostninger pr. udbetaling, som giver et billede af, hvad det koster at foretage en investering i de forskellige fonde, så udmærker Vækstfonden sig også ved at have relativt lave omkostninger pr. udbetaling i forhold til, at fonden har en relativ stor andel af direkte investeringer. Korrigeres der for forskelle i fondenes investeringsstrategier, finder vi ligeledes, at Vækstfonden har haft lavere omkostninger end de fleste andre fonde. Kun Finnish Industri Investment har i enkelte år haft lavere omkostninger end Vækstfonden.

Målt på resultat i forhold til egenkapital har Vækstfondens afkast været positivt i store dele af perioden med undtagelse af årene 2002-2003 og 2008, hvor Vækstfonden har foretaget en markant nedskrivning af værdien af fondens portefølje. Samlet set har Vækstfonden i perioden 2001-2008 præsteret et gennemsnitligt afkast på -5,1 pct., hvilket er lavere end de andre fondes afkast. Det skal ses i sammenhæng med, at tilbageløb på Vækstfondens investeringer først for alvor vil ske i 2010 og 2011. Derfor vil en afkastanalyse på dette tidspunkt give et mere retfærdigt billede af Vækstfondens evne

til at generere et afkast.

Det danske marked har generelt endnu ikke vist, at ventureinvesteringer er en god forretning (som det er tilfældet i eksempelvis USA). Målt på nøgletallet "Internal Rate of Return" (IRR) har de danske fonde i perioden 2001-2009 haft en gennemsnitlig årlig forrentning på -6,7 pct., hvilket kan holdes op imod Vækstfondens forrentning på -8,8 pct. Det er primært fondenes alder, der er medvirkende årsag til, at IRR-tallene ser ud, som de gør. De fonde, der blev etableret i 1998-2001, er i gang med at realisere deres investeringer, mens de nyere fonde stadig har størstedelen af virksomhederne i porteføljen. Dertil kommer, at den nuværende økonomiske krise har gjort det svært at realisere de modne investeringer.

7.3 Effektivitet

Vi har undersøgt Vækstfondens effektivitet ved at belyse, hvor langt Vækstfonden er fra at opnå sit mål om at skabe Europas bedste marked for innovationsfinansiering.

Det danske marked har udviklet sig positivt siden 2001, og målt på kapital under forvaltning i forhold til BNP har vi nærmet os de førende lande. Der er samtidig sket en vis markedsmodning. Det samlede antal aktører lader til at have stabiliseret sig, mens den gennemsnitlige fondsstørrelse har været stigende gennem perioden. Det afspejler en konsolidering af markedet med færre, men større aktører. I takt med at der er foretaget flere investeringer, er der ligeledes sket en professionalisering af de danske aktører, og det danske marked er ligeledes blevet mere internationaliseret gennem perioden.

Ser man på fordelingen af investeringerne på virksomhedernes stadier, fylder investeringer på seed- og ekspansionsstadiet forholdsvist meget i Danmark. Det kan hænge sammen med, at der i Danmark er relativt få "business angels" til at foretage investeringer i de meget tidlige faser. Det betyder, at venturefonde i Danmark er nødt til at gå længere ned i den finansielle fødekæde, end det er tilfældet i andre lande.

Vækstfonden har haft en betydelig positiv indflydelse på udviklingen af det danske venturemarked. Fonden har særligt gennem sine indirekte investeringer været med til at løfte markedet ved at rejse kapital og skabe tillid til de danske venturefonde. Gennem de direkte investeringer har fonden været med til at formindske det finansielle gap, der kendetegner de tidlige faser.

Selvom der er sket en markedsmodning, er der ikke tegn på, at det danske venturemarked udvikler sig i retning af at blive selv bærende. Og det er tvivlsomt, om det nogensinde vil ske. Erfaringen fra andre lande viser, at selvom venturemarkederne har eksisteret i mange år, vil der altid være en rolle for den offentlige sektor at spille - særligt i de tidlige faser, hvor ventureinvesteringerne ikke er attraktive for private investorer. Den indbyggede markedsfejl på venturemarkedet foranlediget af de store risici forbundet med innovation betyder, at der er behov for offentlig intervention for at sikre, at der samfundsøkonomisk bliver foretaget tilstrækkelig forskning og udvikling.

Vækstfonden har effektivt været med til at sikre, at det danske venturemarked er kommet ind i en positiv udvikling. Men der er stadig et stykke op til de førende lande i Europa - bl.a. Storbritannien og Sverige - hvor der ligeledes satses på en række offentlige initiativer, der

er med til at drive udviklingen. Derfor vurderer vi, at det ikke er realistisk, at Vækstfonden kan medvirke til at skabe det mest velfungerende marked for innovationsfinansiering i Europa (eller gøre det danske marked til et af de fem mest velfungerende i verden) senest i 2015. Danmark har været hårdere ramt af den økonomiske krise end en række af de andre europæiske lande, og alene af den grund er der lange udsigter til, at det danske venturemarked - som i høj grad følger de generelle markedskonjunkturer - vil kunne indhente de førende lande.

7.4 Effekt

Vi har undersøgt, om Vækstfondens indsats har opnået den forventede effekt ved at analysere den vækst, der er skabt i de virksomheder, som Vækstfonden har investeret i.

Vores analyser viser, at Vækstfondens porteføljevirkksomheder - som har fået finansiering enten direkte eller indirekte fra Vækstfonden - har udvist en vækst i omsætning, der er dobbelt så stor som væksten i vores sammenligningsgruppe i perioden 2001-2008. Til gengæld er væksten i antal ansatte i porteføljevirkksomhederne kun marginalt højere end væksten i sammenligningsgruppen. Det skal tages med i betragtning, at en række af virksomhederne er forholdsvis nye i porteføljen, og at det tager en årrække, før denne vækst udmønter sig i en positiv bundlinje. Det er netop derfor, virksomhederne har behov for en risikovillig og særdeles tålmodig kapital.

Vi kan konkludere, at de venturefinansierede virksomheder har skabt en større vækst, end sammenligningsgruppen har. Men vi kan ikke konkludere, om Vækstfonden således - gennem sine direkte og indirekte investeringer - har sikret finansiering til de rigtige virksomheder. For at kunne vise det skal det analyseres, hvor meget vækst der skabes i de venturefinansierede virksomheder i andre lande. Og det er en analyse, der ligger uden for rammerne af denne rapport.

Den samlede direkte effekt af Vækstfondens investeringer kan måles i, hvor stor en omsætning og hvor mange ansatte porteføljevirkksomhederne har genereret efter at have modtaget kapital fra Vækstfonden - enten direkte eller indirekte. Samlet set har porteføljevirkksomhederne i perioden 2001-2008 genereret en omsætning på kr. 6,9 mia. og skabt 4.900 arbejdspladser. Det skal bemærkes, at denne effekt ikke er et udtryk for den samlede samfundsøkonomiske effekt, som Vækstfonden har været med til at skabe. Der er ligeledes en effekt i form af videnspredning, som vi ikke har haft mulighed for at belyse i denne rapport. Og samtidig er der også en række afledte effekter på økonomien i kraft af den efterspørgsel, som porteføljevirkksomhederne er med til at generere. Vi har ikke haft mulighed for at belyse denne effekt i denne rapport.

Vækstfondens indsats er særdeles relevant i forhold til at finansiere virksomheder, som har et erhvervsmæssigt potentiale, men som har svært ved at tiltrække private investorer. Der er fortsat et finansielt gap på markedet for venturekapital, og det er særligt i seed-fasen, at investorerne ikke har tilstrækkeligt med kapital og risikovillighed til at finansiere perspektivrige projekter.

Fremadrettet vil det samlede kapitalbehov til nyinvesteringer i danske virksomheder beløbe sig til mellem kr. 12,6 mia. (ved 30 årlige nyinvesteringer) og kr. 16,8 mia. (ved 40 årlige nyinvesteringer) i perioden 2010-2014. Med udgangspunkt i at Vækstfondens

midler fungerer som en løftestang for resten af markedet og i, at Vækstfonden kan opnå samme gearing på sine investeringer som tidligere, betyder det, at Vækstfonden skal foretage nyinvesteringer for mellem kr. 3,1 mia. og kr. 4,1 mia. i denne periode. Der er således behov for en yderligere kapitaltilførsel til Vækstfonden under forudsætning af, at man vil sikre kapital til mere end 40 nye danske virksomheder om året. Det skal dog bemærkes, at hvis man skal skabe det mest velfungerende marked for venturekapital i Europa, er det ikke tilstrækkeligt blot at øge udbuddet af kapital. Der skal gøres en indsats for at forbedre hele økosystemet.

8. Har Vækstfonden efterlevet god praksis for offentlig intervention?

OECD har opstillet en række kriterier, der bør overholdes, når der etableres offentlige ordninger på markedet for venturekapital, jf. tabel 30.

Tabel 30: OECDs kriterier for offentlige venturekapitalordninger²²

God praksis for offentlige venturekapitalordninger	
Rationale	En ordning bør rette sig mod markedsbrist eller finansieringshuller i det finansielle system.
Design	En ordning bør baseres på en klar definition af målinvesteringerne. Ligeledes bør investeringsincitament, investeringsstadier, risikofaktorer og kompetencer overvejes nøje, inden ordningen sættes i kraft.
Værditilvækst	En ordning bør styrke de private investeringer og fases ud, når markedet er modnet.
Ledelse	En ordning bør benytte den private sektors kompetence og beslutningsdygtighed, og det offentliges rolle i konkrete investeringsbeslutninger bør minimeres.
Proces	En ordning bør være simpel og administrativt let. Tidsfrister bør være korte.
Gennemsigtighed	En ordnings eksistens bør kendes af en bred kreds af interessenter.
Evaluering	En ordning bør evalueres med regelmæssige mellemrum. Et af succeskriterierne må være, i hvilken grad ventureselskaber og virksomheder er blevet skabt og er selv bærende.

Kilde: OECD

Ernst & Young har igennem evalueringen holdt Vækstfondens strategi og handling op imod de syv kriterier for, hvad OECD anser som god praksis for offentlig intervention i markedet for venturekapital.

Vi finder for det første, at Vækstfondens indsats har været rettet mod en markedsbrist. Særligt Vækstfondens direkte investeringer har været rettet mod virksomhedernes tidlige faser, hvor det generelt er svært at tiltrække private investorer. For det andet finder vi, at ordningen er designet således, at der er en klar strategi for, hvem investeringerne skal rettes mod. For det tredje har Vækstfonden været med til at styrke de private investeringer gennem sine indirekte investeringer og har ligeledes med udskillelsen af Sunstone Capital levet op til kravet om værditilvækst.

For det fjerde viser vores kvalitative analyser endvidere, at Vækstfondens kompetencer er på højde med kompetencerne i det private marked, og vi har ingen bemærkninger til Vækstfondens procedure for investeringsbeslutninger. For det femte er ordningen velstruktureret men ikke nødvendigvis administrativt let. Vækstfonden er imidlertid ikke

²² OECD, *Government venture capital for technology based firms*, 1997.

mere administrativt tung end de offentlige nordiske fonde, vi har sammenlignet Vækstfonden med. Og en vurdering af hvordan Vækstfonden kan gøres mere administrativt let, vil kræve en nærmere gennemgang af de interne arbejdsgange og en benchmarkanalyse af de offentlige initiativer på operationelt niveau. For det sjette vurderer vi, at der er et udbredt kendskab til Vækstfonden blandt de relevante aktører i Danmark. Vækstfonden er en stor aktør på det danske marked, og en stor andel af både porteføljevirkksomheder og venturefonde angiver, at de selv har henvendt sig til Vækstfonden.

For det syvende finder vi, at det er relevant at evaluere Vækstfonden løbende - og også i en højere grad end det er gjort tidligere - for at sikre, at Vækstfondens indsats er i tråd med behovet i markedet, og for at kunne vurdere, om den fastlagte strategi forsat er den mest hensigtsmæssige i forhold til at skabe et samfundsøkonomisk afkast.

9. Diskussion: Hvordan skal en offentlig fond agere i markedet?

Der er overalt i verden en stigende tendens til brug af offentlige initiativer til at fremme venturemarkederne - gennem direkte investeringer, indirekte "funds of funds"-investeringer eller skattesubsidier mv. En analyse fra World Economic Forum²³ baseret på mere end 28.800 virksomheder i 126 lande peger på, at virksomheder, som har fået en moderat andel offentlig venturekapital, klarer sig bedre målt på værdiskabelse og patentaktivitet, end virksomheder som udelukkende har fået privat venturekapital, og også bedre end virksomheder som har fået en markant andel offentlig venturekapital. Det vidner om, at det er vigtigt for de offentlige aktører at finde den rette balance. Samtidig viser analysen også, at de offentlige midler har størst effekt, når de anvendes til indirekte investeringer eller til skattesubsidier.

Vækstfonden operer på det danske marked både ved at foretage direkte investeringer med det formål at sikre finansiering til perspektivrige virksomheder, som ellers ikke ville kunne opnå finansiering, og indirekte investeringer med det formål at være med til at løfte det danske venturemarked. De to måder at agere på har således forskellige formål og forskellig effekt på markedet. De direkte investeringer er med til at sikre, at der er konsistens i den finansielle fødekæde i markedet, mens de indirekte investeringer er med til at sikre, at der er tilstrækkelig med volumen i markedet.

Vores analyser viser netop, at Vækstfondens indirekte investeringer foretages i senere faser end de direkte investeringer, som i høj grad foretages i de tidlige faser. De direkte investeringer allokeres også i højere grad til nye vækstområder, som eksempelvis cleantech, end de indirekte.

Ernst & Young vurderer derfor, at der er rationale i, at Vækstfonden fastholder sin strategi med at foretage begge former for investeringer. Efter udskilningen af Sunstone Capital har der været en tendens til, at Vækstfonden har foretaget markant færre direkte investeringer. Det er kritisk på et tidspunkt, hvor den økonomiske krise har været med til at forstærke manglen på venturekapital særligt til virksomheder på de tidlige udviklingsstadier. Det er således vigtigt, at Vækstfonden har tilstrækkelig likviditet til at foretage direkte investeringer i de meget tidlige faser, hvor der netop er en tendens til, at det private marked tøver.

Som offentlig fond fungerer Vækstfonden - i modsætning til størstedelen af de andre danske venturefonde - i sin natur som en evergreen-fond. Vækstfonden er ikke pålagt et afkastkrav, og den har således langt friere rammere til at foretage investeringer, end de private venturefonde har. Private venturefonde foretager typisk kun nyinvesteringer i de første år af deres levetid, og derefter foretages der opfølgingsinvesteringer, der skal sikre, at fondenes ejerandele ikke er blevet udvandet, når porteføljevirkomhederne nærmer sig en mulig exit. Vækstfonden har derimod større mulighed for kontinuerligt at foretage nyinvesteringer.

23 World Economic Forum, Globalization of Alternative Investments - The Global Economic Impact of Private Equity Report 2010, Working Papers Volume 3.

Det varierer på tværs af sammenligningslandene, om de offentlige initiativer er konstrueret med et afkastkrav. Fordelen ved at sætte et krav til afkast er, at man sikrer en effektiv administration af de offentlige midler. Et krav om profit behøver ikke at være i modstrid med optimering af den samfundsøkonomiske effekt. Det vil blot være med til at sikre, at det er de rigtige virksomheder, der får finansiering.

Samtidig skal man tillade, at den offentlige fond foretager væsentlige opfølgingsinvesteringer i de enkelte virksomheder frem til en mulig exit for at sikre et afkast og for at sikre dynamikken i investeringerne. Det betyder, at den offentlige fond bevæger sig op i den finansielle fødekæde, hvor der traditionelt set ikke er den samme mangel på kapital som i de tidligere faser, da virksomhederne her har mulighed for at tiltrække globale investorer.

Hvis man omvendt ikke ønsker, at en offentlig fond skal agere i de dele af markedet, hvor der er tilstrækkeligt med private aktører, må man i stedet acceptere, at det ikke er muligt for fonden at realisere tilstrækkeligt store gevinster til at sikre et positivt afkast. Det vil så betyde, at staten kontinuerligt skal tilføre midler til den offentlige fond, for at den fortsat kan investere midler i virksomhedernes tidlige faser. Det vil imidlertid kun være muligt at pålægge denne restriktion på fondens direkte investeringer, da det ikke vil være attraktivt for private investorer at operere en fond, der udelukkende må være beskæftiget i de tidlige faser.

Det er Ernst & Young's opfattelse, at Vækstfonden burde operere med et afkastkrav. Det indebærer samtidig, at man skal tillade, at fonden foretager opfølgingsinvesteringer i et vist omfang. På den måde kan man sikre, at fondens midler bliver administreret effektivt, og man sikrer samtidig, at der er et positivt tilbageløb, der kan anvendes til at foretage flere investeringer.

Det er dog vigtigt at holde fast i Vækstfondens oprindelige formål om at foretage investeringer der, hvor det private marked tøver. Der skal således ligeledes stilles krav om, at Vækstfonden placerer størstedelen af sine investeringer i de tidlige faser, hvor der er mangel på kapital i markedet. Og det er særligt de direkte investeringer, Vækstfonden skal bruge som instrument til at afhjælpe manglen på kapital i de tidlige faser. Vores analyser peger således på, at Vækstfonden ikke på samme måde kan styre, hvorvidt fondenes investeringer går til bestemte virksomhedsfaser eller brancher, når investeringerne foretages indirekte. 50 pct. af fondene tilkendegiver, at Vækstfonden slet ikke har påvirket deres investeringsfokus i forhold til særlige sektorer og brancher, mens 42 pct. siger, at Vækstfonden slet ikke har påvirket deres fokus i forhold til virksomhedernes stadier.

10. Referencer

10.1 Datakilder

I tabel 31 og 32 har vi angivet kilder på de data, vi har anvendt i evalueringen af Vækstfonden.

Tabel 31: Kilder for kvantitative data

Organisation	Database/kilde
Danmarks Statistik	Nationaløkonomiske nøgletal, BNP mv.
EVCA	Diverse datatræk på europæiske venturetal via Thomson/Reuters og PEREP Analytics
IMF	Economic Outlook Database
IESE Business School	Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index (http://vcpeindex.iese.us/)
KOB/ Experian A/S	KOB WEB-DIRECT dataudtræk
Nationalbanken	Data på valutakurser
Vækstfonden	Diverse datatræk og analyser for egen investeringsaktivitet og markedsdata

Tabel 32: Datakilder for udenlandske offentlige venturefonde

Organisation	Database/kilde
Argentum, Norge	http://www.argentum.no/
Capital for Enterprise Ltd., Storbritannien	http://www.capitalforenterprise.gov.uk/
ERP-EIF Dachfonds, Tyskland	http://www.eif.org/equity/resources/erp/index.htm
Finnish Industry Investment Ltd., Finland	http://www.teollisuussijoitus.fi/in_english/
High-Tech Gründerfonds, Tyskland	http://www.high-tech-gruenderfonds.de/
Industrifonden, Sverige	http://www.industrifonden.se/
NESTA, Storbritannien	http://www.nesta.org.uk/
SBA/SBIC, USA	http://www.sba.gov/aboutsba/sbaprograms/inv/index.html
SITRA, Finland	http://www.sitra.fi/en
TechnoPartner Seed-Facility, Holland	http://www.technopartner.nl/wiki/technopartner/foreignvisitors

10.2 Interviewpersoner

Tabel 33 angiver de aktører, der er interviewet i forbindelse med evalueringen i alfabetisk rækkefølge. Alle interviews har taget udgangspunkt i en identisk interviewguide, der har sikret sammenlignelighed på tværs.

Tabel 33: Interviewede aktører i og omkring det danske marked for venturekapital

Informant	Organisation
Ingelise Saunders	Action Pharma A/S
Søren Hougaard	AMS Group A/S
Bjarne Graven Larsen	ATP
Torben Ravn Rasmussen	Awapatent A/S
Henrik Brorsen	Connect Denmark
Søren Friis Larsen	Dansk Erhverv
Bjarne Lundager Jensen	DI
Ulla Brockenhuus-Schack	DTU Symbion Innovation A/S
Stig Hølleddig	DVCA og Business Angel
Ulrik Spork	DVCA og Novo Equity Growth
Ane Buch	Håndværksrådet
Hans Jørgen Angaard Madsen	LD
Jesper Jespersen	Novi Innovation A/S
Søren Carlsen	Novo Ventures
Torben Möger Pedersen	PensionDanmark A/S
Peter Torstensen	Symbion A/S
Tine Thygesen	Venture Cup
Marlene Haugaard	Væksthus Hovedstaden
Lars Stigel	Østjysk Innovation A/S

10.3 Spørgeskemarespondenter

I forbindelse med dataindsamlingen har vi gennemført to separate spørgeskemaundersøgelser, begge via online-værktøjet defgo.net[®].

Den første undersøgelse havde Vækstfondens direkte porteføljevirkksomheder som målgruppe, og både aktive og inaktive virksomheder blev forsøgt kontaktet. Ud af Vækstfondens samlede portefølje blev der identificeret kontaktoplysninger på 76 virksomheder, og ud af disse modtog vi 22 besvarelser.

Den anden undersøgelse havde de danske venturefonde, som Vækstfonden har investeret i, som målgruppe. I alt blev 27 fonde kontaktet, og vi modtog 16 besvarelser. Det bør bemærkes, at en række af fondene er drevet af samme management team, hvorfor vi blev informeret om, at en række besvarelser blev afgivet på vegne af flere fonde.

Appendix A Offentlige initiativer i sammenligningslandene

I dette appendix redegør vi for, hvordan andre lande har konstrueret offentlige initiativer til at understøtte de nationale venturemarkeder. Vi har beskrevet 9 fonde, der opererer i sammenligningslandene - bemærk, at Schweiz er det eneste land, der ikke har et offentligt initiativ på venturemarkedet. Derudover har vi beskrevet det amerikanske initiativ SBA/SBIC som har været med til at understøtte udviklingen af det amerikanske venturemarked siden 1958, jf. tabel 1.

Tabel 34: Offentlige initiativer i sammenligningslandene og USA.

Offentlige fonde	Oprindelsesland	Etableringsår
Finnish Industry Investment Ltd.	Finland	1995
SITRA	Finland	1967
Industrifonden	Sverige	1979
Argentum	Norge	2001
TechnoPartner	Nederlandene	2005
High-Tech Gründerfonds	Tyskland	2005
ERP-EIF Dachfonds	Tyskland	2001
NESTA	Storbritannien	1998
Capital For Enterprise Ltd.	Storbritannien	2008
SBA/SBIC	USA	1958

Finnish Industry Investment Limited (Finland)

Finnish Industry Investment Limited (FII) er en investeringsvirksomhed grundlagt og ejet af den finske regering i 1995 med det formål at investere afkastet fra privatiseringen af en række offentlige virksomheder. FII har ca. kr. 3 mia. under forvaltning og har siden 1995 investeret i alt kr. 4,2 mia.

FII blev oprettet, fordi offentlige investeringer har vist sig som en nødvendighed i finansiering af innovative små- og mellestore virksomheder (SMV'er) - særligt inden for teknologi-sektoren. FII søger derfor at understøtte udviklingen af den finske økonomi ved at stimulere graden af egenkapitalfinansiering for SMV'er. FII foretager fund-of-funds investeringer for at tiltrække kapital fra private investorer. FII fungerer på markedsmæssige vilkår, og der er en forventning fra statens side om, at fondens skal kunne fremvise driftsoverskud.

Herudover gør FII brug af direkte investeringer, om end dette udgør en mindre del af FII's investeringer. Brugen af direkte investeringer er hovedsageligt i tilfælde, hvor markedet tøver og hvor projektets realisering er afhængig af FII som cornerstone investor.

De fonde og virksomheder, der investeres i, behøver ikke være af finsk oprindelse. De skal blot bidrage til udviklingen af den finske innovation og økonomi. FII investerer i relativt mange virksomheder i forskellige sektorer, regioner og stadier. Udover ventureinvesteringer foretager FII også buy-outs investeringer.

FII's strategi er i høj grad baseret på kravet om profitable venture-investeringer (overskudskrav), hvilket forudsætter en afvejning mellem ny- og opfølgingsinvesteringer, hvor det ofte er opfølgingsinvesteringerne, der tilvejebringer det største investeringsafkast. De direkte investeringer er oftest i en størrelsesorden på 7.5-75 mio. kr., hvor der i fund-of-funds investeringer sædvanligvis er tale om 37-112 mio. kr..

FII formåede i perioden 2005-2007 at generere en årlig forrentning af egenkapitalen på 10-14%. Den store porteføljeandel i Life Sciences og Industrielle produkter kan i den forbindelse være bidragende til de røde tal, da disse sektorer har vist sig at være specielt sårbare i igangværende økonomiske krise, jf. tabel 2.

Tabel 35: FII's nøgletal

Nøgletalsudvikling: FII	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Regnskabstal								
Investeringsresultat, mDKK (afkast af likvid kapital)	-6	-24	65	49	204	233	430	199
Adm. Omk. mDKK	10	13	17	19	25	27	30	36
Årets resultat, mDKK	31	-41	-67	60	246	404	392	-97
Egenkapital, mDKK	1860	1803	2048	2110	2360	2766	3155	3061
Medarbejdere	7	7	8	10	14	17	18	21
Nøgletal								
Vækst i driftsresultat %	n.a.	-103%	8015%	-80%	-634%	185%	-58%	-275%
Vækst i adm. omk, %	n.a.	27,4%	36,1%	8,7%	31,5%	10,2%	9,4%	20,9%
Vækst i medarbejdere, %	n.a.	0,0%	14,3%	25,0%	40,0%	21,4%	5,9%	16,7%
Adm.omk. pr. medarbejder, mDKK	1,43	1,82	2,17	1,89	1,78	1,61	1,66	1,73
Vækst i adm.omk. Pr. medarbejder %	n.a.	27,4%	19,1%	-13,0%	-6,1%	-9,3%	3,3%	3,6%
Driftsresultat i forhold til egenkapital, %, ultimo	2,7%	-0,1%	-5,6%	-1,1%	5,2%	12,7%	4,7%	-8,5%
Egenkapitalforrentning, %, ultimo	1,6%	-2,3%	-3,3%	2,8%	10,4%	14,6%	12,4%	-3,2%

SITRA (Finland)

Den finske innovationsfond SITRA fungerer som den vigtigste offentlige investor i seed- og start-up virksomheder i Finland. Fonden blev grundlagt i 1967, men det var først i 1987, at SITRA gik over til at foretage direkte virksomhedsinvesteringer og herefter også fondsinvesteringer. SITRA har kr. 5,1 mia. i kapital under forvaltning og har siden 1987 investeret kr. 5 mia.

Formålet er at fremme økonomisk vækst, international konkurrenceevne og samarbejde, samt at forberede Finland på udfordringer i form af teknologiske, demografiske, og globaliseringsrelaterede forandringer. Mere konkret er SITRAs formål at skabe nye vækstvirksomheder gennem medfinansiering af seed- og start-up virksomheder, samt gennem investeringer i nationale såvel som internationale fonde med et venturefokus.

Gennem dets investeringer forsøger SITRA at støtte det nationale venture-marked samt at tiltrække international risikokapital til Finland.

Fondene modtager hovedsageligt støtte fra SITRA i form af venturekapital, mens virksomheder i supplement til dette får tilbud om støtte til teknologioverførsler. Gældende for både fonde og virksomheder er, at SITRA gør brug af aktivt ejerskab. Herudover støtter SITRA udviklingen af interne såvel som eksterne analyser af en række områder relateret til venturekapitalmarkedet, den nationale innovationsstrategi, samt samfundsmæssig reform og udvikling.

SITRA er ikke stillet over for et afkastkrave, men der er i SITRA et mål om at kunne operere med det samme IRR som private venturekapital fonde.

SITRAs rolle som katalysator på venturemarkedet er begrænset til bestemte sektorer, hvilket indebærer en arbejdsdeling mellem private og offentlige investorer. SITRA kan i perioden 2010-15 således udelukkende investere i fonde og virksomheder, der har tilknytning til følgende programområder: 1) Sundhedssektor; 2) Fødevarer og ernæring; 3) Energi 4) Den Mekaniske Industri.

SITRA formåede - ligesom FII - i perioden 2005-2007 at generere en positiv egenkapitalforrentning omkring 10%, jf. tabel 3.

Tabel 36: SITRA's nøgletal

Nøgletalsudvikling: SITRA	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Regnskabstal								
Investeringsresultat, mDKK (afkast af likvid kapital)	114	0	395	260	448	513	619	-517
Adm. Omk. mDKK	130	152	141	130	104	109	173	181
Årets resultat, mDKK	-185	-465	11	57	341	545	492	-755
Egenkapital, mDKK	4575	4097	4108	4170	4517	5067	5554	4803
Medarbejdere	74	92	92	92	96	98	100	100
Nøgletal								
Vækst i driftsresultat, %	n.a.	76%	-19%	-61%	-98%	-52%	-10%	34%
Vækst i adm. omk, %	n.a.	17%	-7%	-8%	-20%	5%	58%	5%
Vækst i medarbejdere, %	n.a.	24%	0%	0%	4%	2%	2%	0%
Adm.omk. pr. medarbejder, mDKK	1,75	1,65	1,54	1,42	1,08	1,12	1,73	1,81
Vækst i adm.omk. Pr. medarbejder %	n.a.	-6%	-7%	-8%	-24%	3%	55%	5%
Driftsresultat i forhold til egenkapital, %, ultimo	-4%	-9%	-7%	-3%	0%	3%	0%	-2%
Egenkapitalforrentning, %, ultimo	-4%	-11%	0%	1%	8%	11%	9%	-16%

Industrifonden (Sverige)

Industrifonden blev grundlagt af den svenske stat med det formål at fremme væksten i svensk industri samt at udvikle konkurrenceevnen i specielt større virksomheder. Industrifonden havde pr. 2008 kr. 2.425 mio. i aktiver, hvoraf de kr. 1.244 mio. var investeret i ca. 100 portefølje virksomheder.

Industrifonden er en politisk uafhængig evergreen fond, hvilket betyder, at der ikke er et

eksplicit krav om realisering af fondens porteføljeinvesteringer. Der er dog en forventning om, at fonden kan eksistere på markedsvilkår. Samtidig må Industrifondens administrative omkostninger ikke overstige 2,5% af den forvaltede kapital, og afkastet skal modsvare det et obligationsafkast. Der stilles ligeledes krav til, at investeringerne skal foretages i Sverige.

I starten af Industrifondens virke gav den som udgangspunkt primært "bløde lån" (i stil med VækstLån) og lånegarantier (i stil med Vækstkaution), men siden midten af 1990'erne har Industrifonden også gjort brug af risikovillige investeringer i form af egenkapital- og lånefinansiering. Fondens er også en aktiv i en række regionale og specialiserede kapitalfonde, men det er de direkte investeringer, der er fondens primære investeringsredskab.

Industrifonden koncentrerer sine investeringer under tre overskrifter: 1) Life Sciences; 2) Teknologi; samt, 3) Industriel vækst. Foruden kapitalindsud tilfører Industrifonden virksomheden kompetencer i forbindelse med udformning af forretnings- og markedsføringsstrategier.

Industrifonden har gennemperioden haft en negativ egenkapitalforrentning med undtagelse af de to år 2005 og 2006, hvor fonden havde en positiv egenkapitalforrentning på henholdsvis 6,7 og 3,6%, jf. tabel 4.

Tabel 37: Industrifondens nøgletal

Nøgletalsudvikling: Industrifonden	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Regnskabstal								
Investeringsresultat, mDKK (afkast af likvid kapital)	156	352	41	-66	395	106	-36	63
Adm. Omk. mDKK	69	78	80	81	68	73	72	74
Årets resultat, mDKK	-141	-176	-139	-176	177	99	-229	-189
Egenkapital, mDKK	2954	2797	2670	2497	2635	2745	2515	2237
Medarbejdere	38	43	47	42	38	36	38	36
Nøgletal								
Vækst i driftsresultat, %	n.a.	96%	-78%	-72%	443%	-144%	-282%	52%
Vækst i adm. omk, %	n.a.	12,4%	2,7%	1,3%	-15,4%	7,6%	-2,0%	6,2%
Vækst i medarbejdere, %	n.a.	13,2%	9,3%	-10,6%	-9,5%	-5,3%	5,6%	-5,3%
Adm.omk. pr. medarbejder, mDKK	1,81	1,81	1,71	1,94	1,78	2,04	1,89	2,04
Vækst i adm.omk. Pr. medarbejder %	n.a.	-0,7%	-6,1%	13,4%	-6,5%	13,6%	-7,2%	12,1%
Driftsresultat i forhold til egenkapital, %, ultimo	-7,7%	-16,1%	-3,7%	-1,1%	-5,7%	2,4%	-4,8%	-8,0%
Egenkapitalforrentning, %, ultimo	-4,8%	-6,3%	-5,2%	-7,0%	6,7%	3,6%	-9,1%	-8,5%

Argentum (Norge)

Argentum Fondsinvesteringer blev oprettet i 2001 og er et investeringsselskab finansieret af den norske regering. Argentum er som den eneste fond i Norge, der udelukkende er specialiseret i fund-of-funds investeringer. Målet er at opnå et afkast, der svarer til det, der opnås i de førende PE-fonde i Europa.

Den norske regerings formål med etableringen af Argentum var, at oprette en fond der

kunne stimulere "underskoven" i det norske erhvervsliv (seed- og start-up). Gennem Argentum ønsker man at finansiere og professionalisere det norske kapitalmarked for herved at styrke venturemarkedet og tiltrække risikovillig kapital fra udlandet. Argentums rolle er derfor at fungere som en katalysator for opbygningen af en konkurrencedygtig norsk PE-sektor.

Argentum følger en strategi, hvor alle investeringer foretages i "top-tier" PE-fonde, og hvor dens primære aktivitet består i at overvåge det nordiske kapitalmarked for at identificere og vurdere fremtidige investeringer. At styrke det internationale netværk er også centralt i Argentums strategi, hvorfor de søger at støtte udviklingen af internationale fondsforvaltere i Norge, ligesom de selv foretager mindre investeringer i internationale fonde.

Argentum er dog hovedsageligt engageret i nordiske fondsinvesteringer, hvorfor de udelukkende tilvejebringer vækstkapital til virksomheder via en fund-of-funds model. Denne fund-of-funds model har bevirket at Argentum i 2010 har en samlet investeringsportefølje bestående af 35 fonde. Den ene halvdel af disse fonde er fokuseret på ventureinvesteringer, mens den anden halvdel er fokuseret på buy-outs inden for SMV-segmentet.

Argentum havde i starten af 2010 ca. kr. 5.916 mio. under forvaltning, hvoraf de kr. 1.540 mio. er investeret. Argentum havde i årene 2005-2007 en positiv egenkapitalforrentning på mellem 11-15%, mens at forrentningen faldt markant til -13% i 2008, jf. tabel 5.

Tabel 38: Argentums nøgletal

Nøgletalsudvikling: Argentum	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Regnskabstal								
Investeringsresultat, m DKK (afkast af likvid kapital)	n.a.	167	128	43	42	51	72	77
Adm. Omk. m DKK	n.a.	6	9	9	10	10	16	14
Årets resultat, m DKK	n.a.	109	78	18	421	358	498	-378
Egenkapital, m DKK	n.a.	2562	2313	2206	2865	3090	3475	2900
Medarbejdere	n.a.	9	9	9	10	10	10	12
Nøgletal								
Vækst i driftsresultat %						-27%	50%	-198%
Vækst i adm. omk, %	n.a.	n.a.	22,1%	0,3%	-9,3%	11,6%	65,3%	-7,7%
Vækst i medarbejdere, %	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	11,1%	0,0%	0,0%	20,0%
Adm. omk. pr. medarbejder, m DKK	n.a.	0,67	1,05	1,04	1,02	1,02	1,62	1,17
Vækst i adm. omk. Pr. medarbejder %	n.a.	n.a.	22,1%	0,3%	-18,4%	11,6%	65,3%	-23,1%
Driftsresultat i forhold til egenkapital, %, ultimo	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	14,5%	9,8%	13,1%	-15,0%
Egenkapitalforrentning, %, ultimo	n.a.	4,2%	3,4%	0,8%	14,7%	11,6%	14,3%	-13,0%

TechnoPartner Seed Facility (Nederlandene)

Det nederlandske "TechnoPartner Seed Facility" program blev igangsat i 2005 med det formål at forbedre det finansielle grundlag for virksomheder på tidlige stadier.

TechnoPartner Seed Facility (TechnoPartner) har til opgave at støtte udviklingen af teknologibaserede start-up virksomheder.

Programmet er konstrueret med inspiration fra det amerikanske SBIC program, som netop bygger på offentlig-private partnerskaber. TechnoPartner tildeler hvert år lån på kr. 179 mio. (totalt kr. 1.118 mio.) til venturefonde, virksomheder, banker, regionale udviklingsorganisationer, samt andre private investorer (f.eks. business angels). Disse lån gives udelukkende til investorer, der ønsker at oprette venturefonde rettet mod investeringer i teknologibaserede virksomheder i seed- og start-up fasen.

Kapitalen tilbydes i form af et lån på et beløb, der svarer ansøgerens egen andel (1:1 gearing). TechnoPartner kan dog maksimalt investere 30 mio. kr. pr. fond. Der gøres i den forbindelse brug af et fleksibelt tilbagebetalings arrangement, hvor den fond der modtager støtte fra TechnoPartner, tilbagebetaler de tildelte midler i rater. Omkostninger forbundet med administrationen af de offentlig-private fonde påhviler udelukkende de private fonde, der har modtaget kapital. Det vil sige, at staten holdes skadefri.

TechnoPartner har i perioden 2005-08 støttet oprettelsen af 22 fonde.

High-Tech Gründerfonds (Tyskland)

Den offentligt støttede tyske venture-fond High-Tech Gründerfonds blev oprettet i 2005 med det formål at tilbyde start-up finansiering (risikovillig kapital) til virksomheder i den tyske teknologi-sektor. Fonden, som ledes af et uafhængigt management selskab, har i den forbindelse fået tilført kr. 2.028 mio., hvoraf 89% er indskudt af staten.

Fonden skal afhjælpe manglen på venturekapital til unge teknologi-baserede virksomheder inden for Life Sciences, software, IKT, Telekom og medier, og investeringerne målrettes seed-virksomheder med ophav i f.eks. offentlige forskningsinstitutioner, universitetsverdenen, samt spin-offs fra private virksomheder. High-Tech Gründerfonds ønsker med deres investeringer at gøre unge, innovative virksomheder i stand til at videreudvikle og kommercialisere deres teknologi.

Den direkte finansiering af start-up virksomheder foretages ofte sammen med eksterne partnere, såsom venture og seed-fonde (PE) og business angels. Fonden spiller ofte en rolle som cornerstone investor i de enkelte virksomheder, og den virker således som en løftestang for markedet generelt.

Fonden investerer typisk direkte i start-up virksomheder frem for fonde, og investeringerne foretages gennem en blanding af egenkapitals finansiering og konvertible lån med rentefrihed de første 4 år. I tilfælde hvor High-Tech Gründerfonds foretager en investering i seed-virksomheder, tilegner fonden sig automatisk en ejerandel på 15 % af virksomheden. High-Tech Gründerfonds udøver desuden aktivt ejerskab, hvor seed-virksomheder bl.a. får tilført ekstern management-rådgivning og strategisk vejledning. Eventuel profit/tab fordeles pro rata. High-Tech Gründerfonds forventer at investere i ca. 300 virksomheder i sin levetid, og i 2009 havde fonden investeret kr. 1.417 mio.

ERP/EIF Dachfonds (Tyskland/EIF)

The European Recovery Programme (ERP)-EIF Dachfonds er en venturekapital fond, der hovedsageligt investerer i tyske venturekapitalfonde, der er rettet mod højteknologiske virksomheder i seed-, udviklings- eller ekspansionsfasen. ERP-EIF Dachfonds administreres af den Europæiske Investeringsfond (EIF) på vegne af den tyske stat. Fonden har ca. kr. 3.728 mio. til rådighed. Ræsonnementet bag oprettelsen af ERP-EIF Dachfonds er den faldende mængde risikovillig kapital tilgængelig siden 2001 på det tyske venturekapitalmarked.

Det overordnede formål for ERP-EIF Dachfonds er at støtte genopbygningen af det tyske venturemarked gennem finansiering af kapitalfonde (fund-of-funds). ERP-EIF Dachfonds fungerer ofte som cornerstone investor i nye venture- og seed-fonde og virker som en katalysator for udviklingen af det tyske venturemarked.

Der investeres i fonde, der har fokus på teknologivirksomheder i early-stage og udviklingsfasen i Tyskland - særligt indenfor IKT, Life Sciences og energi. Der investeres dog også i en række fonde, der leverer opfølgingskapital til højteknologiske vækstvirksomheder.

EIF har i perioden 2005-2009 investeret kr. 2.907 mio. fordelt på 15 fonde, der hver har modtaget mellem kr. 112 og 300 mio. EIF yder herudover rådgivning før og efter fondsetableringen.

NESTA - The National Endowment for Science, Technology and the Arts (UK)

Den engelske fond NESTA har ifølge af sin fundats til formål at "støtte og fremme talent, innovation og kreativitet i Storbritannien", og venture kapital er ét af de primære værktøjer brugt i realisationen af dette formål.

NESTA startede sit virke i 1998, hvor fonden blev grundlagt på baggrund af en tildeling af kr. 1.880 mio. fra det nationale engelske lotteri (med tilførsel af yderligere kr. 1.174 mio. i perioden 2003-2011). NESTA havde i 2009 kr. 3.111 mio. under forvaltning, hvoraf hovedparten er anbragt i forskellige former for kort- eller længerevarende investeringer.

Udover investeringer, informerer NESTA det politiske system og er hermed indirekte engageret i udformningen af politik på området. Fonden er også engageret i udviklingen af praktiske innovationsprogrammer, samt støtte til regionale netværk af business angels. NESTA arbejder uafhængigt af den engelske regering (Department for Business, Innovation and Skills), og har i kraft af sin evergreen struktur et langsigtet perspektiv med hensyn til realiseringen af dets investeringer.

NESTA fortager derfor direkte investeringer i seed-virksomheder og early-stage fonde, samt fonds-investeringer i early-stage fonde (typisk som cornerstone investor) med fokus på innovative sektorer. NESTA investerer typisk ca. kr. 10-30 mio. i direkte seed-finansiering som en del af et større konsortium, og har hidtil tilvejebragt tredjeparts seed-finansiering i en størrelsesorden på kr. 940 mio.

En væsentlig rolle for NESTA er dog også, at sikre ikke-finansiell rådgivning til deres portefølje af virksomhedsinvesteringer, med det formål at hjælpe disse med at kommercialisere deres ideer og innovationer.

Capital for Enterprise Limited (UK)

Den britiske stat har med lanceringen af den offentligt kontrollerede Capital for Enterprise Limited (CfEL) i 2008 forsøgt at professionalisere og kommercialisere den måde, hvorpå man i Storbritannien administrerer og fordeler de offentlige venturemidler.

CfEL blev således oprettet som et politisk uafhængig enhed, der har til formål at designe, implementere og administrere statens eksisterende og fremtidige støtteordninger til smv'er i Storbritannien. Det gør den ved løbende at varetage statens interesser i de forskellige fonde og administrere statens lånegarantiordning, hvorigennem smv'er kan modtage lån til gæld- og egenkapitalfinansiering - på regionalt såvel som nationalt niveau. Herudover har CfEL fået til formål at fungere som konsulent for statslige aktører i anliggender, der vedrører fondsinvesteringer i smv'er.

CfELs fondsmodel tager udgangspunkt i en fund-of-funds tilgang, hvor CfEL investerer i eksisterende og nye fonde med venture-fokus, hvorved CfEL uddelegerer ansvaret for de egentlige virksomheds-investeringer. CfEL er den største investor i venturekapitalfonde i Storbritannien. Via sin fund-of-funds struktur har fonden foretaget investeringer i en størrelsesorden på kr. 5.319 mio. i 40 fonde. Herudover er CfEL ansvarlig for administration af diverse lånekautions og gældsfinansieringsordninger, der beløber sig til kr. 10.337 mio.

SBIC: Small Business Investment Companies (USA)

Det amerikanske SBIC-program (Small Business Investment Company), der administreres af SBA (Small Business Administration), blev etableret i 1958 for at tilvejebringe langsigtet og tålmodig kapital til seed- og start-up virksomheder. I USA er SBIC det primære offentlige instrument til finansiering af entreprenante smv'er i vækst- og opstartsfasen.

SBA bruger SBICs til at indgå privat-offentlige partnerskaber med private aktører. SBA indgår i et licens-samarbejde med private fonde og venturekapitalister omkring etableringen af SBICs. Forudsat af SBIC ansøgeren møder SBAs kriterier, indvilliger SBA i oprettelsen af en licenseret SBIC i fællesskab med den private aktør, hvorefter den fondskapital som ansøger har rejst geares op til 3:1 af SBA - op til USD 100 mio. pr. SBIC. Den fondskapital staten indskyder gives på favorable vilkår og under den forudsætning at investeringerne rettes mod seed- og start-up virksomheder.

I perioden oktober 2008 til september 2009 investerede SBIC-programmet USD 1,9 mia. USD i 2.697 virksomheder. Siden SBIC-programmet blev etableret i 1958, er der indskudt ca. USD 55 mia. i låne- og aktiekapital til mere end 106.000 små og mellemstore virksomheder i USA.

Appendix B Afkast og omkostningsanalyse

Bemærkninger til afkastanalysen

Da venturefonde primært investerer i unoterede opstartsvirksomheder, er det ikke muligt at observere markedsværdien ud fra aktuelle købskurser på børsen. Traditionel regnskabspraksis foreskriver, at aktiver indregnes til kostpris, og det er således også udgangspunktet for afkastanalysen i denne rapport. Tre af fondene anvender European Private Equity and Venture Capital Associations (EVCA) valuation principles som deres regnskabspraksis, jf. tabel 7.

Tabel 39: Offentlige initiativers regnskabspraksis

EVCA/BVCA-regnskabspraksis	Anden regnskabspraksis
Argentum	Sitra
Finnish Industry Investment	Industrifonden
Vækstfonden	

I de første år af en investering sker der mere hyppigt nedskrivninger end opskrivninger, og i forhold til EVCA's regnskabspraksis nedskrives værdien af investeringer ved negative hændelser, uanset om virksomhederne får tilført ny kapital. I modsætning hertil bliver investeringer først opskrevet, når positive hændelser er blevet valideret af en ny, ekstern investor. De væsentligste opskrivninger finder typisk sted i de sidste år før en exit.

EVCA's Valuation Guidelines anbefaler, at to metoder anvendes til at opgøre værdien af unoterede investeringer: conservative value og fair market value, jf. tabel 8.

Tabel 40: Conservative value vs. fair market value

Conservative value	Fair market value
<p>ECVA's "conservative value" værdiansættelsesprincipper foreskriver, at alle unoterede investeringer skal værdiansættes til kostpris, medmindre:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Der er foretaget en ny finansieringsrunde eller et delvist salg, som involverer væsentlige investeringer af en uafhængig tredjepart. I så fald skal investeringen værdiansættes til transaktionsprisen. • Der er indtruffet en væsentlig og permanent formindskelse af værdien af investeringen under kostprisen. I så fald skal investeringen nedskrives i multipler af 25% 	<p>For investeringer med omsætning og enten overskud eller positive pengestrømme kan værdien fastsættes med reference til sammenlignelige multipler. Hvis investeringerne ikke genererer overskud eller positive pengestrømme, anvendes conservative value-metoden.</p>

Kilde: EVCA's Valuation Guidelines

Således er en investering under "conservative value" angivet til kostpris, medmindre andre oplysninger sandsynliggør en anden værdiansættelse. I kraft af at ventureinvesteringer er investeringer i opstartsvirksomheder, vil de typisk ikke have positive pengestrømme, og derfor vil "conservative value" som hovedregel skulle benyttes.

Værdien af fondenes investeringer er således et konservativt mål for værdien af investeringerne. Det forhold, at fondene revurderer deres investeringer, hvis andre oplysninger sandsynliggør en anden værdiansættelse, bevirker, at den bogførte værdi kan tages som et tilnærmet mål for den reelle værdi af investeringerne. Da Sitra og Industrifonden ikke tilkendegiver, at de anvender EVCA's værdiansættelsesprincipperne, er en sammenligning med disse fonde mere uigennemsigtig.

I forhold til sammenligningen af de forskellige fonde er regnskabstal for moderselskabet frem for koncernen blevet anvendt. Moderselskabet indeholder udelukkende omkostninger, der vedrører moderselskabet, og ekskluderer omkostninger i fonde, hvori moderselskabet har en kontrollerende ejerandel. Denne fremgangsmåde danner et bedre sammenligningsgrundlag, idet der er forskel på fondens investeringsstrategi, dvs. i hvor høj en grad den benytter sig af direkte investeringer i forhold til indirekte investeringer. Alt andet lige vil de administrative omkostninger være højere for moderselskabet ved direkte investeringer frem for indirekte investeringer.

Bemærkninger til omkostningsanalyse

For at kunne sammenligne Vækstfondens administrative omkostninger med de andre offentlige venturefondes omkostninger er vi nødsaget til at foretage en korrektion for forskelle i porteføljefordelingen.

Denne korrektion er foretaget med udgangspunkt i tal for Vækstfondens administrative omkostninger fordelt på hhv. direkte og indirekte investeringer, jf. tabel 9.

Tabel 41: Fordeling af administrative omkostninger

mio. kr.	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Direkte investeringer	30	29	34	37	39	46	41	35
Indirekte investeringer	10	16	10	8	7	8	11	15
Analyseomkostninger	2	3	3	2	3	3	4	5
Udlånsomkostninger	3	6	6	6	7	9	8	9
I alt:	45	54	53	53	56	66	64	64

Kilde: Ernst & Young, baseret på materiale modtaget af Vækstfonden. Note: Analyseomkostninger i 2001 er bestemt residualt. Udlånsomkostninger inkluderer ikke Vækstkaution og KIG-lån.

For at kunne korrigere for forskelle i fondenes investeringsmix, har vi estimeret, hvilke omkostninger Vækstfondens ville have haft, hvis de skulle administrere eksempelvis Industrifondens investeringer. Metoden til det er beskrevet i ligning 1.

Ligning 1: Formel til beregning af estimerede omkostninger ved ny porteføljesammensætning i Vækstfonden i år t baseret på udbetalinger.

Est.omkostningsforskæl i administrative omkostninger per investeret krone i år t $peer_n = Peer_n - vf_{peer_n}$

Hvor,

$$Peer_n = \frac{\text{Adm.omk. i alt}_{peer_n}}{\text{Udbetalinger i alt}_{peer_n}}$$

$$vf_{peer_n} = \left(\begin{array}{l} \text{DIREKTE udbetalinger}_{peer_n} \cdot \frac{\text{Adm.omk DIREKTE}_{vf}}{\text{DIREKTE udbetalinger}_{vf}} + \\ \text{INDIREKTE udbetalinger}_{peer_n} \cdot \frac{\text{Adm.omk INDIREKTE}_{vf}}{\text{INDIREKTE udbetalinger}_{vf}} + \\ \text{Analyse (dummy)} \cdot \frac{\text{udbetalinger i alt}_{peer_n} \cdot \text{Analyseomkostninge}_{vf}}{\text{Medarbejdere}_{peer_n} \cdot \frac{\text{udbetalinger i alt}_{vf}}{\text{Medarbejdere}_{vf}}} \end{array} \right) \cdot \frac{1}{\text{udbetalinger i alt}_{peer_n}}$$

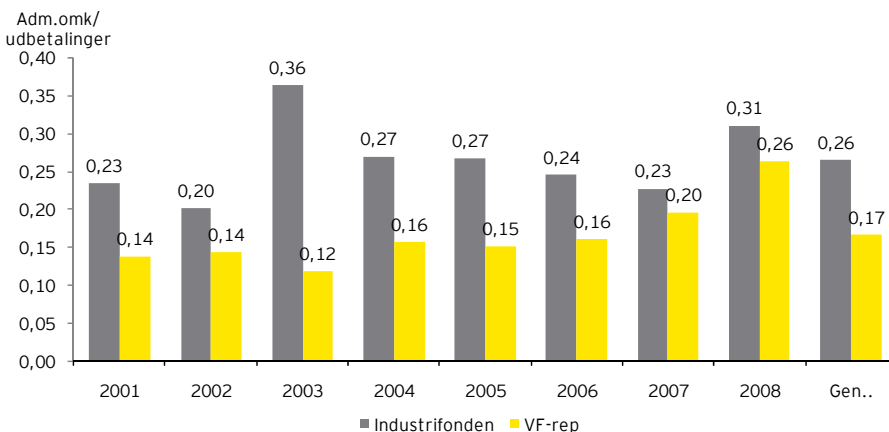
Note: Alle værdier er bogført værdier i mDKK år t, vf står for Vækstfonden

Kilde: Ernst & Young

Analysen er foretaget på baggrund af fondenes udbetalinger. I den sammenhæng er udbetalinger til de enkelte grupper estimeret vha. pengestrømsopgørelsen. Har en specifikation på de enkelte produktgrupper ikke været tilgængelig, er den bogførte værdi af investeringerne anvendt som fordelingsnøgle.

Figur 1 viser, hvorledes ovenstående formel resulterer i et niveau for vækstfondens administrative omkostninger pr. udbetaling, såfremt Vækstfonden havde haft samme investeringsmix som Industrifonden. Dette er gengivet i den gule bar; VF-rep. Samtidig er Industrifondens faktisk omkostninger pr. udbetaling gengivet i den grå bar. I dette tilfælde viser analysen, at Vækstfonden har lavere administrationsomkostninger end Industrifonden har.

Figur 102: Vækstfondens og Industrifondens estimerede adm. omk. pr. udbetaling



Kilde: Ernst & Young - baseret på fondenes årsrapporter 2001-2008

Ernst & Young

Assurance | Tax | Transactions | Advisory

Ernst & Young er et af verdens førende revisions- og rådgivningsfirmaer. Vores 144.000 ansatte verden over forenes af vores fælles værdier og et stærkt og dette kontinuerligt fokus på kvalitet. Vi gør en forskel ved at hjælpe vores medarbejdere, vores kunder og vores omgivende samfund til at realisere deres potentiale.

For mere information se venligst www.ey.com/dk

Ernst & Young henviser til et eller flere medlemsfirmaer inden for Ernst & Young Global Limited, et engelsk 'company limited by guarantee'. Hvert enkelt medlem af denne globale organisation udgør en selvstændig juridisk enhed. Ernst & Young Global Limited yder ikke kunderådgivning. Den globale Ernst & Young-organisation er opdelt i fem geografiske områder, og de enkelte medlemsfirmaer indgår i en af følgende enheder: Ernst & Young Americas LLC, Ernst & Young EMEA Limited, Ernst & Young Far East Area Limited og Ernst & Young Oceania Limited. Disse enheder yder ikke kunderådgivning.

I Danmark er Ernst & Young Godkendt Revisionspartnerselskab et partnerselskab indregistreret i Danmark og medlem af Ernst & Young Global Limited.

Denne publikation er udarbejdet af Ernst & Young alene til orientering. Oplysningerne i denne publikation tilsigter ikke at være fyldestgørende, og de træder ikke i stedet for udførlige analyser eller udøvelsen af professionelle skøn. EYGM Limited og alle medlemmer af den globale Ernst & Young-organisation fraskriver sig ansvaret for ethvert tab, som måtte opstå ved, at brugere handler eller undlader at handle i tillid til de oplysninger, der findes i publikationen. I konkrete sager opfordres brugere i stedet til at henvende sig til Ernst & Young's rådgivere, inden der disponeres.

© 2010 Ernst & Young
All Rights reserved