

venture sætter udviklingen på det danske marked for innovationsfinansiering i perspektiv

venture

TEMA OM EXIT:

Timing er vejen til succes

side 8 - 23



AudioAsics:

Fokuserede på exit fra start



Roshield:

Gav pengene 17 gange igen



MySQL:

Amerikanske investorer gav bonus





Direktør Christian Motzfeldt, Vækstfonden

Gode exits vil løfte venturemarkedet

Flere exits er vejen frem, hvis det danske venturemarked ikke skal fryse helt fast i de kommende år. Herhjemme har vi brugt de seneste ti år på at bygge et professionelt venturemarked op, som kan forsyne danske iværksættervirksomheder med kapital til udvikling og vækst. Vores analyser af det danske marked har over årene vist, at vi er på rette vej til at udvikle et af de mest velfungerende markeder i Europa. Den endelige test på et modent og stærkt marked ligger imidlertid i en strøm af gode exits. Vi har set flere gode exits. Men der er stadig et godt stykke til et afgørende gennembrud i børsnoteringer og salg af virksomheder fra ventureinvestorerne porteføljer. Og finanskrisen har bestemt ikke gjort det nemmere.

Netop derfor er der særlig grund til at se nærmere på enkelte faktorer. Hvordan forbereder og planlægger vi bedst muligt en exit? Er der tidspunkter i virksomhedernes udvikling, hvor det er særligt hensigtsmæssigt at sælge eller børsnotere? Det er spørgsmål, som vi forsøger at besvare med vores nyeste analyse. Vi har set på hele rækken af exits, som er blevet skabt blandt nordiske venturefinansierede virksomheder i de senere år.

Et vigtigt læringspunkt er, at vi som investorer og iværksættere skal gøre os helt klar, hvilken slags exit, vi går efter. For valget af forretningsstrategi er ikke trivielt i relation til, om virksomheden skal kunne sælges til en større aktør i markedet, eller om den skal børsnoteres. Et andet læringspunkt er de tre tidspunkter i virksomhedens udviklingsforløb,

hvor værdien i forhold til den investerede kapital er højest. Første gang, det kan betale sig at sælge virksomheden, er, når kunderne for alvor begynder at købe. Anden gang er, når virksomheden begynder at ekspandere. Og det tredje gode tidspunkt er, når virksomheden har opbygget en flyvefærdig organisation og har erobret betydelige markedsandele.

Ser vi på modenhedsgraden af de virksomheder, der befinder sig i de danske ventureselskabers portefølje, så passer det godt med, at de for alvor skal begynde at exitte i 2010 og 2011. Og det er der stort behov for, at de gør – med succes!

En undersøgelse fra Deutsche Bank viser, at der er en nøje sammenhæng mellem et lands BNP-vækst og omfanget af ventureinvesteringer i de tidligste faser af virksomhedernes liv. Undersøgelsen viser, at hver gang, der bliver investeret 0,1 procent af BNP i det, der i venturesproget kaldes early-stage, så stiger væksten i samfundsøkonomien med 0,8 - 1 procentpoint. Oversat fra matematik til dansk betyder det, at de penge, der bliver investeret i early-stage kommer igen 8 -10 gange i økonomien.

Derfor er det vigtigt, at vi igen får løftet venturemarkedet. Og det gør vi for alvor først, når investorerne i venturefondene ser, at investeringerne fører til værdifulde virksomheder, der overtages af nye investorgrupper, så kapitalen kan sendes tilbage til investorerne med en god forrentning. Altså gode exits.

Christian Motzfeldt

Husk

Kalenderen:

28/4 – 30/4 2009:

Cleantech Forum XXII i København
Se mere på www.cleantech.com

13/5 2009:

Vækstfondens årsmøde i Øksnehallen. Se bagsiden.
Tilmeld dig på www.vf.dk

2/6 2009:

National finale i Venturecup.
Se mere på www.venturecup.dk

4/9-6/9 2009

Co2penhagen, Co2 neutral festival på DTU i Lyngby.
Se mere på www.co2penhagen.dk

11/9 - 12/9 2009:

Iværk09 i Forum.
Se mere på www.ivaerk.dk

venture

Temamagasinet Venture udgives af
Vækstfonden
Strandvejen 104 A
2900 Hellerup
T: 35 29 86 00
vf@vf.dk

#1 2009

Redaktion: Christian Motzfeldt (ansv.) og Strategi, Analyse og Kommunikation
Tekst: Dreyer & Kvetny Public Relations og Vækstfonden
Design: Rumfang.dk
Forsidefoto: Scanpix
Tryk: Fihl Jensen Grafisk Produktion A/S
Oplag: 5.000

Du kan gratis bestille Venture på vf@vf.dk

VÆKSTFONDEN

Om Vækstfonden
Vækstfonden er med til at skabe flere nye vækstvirksomheder. Vi er en statslig investeringsfond, der siden 1992 har finansieret vækst i over 3500 danske virksomheder for et samlet beløb på over 6,5 milliarder kroner. Se www.vf.dk

Ventureåret 2008:

Investorerne sejler skibene hjem

Vækstfondens og brancheforeningen for risikovillig kapital (DVCA) analyse af fjerde kvartal 2008 viser, at danske ventureinvestorer investerede 800 millioner kroner i kvartalet. Set i forhold til kvartalet før er aktiviteten steget med 150 millioner kroner. En fremgang, der kan tilskrives opfølgningsinvesteringer, som også er årsagen til, at aktiviteten i 2008 ligger cirka 300 millioner kroner højere end 2007.

Med en samlet investeringsaktivitet på omkring 800 millioner kroner i fjerde kvartal 2008 sørgede danske ventureselskaber for en markant højere investeringsaktivitet end kvartalet før. Og dermed steg investeringerne med 23 procent i forhold til tredje kvartal.

Ser man på året samlet er det også nogenlunde samme billede, der gør sig gældende. Danske ventureinvestorer investerede 2,4 milliarder kroner i vækstvirksomheder. Det er en fremgang på godt 12 procent set i forhold til de cirka 2,1 milliarder kroner, som 2007 endte på.

Til gengæld skal man kigge langt efter nyinvesteringer. Tallene viser nemlig, at aktiviteten i markedet især er drevet af opfølgningsinvesteringer i den eksisterende portefølje.

"Ventureselskaberne koncentrerer sig helt naturligt om deres eksisterende portefølje. Markedet har i fjerde kvartal – og det meste af året – været drevet af investeringer i virksomheder, som har været i porteføljerne i flere år. Særligt har biotek trukket mange opfølgningsinvesteringer, mens vi kun har

set få nyinvesteringer," konstaterer DVCA's formand Ole Steen Andersen.

Bekymring for fremtiden

På trods af den relativt store investeringsaktivitet, så ser investorerne ikke synderligt lyst på den nære fremtid.

"Såvel forventningerne til fremtidige exits – altså salg af virksomheder i porteføljerne – som forventningerne til konjunkturerne er lavere, end vi har set længe. Så investorerne holder længere på virksomhederne i porteføljen, hvilket betyder, at de skal bruge mere kapital på dem," påpeger Rolf Kjærgaard, der er vicedirektør i Vækstfonden. Og fortsætter:

"Vi har stadig mange dygtige iværksættere til trods for den finansielle krise. Derfor ville det være opmuntrende, hvis investorerne kunne trække mere kapital ind i det danske marked, så vi kunne få gang i nyinvesteringer igen. Men først når der for alvor kommer gang i exitmarkedet, vil vi se fremgang i nyinvesteringerne," understreger Rolf Kjærgaard.

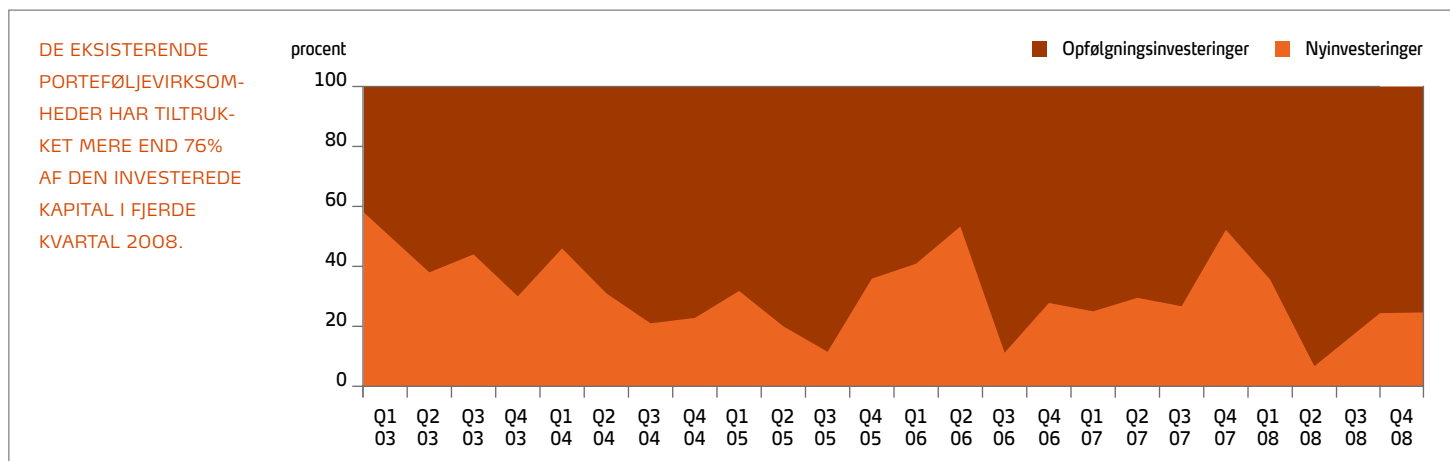


FOTO: TORBEN KLINT

"DET VILLE VÆRE OPMUNTRENDE, HVIS INVESTORERNE KUNNE TRÆKKE MERE KAPITAL IND I DET DANSKE MARKED."

Rolf Kjærgaard, vicedirektør i Vækstfonden.

OPFØLGNINGINVESTERINGER DOMINERER VENTUREMARKEDET



Succes for CONNECT Denmark's sparring med iværksættere:

200 virksomheder gennem

Der er nu gået knap to år, siden CONNECT Denmark vandt Vækstfondens udbud om Proof-of-Business, der handler om, at CONNECT skal tilbyde sparring til mellem 250 og 300 vækstvirksomheder in spe. Og det har været en lærerig fase. For alle involverede.

"Vi har mødt rigtig mange engagerede og dygtige iværksættere og virksomheder. Og for de fleste gælder det, at de har oplevet, at deres forretningsplan er blevet styrket. For det viser sig ofte, at når man som uerfaren iværksætter kommer med sin forretningsplan, så er der en række mangler i forhold til for eksempel strategi og kompetencer i virksomheden, som industrifolkene i vores netværk er i stand til at slå ned på," fortæller direktør i CONNECT Denmark, Henrik Brorsen.

Også tilgangen til markedet og kunderne er ofte områder, der kan blive styrket ved sparring med erfarne branchefolk.

"Det, som CONNECTs sparring og springboards ofte peger på, er behovet for en skarpere markedsstrategi – altså de kanaler, som produkterne skal komme på markedet igennem. Og ofte nogle helt simple ting som for eksempel konkurrencesituationen. Mange gange er det vigtigt at spørge ind til, hvilket problem virksomheden løser for kunderne, og om hvorfor netop det produkt er unikt i forhold til konkurrenterne. Det lyder måske indlysende, men mange overser det faktisk," påpeger vicedirektør i Vækstfonden Susanne Kure.

Længere vej til investorerne

Den finanskrisen, der raser uden for vindu-

erne, er også blevet et emne, der udfylder en del af tiden, når der bliver sparret med virksomhederne.

"Finanskrisen betyder, at det er blevet vanskeligere for mange at finde risikovillig kapital til at udvikle forretningen. Derfor bliver der også brugt tid på at overveje, hvordan organisk vækst, partnerskaber eller andet kan passe ind i strategien. Det er jo vigtigt at overveje de alternativer, der er til fremmedkapital," siger Susanne Kure.

Den kreativitet, der er påkrævet for at starte pengestrømmen fra kunderne, kaster mange spændende diskussioner af sig i springboardene – hvor paneldeltagerne oftest selv er personer med en solid baggrund i branchen.

"Vi oplever jo ofte, at paneldeltagerne i springboardene bliver tilknyttet de virk-

i-protect



Med en kapitalindsprøjtning på seks millioner kroner står det lille danske firma i-protect A/S klar til at erobre det europæiske marked for tyverisikring af lastbiltrailere med TransGuard. Det er et nyt og patenteret elektronisk låsesystem til hjul og døre, som netop er blevet TÜV-godkendt til EU.

i-protect var på springboard den 5. december 2007. Virksomheden havde selv fundet en række business engle, og Vækstfondens forretningsområde Partnerkapital var med til at finde yderligere engle. Partnerkapital investerede i i-protect den 17. juli 2008.

Proof-of-Business
VÆKSTFONDEN

Universal Robots

Robotarmen fra Universal Robots afhjælper det, som branchen kalder "automationsfælden". Små og mellemstore industrivirksomheder i Vesten står i et dilemma: De har manuelle rutiner, men arbejdskraften er dyr, og det gør det svært at konkurrere med lande, hvor lønnen er lav. Løsningen kan være at købe

en robot, men de er for dyre, for komplekse og for ufleksible – indtil nu. Virksomheden var på springboard den 28. april 2008. Vækstfondens Vækstkaptal investerede den 1. september 2008.



Proof-of-Business
VÆKSTFONDEN

Proof-of-Business

somheder, de er med til at sparre med. Det kan være i advisory boards eller som bestyrelsesmedlemmer. Så der er rigtigt meget at komme hjem med for de virksomheder, der tør springe ud i at få deres forretningsplan vendt og dissekeret,” forklarer Henrik Brorsen.

Flere deltagere, tak

Mange gange er det sådan, at succes også avler sine egne særlige udfordringer. Og det gælder også Proof-of-Business initiativet.

”Det er efterhånden blevet så populært, at deltage på vores springboards, at vi har svært ved at følge med, når det gælder om at finde erfarne paneldeltagere nok. Så vi vil da gerne opfordre så mange som overhovedet muligt til at slutte op om CONNECT Danmarks springboards, hvor man kan

videregive sine egne erfaringer til andre. Og rigtigt mange af vores paneldeltagere oplever den sidegevinst, at de selv bliver klogere på deres egen forretning, fordi diskussionerne jo giver en masse spændende input fra de andre paneldeltagere. Det er en god måde at styrke sit eget netværk på,” pointerer Henrik Brorsen.

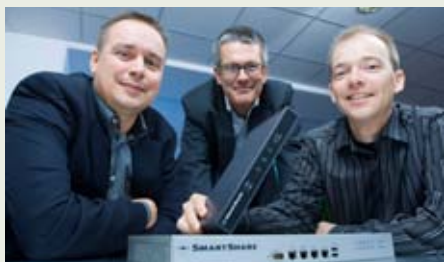


FOTO: TORBEN KLINT

”MANGE GANGE ER DET VIGTIGT AT SPØRGE IND TIL, HVILKET PROBLEM VIRKSOMHEDEN LØSER FOR KUNDERNE, OG OM HVORFOR NETOP DET PRODUKT ER UNIKT I FORHOLD TIL KONKURRENTERNE. DET LYDER MÅSKE INDLYSENDE, MEN MANGE OVERSER DET FAKTISK,”

Susanne Kure, vicedirektør i Vækstfonden, og Henrik Brorsen, direktør i CONNECT Danmark

SmartShare Systems



En investering på 10 millioner kroner fra Vækstfonden skal hjælpe virksomheden SmartShare Systems med at sælge sig til virksomheder i Danmark og resten af Norden samt i Tyskland og USA.

For mange, der deler internetforbindelse med andre, er det et problem, når nogen downloader store dokumenter

eller tunge billeder: De sluger på få øjeblikke hele båndbredden fra alle andre på den fælles opkobling. Det problem har SmartShare Systems løst, og patenteret metoden.

SmartShare Systems var på springboard den 14. august 2008, og Vækstkapital investerede den 3. september 2008.

Proof-of-Business
VÆKSTFONDEN

Envotherm

Når danske Envotherm skal sælge sit unikke system til at rense spildevand fra industrien, så er otte millioner Vækstfond-kroner med til at udvikle forretningen for den alsiske virksomhed.

Virksomheden har udviklet en teknik, der ikke alene renser spildevand, men

også sørger for, at spildevandet kan genbruges i virksomheden. For en gennemsnitlig SMV betyder det en årlig besparelse på cirka 1,5 millioner kroner.

Envotherm var på Springboard den 14. september 2008 og Vækstkapital investerede i Envotherm d. 20. november 2008.



Proof-of-Business
VÆKSTFONDEN

Investering på 16 millioner til PhotoSolar

En verdenssensation inden for glasfacader med indbygget solafskærmning er nu virkelighed. Efter fem år med forskning og test er PhotoSolar i Taastrup klar til produktion i stor skala. En investering på 12 mio. kr. fra Vækstfonden og fire mio. kr. fra Teknologisk Institut skal skubbe salg og fabrikation i gang og gøre klar til næste gennembrud om to år: glasfacader med transparente, solafskærmende solceller.

Med et nyt patent i lommen, et gennemtestet produkt i hånden og frisk kapital i ryggen er virksomheden PhotoSolar i Høje-Taastrup klar til i små bidder at erobre verdensmarkedet for energioptimerede glasfacader på for eksempel kontorbyggerier.

Som de første og foreløbig eneste i verden er virksomheden parat til at fremstille glasfacader, som er revolutionerende, når det gælder indeklima, fordi de kan det samme som udvendig solafskærmning, men er indbygget i glasset.



PHOTOSOLARS STIFTER OG OPFINDER EIK BEZZEL (TV.) OG NY BESTYRELSESFORMAND BJARNE HENNING JENSEN, VÆKSTFONDEN, ER NU KLAR TIL AT SÆTTE GLASFACADER MED INDBYGGET SOLAFSKÆRMNING I PRODUKTION.

MicroShade fra PhotoSolar er en termorude med en skråtperforeret, tynd metalfilm, der bliver monteret inde i termoglasset. Ruden slipper varme ind, når det er koldt, og holder varmen ude, når det er varmt. Filtret slipper samtidig solens stråler ind, når solen står lavt, men holder dem behændigt ude, når solen står højt midt på dagen og lyser skarpt.

”Med MicroShade kan bygherrer, ingeniører og arkitekter helt undgå ekstern solafskærmning, som er dyr både i installation og vedligehold, uden at gå på kompromis med bygningens energiregnskab,” siger opfinderen og stifter Eik Bezzel, PhotoSolar.

Vækstfonden og Teknologisk Institut investerer henholdsvis 12 mio. kr. og fire mio. kr. i PhotoSolar. Kapitalindsprøjtningen skal bruges til at opbygge en salgsorganisation og starte en massefabrikation af MicroShade.

”Vi satser i første omgang på det tyske marked. Her er glas- og rufabrikanterne med på at prøve ny teknologi, og markedet er langt fremme med energioptimeret byggeri,” siger partner i Vækstfonden, Bjarne Henning Jensen, der er valgt som ny bestyrelsesformand i PhotoSolar.

Otte millioner til intelligent hospitalssystem

Med en investering fra Vækstfonden på 8,5 millioner kroner skal den danske virksomhed Retilog sælge sit computerstyrede system til at hjælpe patienter og personale på hospitalernes nye store akutmodtagelser. Systemet er udviklet i samarbejde med læger fra Frederiksberg Hospital og hospitalerne i Region Nordjylland.

Godt otte millioner kroner fra Vækstfonden til virksomheden Retilog skal være med til at sende de whiteboards, der udgør overblikket på hospitalernes akutafdelinger på pension. Samspillet mellem en elektronisk pen og en elektronisk tavle skal nedsætte risikoen for fejl og øge det samlede overblik over, hvilke patienter der ligger hvor, hvad de fejler, hvordan deres tilstand er, og hvor langt de er i behandlingen. Hvert år modtager akutafdelingerne alene i Danmark 850.000 patienter.

”Som det ser ud nu, så er overblikket på akutafdelingerne sikret af et whiteboard, hvor oplysningerne om de enkelte patienter er skrevet over fra journalerne med en speedmarker. Det kræver ikke meget fantasi at se en del fejlkilder i det system. Retilog har i samarbejde med lægerne fra Frederiksberg Hospital, og softwarehuset Pallas Informatik udviklet et system, hvor alle patienter bliver registreret på et elektronisk storskærmssystem ved indlæggelsen,” forklarer investeringsansvarlig i Vækstfonden Dagmar Beck.

Ideen til det elektroniske system kommer fra lægerne på landets akutmodtagelser, og skal i første omgang indgå i akutberedskabet på Frederiksberg Hospital.

”Lægerne har efterspurgt en løsning, der kunne skabe bedre overblik til gavn for patienterne. Og det behov har de blandt andet luftet i et af de netværk, som vi har stiftet her i Vækstfondens investeringsteam Startkapital,” understreger Dagmar Beck, der fremhæver Retilog som et klassisk eksempel på innovation, der er udviklet i tæt samarbejde med brugerne.



RETILOG ER KLAR TIL AT BYGGE EFFEKTIVE PATIENTHÅNDTERINGSSYSTEMER



”VI TROR, AT DER PÅ VERDENSPAN ER ET STORT – OG VOKSENDE – MARKED FOR KVINDER, DER BÅDE ØNSKER AT OPFØRE SIG SOCIALT ANSVARLIGT OG VÆRE SMARTE OG SEXEDE I TØJET.”

Stifter af Noir, Peter Ingwersen (tv), og vicedirektør i Vækstfonden, Ulrik Jørring

Vækstfonden investerer ni millioner kroner i modekomet

Vækstfonden investerer i designkometen Noir, der har specialiseret sig i at lave bæredygtigt tøj, som er så elegant, at det uden videre kan bæres på den røde løber i Cannes.

Ni millioner kroner fra Vækstfonden skal være løftestang, når det eksklusive danske tøjfirma Noirs bæredygtige kollektioner for alvor skal indtage verdensscenen.

Det unge danske tøjmærke har sat sig for at sælge designkollektioner, der er fremstillet med stort hensyn til miljø og menneskerettigheder – og er inspireret af den skandinaviske tradition, hvor netop disse emner meget tidligt har sat sig på dagsordenen.

”Vi tror, at der på verdensplan er et stort og voksende marked for kvinder, der både ønsker at opføre sig socialt ansvarligt og være smarte og sexede i tøjet. Derfor er vi sikre på, at Noir med kapitalindsprøjtningen fra Vækstfonden kan skabe vækst gennem et endnu større salg på vores primære markeder – som er Nordeuropa – men også i eksempelvis Østeuropa og Mellemøsten,”

siger iværksætteren bag Noir, Peter Ingwersen.

Konceptet, der skal gøre social ansvarlighed sexet, har vundet genklang hos de investeringsansvarlige i Vækstfonden.

”Vækstfondens investering i Noir er en naturlig konsekvens af Noirs unikke forretning. Vi tror på, at kombinationen af bæredygtighed og lækkert design er så udslagsgivende en faktor, at brandet vil slå meget stærkt igennem hos forbrugerne. Også i tider, hvor mange oplever økonomien som mere presset. Behovet for at udvise og signalere social ansvarlighed er kommet for at blive. Derfor tror vi, at Noir vil vokse sig til at blive en rigtig god forretning,” fastslår Ulrik Jørring, der er vicedirektør i Vækstfonden, og som er leder af forretningsområdet Vækstkapital.

noir

INVESTERINGER SIDEN SIDST /

FONDSKAPITAL

Nordic Biotech Opportunity Fund K/S

- Forward Pharma A/S
- Rose Pharma A/S

IVS Fund II K/S

- Zmags ApS

Nordic Biotech Venture Fund II K/S

- Hedrin Pharmaceuticals K/S

VÆKSTKAPITAL

- Noir A/S
- Envotherm A/S
- Photosolar A/S

PARTNERKAPITAL

- Bjerre Media A/S

REGIONAL KAPITAL

Vækst-Invest Nord-jylland

- Due Plast





DEFINITION:

EN POSITIV EXIT ER, NÅR INVESTORERNE FÅR FLERE PENGE TILBAGE, END DE HAR INVESTERET.

Indhold /

10 /

Kend dit slutmål

Med den hidtil største analyse af nordiske exits samler vi erfaringerne fra mere end 250 virksomheder.



12 /

Ikke nu, men nu

Den rette timing er afgørende for at få den bedste pris, når virksomheden skal exittes. Tre tidspunkter i virksomhedens udvikling giver de optimale muligheder.

14 /

CASE

Start med slutningen

På tre år gik teknologivirksomheden AudioAsics fra 0 til 160 millioner kr. i exitværdi. Med fokus på exitten var planen lagt fra første færd.



16 /

Opskrift på exit

En venturesucces bedømmes alene på sin exit. Men kan man lave en manual for succes? En del af vejen, viser exitanalysen.

18 /

CASE

Skudsikker strategi

Målrettet markedsføring over for få potentielle købere var fra første dag en del af strategien for danske Roshield.



20 /

Den rette vej ud

Det gælder om at vælge den rette vej, når virksomheden skal exittes. Ikke alle typer exits er lige velegnede til alle virksomheder. Hvad passer til hvem?

22 /

CASE

At gå på børsen eller ikke gå på børsen

Den ene gik på børsen. Den anden til USA. Begge to med succes. LifeCycle Pharma og MySQL er blandt de skandinaviske ventureeventyr med en happy ending.



EXIT



Konklusion /

Vi har set nærmere på de erfaringer, der er gjort med hensyn til positive exits i det nordiske venturemarked siden årtusindskiftet. Analysen er gennemført på baggrund af hypoteser om en række forhold omkring exitaktiviteten, som har vist sig at holde stik for størstedelens vedkommende.

For det første viser analysen, at det er en fordel at have indstillet sit fokus på en bestemt exitrute tidligt i virksomhedens udvikling, fordi en børsnotering og et industrielt salg kræver forskellige former for forberedelse – og er egnet til forskellige typer af virksomheder. Hvis virksomheden tidligt er bevidst om, hvilken exitrute den går efter, vil den også kunne arbejde strategisk og skabe en udvikling, der øger sandsynligheden for at lykkes med en exit.

For det andet viser data fra nordiske venturefinansierede exits, at exit skal times efter bestemte værdimæssige højdepunkter i virksomhedens udvikling. Mens virksomheden ligger i ventureinvestorerens portefølje, kan udviklingsprocessen generisk inddeles i tre faser, som hver rummer et toppunkt, hvor den

maksimale værdi opnås. Efter hvert toppunkt dykker værdien, hvis virksomheden kaster sig ud i at gennemføre den næste udviklingsfase og dermed påtage sig de risici, som det indebærer at nå til næste udviklingsmæssige peak.

For det tredje tyder meget på, at strategisk forberedelse øger sandsynligheden for en succesfuld exit. Ved tidligt at have exitten inde i overvejelserne kan virksomheden og investorerne aktivt påvirke de forhold, der har betydning for at lykkes med en exit. Det handler først og fremmest om at skabe en god forretning med synlige resultater, men det handler også om timing og om at have det rette netværk. Virksomheder, der planlægger deres forretningsstrategi med exitten in mente, står bedre forberedt, den dag en exit bliver relevant. På den måde er forretningsstrategien tilrettelagt, så virksomheden får skabt resultater og nået milepæle, der kan positionere virksomheden i forhold til mulige købere og investorer.

Se hele analysen på www.vf.dk/analyse

Kend dit slutmål

Exit er et magisk begreb for enhver ventureinvestor. Det er eksamensdagen, hvor investeringen skal vise sit værd og kaste midler af sig, som kan være med til at skabe mulighed for nye ventureeventyr. Men succesen kommer ikke kun i hus på den enkelte dag, hvor blækket tørrer på salgskontrakten. Afgørende er de mange dage, der er gået forud for skåltalerne. Fra det øjeblik pengene er investeret, skal ledelse, medarbejdere og investorer arbejde målrettet frem mod exitten, hvis succesen skal i hus.

”En succesfuld exit kræver forberedelse, viden, timing og netværk - og en god portion held. Men den aktuelle analyse dokumenterer klart, at behovet for held minimeres ved at gøre sine strategiske overvejelser og træffe valget om den fremtidige exit så tidligt i processen som overhovedet muligt,” vurderer Vækstfondens direktør Christian Motzfeldt.

Analysen er udarbejdet på baggrund af data fra mere end 250 exits i det skandinaviske venturemarked siden 2000 og er

suppleret med tal fra databasen VentureXpert og dybdeinterviews med 10 exitvirksomheder. Den viser, at stort set alle de virksomheder, der er lykkedes med en exit, tidligt har haft en målrettet plan og strategi for, hvornår og hvordan exitten skulle ske. Exitstrategien har samtidig været afgørende for udviklingen af forretningsstrategien og ikke omvendt.

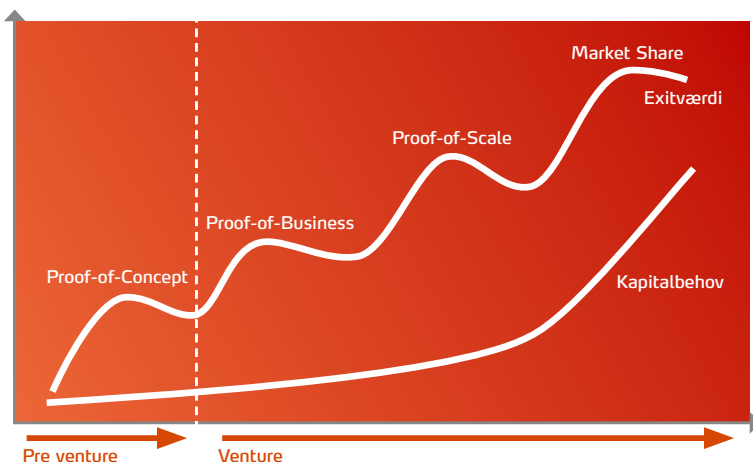
Behov for professionalisering

Ved at lade exitstrategien diktere forretningsstrategien bliver virksomheden fra dag 1 kundeorienteret. Udviklingen af produktet sker med et konstant øje for potentielle kunders behov. Det gør det selvsagt lettere at afsætte virksomheden i et industrielt salg. Og et stærkt kundefokus er også et godt grundlag for en fremtidig børsnotering. At lade exitten styre forretningsplanen giver med andre ord vækstvirksomheden det nødvendige kommercielle fokus i alle udviklingsfaser.

”Tilgangen med at lade exitstrategien være styrende skærmer virksomheden mod en af de klassiske fejl for opstartsvirksomheder. Nemlig at man som iværksætter eller opfinder går og nørder med produktforædlingen i alt for lang tid, fordi man kan se en eventuel mulig forbedring, og derfor først for sent – eller måske aldrig - kommer frem til markedet,” påpeger Christian Motzfeldt, og fortsætter:

”I takt med udviklingen af markedet er danske virksomheder og investorer gennem de senere år blevet bedre til at planlægge

DER ER TRE VÆRDIMÆSSIGE HØJDEPUNKTER I EN VENTUREFINANSIERET VIRKSOMHED



VED PROOF-OF-BUSINESS, PROOF-OF-SCALE OG MARKET SHARE ER VENTUREFINANSIEREDE VIRKSOMHEDER MEST VÆRD I FORHOLD TIL INVESTERET KAPITAL



Kend de optimale exittidspunkter. Vælg din exitstrategi fra første færd - og lad exitstrategien diktere forretningsudviklingen. Det er nogle af konklusionerne på den hidtil største nordiske exitanalyse.

deres exit. Men der er behov for yderligere professionalisering, for analysen viser os, at der stadig er alt for mange, som ikke forholder sig til, hvordan og hvornår exitten skal finde sted før langt inde i processen,” påpeger Motzfeldt.

Hvilken vej?

At det er afgørende at have valgt sin exitstrategi tidligt i forløbet ses ikke mindst i det forhold, at forskellige exitruter kræver helt forskellig udvikling og forberedelse af virksomheden. Et industrielt salg kræver et stort strategisk forarbejde i at identificere og løbende positionere sig over for den



“TILGANGEN MED AT LADE EXITSTRATEGIEN VÆRE STYRENDE SKÆRMER VIRKSOMHEDEN MOD EN AF DE KLASSISKE FEJL FOR OPSTARTS-VIRKSOMHEDER. NEMLIG AT MAN SOM IVÆRKSÆTTER ELLER OPFINDER GÅR OG NØRDER MED PRODUKTFORÆDLINGEN I ALT FOR LANG TID.”
Direktør Christian Motzfeldt, Vækstfonden

potentielle køberskare. Omvendt medfører en børsnotering, at virksomheden bliver underlagt organisatoriske krav om rapportering, budgettering og corporate governance, hvilket ikke i samme grad gælder for virksomheder på private hænder. Og samtidig skal virksomheden for at lykkes med en børsnotering sørge for at opbygge og pleje et bredt kendskab og nyhedsflow, der bidrager til at skabe den fornødne interesse for og dermed prissætning og handel med aktierne.

I lyset af den aktuelle situation på de finansielle markeder er det ligeledes vigtigt at forholde sig til den risiko, at de forskellige exitruter langt fra altid er tilgængelige.

”Med den aktuelle markedssituation har børsnoteringer meget lille sandsynlighed for at lykkes, så dem vil vi givetvis kun se få af, hvis nogen overhovedet, i de kommende år. Og selvom mulighederne for industrielle salg absolut heller ikke ser optimale ud, må vi ikke glemme, at der alligevel både er store internationale virksomheder, der har opkøb med i budgettet, og at der er brancher, der også vokser i generelle nedgangstider,” forklarer Christian Motzfeldt.

75 procent af alle exits i analysen er sket som industrielle salg, 20 procent som børsnoteringer og de resterende 5 procent er salg til andre finansielle institutioner, tilbage til ledelsen mm.

Kend dine peaks

Om end de forskellige faser tidsmæssigt er forskellige virksomheder og brancher

imellem, så viser analysen, at der i venturefinansierede virksomheders udvikling kan opstilles tre toppunkter, som virksomhed og investorer bør time deres exit efter.

”Efter, at virksomhederne har modtaget venturekapital har de typisk tre peaks i deres udvikling, hvor de relativt er mest værd i forhold til investeringen. Proof-of-Business, Proof-of-Scale og Market Share. Imellem disse tre udviklings-peaks dykker værdien, fordi virksomheden skal bevise, at den formår at udvikle sig til næste topunkt. Og derfor gælder det om at time sin exit til at ramme netop et af disse tre topunkter,” forklarer Christian Motzfeldt.

Analysen viser også, at der i Proof-of-Scale og Market Share opnås de højeste exit-værdier - nemlig tæt på én milliard kroner. Det gælder derfor for investorerne, at de skal tage højde for, hvilken peak de sigter efter at exitte virksomheden på, når de første gang indskyder kapital.

”En tommelfingerregel er, at det kræver 20 gange så megen kapital at bringe virksomheden fra andet til tredje værdipeak i forhold til at bringe den op på første værdipeak. Og ved det tredje peak – Market Share – er kapitalkravet enormt. Her skal du reelt bygge en færdig organisation op, hvilket kun vil appellere til få, meget store investorer,” siger Christian Motzfeldt.

Ikke nu, men nu

At time sin exit korrekt er afgørende for at opnå den bedste salgspris for porteføljevirkomheden. Vækstfondens nordiske exitanalyse identificerer fire værdimæssige højdepunkter i virksomhedens udvikling, hvor et salg er fordelagtigt: Proof-of-Concept, Proof-of-Business, Proof-of-Scale og Market Share. Men analysen viser også, at for ventureinvestorerne er det de tre sidste, som er relevante.

”Timing af din exit er ikke bare afgørende. Den er altafgørende for værdien af vækstvirksomheden, når du skal sælge,” understreger Gerard Burke med en meget fast stemme.

Han er leder af Storbritanniens ældste og angiveligt mest succesfulde management-program for ejerledede vækstvirksomheder, Business Growth and Development Programme, ved den estimerede Cranfield School of Management. Han har set ca. 1000 iværksættere opbygge, drive og tage investorer ind i vækstvirksomheden. Og han kan godt genkende de fire værdimæssige højdepunkter, som exitanalysen fremhæver som mulige exittidspunkter.

På det første udviklingsmæssige højdepunkt, Proof-of-Concept, har porteføljevirkomheden teknisk og praktisk bevist, at produktet eller ydelsen kan opfylde de behov, som potentielle købere har. Dette er som regel forudsætningen for at nå frem til venturekapital. For ventureselskaberne melder sig typisk omkring det andet niveau, Proof-of-Business, hvor virksomheden har fået en kundekreds. På det tredje niveau, Proof-of-Scale, beviser virksomheden, at forretningsmodellen kan skaleres. Og på fjerde og sidste niveau, Market Share, hvor virksomheden er fuldt udstyret med et vel-dimensioneret marketing-, produktions- og logistikapparat, der kan håndtere udvikling og salg i stor skala.

Penge i Proof-of-Scale

Hver peak har sine udfordringer og fordele, og specielt én er ifølge Burke rigtig attraktiv.

”Jeg vil særligt fremhæve peaket ved Proof-of-Scale, hvor virksomheden har

bevist, at produktet eller servicen kan skaleres og ramme endnu flere købere. Her tjener virksomhedens ejere forholdsmæssigt mest,” vurderer Gerard Burke.

Exitanalysen bekræfter denne vurdering. Investorer, der exitter deres investering på Proof-of-Scale-tidspunktet oplever den største relative forskel mellem salgsprisen og den investerede kapital.

”Exitter man som investor sin porteføljevirkomhed på andre tidspunkter end de værdimæssige højdepunkter, indikerer analysen, at man får et forholdsvist lavere provenu for sin investering. Værdidykket mellem de respektive højdepunkter hænger sammen med, at ledelsen og investorer skal bruge mange kræfter på at bringe virksomheden videre fra det ene punkt til det andet.

Og prisen bliver selvsagt også påvirket af potentielle køberes nervøsitet for, at det måske ikke lykkes at bringe virksomheden fra det ene højdepunkt til det næste,” forklarer Vækstfondens direktør Christian Motzfeldt.

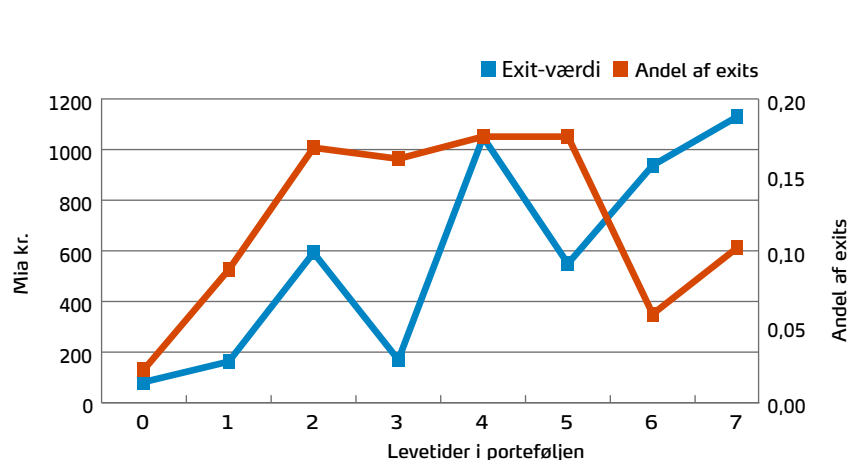
Fire eller syv år

Analysen viser endvidere, at investorerne generelt opnår den største økonomiske værdi, når de afhænder porteføljevirkomheden efter fire eller syv års liggetid i porteføljen. Her opnås en gennemsnitlig exitværdi på en milliard kroner.

Mange af analysens nordiske virksomhedsexits er imidlertid gennemført uden for de værdimæssige højdepunkter og altså til lavere priser.

”Det kan handle om noget så enkelt som

EXIT OPTIMALT EFTER FIRE OG SYV ÅR



EFTER HHV. FIRE OG SYV ÅR I PORTEFØLJERNE OPNÅR VIRKSOMHEDERNE GENNEMSNITLIGE EXITVÆRDIER PÅ ÉN MILLIARD KRONER

muligheder og nødvendighed. Mange – både entreprenører og ventureinvestorer – handler ikke nødvendigvis ud fra, hvornår et salg er mest værdiskabende, men simpelthen fordi en mulighed pludselig opstår. Så griber investoren den. Og ikke sjældent sælger man ud af nødvendighed. Virksomhedens oprindelige stiftere har brug for kapital til at udvikle virksomheden yderligere, og ventureinvestoren har måske brug for kapital til at drive andre porteføljevirk-somheder videre,” vurderer Gerard Burke.



“TIMING AF DIN EXIT ER IKKE BARE AFGØRENDE. DEN ER ALTAFGØRENDE FOR VÆRDIEN AF VÆKSTVIRKSOMHEDEN, NÅR DU SKAL SÆLGE.”
Gerard Burke, Cranfield School of Management

“Gode” og “dumme” penge

Direktør i Øresund Entrepreneurship Academy og ventureforsker Christian Vintergaard kan godt forstå, at exits foregår uden for analysens værdimæssige højdepunkter.

”Det kræver en sammensætning af mange faktorer at planlægge og nå frem til den bedst tænkelige exit. Drømmescenariet for en porteføljevirk-somhed er naturligvis, at den på alle udviklingsstrin har den rigtige investorsammensætning, som kan hjælpe den frem til en exit. Investorer med forstand på teknologien og forretningsidéen, er dem, der burde komme først og i næste investeringsbølge de investorer med forstand på udviklingsprocesser og så videre. Investorer forventes at exitte deres investering, når de ikke længere kan tilføre porteføljevirk-somheden den højeste værdi. For nogle ventureselskaber har de største styrker på teknologiforståelse, andre har deres på virksomhedsudvikling. Og har porteføljevirk-somheden ikke den rette investorsammensætning, kan ”kloge penge” gå hen og blive ”dumme penge,”” mener Christian Vintergaard.

Ifølge Christian Vintergaard skal analysens værdimæssige højdepunkter ses som det ideale scenarie. For porteføljevirk-somheder og investorer bliver påvirket af mange

mikro- og makroøkonomiske forhold, der kan ændre spillereglerne for salg.

Uerfarent marked

”Det danske venturemarked er eksempelvis ungt og har ikke ret stor erfaring med exits endnu. Mange af de danske ventureselskaber s porteføljevirk-somheder er faktisk først modne til exits nu. Og det er selvfølgelig en dårlig timing med den økonomiske krise, der udspiller sig uden for vores vinduer,” mener Christian Vintergaard.

Den nordiske exitanalyse viser også, at exits i høj grad er påvirket af porteføljevirk-somhedens branche. Således sker tæt på 30 procent af alle teknologixits allerede efter to års liggetid i ventureselskabernes porteføljer, mens de fleste life science-exits, nemlig cirka 22 procent sker efter tre år. Ser vi på det samlede antal exits fra alle brancher i Norden foregår de fleste exits fra to til fem år med cirka 16 procent hvert år.

”Der er naturligvis forskel på, hvornår en porteføljevirk-somhed er modnet til exit. Teknologivirk-somheder bevæger sig overordnet langt hurtigere gennem udviklingsfaserne end eksempelvis life science-virk-somheder, som godt kan ligge i porteføljerne i syv-otte år, førend de er modne til et videresalg. Afgørende i begge tilfælde for den bedst mulige exit er, at virksomhedens ledelse og ventureinvestorerne udvikler en forretningsstrategi for virksomheden, som er bygget op om den fremtidige exit. Og ikke omvendt. Ledelse og investorer skal altså fra første færd være såvel kunde- som køberorienterede,” forklarer Christian Motzfeldt.



“DET KRÆVER EN SAMMENSETNING AF MANGE FAKTORER AT PLANLÆGGE OG NÅ FREM TIL DEN BEDST TÆNKELIGE EXIT.”
Direktør i Øresund Entrepreneurship Academy,
Christian Vintergaard

Exits i en krisetid

Kan man exitte sine porteføljevirk-somheder i krisetider? Ja, selvfølgelig kan man det. Men prisen bliver ikke overraskende derefter.

”Der er altid penge til de gode projekter. Også i krisetider som nu. For mange industrielle spillere har pengene. Og lige nu ved de, at de kan gøre et godt køb for begrænsede midler. Så jeg er ret sikker på, at vi kommer til at se exits i 2009, vurderer Gerard Burke, der samtidig understreger, at hans udsyn primært er Storbritannien. Ventureforsker Christian Vintergaard deler imidlertid den britiske eksperts opfattelse.

”Det er klart, at det er købers marked. Priserne på porteføljevirk-somhederne er faldet, så selv de mest lovende projekter kan købes til en lavere pris. Det vil industrielle kunder helt sikkert benytte sig af. Jeg er samtidig sikker på, at ventureselskaberne også vil bruge finanskrisen som en god undskyldning for at afvise at investere i tvivlsomme projekter,” siger han.



CASE

Start med slutningen

En exit på 160 millioner efter en levetid på blot tre år. Audiovirksomheden AudioAsics er et skoleeksempel på, hvordan man gennemfører en succesfuld exit. Man starter med slutningen og bygger forretningsplanen op om exitstrategien.

Tag fem erfarne ingeniører. Tilsæt en god forretningsidé, solid ledelseserfaring, snævert fokus, kunder i centrum, klog kapital og en forretningsplan med en klar exitstrategi. Så har du en kommerciel succes. På bare tre år gik teknologivirksomheden AudioAsics fra 0 til 160 millioner kr. i exitværdi.

Ifølge medstifter og CEO, Michael Deruginsky, handlede det om at kende sine forcer, sine begrænsninger, sin besøgstid og om at opsøge heldet.

”En af grundene til succesen var, at alle stifterne var erfarne mennesker, der vidste, hvad vi kunne, og hvad vi ikke kunne. Vi havde derfor fra starten det nødvendige snævre forretningsfokus, der gjorde, at vi kunne udvikle en attraktiv teknologi,” forklarer Michael Deruginsky i telefonen fra Kina, hvor han er på forretningsrejse.

AudioAsics producerer halvledere, såkaldte mixed signal semiconductors, til audiobranschen. Og stifterne vidste med det samme, at forretningen skulle sælges, når

AudioAsics havde nået et værdimæssigt højdepunkt, i Proof-of-Business.

”I vores branche skal man kunne producere stor volumen til lave omkostninger for at blive en etableret virksomhed. Vi vidste, at vi kunne udvikle de rigtige prototyper, men også at vi ikke kunne håndtere masseproduktion og logistik. Det kræver andre kompetencer og helt andre ressourcer end vores,” fastslår Michael Deruginsky.

Kundefokus

Ifølge direktøren var AudioAsics store fordel, at man forstod at indsnævre sit fokus til lige præcis den teknologi, hvor man havde mulighed for at skille sig ud.

”Havde vi valgt et bredere produktfokus, var vi rendt ind i større og stærkere konkurrenter, der kunne det samme som os. Nu stod vi alene med en teknologi, som vi havde udviklet med nogle specifikke kunder for øje,” forklarer Deruginsky.

Vækstfonden investerede i AudioAsics og introducerede tidligt virksomheden



”VI HAVDE FRA STARTEN DET NØDVENDIGE SNÆVRE FORRETNINGSFOKUS, DER GJORDE, AT VI KUNNE UDVIKLE EN ATTRAKTIV TEKNOLOGI.”
Michael Deruginsky, medstifter af AudioAsics



for den private teknologiinvestor, Henrik Hvidtfeldt, der sammen med SEED Capital Denmark skød risikovillig kapital ind i virksomheden.

”Ud over kapitalen fik vores investorer os til at fokusere endnu mere snævert. Vi skulle være bedst i verden på netop vores niche i teknologien,” fortæller direktøren.

Exitfokus

Det snævre fokus gjaldt købere, produkter og kunder. Således var AudioAsics hele tiden fokuseret på, at det at have de rette kunder også var en del af at profilere sig over for de rigtige købere.

”Vi fokuserede kun på et udsnit af de mulige kunder til teknologien for at være sikre på at kunne overkomme det. Jeg var i Japan 30 gange på et år for at sælge vores teknologi til de kunder, vi havde identificeret som ideelle for vores virksomhed,” husker Michael Deruginsky.

Det samme gjaldt mulige købere af virksomheden. Fra starten af var der tale om et

snævert felt af potentielle forhandlingspartnere.

”Vi kendte på forhånd den lille håndfuld potentielle købere til virksomheden, så vi kunne hurtigt fokusere på at gøre virksomheden så attraktiv som muligt for lige netop dem. Og så var vi naturligvis også lidt heldige,” mener Deruginsky.

AudioAsics blev solgt i 2006 til den store børsnoterede amerikanske teknologivirksomhed Analog Devices. Resten er historie – og 160 millioner kroner.

Opskriften på exit

En venturesucces kræver, at mange faktorer udvikler sig rigtigt. Man kan ikke planlægge sig ud af dem alle – men effektiv strategisk planlægning kan sikre virksomheden et godt stykke ad vejen. Vækstfondens exitanalyse samler ingredienserne til opskriften på exit.

Enhver virksomhed og markedssituation er unik. Men ud fra svarene fra respondenterne i den seneste analyse er det alligevel muligt at opstille en manual med gode råd for at exitte venturevirksomheder. Der er nemlig mange sammenfald for de entreprenører og investorer, der er lykkedes med exitmissionen.

I store træk gælder det, at arten og grundigheden i det strategiske arbejde forud for exitten er ligefrem proportionalt med resultatet. De virksomheder, der er lykkedes med en exit, har fra tidlig færd lagt planerne for, hvordan virksomheden skal exittes. De har fastlagt exitrutten, listet mulige - og i mange tilfælde navngivne – potentielle købere. Og de har opbygget og fulgt en strategi og plan for, hvordan virksomheden skal gøre sig attraktiv og positionere sig over for de mulige købere.

Exitstrategien dikterer udviklingen

Hertil kommer, at de succesfulde virksomheder har ladet den valgte exitstrategi sætte kursen for udvikling eller tilpasning af den øvrige forretningsstrategi. Ikke mindst i markedsføringsammenhæng, hvor det er afgørende at arbejde målrettet i hele perioden med at profilere virksomheden over for potentielle købere.

”Strategisk planlægning i forbindelse med en børsnotering skal kunne facilitere et omfattende PR-arbejde, fordi offentligheden skal vide mest muligt om alle de positive aspekter. Det gælder både af produktet, virksomhedens vækstpotentiale og ledel-

sen, som man skal have tillid til kan indfri potentialet,” fortæller venturerådgiver og Associate Professor ved Johannesburg School of Finance i Sydafrika, Wim Venter, og fortsætter:

”Er målet i stedet et industrielt salg, er imageopbygningen omvendt målrettet få udvalgte potentielle opkøbere, der skal kunne se potentialet for lige netop dem. Her er det derfor vigtigt ikke at ”prostituere” virksomheden, fordi alle går rundt og prøver at sælge den – og alle ved, den er til salg,” forklarer Wim Venter.



”MANGE AKTIONÆRER KOMMER TIL AT TRÆKKE PROCESSEN FOR LANGT I JAGTEN PÅ DEN MAKSIMALE PRIS. MEN DE ENDER OFTE MED AT MÅTTE ERKENDE, AT MULIGHEDERNE PÅ ET SENERE TIDSPUNKT IKKE ER NÆR SÅ GUNSTIGE.”
Venturerådgiver og Associate Professor ved Johannesburg School of Finance, Wim Venter

Han tilføjer samtidig, at profilering af ledelsen ved det industrielle salg ligeledes er af en helt anden betydning. For hvor der ved en børsnotering skal skabes tro på deres lederevner til fremtiden, vil ledelsen efter

et industrielt salg være købers ansvar og vil således ikke have samme betydning for selve exitten.

Når exitstrategi og forretningsstrategi er på plads, skal køberfeltet identificeres. Her gælder det specielt ved industrielle salg om at være så specifik i sin opstilling som mulig. I tråd med Wim Venters pointer muliggør det nemlig den løbende strategiske profilering over for de potentielle købere. Her viser exitanalysen, at der meget gerne må være amerikanske navne at finde på listen.

Sælg til en amerikaner

Tallene fra de seneste års exits viser nemlig, at den gennemsnitlige exitværdi for nordiske virksomheder har været tæt på dobbelt så stor, når købergruppen har været enten helt eller delvist amerikansk.

Det faktum kan naturligvis skyldes mange forhold og er ikke nødvendigvis ensbetydende med, at amerikanske virksomheder vil betale mere for den enkelte virksomhed end europæiske købere. For en del af forklaringen kan tillige være, at de omvendt er bedre til at udpege og få fat på de attraktive virksomheder med det største potentiale. Konklusionen kan ikke entydigt læses ud af tallene. Men ifølge Francois Laineé, der er partner i den franske venturevirksomhed Auriga Partners og formand for Exitudvalget i European Venture Capitalist Association, EVCA, skal en del af forklaringen findes i forskellige tilgange til opkøb af virksomheder.

”Det er min erfaring, at man i amerikansk

virksomhedskultur oftere værdiansætter virksomheder ud fra vurdering af det fremtidige potentiale end ud fra et øjeblikkeligt cost-benefit syn, der typisk er tilgangen for europæiske købere,” forklarer Francois Laine.

Han tilføjer, at amerikanske opkøb af europæiske virksomheder ofte er en del af en større plan og derfor repræsenterer en større fremtidig værdi.

”Når en amerikansk virksomhed integrerer en dansk eller anden europæisk virksomhed, er beslutningen ofte forankret i en større operation med et meget større mål. Og derfor har den også en større værdi for køber,” forklarer Francois Laine.

Vær realistisk

Amerikanske virksomheder på den potentielle køberliste er attraktivt. Men er de ikke oplagte i forhold til det planlagte exit-

tidspunkt, skal man ikke vente på, at den situation opstår.

”Timing og eksekvering er afgørende i en exitstrategi. Hvis muligheden er der på det planlagte exittidspunkt, gælder det om at føre exitten ud i livet. Mange aktionærer kommer til at trække processen for langt i jagten på den maksimale pris. Men de ender ofte med at måtte erkende, at mulighederne på et senere tidspunkt ikke er nær så gunstige. Grådighed er en klassisk fejl, som mange stiftere og investorer begår. De fokuserer på, hvad de gerne vil have, i stedet for at være realistiske i bedømmelsen af, hvad virksomheden reelt er værd,” forklarer Wim Venter, og tilføjer:

”En vigtig del af et succesfuldt ventureeventyr er at holde fokus, følge sin plan og være realistisk.”



”DET ER MIN ERFARING, AT MAN I AMERIKANSK VIRKSOMHEDSKULTUR OFTERE VÆRDIANSÆTTER VIRKSOMHEDER UD FRA VURDERING AF DET FREMTIDIGE POTENTIALE END I EUROPA.”

Francois Laine, partner i den franske venturevirksomhed Auriga Partners

Fokus afhænger af exitstrategi



PROCES FOR SUCCESFULD EXIT

CASE

En skudsikker strategi

En exitstrategi planlagt med militær præcision var årsagen til, at investorerne bag fynske Roshield på halvandet år forvandlede en investering på 15 millioner kroner til en exit på 258 millioner. Nøglen til det bemærkelsesværdige resultat var den målrettede forfølgelse af endemålet.

Værdien af at kunne redde blot få menneskeliv i krigszoner er meget stor. Så da danske Roulund, der i generationer havde arbejdet med gummimaterialer, udviklede en højteknologisk coating, der kan beskytte militære køretøjer, var potentialet fra starten til at få øje på. Ikke mindst fordi markedet for militær beskyttelsesteknologi var præget af de aktuelle krige i Irak og Afghanistan og flere konflikter under optrapning. Teknologien kunne omsættes til produkter, og med blot 15 millioner kroner i risikovillig kapital fra grundlæggere og ventureinvestoren Erhvervsinvest K/S var Roshield klar.

Små muskler - stort potentiale

Potentialet til at udvikle en god forretning var med andre ord stort. Men allerede fra starten lå det fast for folkene bag Roshield, at det ikke var vejen frem selv at blive en



”DEN VIGTIGSTE ENKELTSTÅENDE FAKTOR TIL VORES POSITIVE RESULTAT VAR ET STÆRKT FOKUS PÅ ENDEMÅLET.”

Adm. dir. Peter Bertelsen, Roshield

stor spiller, da det krævede meget store økonomiske og administrative muskler. Ordrene på det militære marked ligger i milliarder, og det ville kræve betydelige ressourcer at kunne følge med her for den 10 mand store virksomhed. Strategien lå derfor fra første dag fast på at sælge Roshield til en stor aktør på den internationale scene efter cirka fem års udvikling. En strategi, der blev pejlemærke for al øvrig aktivitet i virksomheden.

Med salget for øje blev virksomhedens aktiviteter således målrettet. Det gjaldt ikke nødvendigvis om at få ordrer i hus, men om at bringe sig i spil over for de fremtidige købere.

”Den vigtigste enkeltstående faktor til vores positive resultat var et stærkt fokus på endemålet. Vi vidste, at vi sigtede på et strategisk salg og havde fra starten identificeret en række potentielle købere. Herfra var vi meget fokuserede på, at det gjaldt om at positionere sig over for dem igen og igen for at vække deres interesse,” fortæller adm. direktør i Roshield, Peter Bertelsen.

Med det afsæt valgte Roshield derfor bevidst kun at gå ind i tilbudsrunder, hvor de potentielle købere også gav bud, og hvor man vidste, man kunne slå dem. I stedet for at insistere på omsætning gik man således efter at gøre sig bemærket hos de udvalgte konkurrenter. Dette fokus blev grundlaget for forretningsstrategien og skulle vise sig effektivt på mange fronter. For Roshield

blev undervejs brandet så stærkt, at virksomheden ikke blot blev solgt efter planen – men også at de nye ejere efter salget valgte at køre virksomheden videre med samme navn og med de oprindelige stiftere i ledelsen.

Eneste farbare vej

Salget efter halvandet år resulterede i en tilbagebetaling på over 17 gange investeringen – fra 15 millioner til 258 millioner kroner. Et imponerende resultat, der i høj grad kan tilegnes virksomhedens målrettede forfølgelse af exitstrategien.

”Selvom potentialet i en virksomhed er stort, kan man jo hurtigt tabe det på gulvet, hvis man mister fokus. Udvikling af en virksomhed som Roshield kræver meget forskellige kompetencer – og meget forskellige størrelser kapital for at kunne bringe den fra det ene udviklingsstadium til det næste. Vi var meget bevidste om vores styrker og begrænsninger, og det var vigtigt for, at vi lykkedes, som vi gjorde,” fortæller Peter Bertelsen.

Endemålet var med Roshield-stifternes klarsyn derfor givet på forhånd – og det er set i bakspejlet et godt eksempel til efterfølgelse med hensyn til den meget stramme strategiske forfølgelse af målet.

Hurtigere end ventet

Måske netop fordi strategien blev fulgt til punkt og prikke, gik det hele pludselig



stærkere end først forventet. For i forhold til en indledende plan om at sælge inden for virksomhedens første fem leveår, stod man allerede efter halvandet år med et reelt købstilbud på hånden.

”Vi havde planlagt en exit efter fem år, så da Tencate efter bare halvandet år kom med et tilbud, var det lidt af en overraskelse. Men netop her kom den grundige planlægning os til gode. De stod øverst på vores liste over mulige købere, og derfor forberedte vi os på en forhandling, der altså i sidste ende førte til et salg,” fortæller Thomas Marstrand, Managing Partner og direktør i Erhvervsinvest K/S.

Han understreger som investor vigtigheden af at være klar til et salg, også i utide.

”Selve det at nå en succesfuld exit er jo i bund og grund det, som det hele drejer sig om, når man som ventureinvestor går ind i en virksomhed. Og derfor nytter det altså ikke noget, at man først skal til at gøre sig klar, når der er nogen, der ringer på døren og vil købe. Man skal stå omklædt og klar ved døren. Det gjorde Roshield, og det ses tydeligt på resultatet,” fortæller Thomas Marstrand.

”Men selvfølgelig ville vi gerne have været mere klar,” siger Peter Bertelsen. ”Vi boede stadig i nogle gamle industribygninger hos Roulund og havde hverken regnskabsafdeling eller andre centrale funktioner selv. Stemningen hos Roulund var heller ikke på toppen, da det gik dårligt for virksomheden.

I det hele taget syntes vi ikke, vi var klar til at lukke dørene op og imponere en stor udenlandsk køber. Og vi lagde da også ud med at sige nej tak til at forhandle med Tencate.”

Det skulle dog vise sig ikke at afskrække køberen, og Roshield stod således i en god position, da man kort efter alligevel satte sig ved forhandlingsbordet.

Investorens rolle

Både i udviklingen og i salget af virksomheden spillede investorerne en væsentlig rolle. Som stor investor tilførte Erhvervsinvest K/S både beslutningsdygtighed og risikovillighed til Roshield, og investorerne styrede selve exitprocessen, så den rigtige aftale kom i hus. Blandt andet udførte man et stort analysearbejde, ligesom man fandt den rigtige bestyrelsesformand til at forhandle med køberen. Bøge dele var afgørende for at få den rette pris.

Seks af Roshields medarbejdere var med som mindre investorer, og det vurderer både Thomas Marstrand og Peter Bertelsen som noget meget positivt. Medarbejderne kom ud over deres faglige dygtighed med et usædvanligt engagement og en stor forståelse for, hvor firmaet skulle hen. Det var medarbejderne, der skulle styre Roshield i mål, men det skete med en investors perspektiv.

Strategisk salg

Roshield arbejder med beskyttende gummimaterialer, der blandt andet sidder i de danske pansrede mandskabsvogne i Afghanistan og beskytter dem mod angreb som for eksempel vejsidebomber. Firmaet havde allerede en markedsposition og en stor viden, da man blev udskilt fra Roulund A/S i 2005 med 10 medarbejdere.

Investeringen var på 15 millioner kroner, hvoraf seks medarbejdere skød 3,5 millioner kroner i projektet, og Erhvervsinvest K/S stod for resten. Omsætningen på exittidspunktet var 100 millioner kroner, og der var 40 ansatte i virksomheden. I 2006 opkøbte hollandske Tencate virksomheden for 258 millioner kroner. Tencate omsætter årligt for over fem milliarder kroner og har 3500 ansatte i 25 lande.

Iskold kontakt

Lige så målrettet processen frem mod salget af Roshield var, lige så tilfældigt var det, at Erhvervsinvest K/S blev hovedinvestor. Det var frostvej, og en medarbejder fra Roulund var i banken for at få penge til at udbedre et frossent vandrør. Han spurgte for sjov, om banken ikke tilfældigvis kendte nogen, som kunne tænke sig at investere i en ny virksomhed. Det gjorde de faktisk, og kort efter var kontakten etableret.

Den rette vej ud

Hver type exit har sine unikke muligheder og begrænsninger. Ikke alle valg er lige egnede til alle virksomheder. Det gælder om at vælge den rette vej ud.

Vækstfondens exitanalyse viser blandt andet, at valg af exitrute hænger sammen med virksomhedens produkt og virksomhedens placering i værdikæden. Som tommelfingerregel kan man sige, at virksomheder med produkter, som henvender sig direkte til forbrugermarkedet (spil, software, lægemidler etc.) og som forbrugerne forstår, er mere egnede til en børsnotering end virksomheder, hvis produkt for eksempel er komponenter til etablerede virksomheders produkter. Det skyldes, at det for virksomheder på vej mod en børsnotering er afgørende at kunne skabe en bred interesse for aktien, hvilket er ulig lettere, hvis produktet er kommunikerbart til store grupper i offentligheden. Omvendt er det for virksomheder, der sigter på et industrielt salg nok, hvis kommunikationen kan skabe den fornødne interesse blot hos få aktører. Begge kommunikationsudfordringer er krævede og tager tid. Men de er grundlæggende meget forskellige.

”Ved en børsnotering skal selskabets forretning og de risici, som er ved selskabets forretning, kunne forklares til en bredere investorkreds. Ved et industrielt salg er det i højere grad kommunikation mellem specialister. Derfor bør selskabet og dets aktionærer strategisk vurdere, om selskabets forretning på tilfredsstillende vis kan forklares over for en bredere investorkreds,” siger partner i PricewaterhouseCoopers og medlem af ventureudvalget i Danish Venture Capitalist Association, Niels Henrik B. Mikkelsen.

Store krav til organisationen

Han understreger samtidig, at det blot er et af mange forhold, der indvirker på, hvad det rette valg af exitrute er. Hertil kommer blandt andet afvejning af forskellige organisatoriske udfordringer, som virksomheden stilles over for i forbindelse med sit exitvalg.

”For selskaber, der planlægger en børsnotering, skal der arbejdes hen i mod at kunne udarbejde fulde IFRS-regnskaber, aflægge kvartalsregnskaber, foretage anden løbende rapportering til fondsbørsen og professionalisere bestyrelsen, hvor en række formelle selskabsretlige krav skal opfyldes. Og så skal der ikke mindst udarbejdes et prospekt for børsnoteringen, hvilket både er omkostningstungt og typisk trækker ledelsesmæssige ressourcer i tre til seks måneder. Det gælder ikke for virksomheder, der går efter et industrielt salg. Her er det væsentligste fokus i selskabet salg, indtjening og cash flow. Der skal gennemføres en due diligence, men derudover stiller en industriel spiller ikke de samme organisatoriske krav til virksomheden,” påpeger Niels Henrik B. Mikkelsen.



”VED EN BØRSNOTERING SKAL SELSKABETS FORRETNING OG DE RISICI, SOM ER VED SELSKABETS FORRETNING, KUNNE FORKLARES TIL EN BREDERE INVESTORKREDS. VED ET INDUSTRIELT SALG ER DET I HØJERE GRAD KOMMUNIKATION MELLEM SPECIALISTER.”

Partner i PricewaterhouseCoopers,
Niels Henrik B. Mikkelsen

Fremtid i virksomheden?

På den baggrund virker det umiddelbart oplagt at vælge det industrielle salg som exitvej. Men de mange virksomheder, der i stedet sigter mod børsen, har naturligvis deres gode grunde. Det gælder for 20 procent af virksomhederne i den aktuelle exitanalyse.

For ledelsen gælder det, at en børsnotering giver ganske andre muligheder for fremtiden. I en børsnotering fortsætter ledelsen sædvanligvis for at indfri forventningerne til den fremtidige succes, mens ledelsen ved et industrielt salg bliver underlagt købers ledelse. En børsnotering kan derfor ofte synes mere gunstig for den eksisterende ledelse. Eller som direktør for venturevirksomheden Ventex Corporation og Associate Professor ved Johannesburg School of Finance, Wim Venter, opsummerer:

”Dem, der ser deres fremtid i virksomheden, bør være mere interesserede i en børsnotering, end dem der ser deres fremtid et andet sted.”

Som mangeårig rådgiver for venturefinansierede virksomheder i deres vej mod exit sætter han straks fingeren på de forskellige grunde til at vælge børsen som exitrute. Én af dem overskygger de andre.

”Den potentielle gevinst ved en børsnotering er ganske enkelt betragteligt større end ved et industrielt salg. Og det er den altoverskyggende grund til at vælge den vej. Men den er også behæftet med helt andre risici. Generelt gælder det, at man - hvis man har en lav risikoappetit - bør gå efter det industrielle salg, hvor tilbagebetalingen kommer inden for kort tid, mens investorer med større risikovillighed kan overveje, om vejen skal gå over børsen,” forklarer Wim Venter.

Ligesom Niels Henrik B. Mikkelsen påpeger den sydafrikanske ventureekspert dog, at regnestykket naturligvis ikke består af potentiel gevinst og risikoappetit alene. Med i overvejelserne skal man have, om man er i stand til at løfte de forskellige krav til virksomheden, som den valgte exitstrategi stiller: Kompetencer, kapital og manpower. En proces, som mange stiftere og ventureinvestorer ifølge Wim Venter undervurderer.

”De færreste virksomheder har reelt de

fornødne kompetencer in-house til at sikre en optimal exit – specielt når strategien er en børsnotering. Og opgaven bliver i de fleste tilfælde undervurderet. Tids- og omkostningsmæssigt bliver det ofte dobbelt så krævende som beregnet, og det er trist at stå og mangle ressourcer til at komme det sidste stykke vej. Ikke mindst derfor er det en god ide så tidligt som muligt at få assistance fra erfarne folk til at planlægge processen, så man vælger den rette exitstrategi og har afsat de fornødne ressourcer til at gennemføre den,” understreger Wim Venter.

Lukket for børsnoteringer

Tilbage står dog det grundlæggende spørgsmål, hvad der egentlig er muligt på det planlagte exittidspunkt. For er aktiemarkedet ikke gunstigt, er mulighederne for børsnoteringer begrænset – uanset forarbejdet.

Det ses bl.a. i den aktuelle finansielle krise, hvor de lave aktiekurser har gjort børsnotering stort set umulig.

”Der synes ikke i børsmarkedet at være muligheder for børsnotering af biotek- eller teknologivirksomheder inden for den nærmeste fremtid. OMX-markedet er ikke tilstrækkeligt risikovilligt – og First North markedet vurderes for nuværende ikke at være specielt attraktivt for vækstvirksomheder. First North har behov for nogle reelle succeshistorier, før børsnoteringer på dette marked igen kan blive relevant for vækstvirksomheder,” vurderer Niels Henrik B. Mikkelsen.

En tredje vej

Med de mange danske investeringer, der blev foretaget i de første år efter årtusindskiftet, ligger der i disse år mange virksom-

heder klar til at forlade venture-porteføljerne. Og når vinduet for børsnoteringer er lukket, og køberfeltet for industrielle salg er tilbageholdende, er et aktuelt spørgsmål, hvad alternativerne så er. For der er naturligvis muligheder ud over børsnoteringer og industrielle salg.

”Et traditionelt industrielt salg, hvor virksomheden overtages af en større virksomhed vil nok stadig være det mest almindelige, men konsolideringen i visse brancher kan gøre, at vi i de kommende år vil se flere sammenlægninger af mere lige virksomheder. Det kan mere beskrives som sammenlægninger end overtagelser, og det vil nok udskyde den endelige exit for aktionærerne yderligere nogle år,” konkluderer Niels Henrik B. Mikkelsen.

Exitens grundregler

1. **Exit** – Gå efter et industrielt salg, hvis virksomhedens produkter er en ”trussel” eller en ”værdiforøger” for etablerede virksomheders produkter. Overvej en børsnotering, hvis produkterne er ”forståelige” for børsinvestorer, og det er muligt løbende at levere nyheder til markedet.
2. **Forretning** – Indret forretningsstrategien efter valget af exitrute - ikke omvendt – så virksomheden skaber resultater og milepæle, som kan opbygge strategisk interesse hos mulige købere eller børsinvestorer.
3. **Positionering** – Sørg for løbende – og i god tid inden en exit – at bygge kendskabet til virksomheden op hos potentielle købere eller børsinvestorer.
4. **Timing** – Styr hele tiden efter et mål for, hvornår virksomheden og produkterne skal være modne til en exit – og vær klar til at eksekvere.
5. **Finansiering** – Sørg for at have den nødvendige finansiering på plads til at nå frem til exit – men overvej nøje om investeringen i at nå til næste værdimæssige højdepunkt for en exit står mål med den kapital, der skal tilføres for at bringe virksomhederne dertil.



CASE

At gå på børsen eller ikke gå på børsen?

En afgørende beslutning, når man planlægger en exit, er valget mellem et strategisk salg og en børsnotering. I nogle brancher og for visse virksomheder vil det være helt oplagt, hvad der er mest fornuftigt, mens det andre gange er mindre klart og afhænger af konjunkturerne - eller om den rette køber henvender sig.

Det var ikke på forhånd bestemt, hvilken exit den lille biotekvirksomhed LifeCycle Pharma skulle sigte imod, da firmaet blev oprettet i 2002. Men gode resultater gjorde tidligt spørgsmålet aktuelt, da det snart blev nødvendigt at rejse penge for at gennemgå en række ressourcerkrævende fase II-studier.

Valget faldt på at ruste virksomheden til en børsnotering. Investorerne, der alle på nær én sad i bestyrelsen, spillede en stor rolle i den beslutning, som blev truffet på baggrund af virksomhedens produkt: en teknologiplatform, der ville kunne finde an-

vendelse i mange sammenhænge, og som derfor rummede potentiale for at fortsætte med som selvstændig virksomhed.

Markedet var på det tidspunkt meget gunstigt for at sætte virksomheden til salg på børsmarkedet, og det skulle vise sig at være et fornuftigt træk.

Forudgående forandringsproces...

Vejen til børsen var for LifeCycle Pharma fyldt med forandringer. Dels for at imødesete virksomhedens generelle udvikling, dels for at forberede børsnoteringen blev der flere gange skiftet ud i både bestyrelse og direktion. Dertil kom store omlægninger i regnskabsføringen og i forhold til de formelle krav fra Københavns Fondsbørs og de amerikanske myndigheder, da man sigtede mod markedet i USA.

"Bestyrelsens evne til at tage beslutninger og skifte ud med hård hånd, også i egne rækker, var afgørende for at forberede børsnoteringen. I sin korte udviklingstid stod virksomheden over for vidt forskellige udfordringer, og det gjaldt om at komme dem i forkøbet," forklarer Peter Schøtt Knudsen, leder af LifeCycle Pharmas Investor Relations-afdeling.

Selvom forandringerne gav konstante udfordringer, er han dog ikke i tvivl om,

at forandringsprocessen generelt var positiv for virksomheden. For de formelle krav gjorde, at man var nødt til at optimere en række forskellige processer og få styr på organisationen.

Den rigtige køber

Samme formelle krav stod svenske MySQL ikke over for i forbindelse med deres exit. For dem blev den optimale løsning nemlig et salg til den amerikanske gigant Sun Microsystems. En beslutning, der dog først blev truffet langt inde i forløbet.

"For MySQL AB var det afgørende IKKE at vælge under planlægningsprocessen. I stedet satsede vi benhårdt på at bygge en stærk forretning op - overbeviste om, at det ville føre til noget godt. Hvis vi havde en plan, var det at gå på børsen - men det ændrede vi jo også i slutningen af 2007. Så man kan sige, at vores afgørende beslutning først blev truffet i december 2007," siger Mårten Mickos, CEO i MySQL AB og nu Senior Vice President i Sun Microsystems.

Rygterne om MySQLs skæbne havde længe været i omløb, da det i januar 2008 blev meddelt, at Sun købte firmaet for en milliard dollars.

Efterfølgende tilpasning

Også MySQL måtte dog gennemgå foran-



"I SIN KORTE UDVIKLINGSTID STOD VIRKSOMHEDEN OVER FOR VIDT FORSKELLIGE UDFORDRINGER, OG DET GJALDT OM AT KOMME DEM I FORKØBET,"

Peter Schøtt Knudsen, leder af LifeCycle Pharmas Investor Relations-afdeling



dringer som følge af exitten, men det skete hovedsageligt bagefter som følge af at blive en del af en større virksomhed. Således er nogle af stifterne fortsat hos Sun, mens andre efterfølgende har valgt at trække sig ud.

Uanset hvilken vej man vælger, er der altså tale om en forandringsproces, som bør være så bevidst som muligt. En børsnotering kræver et nyhedsflow, der kan skabe positiv forventning til virksomheden, en solid organisation og et åbenbart potentiale. Dertil er der en lang række formelle krav, som blandt andet børsen

stiller. Ved et strategisk salg gælder det om at være interessant for køberen, for eksempel ved at have et produkt, som giver synergi med nogle af køberens egne.

For både LifeCycle Pharma og MySQL gjaldt det, at man havde indstillet sig på en børsnotering, men også var åbne, hvis en køber skulle henvende sig. Ved at indgå strategiske samarbejder med beslægtede virksomheder blev der både bygget netværk og udviklet på forretningen, så virksomhederne var interessante for markedet.



"FOR MYSQL AB VAR DET AFGØRENDE IKKE AT VÆLGE UNDER PLANLÆGNINGSPROCESSEN. I STEDET SATSEDE VI BENHÅRDT PÅ AT BYGGE EN STÆRK FORRETNING OP - OVERBEVISTE OM, AT DET VILLE FØRE TIL NOGET GODT."

Mårten Mickos, CEO i MySQL AB og nu Senior Vice President i Sun Microsystems

LIFECYCLE PHARMA blev oprettet i 2002 som spinout fra Lundbeck A/S. Produktet var en teknologiplatform til at gøre andre farmaceutiske produkter mere vandopløselige. Der blev over seks finansieringsrunder rejst cirka 250 millioner kroner fra investorerne Lundbeck, Novo A/S, Nordic Biotech, Alta Partners, Lacuna Apo BioTech og DG Lux Multimanager. Ved børsnoteringen i 2006 rejste selskabet over 500 millioner kroner, og i 2008 er der rejst yderligere 400 millioner kroner ved salg af aktier.

MYSQL AB startede som iværksættervirksomhed i 1995. Fra 2001 til 2006 blev der i flere omgange rejst venturekapital, og i februar 2008 blev virksomheden købt af Sun Microsystems for en milliard dollars. På det tidspunkt havde firmaet 400 ansatte. MySQL er et open source databaseprogram, der indgår i langt de fleste hjemmesiders opbygning. Firmaet tjener hovedsageligt penge ved at sælge abonnementer, licenser og support.



TÆND LIGE LYSET!

Kom til årsmøde 13. maj 2009

Finanskrisens mørke skygger svækker udsynet for danske iværksættere og investorer. Hvornår bliver mørket til lys? Og hvor bryder det først igennem? På Vækstfondens årsmøde 2009 sætter vi spot på iværksætterne, de mindre vækstvirksomheder og de muligheder og trusler, de står over for.

- Årets konferencier Tina Nikolaisen, fra TV2's forbrugerprogram Basta, vil lede os igennem et tætpakket program med mange spændende oplægsholdere, der hver på deres måde kan hjælpe os med at finde lyskontakten og pege på vejen frem:
- Futuristen Peter Schwartz fra Global Business Network og økonom Carsten Valgreen fra Benderly Economics giver os bud på, hvilke forretningsområder og markeder der kan komme blus på.
- Økonomi- og erhvervsminister Lene Espersen fortæller om regeringens indsats for danske iværksættere og vækstvirksomheder, og hvordan indsatsen sætter strøm til de gode ideer.
- Bliv inspireret af danske iværksætterhistorier, hvor dygtige igangsættere har skabt succesfulde virksomheder eller er i fuld færd med det.
- Michael Deruginy fra chip-producenten AudioAsics giver sit bud på, hvordan man forbereder sin virksomhed til positiv exit.
- Overlæge Klaus Phanareth vil fortælle om det virtuelle hospital og iværksætteri i sundhedssektoren.

Endelig har vi samlet et par hundrede gode og lærerige fortællinger om mindre danske vækstvirksomheder i en bog, som du får med hjem.

Som på tidligere årsmøder vil der være rig lejlighed til at netværke. Sidste år deltog over 800 iværksættere, investorer og andre interesserede. Vi håber at blive endnu flere i år.

Kom til årsmøde i Øksnehallen den 13. maj og vær med til at sætte spot på vækst i mindre virksomheder.

TILMELD DIG PÅ VF.DK

