

Region Sjælland, Region
Hovedstaden, Region Syd-
danmark, Region Midtjyl-
land og Region Nordjylland
Gapanalyse vedrørende
finansieringsinstrumenter



Forord

De fem regioner har bedt Deloitte om at undersøge, i hvilket omfang der er et gap i markedet for finansiering af bæredygtige vækst- og innovationsprojekter i opstartsvirksomheder og mindre vækstvirksomheder. På baggrund heraf er Deloitte ligeledes blevet bedt om at komme med anbefalinger til, hvilke finansieringsinstrumenter regionerne med fordel kan medfinansiere i den nye strukturfondsperiode.

Baggrunden er, at EU-Kommissionen stiller krav om dokumentation for, at der er gaps, der skyldes markedsfejl eller suboptimale investeringsvilkår, for at EU-strukturfondsmidler må anvendes til finansieringsinstrumenter.

Deloitte har gennemført gapanalysen fra oktober til december 2014. Delresultater har være forelagt regionerne ved et statusmøde og drøftet med interessenter på et interessentmøde.

Henvendelser vedrørende analysen kan rettes til seniormanager Claus Frelle-Petersen.

Deloitte, januar 2015

Indholdsfortegnelse

Forord	2
Sammenfatning	4
Vurdering på baggrund af gapanalysen	5
Vurderinger i forhold til øvrige krav i EU-forordningen	7
Disponering af rapporten	10
1. Markedsfejl som rationale for EU-støtte til finansiering	11
2. Udviklingen i markedet for risikovillig kapital	18
2.1. Markedet for risikovillig kapital er stort med et ukendt mørketal	18
2.2. Udbyderne af vækstfinansiering	20
2.3. Kreditklemmen i lånemarkedet	23
2.4. Efterspørgslen efter Vækstfondens lån er øget landet over	27
2.5. Udviklingen i ventureinvesteringer har ligget fladt	30
2.6. Regionale fonde skal styrke adgangen til kapital i regioner	33
3. Analyse af gaps i markedet	37
3.1. Overblik over identificerede gaps	37
3.2. Gap I vedr. egenkapital i tidlige faser i investeringstunge sektorer	38
3.3. Gap II vedr. egenkapital og lånekapital til opstart	41
3.4. Gap III vedr. egenkapital til mindre vækstvirksomheder	50
3.5. Opsamling på gaps	60
4. Vurdering af relevante finansieringsinstrumenter	62
4.1. Fordele og ulemper ved regionalisering af instrumenter	63
4.2. Erfaringer med fonde og finansieringsinstrumenter i Danmark	64
4.3. Internationale erfaringer med fonde peger på faldgruber	66
4.4. Kriterier for prioritering af gaps	69
4.5. Anbefaling vedr. gap i forhold til opstartsvirksomheder	71
4.6. Anbefaling vedr. gap i forhold til mindre vækstvirksomheder	72
Bilag 1: Fakta om spørgeskemaundersøgelsen	77
Bilag 2: Liste med interviews	79
Bilag 3: Sammenfatning på evalueringer	80
Bilag 4: Studier af offentlige finansieringsinstrumenter	82
Litteraturliste	84

Sammenfatning

Det anbefales, at regionerne adresserer to centrale gaps i markedet vedrørende egenkapital og tålmodig lånekapital til opstartsvirksomheder og vedrørende egenkapital til etablerede mindre vækstvirksomheder. De foreslåede finansieringsinstrumenter kan udgøre kernen i en investeringsstrategi, der videreudvikler den eksisterende indsats i forhold til opstartsvirksomheder og lægger et nyt spor overfor mindre vækstvirksomheders kapitalbehov.

Risikovillig egenkapital og stabile kilder til lånekapital er vigtige faktorer for at understøtte vækstiværksættere og vækstvirksomheder, der kan bidrage til innovation, vækst og produktivitet.

I Danmark er der taget en række initiativer for at imødegå kreditklemmen på udlån, som især mindre virksomheder har oplevet efter krisen. Endvidere er der taget en række initiativer i forhold til at styrke venturemarkedet, der sigter på et snævrere segment af højvækstvirksomheder, blandt andet gennem Dansk Vækstkapital.

De fem regioner har i den foregående strukturfondsperiode støttet en række finansieringsinstrumenter – i alt ni fonde – der især har sigtet på at tilvejebringe risikovillig kapital til opstartsvirksomheder ud fra særlige regionale behov og prioriteringer.

Med henblik på at have mulighed for i den nye strukturfondsperiode at prioritere finansieringsinstrumenter og understøtte en fælles indsats i Team Vækst Danmark har regionerne anmodet Deloitte om at gennemføre en gapanalyse af finansieringsinstrumenter.

Med udgangspunkt i opgavebeskrivelsen og EU-forordningens krav har Deloitte gennemført en gapanalyse af finansieringsinstrumenter til vækst og innovation. Desuden har Deloitte ud fra EU-forordningens krav foretaget en række tværgående vurderinger af finansieringsinstrumenterne, blandt andet i forhold til merværdien af de foreslåede finansieringsinstrumenter.

I denne sammenfatning præsenteres konklusionen på gapanalysen samt vurderingerne af finansieringsinstrumenterne ud fra krav som EU-Kommissionens krav.

Vurdering på baggrund af gapanalysen

Deloitte har i analysen identificeret gaps i markedet, som skyldes markedesfejl og nuværende investeringsvilkår, og som betyder, at der ikke investeres tilstrækkeligt i bæredygtige projekter i opstartsvirksomheder og mindre vækstvirksomheder. På baggrund af analysen er der opstillet anbefalinger til, hvordan finansieringsinstrumenter og initiativer, der er medfinansieret af EU-strukturfondsmidler, kan imødegå gaps i markedet, og hvordan faldgruber ved regionale fonde kan undgås.

Deloitte har identificeret følgende tre gaps, der udgør finansielle udfordringer, der ikke adresseres effektivt af finansieringsinstrumenter i markedet eller af andre offentlige tiltag.

Der er for det første et gap i forhold til *egenkapitalinvesteringer i tidlige faser i investeringstunge sektorer*, herunder ikke mindst biotek. Der er behov for tålmodig og meget risikovillig kapital til projekter, der teknologisk og kommercielt er på et tidligt stadie. Da innovationsmiljøerne er underlagt faste rammer for deres investeringer, og de efter det oplyste har trukket sig ud af biotek, er der et gap. Der er primært private corporate fonde tilbage, der går ind tidligt. Muligvis vil Innovationsfonden træde ind og finansiere for eksempel biotek. Det kan reducere gappet. Der er tale om en grundlæggende markedesfejl, fordi private aktører ikke i tilstrækkeligt omfang vil finansiere forskning og udvikling, som samfundsmæssigt kan være værdifuldt at få finansieret på dette stadie. Gappet kan variere betydeligt fra case til case, men kan ligge på 10-15 mio. kr. afhængigt af anden finansiering.

Der er for det andet et gap, der vedrører *egenkapital og tålmodig lånekapital til videnbaserede og innovative opstartsvirksomheder med en vækstcase*. Flere regionale instrumenter i den tidligere strukturfondsperiode har haft sigte på netop disse virksomheder. De er på et kritisk stadie, hvor banker typisk ikke vil finansiere, og hvor Vækstfondens låneprodukter ikke dækker. Det er et segment af iværksættere med en positiv vækstcase, men som ikke nødvendigvis egner sig til venturemarkedet. Gappet skyldes asymmetrisk information om virksomhedens reelle indtjeningspotentiale og informationsbarrierer på efterspørgselssiden. For ventureselskaber og andre private investorer er det for omkostningsfyldt og potentialet for beskedent i forhold til investeringens størrelse at gå ind i dette segment. Gappet kan i den enkelte case svinge mellem cirka 250.000 kr. og 3 mio. kr.

Det tredje gap er et *egenkapitalgap og et afledt fremmedkapitalgap i mindre vækstvirksomheder*. Markedsfejlen skyldes både forhold på kapitalsiden og på virksomhedssiden. Mindre virksomheder med et egenkapitalproblem, større udsving i økonomien og en svagere historik oplever barrierer for at få adgang til finansiering til vækst i banker og også hos Vækstfonden. Der er således mindre virksomheder, der er ramt af en kreditklemme, og som mangler egenkapital eller egekapitallignende lån, der kan styrke soliditeten, men som markedet ikke p.t. kan levere. På virksomhedssiden er der dog formentlig også informationsbarrierer. Der tegner sig samlet et billede, hvor markedet for kapital til mindre virksomheder er underudviklet og næppe tilstrækkeligt

understøttet med de initiativer, der hidtil er taget. Det alternative marked for finansiering til mindre virksomheder i Danmark, bl.a. gennem crowdfunding, som kan skærpe konkurrencen på vilkår og service, er endnu nyt og umønt. Gappet vil anslået ligge i et bredt spænd i størrelsesordenen 1-10 mio. kr. i den enkelte case.

Det er Deloitte's samlede vurdering, at finansieringsinstrumenter, der er medfinansieret af EU-strukturfondsmidlerne, *til dels* kan medvirke til at adressere de gaps, der er identificeret i markedet.

Anbefalingen: Prioriter to gaps

Anbefalingen er, at regionerne prioriterer to gaps vedrørende henholdsvis opstartsvirksomheder og mindre vækstvirksomheder med fokus på at adressere markedsfejl på både udbudssiden og virksomhedssiden.

Der bør i den fremtidige strukturering og forankring af finansieringsinstrumenter foretages en afvejning mellem centrale kriterier om størrelse, kritisk masse og kompetence på den ene side og på den anden side muligheden for at udnytte netværk lokalt/regionalt for at fremme et dealflow og privat kapitalrejsning.

Med hensyn til gappet i forhold til opstartsvirksomheder anbefales det, at regionerne udbyder et finansieringsinstrument med ansvarlig lånekapital og egenkapital, der sigter på et afgrænset antal sektorområder, og hvor kapital formidles på markedsvilkår og co-investeres med private investorer. Instrumentet vil kunne udmøntes i en landsdækkende struktur eller eventuelt i en todelt struktur med en østdansk og vestdansk enhed, så der kan etableres en fond af en tilstrækkelig størrelse samt mulighed for netværksdannelse og kapitalrejsning med private partnere i hele landet. Instrumentet bør integreres med et trænings- og udviklingsforløb for at imødegå barrierer på efterspørgselsiden.

Med hensyn til gappet i forhold til mindre vækstvirksomheder anbefales det, at der iværksættes en flerstrengt indsats. i) Regionerne kan samarbejde med Vækstfonden om at styrke, eventuelt videreudvikle og udbrede en ansvarlig lånekapital-ordning. ii) Der kan etableres et udviklingsforløb for ejerledede virksomheder. iii) Der kan gennemføres en forundersøgelse med henblik på at etablere kommercielle egenkapitalfonde i Øst- og Vestdanmark i samarbejde med private aktører. iv) Der gennemføres en forundersøgelse om etablering af en virksomhedsobligationsordning for mindre virksomheder.

Investeringsstrategien

Adresseringen af de to gaps kan udgøre kernen i en investeringsstrategi, hvor målet samlet er, at regionerne styrker finansieringen af vækstvirksomheder og anvender EU-strukturfondsmidler som løftestang for private investeringer og for at understøtte markedet. I forhold til opstartsvirksomheder med vækstpotentiale vil det foreslåede instrument medføre en justering i og videreudvikling af de eksisterende instrumenter, så der i stedet etableres en samlet, landsdækkende eller evt. todelt fondsstruktur. Et sådan instrument bør på

markedsvilkår co-investere egenkapital og ansvarlig lånekapital sammen med private aktører. Instrumentet understøttes af trænings- og udviklingsforløb. I forhold til etablerede mindre virksomheder er strategiens første skridt at fastlægge retningen for at styrke kapitalformidlingen overfor dette segment gennem samarbejde med Vækstfonden om ansvarlige lån og ved at undersøge muligheder for at styrke private aktørers engagement i området.

Vurderinger i forhold til øvrige krav i EU-forordningen

I tillæg til kravet om en analyse af gap i markedet og en investeringsstrategi stiller EU-Kommissionen også krav om, at der foretages en række tværgående vurderinger af finansieringsinstrumenterne, der i givet fald skal støttes med strukturfondsmidler. Det drejer sig om vurderinger af instrumenterne med hensyn til:

- Merværdien
- Løftestangeffekten
- Brug af erfaringer fra lignende instrumenter
- Forventede resultater og bidrag til opfyldelse af specifikke mål.

Deloitte har foretaget de følgende vurderinger på baggrund af gapanalysen samt de dialog- og afklaringsaktiviteter, der er gennemført som led i analysen. Vurderingerne retter sig i særlig grad mod forslaget til finansieringsinstrumentet vedrørende opstartsvirksomheder, idet det andet forslag vedrørende gabet i forhold til etablerede mindre vækstvirksomheder indebærer, at der skal foretages en nærmere præcisering af det konkrete finansieringsinstrument.

Merværdien af finansieringsinstrumentet

EU-forordningen stiller under dette punkt krav om en vurdering af merværdien af finansieringsinstrumentet, sammenhængen med andre offentlige ordninger, proportionalitet, markedsvridning og eventuelt statsstøtte.

Merværdien af det foreslåede instrument beror på flere forhold: tilskyndelsen i instrumentet, sammenhængen mellem finansiering og vejledning samt administrative konsekvenser.

Der er indbygget en økonomisk tilskyndelse i instrumentet til at realisere udvikling og vækst i virksomheden, der ikke på samme måde findes i andre offentlige instrumenter. Tilskyndelsen udspringer af, at instrumentet fungerer på markedsvilkår, hvor kapitalen, der investeres i virksomheden, har en pris. Virksomheden skal således betale renter for investeringen eller honorere et afkastkrav. Hermed vil virksomheden have en tilskyndelse til at få det størst mulige udbytte af investeringen for at kunne honorere kravene og selv kunne få et afkast. I offentlige tilskudsordninger til projekter er der ikke på samme måde en tilskyndelse. Tilskyndelsen vil primært ligge i, at virksomhedens

egenfinansiering skal kunne betale sig. I en tredje type offentlige instrumenter, der indebærer, at det offentlige stiller vejledning og rådgivning til rådighed, er der også i mindre omfang indbygget en tilskyndelse til investeringer i vækst og innovation sammenlignet med finansieringsinstrumentet, medmindre virksomheden skal betale et honorar for vejledningen.

Prisen, som virksomheden skal betale for investeringen i form af renter og afkast til investoren, medvirker i øvrigt til at reducere støttespildet. Virksomheden vil ikke have interesse i at modtage investeringer udover, hvad den skal bruge, fordi det vil påføre virksomheden ekstra omkostninger.

Instrumentets merværdi i forhold til andre instrumenter udspringer endvidere af, at det rummer kapital kombineret med både trænings- og uddannelsesforløb, der bidrager til at styrke kompetencerne på virksomhedssiden. Dette øger sandsynligheden for, at investeringen vil føre til succes. Andre instrumenter vil typisk fokusere på enten at tilvejebringe kapital eller på at stille vejledning til rådighed.

Instrumentets merværdi udspringer desuden af, at det er virksomheds- og markedskonformt. Virksomheder skal ikke opfylde særlige støttebetingelser for at opnå finansiering, som det for eksempel typisk er tilfældet i offentlige støtteordninger til udviklingsprojekter. I offentlige ordninger stilles der ofte særlige krav til samarbejde, projektkonstellationer, fokus, projektmål osv., der indebærer, at virksomheder i nogle situationer må "konstruere" særlige projekter for at få adgang til støtte og i øvrigt leve op til administrative og indholdsmæssige betingelser for støtte.

Finansieringsinstrumentet kan spille sammen med og blive suppleret af offentlig projektf finansiering, for eksempel støtte fra Markedsmodningsfonden, særlige puljer indenfor energi, miljø, fødevarer osv., der også går ind i de tidlige faser. I forhold til andre finansieringsinstrumenter, fx Vækstfondens iværksætterlån, er det fremhævet i analysen, at det foreslåede instrument netop går ind i en udviklingsfase, som Vækstfonden ikke finansierer i dag, og på den måde supplerer andre kapitalinstrumenter.

Det er forudsat, at proportionaliteten i finansieringsinstrumentet er til stede, fordi instrumentet går ind med finansiering sammen med privat finansiering og på tilsvarende betingelser. Hermed er der en indbygget "bremse" i instrumentet, der samtidig betyder, at den potentielle markedsforvridding holdes i skak. Principielt kan det dog ikke undgås, at der i nogle situationer vil være sådan, at en virksomhed vil kunne få fuldt ud dækket sit kapitalbehov hos private aktører i markedet. I disse situationer vil virksomheden formentlig vælge ud fra hvor gunstige vilkårene, der er knyttet til finansieringen, er. For at undgå støttespild og fortrængning af private investorer, må vilkårene knyttet til finansieringen derfor ikke være mere gunstige end de vilkår, som markedsaktører vil stille.

Som udgangspunkt er der ikke statsstøttekonsekvenser af instrumentet, da instrumentet ikke er støtte, men lån og kapital, der skal tilbagebetales og forrentes på markedsvilkår.

Vurdering af løftestangeffekten

EU-forordningen stiller under dette punkt krav om en vurdering af, hvilken anden offentlig og privat finansiering der potentielt kan tilvejebringes.

Det er forudsat i forslaget til finansieringsinstrument, at der sker en co-investering med privatkapital i virksomheden på niveau med den offentlige investering. Dermed vil der som udgangspunkt være en løftestangeffekt på 100 procent af den offentlige kapital forudsat at instrumentet indrettes sådan, at finansieringen additionel, og at private investorer ikke ville være gået ind uden den offentlige medfinansiering. Det vil endvidere i den enkelte case være muligt at tilvejebringe anden offentlig finansiering, for eksempel fra offentlige støtteordninger. Da dette netop vil være caseafhængigt, er det ikke muligt at angive, hvilken anden offentlig finansiering der kan blive tale om.

Som udgangspunkt er det også forudsat, at betalingen af den private og offentlige kapital foregår på samme vilkår. Det vil sige, at de som investorer vil være ligestillet.

Brug af erfaringer fra lignende instrumenter

EU-forordningen stiller under dette punkt krav om en vurdering af erfaringer fra lignende instrumenter, og hvordan de kan udnyttes fremover.

Som det fremgår af rapporten, er der foreløbig begrænsede erfaringer med tilsvarende instrumenter i Danmark. Der er gennemført en enkelt midtvejs-evaluering af Welfare Tech Invest og CAPNOVA Invest Zealand. Begge fonde investerer risikovillig kapital i blandt andet opstartsvirksomheder, men er imidlertid så nye, at der endnu ikke er foretaget exits, og den varige beskæftigelseseffekt kan derfor heller ikke vurderes. Begge evalueringer indikerer, at der er positive beskæftigelseseffekter på kort sigt. Virksomheder, der investeres i, ansætter mere personale.

Der er også foretaget enkelte estimeringer af effekter af eksempelvis Vækstfondens instrumenter. Disse studier peger på positive samfundsøkonomiske effekter.

Der er imidlertid ikke foretaget egentlige effektstudier af finansielle instrumenter på nationalt eller regionalt niveau, der undersøger, om effekten kan tilskrives netop de offentlige instrumenter, og om der er konsekvenser af, at fonde for eksempel har et geografisk afgrænset fokus.

I udlandet, blandt andet Storbritannien, er der foretaget flere studier, der belyser regionale venturefondes effekter og præstationer. Studierne tyder på, at fonde forbedrer adgangen til kapital og har en vis positiv effekt på beskæftigelsen. Studierne peger endvidere på, at de regionale venturefonde performer dårligere end andre fonde. Britiske studier peger på, at for dårligt dealflow, geografisk fastsatte grænser for investeringer og for små fonde er de primære forklaringer på de regionale fondes dårligere præstationer. Disse forhold udgør således faldgruber ved geografisk afgrænsede fonde. De samme forhold vil formentlig også have betydning for, hvor positive effekter investeringerne har på eksempelvis vækst og beskæftigelse. Andre studier

fremhæver også fordele ved fondes geografiske nærhed i forhold til at etablere netværk til virksomheder, banker og andre investorer og indgå i og skabe sammenhæng med andre regionale vækstinitiativer.

Erfaringer fra studier af regionale fonde er relevante og bør inddrages i design af fremtidige finansieringsinstrumenter. Det indgår således i Deloittes anbefalinger at etablere større fonde med et bredere geografisk fokus, der kan sikre et kvalificeret dealflow fra hele landet.

Forventede resultater og bidrag til opfyldelse af specifikke mål

EU-forordningen opstiller under dette punkt et ønske om en præcisering af de forventede resultater af instrumenterne og deres bidrag til opfyldelsen af specifikke mål i de relevante prioriteter vedrørende vækstvirksomheder og iværksættervirksomheder i EU's regionalfonds- og socialfondsprogram.

Det er på baggrund af de foreliggende midtvejsevalueringer og andre studier stor usikkerhed forbundet med at opstille præcise forventninger til resultaterne af det skitserede finansieringsinstrument.

Der er stor sandsynlighed for, at finansieringsinstrumentet vil medføre kort-sigtede beskæftigelseseffekter. Der er formentlig også langsigtede beskæftigelseseffekter af fondenes investeringer.

Relevante indikatorer, der kan anvendes for at monitorere bidraget til prioriteternes mål, er i) faktiske, samlede investeringer i virksomhedens vækst, ii) opnåelse af markedsadgang, iii) opnået omsætningsvækst i forhold til omsætningskriterier for vækstiværksættere og iv) opnået beskæftigelsesvækst.

Disponering af rapporten

Rapporten er opdelt i fire kapitler. I kapitel 1 præciseres gapanalysens fokus på markedsfejl og investeringsvilkår. I kapitel 2 præsenteres et overblik over udbuddet og efterspørgslen efter kapital til vækst. I kapitel 3 præsenteres analysen af de tre gaps, der er afdækket i analysen. I kapitel 4 beskrives anbefalingerne til instrumenter.

1. Markedsfejl som rationale for EU-støtte til finansiering

Der kan være forhold både hos udbydere og på efterspørgselssiden, der er årsag til, at vækstiværksættere og mindre vækstvirksomheder ikke får adgang til den kapital, der samfundsmæssigt er optimalt. Nogle af de markedsfejl kan regionerne medvirke til at adressere gennem EU-støtte til finansieringsinstrumenter og -initiativer. Der skal dog sondres mellem, om instrumenter begrundes i et regionalt erhvervspolitisk rationale eller i markedsfejl. EU-Kommissionen vil stille krav om det sidste.

Vækstiværksættere og mindre virksomheder udgør to grupper virksomheder, der kan have større vanskelighed ved at få adgang til kapital til vækst og innovation sammenlignet med større virksomheder.

Derfor er der i Danmark og en lang række lande iværksat offentlige ordninger og særlige initiativer, der skal korrigere for, at markedet ikke kan tilvejebringe den kapital, i det omfang det virksomheds- og samfundsøkonomisk er optimalt.

Vækstiværksættere kan have vanskelighed ved at opnå lånefinansiering, da de typisk ikke har historik eller aktiver, der kan tages sikkerhed i. Hyppigt har de heller ikke et forretningsomfang, der giver dem en likviditet, så de kan opfylde forpligtelserne ved at have lån i banken. Ofte stiller de selv med kapital eller stiller selv sikkerhed for at kunne få banklån, og disse virksomheder vil ofte være finansieret af stifteren selv og familie og venner og for eksempel såkaldte business angels.

Mindre vækstvirksomheder vil som udgangspunkt have bedre adgang til flere forskellige former for kapital, men kan også have vanskelighed ved at finansiere vækstplaner, fordi kapitalgrundlaget i virksomheden kan være svagt. Mindre virksomheder har måske også en begrænset historik, og de har måske også mindre sikkerhed end de større virksomheder. Måske er deres værdier begrænsede, hvis de for eksempel ikke har ejendomme eller maskiner, der kan tages pant i.

I denne gapanalyse er fokus på disse to typer virksomheder. Vækstiværksættervirksomheder er virksomheder, der befinder sig i forskellige faser af op-

start, og kan derfor også betegnes som opstartsvirksomheder. De er typisk videnbaserede og innovative. Det er virksomheder, der kan have længere vej til et produkt og et marked, og som har projekter, hvor der både teknologisk og markeds-mæssigt kan være store risici.

De etablerede mindre virksomheder er vækstvirksomheder eller virksomheder med potentiale til vækst. De vil have flere år på bagen og op til 50 ansatte, og de vil være indenfor et bredt spektrum af brancher, industri, teknologi, forretnings-service, handel mv.

Gapanalysen skal for disse to virksomhedstyper belyse, om der er markedsfejl eller suboptimale investeringsvilkår, der er årsag til, at deres behov for finansiering ikke imødekommes. I boks 1 er baggrunden for analysen og afgrænsningen af opgaven nærmere beskrevet med udgangspunkt i forordningsteksten.

Boks 1. Fokus i analysen

I EU-forordning 1303/2013 artikel 37 om finansielle instrumenter fremgår det, at europæiske strukturfonde kan anvendes til at støtte finansielle instrumenter. Formålet med de finansielle instrumenter er at støtte investeringer, der forventes at være finansielt levedygtige, men ikke kan opnå tilstrækkelig finansiering fra markeds-kilder.

Det fremgår, at finansielle instrumenter i programperioden 2014-2020 kan anvendes til at understøtte tre typer virksomheder, henholdsvis vækstvirksomheder, iværksættere samt energi- og ressourceeffektive virksomheder (jf. prioritetsakser i regional- og socialfondsprogrammet).

Sidstnævnte gruppe af virksomheder – de energi- og ressourceeffektive virksomheder, der er et langt bredere segment af virksomheder – indgår ikke særskilt i analysen. Der er for ganske nylig taget beslutning om at iværksætte flere finansieringsinstrumenter, der målrettet skal understøtte omstillinger i virksomheder. Danmarks Grønne Investeringsfond får en udlånskapacitet på 2 mia. kr. og har til formål at fremme den grønne omstilling af samfundet ved at yde lån til investeringer i blandt andet denne type virksomheder. Endvidere er vedtaget en Grøn Innovationspulje med en tilskudsramme på 80 mio. kr.

I den danske programtekst er det i øvrigt præciseret, at de finansielle instrumenter, der kan støttes med strukturfondsmidler, skal være fremmedkapital, det vil sige lånekapital, og at der ikke må støttes generelle låneinstrumenter. Af hensyn til analysens validitet er det imidlertid valgt også at sætte fokus på markedsfejl i forhold til egenkapital.

Når der er markedsfejl, er der et særligt rationale for, at det offentlige intervernerer i markedet for kapitalformidling. EU ønsker netop, at EU-støttede instrumenter og initiativer skal være begrundet i markedsfejl eller såkaldte suboptimale investeringsforhold, som andre initiativer ikke retter op på.

Afsættet er endvidere, at finansieringsinstrumenter, der støttes, skal fungere på markedsvilkår. Finansieringsinstrumenter skal ifølge EU-Kommissionen ikke udgøre subsidier, der forstyrrer markedet og potentielt skaber et dødvægtstab og fortrænger private aktører, men rette på forhold, der gør, at markedsaktører ikke imødekommer et behov.

I denne analyse af gaps i markedet er fokus især på markedsfejl og investeringsvilkår knyttet direkte til, hvor meget risikovillig kapital der udbydes af investorer m.fl. og efterspørges af opstartsvirksomheder og etablerede mindre virksomheder.

Det indgår ikke i gapanalysen systematisk at afdække suboptimale investeringsforhold forstået som bredere rammevilkår for investeringer, for eksempel med hensyn til skat på unoterede aktier og selskabsskat, der har stor betyd-

ning for eksempelvis egenkapitalen i virksomheder, reguleringen af banksektoren i forhold til solvenskrav mv., rammevilkår for alternative finansieringskilder udenfor banksystemet eller mere generelle problemer med vækstkultur og iværksætteri i regioner.

Markedsfejl slår igennem på både udbuds- og efterspørgselssiden

Markedsfejl kan betyde, at der udbydes eller efterspørges for lidt kapital til bæredygtige projekter i opstartsvirksomheder og mindre vækstvirksomheder.

Markedsfejl kan derfor betyde, at der blive investeret mindre i udviklingen af virksomheder, end det samfundsmæssigt er optimalt. Ultimativt kan lavere investeringer betyde, at der vil opleves lavere beskæftigelse og vækst i økonomien.

Der er potentielt flere typer markedsfejl på spil. Én markedsfejl vedrører asymmetrisk information, en anden vedrører informationsbarrierer, og en tredje vedrører mere grundlæggende, at der underinvesteres i forskning og innovation. De tre markedsfejl er sammenfattet i figur 1.

Figur 1. Typer af markedsfejl, der begrænser finansiering til vækstiværksættere og vækstvirksomheder

Markedsfejl	Eksempler på markedsfejl	Konsekvenser
Asymmetrisk information	<p>Udbudssiden</p> <p>Låneudbyder (fx banker) mangler viden om virksomhedens og projektets indtjeningspotentiale i forhold til virksomheden selv, hvorfor de primært baserer deres udlån på sikkerhed og historiske nøgletal.</p>	Vækstiværksættere uden historik og sikkerhed vil ikke få den lånefinansiering, som de har behov for.
	<p>Investor ved mindre om virksomhedernes levedygtighed og potentiale og pålægges derfor høje omkostninger for at afdække potentiale. Det kan være omkostninger, som vil være forholdsmæssigt høje i forhold til investeringer i mindre virksomheder og i virksomheder hvor potentialet er mindre. Det leder til, at investorer ikke investerer i visse virksomheder.</p> <p>Låneudbyder (fx banker) foretrækker at investere på mere traditionel vis i større og mere stabile virksomheder med sikkerhed og historik frem for i mindre virksomheder, der indebærer en højere risiko, og hvor der er begrænset data/viden om afkast.</p>	<p>Vækstiværksættere oplever, at de ikke kan rejse nødvendig egenkapitalfinansiering til vækst.</p> <p>Der er ikke tilstrækkelig væstkaptal til et bredere segment af mindre virksomheder.</p>
Manglende information og viden	<p>Efterspørgselssiden</p> <p>Virksomheden mangle forståelse af potentialet af egen forretning og chancer for at opnå finansiering.</p>	SMV'er søger ikke ekstern finansiering eller opnår den ikke, hvis de prøver.
	<p>Virksomheden kan mangle kendskab til og viden om tilbud i markedet.</p> <p>Virksomheden kan mangle kompetencer til at præsentere sig selv over for banker og investorer.</p>	
Divergens mellem privat og samfundsmæssigt udbytte af investeringer	De private investorer tager ikke højde for den fulde positive effekt af deres investeringer, når de træffer investeringsbeslutninger. Der er positive <i>spill over</i> -effekter – positive eksternaliteter – som kommer samfundet til gavn, men som investorene ikke tager højde for.	Der underinvesteres i innovation og vækst.

Kilde: Deloitte på baggrund af BIS (2012).

Den centrale markedsfejl, der erfaringsmæssigt har betydning for, at der ikke investeres på et samfundsmæssigt optimalt niveau i vækstiværksættere og mindre virksomheder, er, når der er asymmetrisk information mellem investor/udlåner på den ene side og virksomheden på den anden side. Investor eller udlåner har ikke samme indblik i og kendskab til virksomhedens potentiale som virksomhedens stiftere.

I forhold til mange højteknologiske iværksættere slår markedesfejlen igennem, fordi omkostningerne, som investorer skal bære for at vurdere potentialet og bæredygtigheden, ikke står i forhold til investeringens størrelse og afkastet. Det er baggrunden for, at for eksempel ventureinvestorer foretrækker at gå ind de steder, hvor der skal investeres større beløb, og hvor potentialet samtidig er større. Som det ses senere i analysen, kan det betyde, at der er et gap på op til 5-10-20 mio. kr., før investorer går ind. Den offentlige investering på op til 6 mio. kr. via innovationsmiljøerne kan ses som en måde at imødegå dette gap og den asymmetriske informationsbarriere.

Samme markedesfejl kan også være på spil i forhold til etablerede mindre virksomheder, hvor omkostningerne ved at vurdere potentiale og bæredygtighed er høje i forhold til investeringens størrelse. I Danmark er de fonde, der investerer i mindre virksomheder, derfor også typisk fokuseret på mellemstore og større virksomheder.

Også i forhold til bankers udlån til mindre virksomheder kan markedesfejl som følge af asymmetrisk information være på spil, så der er et gap i markedet til finansiering af vækst i mindre virksomheder uden tilstrækkelig historik, soliditet og aktiver. Banker har vanskeligt ved at vurdere risikoniveauet uden betydelige omkostninger og vil derfor generelt være tilbøjelige til at basere deres kreditvurdering alene på virksomhedens kredithistorik, nøgletal og sikkerheder og i mindre grad basere kreditvurderingen på bæredygtigheden af projektet, der søges finansiering til. Studier af situationen i England efter finanskrisen har vist, at der er et strukturelt gap i vækstkapital til mindre virksomheder med vækstplaner, hvor banker som følge af utilstrækkelig information og manglende data er mindre tilbøjelige til at investere i mindre virksomheder og foretrækker at foretage større investeringer i større virksomheder.¹

Konsekvensen af markedesfejl i forhold til mindre virksomheder kan være, at der potentielt underinvesteres i vækstprojekter i mindre virksomheder, der ikke har historik og tilstrækkelig sikkerhedsstilling. Vækstfondens forskellige produkter rettet mod iværksættere og mindre virksomheder (Vækstkaution, Vækstlån for iværksættere og almindelige Vækstlån) kan siges at bidrage til at imødegå denne markedesfejl. Det fremgår af analysen senere, at Vækstfondens produkter kun i et vist omfang kan imødegå denne markedesfejl.

Der kan endvidere potentielt være en markedesfejl, der har at gøre med utilstrækkelig information og viden på efterspørgselssiden. Her kan manglende kendskab til finansieringstilbud og manglende viden om fordelene ved at tiltrække egenkapital kan afholde virksomheder fra at søge kapital, og dermed afstår de fra at realisere deres vækstplaner. Manglende information og viden kan også relatere sig til, at virksomheder har begrænset erfaring i at præsentere sig overfor banker og investorer.

Endelig kan der på et mere overordnet niveau være en markedesfejl, der begrundes offentlig støtte til investeringer i forskning og innovation, og som har

¹ Rowlands (2009).

at gøre med, at der kan være divergens mellem det privatøkonomiske og det samfundsøkonomiske afkast af investeringer i forskning og udvikling. Markedsfejlen betyder, at virksomheder underinvesterer i forskning og innovation i forhold til det samfundsmæssigt optimale niveau. Den situation opstår, fordi der er en positiv spredningseffekt – en positiv eksternalitet – af eksempelvis innovation, som samfundet har glæde af, men som investoren ikke selv får det fulde udbytte af. Derfor vil investoren/virksomheden tendere til at investere mindre, end det samfundsmæssigt er optimalt.

Regionale markedsfejl eller regionalt erhvervspolitisk rationale?

De samme markedsfejl, som gælder på et nationalt marked, vil med stor sandsynlighed også eksistere på et regionalt niveau. Når der er et problem for mindre virksomheder med at få adgang til lånefinansiering, medmindre de kan stille fuld sikkerhed og opvise en positiv kredithistorie og cashflow, vil dette formentlig gælde for SMV'er lokaliseret både i hovedstaden og i Vestjylland.

Der kan imidlertid være markedsfejl, der er særlige for bestemte regioner, og som derfor kan begrunde, at der etableres fonde med et regionalt fokus.

Undersøgelser viser, at regionale markedsfejl i nogle tilfælde begrundes, at der etableres fonde, der udelukkende har et regionalt sigte og investerer indenfor bestemte geografiske grænser.² Nogle af de fonde, der er etableret i Danmark, synes at være etableret med baggrund i både markedsfejl, der ikke nødvendigvis er regionalt afgrænsede, og et erhvervspolitisk rationale, der til gengæld typisk er regionspecifikt.

Accelerace-fondene, Welfare Tech Invest, Nupark Accelerace Invest og Accelerace Invest adresserer en markedsfejl, der sandsynligvis eksisterer generelt i forhold til vækstiværksættere og ikke kun i hovedstaden, Syddanmark og Midtjylland, jf. figur 1 ovenfor. Men initiativerne er også begrundede i, at man regionalt gerne vil fremme bestemte typer iværksættere, for eksempel indenfor medikoteknik. Der er dog ikke noget ved markedsfejlen, der nødvendigvis begrundes, at fondene skal være regionalt afgrænsede. Det er kun det erhvervspolitiske rationale, der er lagt i initiativerne, der begrundes dette.

Flere fonde har i interview henvist til barrierer for kapital i deres region, der kunne indikere, at der er regionalt betingede markedsfejl. For eksempel er det fremhævet, at virksomheder i bestemte dele af en region savner viden om og ikke kommer i kontakt med statslige låneordninger. De får ikke adgang til og udnytter ikke de finansieringsprodukter, der findes på markedet, og som for eksempel Vækstfonden tilbyder. Derfor er der behov for "tilsvarende" produkter, der er regionalt forankret tættere på virksomhederne. Det er dog et spørgsmål, om denne markedsfejl bedst imødegås med en indsats på udbudssiden (altså nye finansieringsinstrumenter) eller på efterspørgselssiden (gennem en informations- og vejledningsindsats rettet mod virksomhederne),

² Sunley, Klagge, Berndt & Martin (2005).

hvis de finansieringsinstrumenter, der allerede findes i privat eller andet offentligt regi, imødegår de markedsfejl, der er på udbudssiden.

Hvis der er et subsidieelement indbygget i finansieringsinstrumenter, som det er tilfældet i Nordjysk Lånefond (der tilbyder rentelette lån på p.t. 4 procent), er det primært et erhvervspolitisk rationale, der kan begrunde dette. Der er risiko for, at sådanne lån fortrænger private aktører (der ikke kan udbyde lavtforrentede lån med EU-støtte og skal have en forrentning af kapitalen, der er bundet i udlån). Sådanne lån kan potentielt også skabe et dødvægtstab, hvis lån fra det private marked kunne dække virksomhedernes behov.

Andre regionale fonde som CAPNOVA Invest Zealand og Finance Zealand er tilsyneladende etableret med begrundelsen om, at der er markedsfejl, og med et regionalt, erhvervspolitisk rationale. Fondene skal rette op på markedsfejl, der betyder, at der ikke tilføres tilstrækkelig tålmodig vækstkapital til opstarts- og mindre virksomheder. Det er dog et spørgsmål, om markedsfejlene på udbuds- og efterspørgselssiden, som de to initiativer adresserer i Region Sjælland, kun er regionalt gældende på Sjælland, eller bare opleves som sådan, og markedsfejlene i virkeligheden gælder generelt. Der er imidlertid et klart regionalt erhvervspolitisk rationale bag de to initiativer, idet de skal bidrage til at skabe vækst og arbejdspladser, mens det ikke er fremhævet hos de to fonde, at de stiller krav om afkast og forrentning på almindelige markedsvilkår.

Et andet erhvervspolitisk rationale for regionalt forankrede finansieringsinstrumenter er, at sådanne instrumenter bedre kan opbygge netværk med andre investorer og udnytte kendskab til lokale virksomheder og derved foretage investeringer, som nationale fonde ikke vil kunne. Endvidere kan man gennem en regional forankring af finansieringsinstrumenter sikre, at de er bedre koordinerede og hænger sammen med andre regionale initiativer for eksempel i forhold til at afklare, træne og coacher virksomheder til at rejse og modtage privat kapital. Her kan der være relevante markedsfejlsbetragtninger og relevante erhvervspolitiske rationaler, der skal afvejes. Der vil i design af finansieringsinstrumenter således kunne ligge en afvejning af hensyn mellem regional nærhed/regionale netværk på den ene side og tilstrækkelig stordrift, dealflow og kritisk masse på den anden side.

Fonde på kommerciel basis

Der er også enkelte eksempler på fonde, der etableres på kommercielt grundlag. Baggrunden kan være, at der er særlige investeringsmæssige muligheder i et bestemt geografisk område kombineret med, at investorer kan udnytte deres netværk i industrien og til andre investorer og banker. Derved har de bedre mulighed for at opbygge en pipeline i et afgrænset område i kraft af kendskabet til virksomheder, styrkepositioner og markeder. I Danmark er Vækst-Invest Nordjylland et eksempel på en regionalt fokuseret fond, der med et rent kommercielt sigte investerer egenkapital i mindre virksomheder i Nordjylland med henblik på exit indenfor fem år. Denne fond er etableret ud fra rent kommercielle målsætninger, men adresserer også et gap i forhold

til mangel på egenkapital og gør det uden at fortrænge privat kapital. Sådanne fonde demonstrerer, at der kan etableres fonde på kommerciel basis, men deres eksistens er ikke ensbetydende med, at behovet for egenkapital er dækket af disse fonde. Her kan offentlige fonde, hvis de indrettes på den rigtige måde, fungere som løftestang for, at flere private investorer vil investere i segmenter, der er ramt af markedsfejl.

Markedsfejl skal begrunde finansieringsinstrumenter

Som det er fremgået, er de eksisterende regionale fonde typisk begrundet i flere forhold: både markedsfejl, der opleves som regionalt specifikke, men nok mere reelt er generelle markedsfejl, og især erhvervspolitiske rationaler, der er regionale, for eksempel erhvervspolitiske målsætninger om at fremme en bestemt specialisering eller arbejdspladser i en region.

I den nye strukturfondsperiode strammer EU-Kommissionen kravene ved at understrege, at markedsfejl eller særlige suboptimale investeringsforhold skal ligge til grund for finansieringsinstrumenterne, der støttes. Det er det overskyggende rationale. Et erhvervspolitisk rationale kan ikke alene begrunde, at en region anvender EU-midler til finansieringsinstrumenter.

EU-Kommissionen pointerer endvidere, at de erfaringer, der er høstet om regionalt afgrænsede fonde, skal udnyttes i design af fremtidige instrumenter. Som det fremgår af kapitel 5, viser erfaringer med regionale fonde i andre lande endvidere, at der er en række faldgruber, der skal tages højde for, når fonde etableres på et regionalt niveau, blandt andet i forhold til at etablere fonde, der har et for begrænset dealflow, der har vanskelighed ved at tiltrække de rigtige team, og som er for små til at kunne investere i tilstrækkeligt omfang i gode cases.

I anbefalingerne til finansieringsinstrumenter, der præsenteres i slutningen af denne rapport, er der derfor taget afsæt i, at finansieringsinstrumenter skal adressere markedsfejl, og at faldgruber skal undgås i indretningen og forankringen af instrumenterne.

2. Udviklingen i markedet for risikovillig kapital

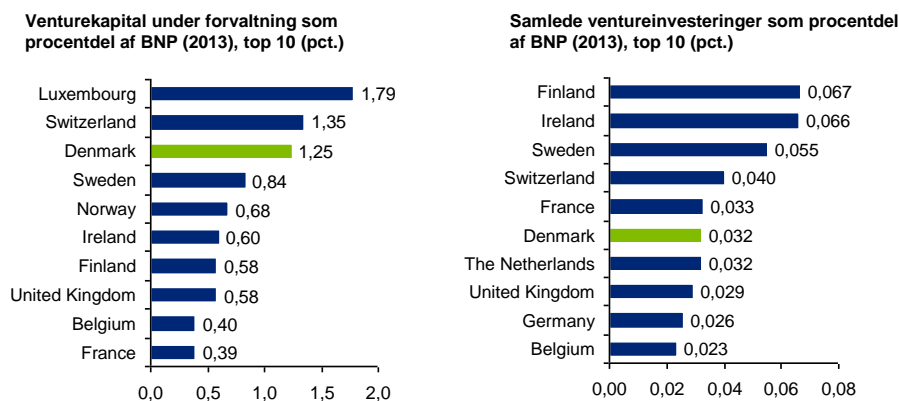
Mindre virksomheder har haft et stigende finansieringsbehov efter krisen, men har oplevet vanskeligere finansieringsvilkår. Samtidig er der dog taget en række initiativer i den hensigt at løsne kreditklemmen og bedre lånemulighederne. Der har i høj grad været fokus på fremmedkapital snarere end egenkapitalproblemet i mindre danske virksomheder og på venturemarkedet. De regionale fonde har kilet sig ind i den finansielle værdikæde som mindre udbydere af kapital især til opstart og ekspansion, hvor der potentielt kan være gaps i markedet.

I dette kapitel gives et overblik over de finansieringsinstrumenter, der er til rådighed for opstartsvirksomheder og mindre virksomheder, og hvor de regionale initiativer har kilet sig ind i markedet. Desuden beskrives udviklingen i markedet for lånekapital og egenkapital.

2.1. Markedet for risikovillig kapital er stort med et ukendt mørketal

Det generelle billede af det danske marked for risikovillig kapital er, at Danmark ligger i toppen blandt EU-lande. Danmark er således blandt de EU-lande, der har mest venturekapital under forvaltning og investerer mest i forhold til BNP, jf. figur 2.

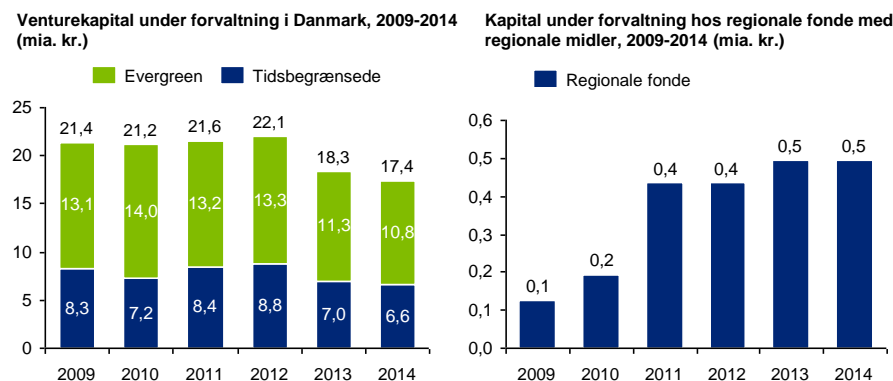
Figur 2. Venturekapital under forvaltning og samlede investeringer i udvalgte lande, 2013



Kilde: Deloitte på baggrund af data fra EVCA (2014).

Samlet er der 17,4 mia. kr. under forvaltning i 2014 på det danske marked for risikovillig kapital. Næsten to tredjedele af midlerne ligger i evergreen-fonde, blandt andet corporate fonde, der på volumen – og indenfor bestemte sektorområder – er meget vigtige spillere. Der har i de seneste år været et fald i kapital under forvaltning, der skyldes et fald i værdien af fonde og ophør af tidsbegrænsede fonde, jf. figur 3.

Figur 3. Venturekapital og regionale midler under forvaltning, 2009-2014



Kilde: Deloitte på baggrund af data fra Vækstfonden og Erhvervsstyrelsen (2014).

De regionale midler til finansieringsinstrumenter er yderst små i dette samlede billede. Der er cirka 0,5 mia. kr. under forvaltning. De regionale midler udgør dermed et par procent af den samlede venturekapital under forvaltning. Tilsvarende er innovationsmiljøernes forprojektkapital på 200 mio. kr. årlig også i det store billede af en beskeden størrelse. Både statslige innovationsmiljømidler og EU-finansierede regionale midler kan dog have en væsentlig større betydning, end beløbene antyder. Det skyldes, at midlerne er målrettet udviklingsfaser hos virksomheder, hvor virksomhederne har behov for mindre beløb, og markedet typisk ikke investerer som følge af meget store risici samt høje omkostninger ved at vurdere potentiale, jf. den tidligere gennemgang af markedets fejl.

Der er meget store mørketal i opgørelsen af, hvor meget risikovillig kapital der er til rådighed, på grund af manglende data for business angels. Det an-

slås, at der er cirka 1.000 business angels i Danmark, der anslået investerer risikovillig kapital i størrelsesordenen 1-2 mia. kr. årlig.³ Der er foretaget enkelte analyser og kortlægninger af business angels, men hvor meget de reelt investerer, og hvad deres betydning er i forhold til finansiering i bestemte faser, findes der meget lidt viden om.

Endvidere er der et endnu lille, dynamisk marked for alternativ finansiering, der også tiltrækker interesse fra større markedsaktører, og hvor nye produkter til tålmodig finansiering og alternativ lånefinansiering udvikles. Der findes endnu ikke en samlet overblik over dette marked.

2.2. Udbyderne af vækstfinansiering

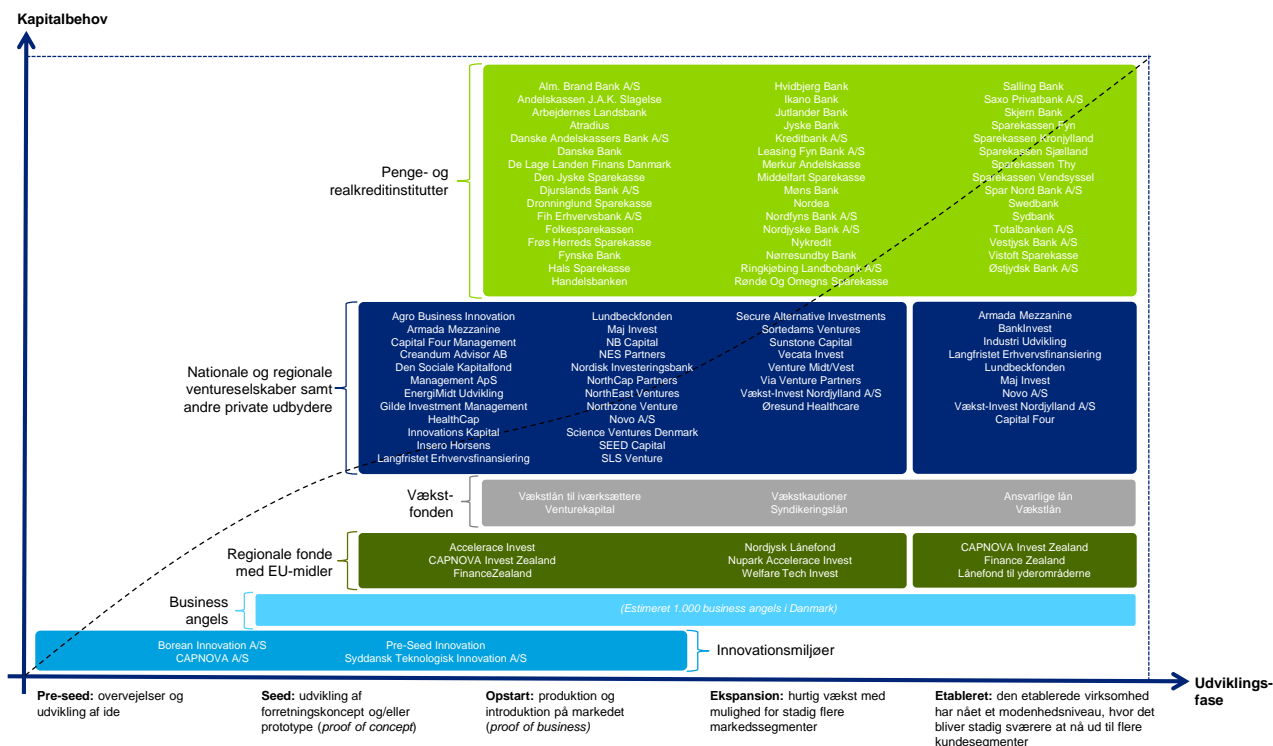
Deloitte har kortlagt markedsaktører, der udbyder lånekapital og egenkapital til opstartsvirksomheder og etablerede mindre virksomheder i Danmark, med henblik på at afdække mulige gaps. Fokus i kortlægningen har været på finansieringsinstrumenter fra de tidligste faser, seed-faserne, til fasen, hvor mindre virksomheder er over iværksætterstadiet og er etableret i et marked med produkter og kunder.⁴

Det overordnede billede af kortlægningen er gengivet i figur 4 med afsæt i, hvilke faser af virksomheders udvikling som aktørerne bidrager til finansiering af. I figuren er virksomhedernes udvikling illustreret med den stiplede linje, hvor kapitalbehovet i starten i de tidlige faser er beskedent, men vokser med virksomhedens udvikling.

³ DVCA (2013, 2014).

⁴ Deloitte har ikke fokuseret på de senere faser i virksomheders udvikling, hvor de som mellemstore og større virksomheder kan finansieres gennem opkøb af kapitalfonde og ved børsintroduktion.

Figur 4. Markedsaktører, der finansierer opstartsvirksomheder og mindre virksomheder, opdelt efter virksomheders udviklingsfaser



Kilde: Deloitte, egen tilvirkning efter Sondergaard, Tinten & Kjær (2010).

Virksomheder, der er i seed-, opstarts- og ekspansionsfasen, betragter vi i denne analyse som opstartsvirksomheder eller iværksættere.

I *seed-faserne*, hvor produktide og prototype udvikles, og hvor der sker en teknologisk udvikling og afklaring, er det typisk stifternes egne midler og midler fra familie og venner, der finansierer virksomheden. Stifterne har endvidere mulighed for at søge forprojektkapital fra innovationsmiljøerne. Det offentlige tilbyder gennem innovationsmiljøerne en yderst risikovillig kapital, som markedet ikke kan levere, og som derfor udgør et finansieringsgap. Der er også andre offentlige programmer, der kan yde projektf finansiering, for eksempel indenfor energi- og miljøområdet. Der er endvidere business angels, enkelte corporate fonde (fx Novo Seeds), ventureselskaber og regionale fonde, der går ind i seed-fasen. I enkelte sektorer, blandt andet biotek, kan finansieringsbehovene være betydelige allerede i seed-faserne, og som vi skal vende tilbage til, kan for eksempel innovationsmiljøerne komme til kort i forhold til at imødekomme kapitalbehovene under de rammer, der er sat op for miljøernes forprojektkapital.

I *opstartsfasen* er virksomheden typisk klar til at gå i markedet med sit produkt og få det første salg. Det er kapitalmæssigt et andet kritisk punkt for de fleste iværksættere. Det betegnes som "valley of death" eller "dødens gab". Stifterens egne midler og den indledende risikofyldte investering kan være brugt op. Måske er der heller ikke flere sikkerheder, der kan pantsættes. I så fald kan virksomheden ikke komme i nærheden af (mere) bankfinansiering.

Herfra vil typisk fortsat egenfinansiering, private investorer (business angels) og eventuelt regionale fonde⁵ være mulige finansieringskilder til virksomhederne. Endvidere kan andre offentlige programmer, der tilbyder "bløde" penge og ikke kræver ejerdele og afkast, fx Markedsmodningsfonden, være en mulig finansieringskilde. Oprindeligt var Vækstlån foreslået til at gå ind i finansieringskæden efter innovationsmiljøerne⁶, men reelt er kravet i Vækstfondens Vækstlån, at virksomheden skal have en omsætning. Vækstlån er dermed reelt lån til ekspansion.

I *ekspansionsfasen* er den nye virksomhed etableret, og den har som minimum kunder og et cashflow, men har brug for kapital til yderligere vækst. Vækstfonden kan gå ind med deres Vækstlån til iværksættere og dækker dermed et behov, hvor lånemarkedet ikke er udviklet i Danmark, og hvor alternativet er, at virksomhederne skal sælge flere ejerandele til business angels.

Ventureinvesteringer er for de meget få virksomheder, der har en unik, skalerbar forretningsmodel, der kan generere et meget betydeligt afkast til investorerne. Samlet drejer det sig om cirka 20 virksomheder om året i Danmark, der i seed-, opstarts- eller ekspansionsfasen får adgang til dansk venturekapital. Der har generelt været stort fokus på at styrke venturekapitalmarkedet i Danmark, blandt andet gennem Vækstfondens funds of funds og senest gennem Dansk Vækstkapital I.

Bankerne bliver i denne fase, hvor forretningen er oppe at køre, og hvor der er et cashflow, en mulig partner med deres erhvervs lån eventuelt i samarbejde med Vækstfonden. Unge virksomheder vil dog typisk fortsat opleve vanskeligheder i forhold til bankerne, medmindre de kan stille fuld sikkerhed for et eventuelt lån og kan dokumentere en forretning, der giver banken vished for, at de kan servicere lånet. Vækstfondens Vækstkautions går ind og tager en del af risikoen for bankerne, når iværksætteren ikke kan stille fuld sikkerhed.

Når virksomheden er i en fase, hvor den er *etableret* og har en stabil forretning, er der reelt kun få finansieringsmuligheder i Danmark udover bankerne. Bankerne vil stadig yde lån på basis af almindelig kreditrating og stille krav om sikkerhed, en fornuftig regnskabsudvikling og en vis soliditet. Som vi skal vende tilbage til har mindre virksomheder oplevet en kreditklemme. Som følge heraf er der i Vækstfonden udviklet og markedsført en række produkter, der skal styrke finansieringen af mindre virksomheders vækstplaner, blandt andet Vækstkautions og Vækstlån (for lån på 2+ mio. kr.). Vækstfondens produkter stiller sig typisk efter bankens lån og kan således bidrage til, at virksomheden kan få en samlet finansieringspakke, der dækker behovet.

⁵ Accelerace-fonden kræver typisk, at der er et produkt og det første salg, før man investerer i virksomheden. Det samme gælder Welfare Tech Invest, der dog i flere af sine investeringer er gået ind tidligere i seed-fasen i virksomheder, blandt andet sammen med innovationsmiljøer.

⁶ Erhvervs- og Vækstministeriet (2010).

Vækstfonden kan endvidere tilbyde ansvarlige lån til virksomheder, der har oplagte investeringsmuligheder, der kan bidrage til at øge forretningen, for eksempel investering i nye maskiner. De ansvarlige lån er et egenkapitaliggende produkt, der bidrager til at forbedre soliditeten i virksomheder, og vil umiddelbart forbedre balancen og give virksomheden en bedre rating i en kreditvurdering hos en bank. Et ansvarligt lån kan derved bane vejen for, at en virksomhed kan få bankfinansiering.

Enkelte regionale fonde, blandt andre CAPNOVA Invest Zealand og Finance Zealand, er de eneste foruden business angels, der kan gå ind med mere tålmodig egenkapital eller ansvarlige lån i etablerede mindre virksomheder.

I det rent private marked er der ved siden af bankerne reelt meget få investorer i segmentet af etablerede mindre virksomheder. Kapitalfonde og institutionelle investorer er først aktive hos virksomheder, der har 50+ ansatte.⁷ Der er i kortlægningen kun afdækket få investorer ved siden af business angels, der på kommerciel basis investerer i etablerede, mindre virksomheder med en omsætning fra 20 mio. kr. Dette er blandt andre Vækst-Invest Nordjylland.

Der er dog et alternativt marked under langsom udvikling, der vil arbejde sig ind på markedet for mindre virksomheder, blandt andet med nye servicekoncepter.⁸

Samlet tegner der sig en "kapitalkæde" fra de tidlige stadier, hvor innovationsmiljøerne, business angels og regionale fonde træder ind, hvorefter Vækstfonden, bankerne og enkelte fonde træder til. De eksisterende regionale fonde har især kilet sig ind i forhold til opstart og ekspansion, hvor det er vanskeligt for en virksomhed at få almindelig kredit i bankerne eller lån hos Vækstfonden, og hvor virksomheden derfor har behov for risikovillig, tålmodig kapital.

Regionale fonde spiller således i dag en rolle i forhold til at imødegå gaps i forhold til tålmodig kapital i blandt andet opstarts- og ekspansionsfasen.

Som det behandles senere, er der imidlertid flere gaps i finansieringskæden og i de enkelte faser, der betyder, at bæredygtige projekter ikke kan finansieres.

2.3. Kreditklemmen i lånemarkedet

Siden finanskrisen har virksomhederne oplevet forværrede finansieringsvilkår, samtidig med at behovet for kapital har været stigende. Det stigende behov for kapital skyldes blandt andet, at mange virksomheder under og efter krisen har måttet tære på egenkapitalen og har haft et kapitalbehov, som de ikke har kunnet få dækket. Der har været tale om vanskeligere finansieringsvilkår, en kreditklemme, fordi virksomhederne ikke har kunnet opvise en soli-

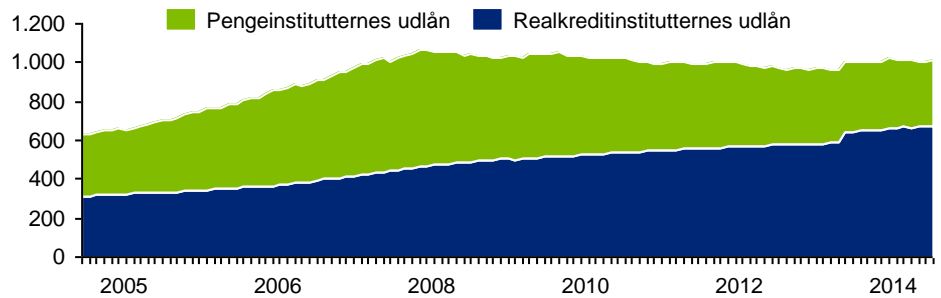
⁷ De første pensionskasser er begyndt at vise interesse for investeringer i SMV'er. Se for eksempel Danicas pressemeddelelse om deres nye fond, GRO, fra november 2014.

⁸ Lendino er en af aktørerne, der udvikler et lånemarked, der er supplerende til bankerne.

ditet til at kunne få adgang til finansiering i bankerne til at stabilisere og udvikle virksomheden.

Bankernes udlån til alle danske virksomheder er gået tilbage, mens der tilsvarende er sket en stigning i finansiering baseret på realkreditobligationer og i øvrigt virksomhedsobligationer. De seneste data tyder på en vækst i erhvervsudlån, men der er tale om en vækst, som fortsat er drevet af realkredit, trods det forhold at kreditpolitikken ifølge kreditchefer er løsnet.⁹

Figur 5. Udvikling i udlån til danske erhvervsvirksomheder, 2005-2014, mia. kr.



Kilde: Deloitte på baggrund af data fra Nationalbanken (2014).

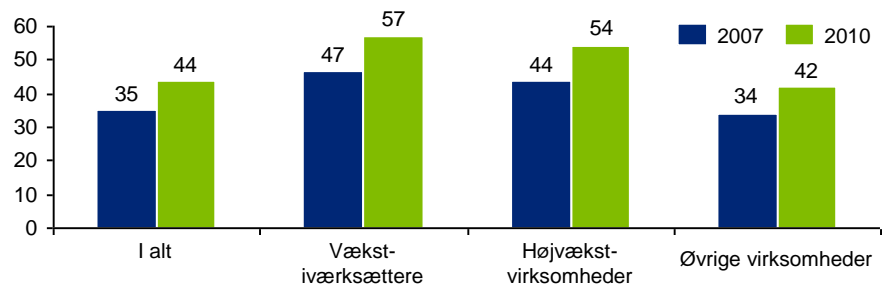
Der findes ikke tal for udlån til mindre virksomheder alene. Finansrådet vurderer imidlertid, at der er sket en naturlig tilpasning i udlånene til et strukturelt mere rigtigt niveau, efter at udlånet steg under højkonjunktoren og lå på et meget højt niveau frem til 2008, da krisen slog igennem. Finansrådet vurderer, at SMV-andelen af udlån er den samme som før krisen, da større virksomheder i højere grad har benyttet sig af realkreditlån og udstedelse af virksomhedsobligationer. Nedgangen i bankudlån må ifølge Finansrådets ræsonnement derfor skyldes, at de større virksomheder har foretrukket andre finansieringskilder, mens de mindre virksomheder fortsat har trukket på bankerne til lånefinansiering.¹⁰ Som det også angives i Finansrådets analyse er de mindre virksomheders kapitalbehov imidlertid øget efter finanskrisen på grund af dårlig økonomi i virksomhederne, og dermed er det tænkeligt, at finansieringsproblemet netop er forværret, når udlånsniveauet til SMV'er anslås at være det samme.

For almindelige SMV'er, men også for vækstiværksættere og højvækstvirksomheder har der været en stigende andel, der har søgt finansiering efter krisen, jf. figur 6.

⁹ Erhvervs- og Vækstministeriet (2014).

¹⁰ Finansrådet (2014: 43).

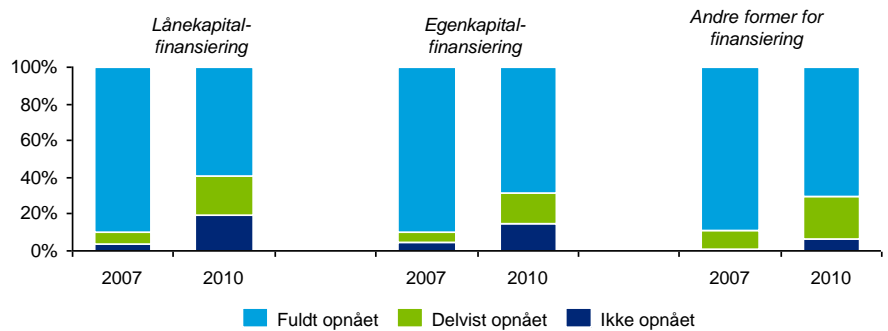
Figur 6. Andel af SMV'er, der søgte finansiering, opdelt efter vækstkategori, 2007-2010



Kilde: Deloitte på baggrund af data fra Danmarks Statistik (2010).

En større andel af de mindre virksomheder, der har søgt finansiering, har efter krisen oplevet ikke at opnå finansiering fra banker og sparekasser, jf. figur 7.

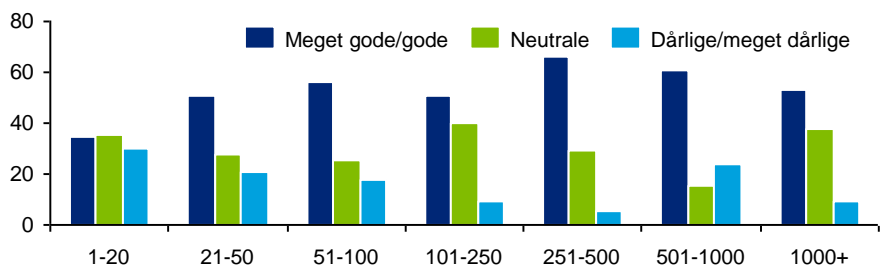
Figur 7. Udfald af SMV'ers ansøgning om forskellige former for finansiering, 2007 og 2010 (procent)



Kilde: Deloitte på baggrund af Danmarks Statistik (2010).

Også nyere virksomhedsundersøgelser, der er foretaget af blandt andre Dansk Erhverv og DI, tyder på, at der trods bedring i finansieringsmulighederne generelt set er en større andel af de mindste virksomheder, der fortsat oplever dårligere finansieringsvilkår.

Figur 8. Virksomhedernes oplevelse af mulighederne for at skaffe adgang til finansiering med hensyn til mængde og pris (procent)



Kilde: Deloitte på baggrund af data fra DI (2014).

En tredjedel af virksomhederne med under 20 ansatte oplever finansieringsklimaet som dårligt/meget dårligt. En tilsvarende andel oplever mulighederne som gode. Billedet er væsentlig anderledes for virksomheder med 50+ ansatte.

Egenkapitalproblem hos mindre virksomheder

Der er en høj grad af konsensus om, at der er et egenkapitalproblem, der er årsag til vanskelighederne ved at opnå finansiering i bankerne. I analyser, som Nationalbanken, Finansrådet og Copenhagen Economics (for Axcel Future) har foretaget, fremgår, at det er virksomhedernes manglende soliditet og lavere afkastgrad, der er en af de primære forklaringer på, at virksomheder ikke opnår lånefinansiering. Finansrådet finder, at det ikke er størrelsen på virksomheden, der i sig selv er årsagen. En solid mindre virksomhed vil altså have samme mulighed for at få finansiering som en solid større virksomhed.¹¹ Størrelsesfaktoren slår dog direkte igennem i forhold til virksomhedernes succes med at opnå egenkapitalfinansiering. Her har større virksomheder ifølge analysen større succes med at tiltrække egenkapital end de mindre virksomheder.

Et omfattende studie, som EU-Kommissionen har gennemført, dokumenterer på samme måde en sammenhæng mellem virksomhedernes finansielle sundhed, det vil sige soliditeten, og den faktiske adgang til lånefinansiering. Jo lavere soliditet, jo dårligere adgang til finansiering. EU-Kommissionen finder dog også i deres økonometriske studie, at størrelsen og virksomhedsalder har betydning for, om virksomhed får adgang til finansiering, når der kontrolleres for virksomheders omsætning, overskud og soliditet. Mindre virksomheder har vanskeligere ved at opnå finansiering, og opnåelse af finansiering er vanskeligere, jo yngre virksomheden er. EU-Kommissionen finder i øvrigt, at der er overensstemmelse mellem mikrovirksomhedernes, der har under 10 ansatte, og de mindre virksomheders opfattelse af vanskelige finansieringsvilkår og deres faktiske adgang til finansiering.¹²

Mindre virksomheder har med andre ord haft et stigende finansieringsbehov, men er også som følge af krisen blevet mindre kreditværdige i forhold til at opnå udlån i bankerne, hvilket er den primære årsag til den såkaldte kreditklemme. Desuden har de vanskeligere ved at opnå egenkapitalfinansiering.

I det efterfølgende kapitel 3 i analysen af et af de centrale gaps i markedet for kapital, nemlig kapital til vækst i mindre vækstvirksomheder, vendes tilbage til, hvordan de mindre virksomheders udfordringer med soliditet efter finanskrisen indvirker på deres adgang til vækstkapital.

Et yderligere aspekt, der kan have bidraget til kreditklemmen, er imidlertid bankernes kreditpolitik efter krisen. Selvom kreditpolitikken formelt set ikke er strammet i mange banker, er der flere faktorer, der kan have bidraget til, at kreditpolitikken i praksis er blevet strammet. I kraft af den skærpede regulering af bankerne blandt andet i forhold til solvenskrav er det sandsynligt, at der er sket en stramning i forhold til især mindre virksomheder, fordi det er blevet dyrere og dermed mindre rentabelt at have mindre engagementer, der gennemsnitlig har en lavere kreditrating end engagementer med større virk-

¹¹ Copenhagen Economics (2014), Finansrådet (2014) og Nationalbanken (2012).

¹² The European Commission (2014).

somheder med en bedre rating, der kan stille sikkerhed og opvise en anden kredithistorik.

Som det endvidere er udtrykt i interview, som Deloitte har gennemført, har banker også i stigende grad fokus på indtjeningspotentiale foruden virksomhedernes betalingsevne i forhold til udlån. Det kan også have medvirket til, at bankerne har haft en stærkere interesse i at låne ud til større virksomheder. Samtidig fremgår det af analyser foretaget af Erhvervs- og Vækstministeriet, at mindre virksomheder får lov til at betale en højere rente i bankerne sammenlignet med de større.¹³

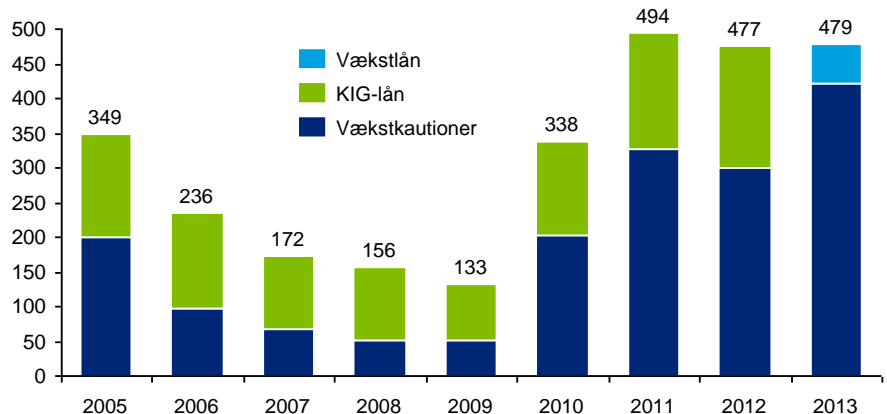
2.4. Efterspørgslen efter Vækstfondens lån er øget landet over

I den samme periode efter krisen, hvor især de mindre virksomheder har oplevet vanskeligheder med at få lån i bankerne og oplevet en kreditklemme, har der været et intensiveret erhvervspolitisk fokus på at tilvejebringe fremmedkapital gennem offentlige låneordninger, blandt andet gennem Vækstfonden, EKF og i europæisk regi gennem EIF.

Der har således også været en markant stigning i anvendelsen af Vækstfondens låneprodukter, især Vækstkautioner.

Fra 2010 og frem er der sket en kraftig stigning i anvendelsen af Vækstfondens lån, hvad angår både beløb og antal, jf. figur 9, hvor antal lån er opgjort, men antallet faldt frem til krisen, hvor det måske var nemmere at få lån i banken.

Figur 9. Samlet udvikling i Vækstfondens lån, 2005-2013 (antal lån)



Kilde: Deloitte på baggrund af data fra Vækstfonden.

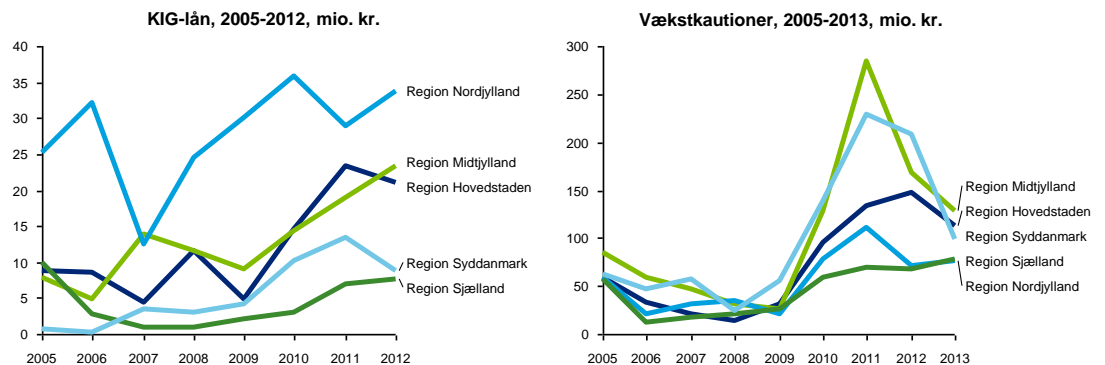
Det er blandt virksomheder over hele landet, at efterspørgslen efter Vækstfondens låneprodukter er øget.

¹³ Erhvervs- og Vækstministeriet (2013).

Væksten i långivningen har været størst i Midtjylland og Syddanmark, for så vidt angår Vækstkautionser. Tilbagegangen i Vækstkautionser efter 2011 målt i mio. kr. skal ses i lyset af, at Vækstkautionser ændredes til kun at kunne dække lån og kreditter indtil 2 mio. kr.

KIG-lån (indtil 2012) har ligeledes været efterspurgt i Nordjylland, Midtjylland og hovedstaden, jf. figur 10.

Figur 10. Udvikling i lånekapital, som Vækstfonden har kautioneret for til virksomheder per region

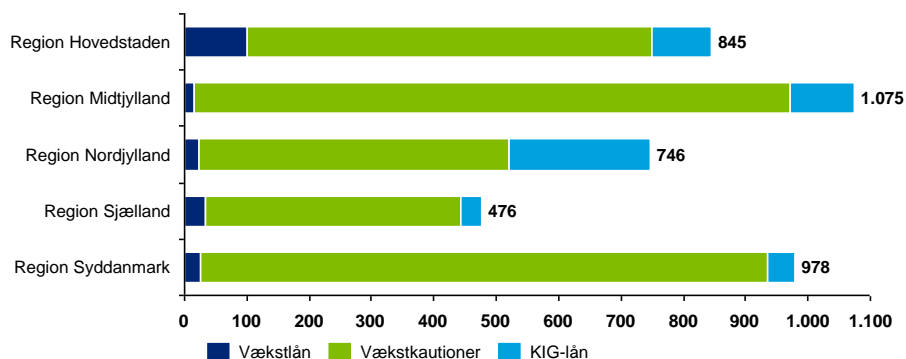


Kilde: Deloitte på baggrund af data fra Vækstfonden.

I Region Sjælland er der en lavere efterspørgsel efter låneprodukter, der formentlig har at gøre med, at regionen er mindre. Stigningen i efterspørgslen fra 2009 til 2010 skyldes formentlig en markedsføringskampagne, der blev iværksat af Væksthus Sjælland og Vækstfonden. Hvis det er tilfældet, indikerer det, at der er markedsfejl på efterspørgselsiden, der kan være årsag til, at der investeres mindre i sjællandske virksomheder, snarere end at der er fejl på udbudssiden.

På tværs af regioner er der en betydelig spredning i trækket på Vækstfondens låneprodukter opgjort over en flerårig periode. Men det er virksomheder både i det vestlige Danmark og i hovedstadsområdet, der udnytter lånemuligheder i betydeligt omfang. Virksomheder i Midtjylland og Syddanmark er større kunder hos Vækstfonden end virksomheder i hovedstaden, jf. figur 11.

Figur 11. Samlet lånebeløb, som Vækstfonden har udlånt/kautionsret opdelt efter låneprodukt, 2005-2013 (mio. kr.)



Kilde: Deloitte på baggrund af data fra Vækstfonden.

Der er således meget, der tyder på, at en række statslige låneordninger har imødekommet en del af det stigende behov for lånekapital over hele landet, som bankerne kun delvis har kunnet imødekomme siden krisen. Samtidig har markedsføringsaktiviteter fra Vækstfondens side formentlig også påvirket efterspørgslen.

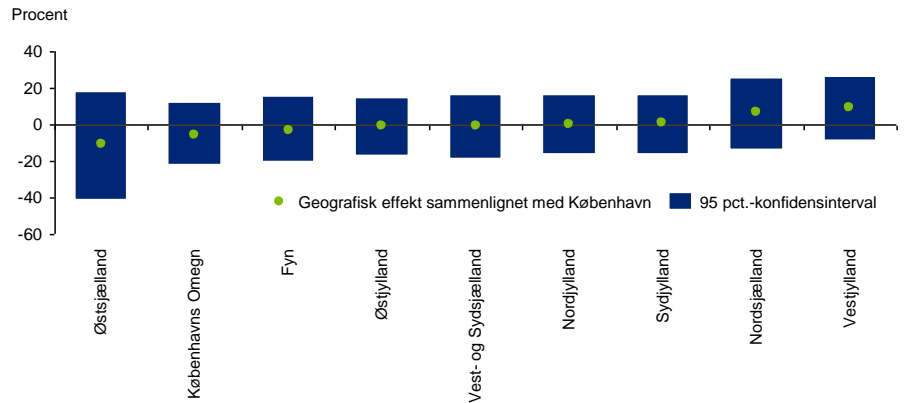
I de seneste planer fra regeringen (Vækstplan DK fra februar 2013) og Vækstpakke 2014 fra juni 2014) er der taget yderligere skridt til at imødegå låneproblemet for små og mellemstore virksomheder. En variant af Vækstlån målrettet iværksættere er etableret med en særlig bevilling, og en mikrolåneordning (med EIF) er blevet iværksat i Vækstfonden. Endvidere er Vækstlåneordningen og Eksportlåneordningen hos EKF forlænget. Også private banker, blandt andre Nordea, er gået i markedet med låneordninger med garanti fra EIF, der således også har haft fokus på at tilvejebringe fremmedkapital.

Der kan dog samtidig være væsentlige underliggende strukturelle forskelle mellem regionerne, der forklarer, hvorfor der er forskel på efterspørgslen, og på hvilke produkter der efterspørges.

Ikke klare regionale effekter af kreditklemmen

Om der er tale om deciderede regionale markedsfejl kan ikke entydigt afgøres. Meget tyder imidlertid på, at kreditklemmen, som mindre virksomheder har oplevet, ikke afspejler et bestemt regionalt mønster. Analysen, som Finansrådet har gennemført på baggrund af data fra Danmarks Statistik af, hvad der forklarer accepten af låneansøgninger i bankerne, tyder ikke på, at der er virksomheder i bestemte regioner, der er stillet dårligere, når der er kontrolleret for de finansielle nøgletal. Finansrådets analyse, der måler sandsynligheden for at få accept på lån i landets regioner mod sandsynligheden for accept i København, viser, at der er forskelle i sandsynligheden. Forskellene er dog ikke signifikante, da der er stor spredning i observationerne indenfor konfidensintervallerne. Analyseresultatet fremgår af figur 12. Konfidensintervallerne illustrerer spredningen, der for alle regioner går over 0, der angiver samme sandsynlighed for at få accept på låneansøgning, som virksomheder i København har.

Figur 12. Regionale effekter på lånefinansiering



Kilde: Finansrådet (2014) baseret på data fra Danmarks Statistik (2011).

Der træder dog visse regionale forskelle frem mellem Østsjælland og København og især mellem Østsjælland, hvor der har været den laveste sandsynlighed med givne nøgletal, og Vestjylland og Nordsjælland, hvor sandsynligheden er størst.

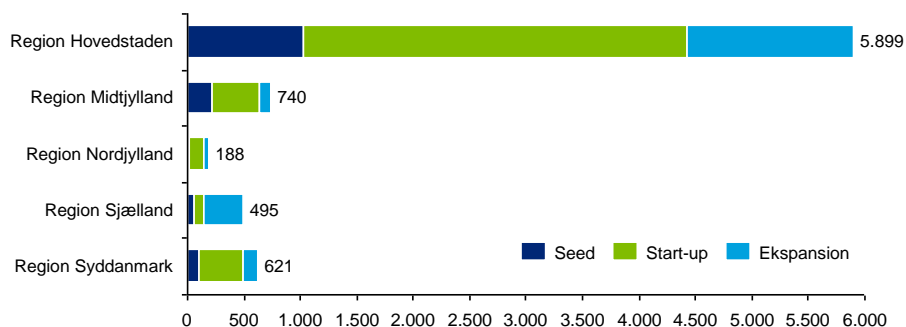
Til gengæld tyder data på, at sektor sammen med de finansielle nøgletal betyder noget for succesen med at opnå lån i banken. Blandt andet har virksomheder indenfor byggeri og ejendomme oplevet større vanskeligheder med at få lån end virksomheder i andre brancher med lige så gode nøgletal. Det stemmer overens med de oplysninger, der er indsamlet i interview. Her er det oplyst, at banker opererer med forskellige ratingkrav for virksomheder i forskellige brancher, og derfor kan det være tilfældet, at der stilles højere finansielle krav til virksomheder i nogle brancher for at acceptere låneansøgninger.

Selvom der ikke er stærke indikationer på et decideret regionalt mønster i kreditklemmen, der kan berettigede særlige regionale ordninger, kan det ikke udelukkes, at der kan være mønstre, der opleves som regionale. Det vil sige, at virksomheder i bestemte regioner oplever vanskeligheder. Det kan være tilfældet, hvis der er mange virksomheder med mindre gode nøgletal indenfor bestemte brancher i en region. Hermed kan der indirekte være et regionalt mønster, men som udgangspunkt tyder data ikke på en regional bias, men et generelt finansieringsproblem for mindre virksomheder. Der ses senere på dette som et af de gaps, der eksisterer.

2.5. Udviklingen i ventureinvesteringer har ligget fladt

Mens der er regionalt spredt efterspørgsel efter lånefinansiering, er efterspørgslen efter venturekapital helt overvejende koncentreret i hovedstadsområdet, hvor en række teknologibaserede klynger indenfor biotek, medikoteknik og it er koncentreret, jf. figur 13.

Figur 13. Samlede ventureinvesteringer per fase, 2005-2013 (mio. kr.)



Kilde: Deloitte på baggrund af data fra Vækstfonden.

Målt over en periode fra 2005 til 2013 er der investeret knap 6 mia. venturekroner i virksomheder i hovedstadsområdet mod kun 188 mio. kr. i Nordjylland. Dette er en meget markant forskel. Gennemsnitlig er det årlige investerede beløb cirka 20 mio. kr. i Nordjylland mod 655 mio. kr. i hovedstaden.

Samlet opnår de fire øvrige regioner uden for hovedstaden cirka 2 mia. i den analyserede periode, svarende til en tredjedel af investeringerne i hovedstaden.

En stor del af denne venturekapital består dog af investeringer fra de store corporate fonde (Novo og Lundbeck) indenfor bioteknklyngen, der er den store sluger af venturekapital i hovedstadsregionen i perioden.

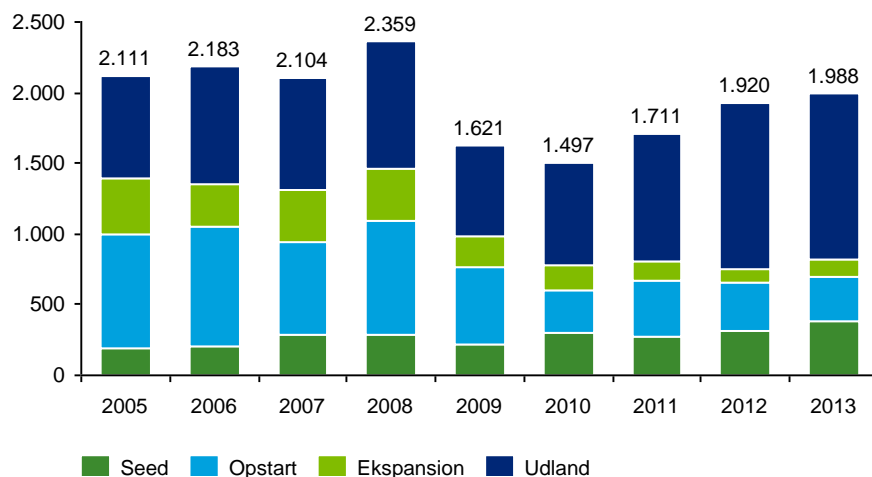
Det er en meget klar tendens, også internationalt, at ventureinvesteringer koncentrerer sig i de stærke klynger. Det er i virkeligheden en dobbelt bevægelse, der ligger bag koncentrationen i ventureinvesteringer. Venture er tæt på de teknologivirksomheder, der udspringer af uddannelsesmiljøer og klynger. Samtidig søger virksomheder mod og udspringer fra de stærke centre og klynger, hvor fondene findes. Ventureinvestorer lægger i interview med Deloitte heller ikke skjul på, at de foretrækker, at porteføljeselskaber er lokaliseret i centre og gerne tæt på, også fordi de vil være sikre på, at porteføljeselskaberne kan tiltrække den rigtige arbejdskraft.

Studier i England viser, at politiske forsøg på at sprede ventureinvesteringer ud i regioner ved at etablere offentlige regionale venturefonde ikke har været en succes. Som det behandles senere, performer de regionale fonde dårligere. De har formået antalmæssigt at øge investeringerne i regionerne, men volumenmæssigt ændrer de ikke på det samlede billede af, at investeringerne også i Storbritannien er koncentreret i bestemte regioner.¹⁴

Siden krisen er ventureinvesteringer i Danmark gået betydelig tilbage og har ligget fladt siden 2010, jf. figur 14.

¹⁴ Mason & Pierrakis (2013).

Figur 14. Samlede danske ventureinvesteringer i henholdsvis danske virksomheder (opdelt efter faseniveau) og udenlandske virksomheder (under ét), 2005-2013 (mio. kr.)



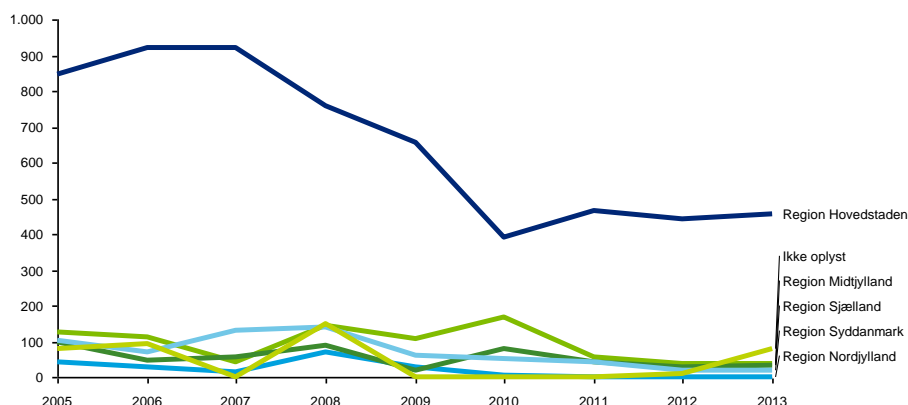
Kilde: Deloitte på baggrund af data fra Vækstfonden.

Væksten i danske ventureinvesteringer siden 2010 er foregået i udlandet og skyldes i høj grad corporate fondes investeringer. Der er dog en svag vækst i ventureinvesteringer i Danmark fra 2012 til 2013 på 3 procent, hvilket drives især af en pæn fremgang for it-selskaber og biotek.

Som det ligeledes fremgår af figur 14, investerer venture dog i stigende grad i de tidlige faser. Cirka 85 procent af investeringerne i danske virksomheder gik i 2013 til virksomheder, der befinder sig i seed- og opstartsfasen. Det er især biotek, der driver de danske investeringer i de tidlige faser, da de står med lidt over 60 procent af de danske investeringer i disse to faser for 2013.

Med en meget stor dominans indenfor venture er det ikke overraskende, at det er hovedstadsregionen, der kronemæssigt har mærket den betydeligste nedgang i ventureinvesteringer i kølvandet på krisen i 2007, jf. figur 15.

Figur 15. Udvikling i ventureinvesteringer i virksomheder per region, 2005-2013 (mio. kr.)

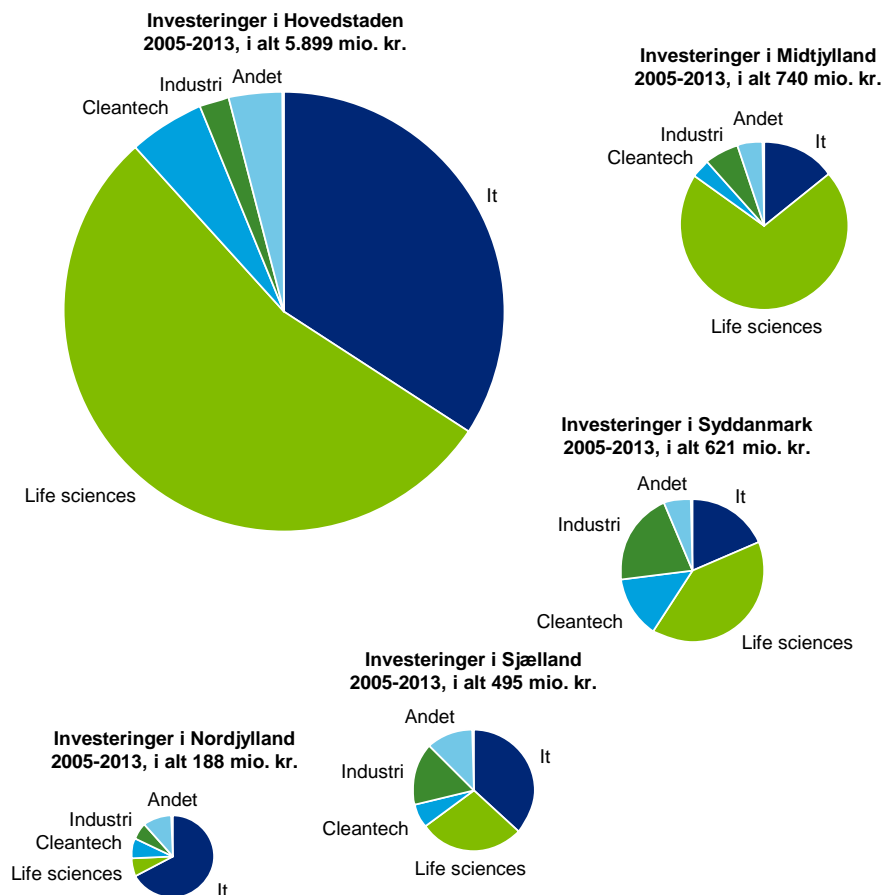


Kilde: Deloitte på baggrund af data fra Vækstfonden.

Det er især nedgangen i biotekinvesteringer, der berører hovedstaden. Procentmæssigt er den samlede nedgang i ventureinvesteringer i alle sektorer i de andre regioner dog næsten lige så kraftig som for hovedstaden.

Ser man på efterspørgslen efter venture sektorstørrelse, er det især life science, der dækker over biotek og medikoteknik, og it, der trækker på tværs af regionerne. Der er dog store forskelle i størrelsen og antallet af investeringer. I Region Sjælland og Nordjylland fylder it-segmentet mest. I Region Hovedstaden, Midtjylland og Syddanmark fylder life sciences-segmentet mest. Cleantech og industri udgør kun mindre andele af ventureinvesteringer i regionerne, jf. figur 16.

Figur 16. Ventureinvesteringer i de fem regioner opdelt efter sektorer, 2005-2013 (mio. kr.)



Kilde: Deloitte på baggrund af data fra Vækstfonden.

2.6. Regionale fonde skal styrke adgangen til kapital i regioner

De regionale fonde udgør, som det er fremgået, mindre spillere i markedet med samlet 0,5 mia. kr. under forvaltning.

De er gennemgående etableret med et bredere erhvervspolitiske sigte om at forbedre adgangen til risikovillig kapital i den enkelte region og i nogle tilfælde et erhvervspolitisk ønske om at understøtte en specialisering. Men fondene ses ikke at være iværksat på baggrund af et specifikt regionalt behov eller en finansieringsudfordring.

I alt er der etableret ni flerårige fonde fordelt på syv aktører. Den mindste, Finance Zealand, har 15 mio. kr. til udlån til iværksættere og virksomheder, der er 1-5 år gamle. Welfare Tech Invest og Nupark Accelerace Invest er de største med hver cirka 100 mio. kr., jf. figur 17.

Nordjysk Lånefond, der har været operationel længst (siden oktober 2009), har antalsmæssigt det største engagement med 44 sager (og yderligere syv tilsagn), der er etableret over en periode på fire år. Welfare Tech Invest har også efter en senere opstart nu 27 engagementer. Finance Zealand er nået op på otte indgåede engagementer og fire yderligere tilsagn i 2014. Samlet er der tale om 157 engagementer for i alt 351,4 mio. kr.¹⁵

Figur 17. Overblik over de regionale fonde i Danmark



Kilde: Deloitte på baggrund af oplysninger fra fondene.

Fondene er typisk iværksæt med et formål om at bedre adgangen til risikovillig kapital. Det specifikke behov for de regionale fonde er i varierende omfang fremhævet eller understreget i de regionale erhvervsudviklingsstrategier. Der er gennemgående ikke specifikt peget på et regionalt behov eller et konkret behov indenfor prioriterede styrkeområder, jf. boks 2.

¹⁵ Samlet antal engagementer tæller investeringer, hvor der allerede er indgået aftale og tilsagn om aftale, og en virksomhed tæller kun med én gang (eksklusive dubletter). Det samlede beløb er alle investeringer, hvor der er indgået aftale og tilsagn om aftale, og alle investeringerne i en virksomhed tælles med.

Boks 2. Erhvervsudviklingsstrategierne har primært fokus på et generelt behov for finansieringsinstrumenter

Region Syddanmark: I erhvervsudviklingsstrategien fremgår adgang til finansiering som en del af vækstmodellen på de fire prioriterede forretningsområder og som noget, regionen vil arbejde på at forbedre, men finansiering er ikke fremhævet som en særskilt udfordring på de fire forretningsområder.

Region Hovedstaden: Strategien fremhæver, at adgangen til kapital kan være kritisk i forhold til at udvikle nye produkter. Accelerace fremhæves for, at initiativet kan sætte skub i udviklingen af nye værdiskabende virksomheder, men der udpeges ikke et særligt behov i forbindelse med bestemte prioriterede klynger.

Region Nordjylland: I strategien fremgår, at der skal arbejdes på at tilvejebringe ansvarlig lånekapital i samarbejde med partnere, men det er ikke knyttet til et bestemt behov eller satsningsområde.

Region Midtjylland: Strategien nævner, at adgangen til risikovillig kapital skal styrkes – især i forhold til yderområderne, og der er et mål om at øge ventureinvesteringer per indbygger. Der er ikke udpeget et behov i forhold til bestemte virksomheder eller fokusområder.

Region Sjælland: I strategien nævnes, at en række elementer, heriblandt adgang til finansiering, skal løfte virksomhederne. Mere uddybende om virksomhedernes behov for finansiering eller kapital og om konkrete finansieringsinstrumenter nævnes ikke i strategien for 2011-2014.

Kilde: Deloitte.

Fondene har således også i forskelligt omfang et specifikt branche- eller sektorfokus. De generelle låneinstrumenter som for eksempel Nordjysk Lånefond, Lånefond til yderområderne og Finance Zealand er generelle låneinstrumenter. Welfare Tech Invest, Accelerace Invest, Nupark Accelerace Invest og CAPNOVA-fondene har i varierende omfang et branche-/sektorfokus.

En gennemgang af fondenes portefølje af investeringer i de fem regioner viser, at det ikke er det gennemgående billede, at fondene kun retter deres investeringer mod de satsningsområder, som regionerne har udpeget i de regionale erhvervsstrategier.

Tabel 1. Regionale fondes investeringer* opdelt efter regionernes satsningsområder

Region	Satsningsområder ifølge erhvervsstrategier	Investering i regionen, kr. (antal i parentes)	Investering uden for regionen, kr. (antal i parentes)
Region Hovedstaden	Biofarmacy	2.200.000 (1)	0
	Medico-udstyr	2.000.000 (1)	0
	Informationsteknologi	25.200.000 (11)	3.000.000 (2)
	Transport og logistik	3.031.190 (1)	2.000.000 (1)
	Andre	4.000.000 (2)	0
Region Midtjylland	Energi og miljø	19.700.000 (5)	0
	Fødevarer	5.000.000 (1)	00
	Velfærdsinnovation	4.000.000 (1)	00
	Turisme	4.000.000 (1)	0
	Andre	15.450.000 (7)	5.750.000 (2)
Region Nordjylland	Energi	7.175.750 (6)	0
	Sundhed	2.724.100 (1)	678.500 (1)
	Transport	0	575.000 (1)
	Andre	80.234.544 (47)	5.655.025 (2)
Region Sjælland	Cleantech og energi	44.085.267 (11)	0
	Farma og medico	5.250.000 (5)	0
	Fødevarer og landbrug	2.000.000 (2)	0
	Andre	22.349.991 (19)	400.000 (1)
Region Syddanmark	Sundheds- og velfærdsinnovation	38.718.522 (19)	31.520.412 (16)
	Bæredygtig energi	6.000.000 (2)	0
	Oplevelseserhverv	0	0
	Andre	8.723.000 (4)	0

Kilde: Deloitte på baggrund af data fra fondene.

* Her dækker investeringer over både indgåede aftaler, hvor investeringen er udbetalt eller er under udbetaling, og tilsagn om investeringer. Fremtidig pipeline uden tilsagn eller bortfald er ikke inkluderet.

I Region Hovedstaden og til dels også Syddanmark er investeringerne i større omfang foretaget i virksomheder indenfor de styrkepositioner, som regionerne har prioriteret i deres erhvervsstrategi. I Midtjylland, Nordjylland og Sjælland er billedet mere blandet. I Midtjylland og Sjælland er cirka to tredjedele af investeringerne foretaget indenfor de prioriterede satsningsområder. I Nordjylland falder langt størstedelen af investeringerne i andre sektorer end regionens satsningsområder energi, sundhed og transport.

I Nordjylland er forklaringen, at Nordjysk Lånefond er en generel låneordning, der ikke har et branche- eller sektorfokus og retter sig mod iværksættere og forholdsvis nystartede virksomheder med et vækstpotentiale. Det samme gælder for Lånefonden til yderområderne og Finance Zealand, der ligeledes er en generelle lånefond. I Midtjylland har forventningen været fra start, at fonden kunne investere i andre sektorer end dem, der er fokus på i erhvervsstrategien, blandt andet it og medikoteknik.

3. Analyse af gaps i markedet

Deloitte har identificeret tre væsentlige gaps i markedet for risikovillig kapital til henholdsvis vækstiværksættere og mindre vækstvirksomheder.

Opstartsvirksomheder og mindre virksomheder har udfordringer med at skaffe finansiering til vækst i flere faser.

Låneudbydere og investorer vil tøve, hvor der er asymmetrisk information mellem virksomhed og investor om virksomhedens "sande" indtjeningspotentiale, og hvor der samtidig ikke er en tilstrækkelig sikkerhedsstilling eller en stabil forretning og likviditet, der kan overbevise långiver og investor.

For opstartsvirksomheden kan der være barrierer i de helt tidlige faser, hvor der mangler et teknologisk proof of concept, især hvis kapitalbehovet ligger over, hvad eksisterende ordninger tilbyder. Når virksomheden skal i markedet og endnu ikke har et salg i hus, møder virksomheden en anden væsentlig finansieringsudfordring.

For den mindre virksomhed med et vækstpotentiale kan de finansielle nøgletal vanskeliggøre kapitaltilførsel fra banker og i øvrigt medføre væsentlig højere kreditomkostninger, end større virksomheder vil opleve.

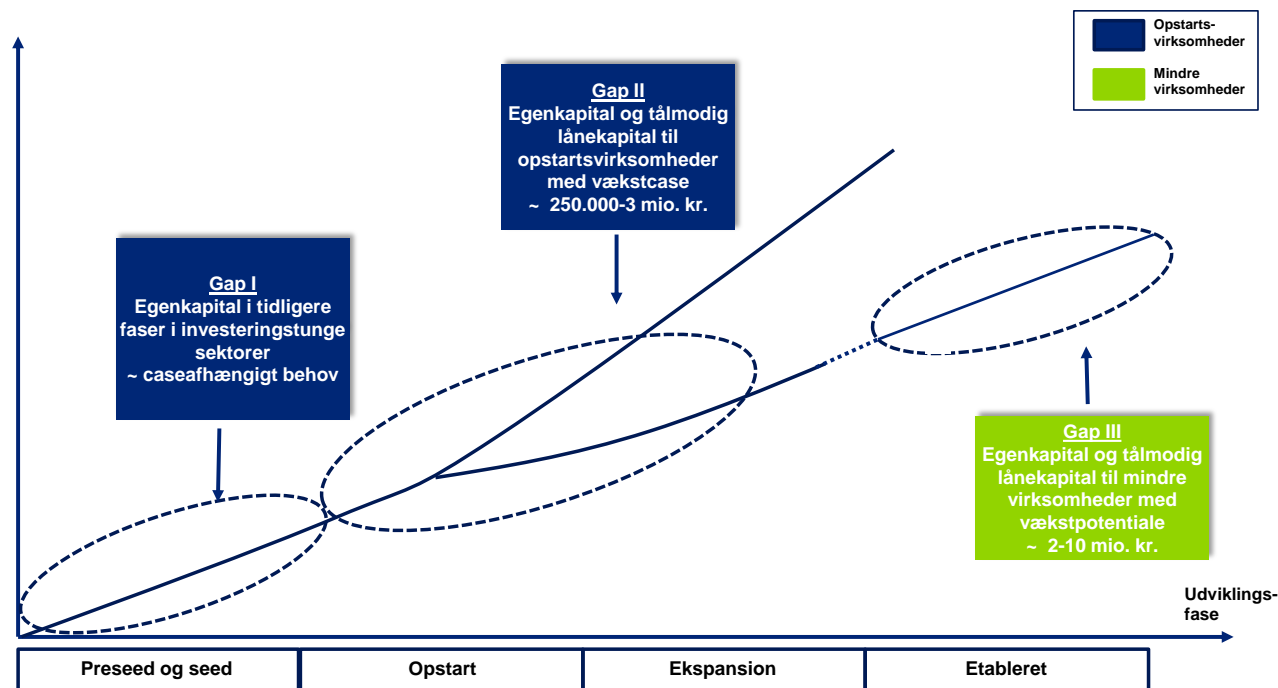
De offentlige programmer, der er iværksat, kan til dels imødegå kapitaludfordringer, men adresserer ikke i tilstrækkeligt omfang de gaps, der eksisterer.

I dette kapital uddybes Deloitte's analyser af identificerede gaps.

3.1. Overblik over identificerede gaps

På baggrund af analysen har Deloitte identificeret tre væsentlige, større gaps i markedet for risikovillig kapital, der kun delvis imødekommes i de eksisterende offentlige initiativer. De tre gaps er præsenteret i figur 18, hvor hver cirkel afspejler et identificeret gap. De tilhørende bokse beskriver, hvilket gap der er tale om for henholdsvis opstartsvirksomheder (blå) og etablerede mindre virksomheder (grøn) i forhold til kapitaltype, virksomhedstype og investeringsstørrelse.

Figur 18. Overblik over tre identificerede gaps på virksomheders udviklingskurver



Kilde: Deloitte.

Gap I vedrørende egenkapital i tidlige faser til investeringstunge sektorer, blandt andet biotek. Gappet skyldes primært utilstrækkeligt udbud af kapital fra eksisterende udbydere og gældende investeringsvilkår hos offentlige programmer.

Gap II vedrørende egenkapital og lånekapital til opstartsvirksomheder, der skal i markedet og realisere et vækstpotentiale. Gappet er forårsaget af markedsfejl på både udbyder- og efterspørgselssiden.

Gap III vedrørende egenkapital eller anden tålmodig, risikovillig kapital til etablerede mindre virksomheder med vækstpotentiale. Gappet vurderes at være forårsaget af blandt andet markedsfejl på både udbyder- og efterspørgselssiden og et uudviklet marked i forhold til mindre SMV'er.

I det følgende uddybes analysen af de tre gaps og det bagvedliggende behov for kapital, der er årsagen til de tre gaps. I et efterfølgende kapital vurderes det, hvilke gaps regionerne kan og bør prioritere, og der beskrives forslag til, hvordan finansieringsinstrumenter skal designes for at imødegå de tre gaps.

3.2. Gap I vedr. egenkapital i tidlige faser i investeringstunge sektorer

Analysen viser sammenfattende, at der er et stort kapitalbehov i de tidlige faser i investeringstunge sektorer, blandt andet indenfor biotek, hvor det er usikkert, i hvilket omfang eksisterende programmer dækker disse behov. Derfor kan der være tale om et gap, der vedrører egenkapital. Det er imidlertid tvivlsomt, om regionerne kan adressere dette gap effektivt.

Situationen: Store teknologiske og markedsmæssige risici i seed-faser

I de tidlige seed-faser forskes, udvikles og testes teknologiske muligheder baseret på en grundlæggende ide. Teknologien, der udvikles, vil til sin tid ligge til grund for virksomhedens produkt. Der vil være tale om projekter, der har en meget betydelig både teknologisk og kommerciel risiko.

I nogle sektorer vil der givet disse sektors natur være store investeringskrav og krav om tålmodighed for at kunne afdække potentialet. Der er derfor meget betydeligt offentligt engagement i denne fase til teknologiudvikling og eventuel afsøgning af kommercialiseringsmuligheder, for eksempel gennem patentering eller licensering.

Indenfor eksempelvis bioteknologi, herunder lægemiddeludvikling, starter teknologiudviklingen på det molekylære niveau og vil kræve meget betydelige investeringer for at opnå et proof of technology, før eventuelle prækliniske test af teknologien og senere test dyr og siden i mennesker kan iværksættes. Sunstone Capital vurderer, at på dette stadie, hvor der stadig er 10-12 år, til et produkt er markedsklart, er der stadig 90 procent sandsynlighed for, at teknologien vil fejle, og produktet ikke når til markedet.

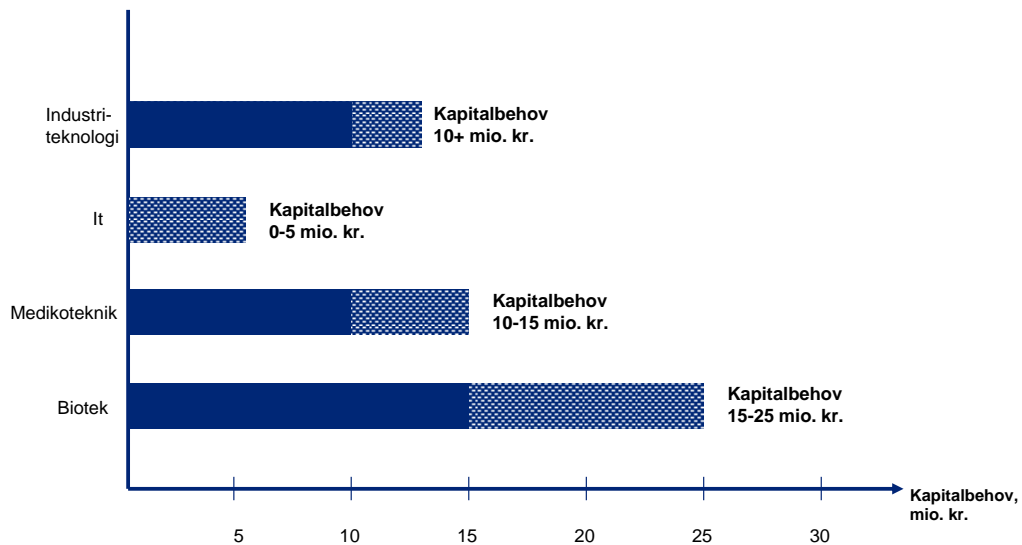
Også på andre sektorområder, blandt andet indenfor mediokoteknik, hvor der kan være særlige regulatoriske krav, og inden energi, kan der være meget betydelige investeringsbehov. De teknologiske risici kan være meget høje og begrunde et betydeligt offentligt engagement for at tilvejebringe tålmodig og risikovillig kapital.

Behovet hos virksomheder: Kapitalbehovet og tidshorisonten frem mod markedet varierer

Gennem dialog med eksperter har Deloitte vurderet kapitalbehovet i de tidlige faser frem mod, at markedet, det vil sige typisk venturekapitalinvestorer eller corporateinvestorer, typisk går ind. Vurderingerne er baseret på, at der er en række erfaringer i venturebranchen for, hvor meget og hvilken udviklingsmodel der typisk kræves indenfor blandt andet biotek, medikoteknik, it og til dels også indenfor industriteknologi.

Vurderinger af kapitalbehovet fremgår af figur 19.

Figur 19. Vurdering af kapitalbehov



Kilde: Deloitte på baggrund af ekspertinterview.

Note: Det er forbundet med meget stor usikkerhed at angive kapitalbehovet, idet behov altid vil være knyttet til den konkrete case. Der er ikke opstillet et anslået kapitalbehov indenfor cleantech, da sektoren ikke er kendetegnet ved en typisk model for ventureinvesteringer, og investeringerne kan variere fra investeringslette it-relaterede projekter til meget investeringstunge investeringer.

For bioteks/lægemedieludviklings vedkommende er vurderingen, at der kan investeres op til 15 mio. kr., før andre investorer går ind. Også medikoteknik kan kræve betydelige investeringer, op til 10+ mio. kr., blandt andet fordi der også her kan være test og regulatoriske krav, der skal dokumenteres. I forhold hertil kræver it mindre investeringer, op til 5 mio. kr., før venture typisk vil gå ind. Indenfor it-området er der således eksempler på, at ventureinvestorer går ind på meget tidlige stadier.

Men i nogle højrisikofyldte sektorer kræves betydelige offentlige investeringer for at drive teknologiske kandidater frem, da markedsaktører ikke vil investere i projekter, hvor risikoen er for stor.

Problemet: Aktører trækker sig ud af biotek

Deloitte's analyse viser, at det offentlige engagement i de tidlige faser af lægemiddeludvikling er reduceret betydeligt, og at andre aktører også reducerer deres engagement indenfor biotek. Tilbageværende aktører er primært private corporate fonde. Konsekvensen er, at finansieringsmulighederne er mere skrøbelige og usikre end hidtil. Dette skaber risiko for, at forskning i mindre grad bliver strategisk vurderet i forhold til kommercialiseringsmulighederne, og en svagere pipeline af lægemiddeludvikling og biotekselskaber i Danmark.

Innovationsmiljøerne har besluttet ikke længere at investere i biotek. Ifølge Deloitte's oplysninger skyldes det, at risikoen vurderes at være for stor, og at tidshorisonten i biotek er for lang i forhold til de rammer, som innovationsmiljøerne arbejder under, blandt andet med et succeskriterie om exits. Desuden har innovationsmiljøerne ikke mulighed for at foretage opfølgningssinvesteringer udover deres loft for investeringer på i alt 6 mio. kr. Det betyder, at innovationsmiljøerne risikerer at blive presset ud og reelt stå uden andel, når

virksomheden kapitaliseres i en senere runde. Der er således noget, der tyder på, at de rammer og incitament, der gælder for innovationsmiljøerne, ikke passer til investeringer i lægemiddeludvikling.

Endvidere har Seed Capital Denmark – en venturefond, der hidtil har investeret i de tidlige faser af biotek typisk i forlængelse af innovationsmiljøet, Pre-Seed Innovation – truffet en strategisk beslutning om at trække sig ud af biotek og cleantech.

De tilbageværende centrale aktører, der kan investere tidligt med tilstrækkelig stor kapacitet, er corporate fonde som Novo Seeds og Lundbeck. Endvidere er der forskningsdonationer, der også kan bidrage til at finansiere proof of concept. Ventureselskaber kan i et vist omfang gå ind tidligere, for eksempel hvis der laves særlige konstruktioner med støtte fra EU's forskningsprogrammer eller andre programmer.

Manglen på kapital kan have som konsekvens, at der er færre projekter, der bliver vurderet i forhold til deres potentiale, og hvor forskningen i mindre grad bliver sporet ind på det potentiale, der måtte være. På lidt længere sigt kan konsekvensen være, at der bliver et mindre dealflow-potentiale for dansk og udenlandsk venture. Endvidere peges der i interview med markedsaktører på, at det skaber en vis sårbarhed, hvis økosystemet af nye biotek kandidater er afhængigt af få corporate fonde. En strategisk beslutning i en fond ville kunne ændre radikalt på biotekudviklingen i Danmark.

For nærværende er der en vis forventning til, at Innovationsfonden kan bidrage med tilstrækkelig tålmodig og risikovillig kapital til at finansiere for eksempel tidlig biotek, men også andre højteknologiske projekter i tidlige faser, hvor de teknologiske risici stadig er høje.

I forhold til energiområdet, der er et andet område, hvor der er betydeligt investeringsbehov i forbindelse med proof of concept, er beslutningen om at etablere Danmarks Grønne Innovationsfond og Grøn Innovationspulje nye initiativer, der kan imødegå barrierer for investeringer.

Gappets størrelse i investeringstunge sektorer kan samlet set ikke opgøres. Det vil afhænge af den enkelte sektor, som det er fremgået, og antallet af projekter, der er egnede til investering på årsbasis. I interview er det indikeret, at der er yderligere 2-4 biotekprojekter, der på årsbasis burde være egnede til at blive valideret og videreudviklet udover de få projekter, som de tilbageværende aktører kan magte at investere i.

3.3. Gap II vedr. egenkapital og lånekapital til opstart

Sammenfattende har analysen identificeret et betydeligt gap i markedet for tålmodig, risikovillig kapital og lånekapital til virksomheder med en vækstcase, der befinder sig i opstartsfasen, hvor banker typisk ikke vil finansiere, og hvor Vækstfondens låneprodukter ikke dækker. Det er et segment, der har en positiv vækstcase, men som ikke egner sig til ventureinvesteringer.

Omkostningen, som en potentiel investor skal bære for at vurdere forretningspotentialer, står ikke mål med investeringens størrelse og potentialer. Derfor vil private investorer ikke gå ind i dette segment. Denne type virksomhed passer ikke til ventureselskabers forretningsmodel. Risikoniveauet er højt for private investorer overfor denne type virksomhed, hvis der ikke er et proof of business eller et andet tilstrækkeligt grundlag for at vurdere forretningspotentialer i virksomheden.

Situationen: Finansieringsmulighederne kan være udtømt

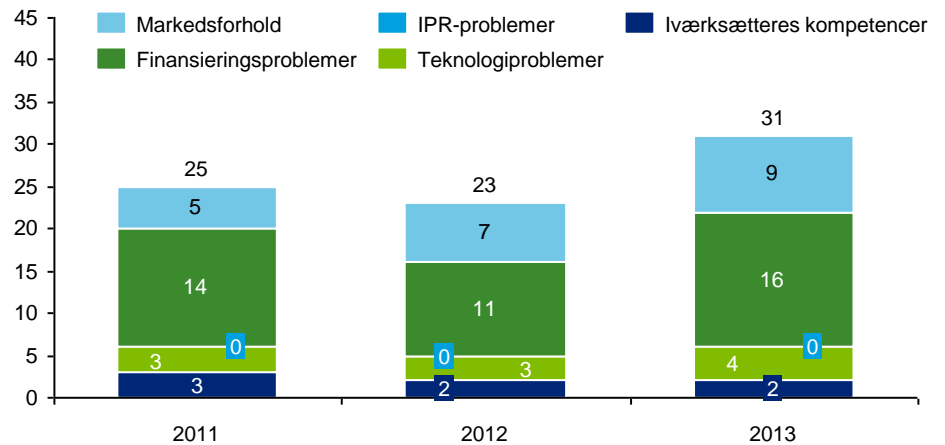
Virksomheden i opstarts- og ekspansionsfasen med et vækstpotentialer vil være en iværksætter, der har udviklet en prototype til et produkt eller en serviceydelse og står foran en lancering i markedet eller måske har et produkt og et første salg i hus, men står med et kapitalbehov for at ekspandere i markedet. Der kan derfor være et stykke vej til et positivt cashflow for denne type virksomhed.

Mange opstartsvirksomheder kan i den forudgående seed-fase være blevet finansieret gennem egne midler, familie og venner og eventuelt have opnået finansiering gennem innovationsmiljøerne. Opstartsvirksomheden vil nu have vanskelighed ved at få adgang til yderligere finansiering til at realisere vækstplanerne.

Deloitte's afdækning viser, at en række opstartsvirksomheder, der står med kapitaludfordringer, har opnået seed-finansiering i innovationsmiljøer og måske fra private investorer, men løber tør for kapital ved realiseringen af virksomhedens vækstpotentialer. Manglen på et proof of business for virksomhedens produkt kan samtidig bremse adgangen til at få nye investorer ind.

Manglen på finansiering er den primære enkeltstående grund til, at virksomheder, der har fået finansiering i innovationsmiljøerne, må lukke, jf. figur 20.

Figur 20. Antal lukkede selskaber opdelt efter hovedårsagen til lukningen (baseret på innovationsmiljøets vurdering), lukningerne har fundet sted i perioden 2011-2013, antal



Kilde: Styrelsen for Forskning og Innovation (2012, 2013 og 2014).

I 2013 lukkede 31 virksomheder, der har haft innovationsmiljøfinansiering. Heraf var finansieringsproblemer den primære årsag for 16 virksomheder, altså cirka halvdelen af de 31 virksomheder.¹⁶

Innovationsmiljøerne er ofte i den situation, at de må håndtere kapitalproblemer, når det ikke lykkes at foretage exits på virksomhederne. Nogle gange ved at lukke virksomheden ned som illustreret og andre gange ved at omstrukturere virksomheden, hvor den skæres ned til det minimale, og de penge, der er tilbage i virksomheden, strækkes til det yderste for at skaffe en omsætning. Samtidig er innovationsmiljøerne låst af, at de ikke kan tilbyde yderligere finansiering. Innovationsmiljøerne presses til at nedskalere og eventuelt lukke virksomheden, hvis exit ikke er muligt.

For opstartsvirksomheden vil bankfinansiering, ventureinvestering eller lån fra Vækstfonden ofte ikke være en mulighed, og den kan derfor stå overfor "valley of death", hvor finansieringsmulighederne tørrer ud.

Bankfinansiering vil typisk kræve sikkerhedsstillelse. Bankernes forbehold skyldes som tidligere nævnt, at virksomheden typisk ingen kredithistorik har, har et tyndt kapitalgrundlag og har ingen eller en begrænset indtjening, der vil gøre virksomheden i stand til at servicere et lån.

Virksomheden vil typisk heller ikke have aktiver, som banken kan tage pant i. Det vil således kun være stifterens egen sikkerhedsstillelse, for eksempel ved at stille med sikkerhed i privat bolig, der i givet fald kan få banken til at yde lån til opstartsvirksomheden. Hvis stifteren allerede har pantsat værdier, fordi produktudviklingen har krævet kapital, eller andre tidlige investorer har betinget sig dette, kan mulighederne være begrænsede for at stille med mere personlig sikkerhed eller kapital fra familie og venner.

¹⁶ Det må i øvrigt konstateres, at det er et meget højt antal porteføljevirkomheder, der lukkes, i forhold til antallet, der investeres i årlig, og også et meget højt antal, der må lukkes på grund af finansieringsproblemer. Det kunne i sig selv indikere, at der investeres i flere selskaber, end der reelt er potentiale i, og som kan tiltrække kapital.

Det er kun i sjældnere tilfælde, at virksomheden vil være egnet til venturefinansiering. Et begrænset antal virksomheder – cirka 20 virksomheder årlig helt overvejende indenfor it og biotek – finansieres af ventureselskaber. Det forudsætter en forretningsmodel, der kan skaleres og sikre et meget betydeligt afkast.

I boks 3 og 4 er gengivet to cases om opstartsvirksomheder, der har stået i vanskelige finansieringssituationer.

Boks 3. Medichanical Engineering ApS – udfordringer med kapitalrejsning i opstartsfasen

Medichanical Engineering ApS er en dansk virksomhed lokaliseret i Vejle, og som i dag har 2,5 fuldtidsansatte på det medikotekniske område.

Virksomheden har oplevet store udfordringer med at rejse den nødvendige kapital i opstartsfasen, som har medvirket til at forsinke virksomhedens udvikling.

I 2007 havde stifterne udviklet en prototype på et kirurgisk værktøj ved navn X-pander. X-pander kan måle på knoglerne i hofteskålen hos patienter med leddegigt, inden de skal have indsat en protese. Virksomheden havde på det tidspunkt behov for ekstern finansiering i størrelsesordenen 3-5 mio. kr. henover et par år til at kvalificere og teste prototypen, så den kunne opnå godkendelse hos Sundhedsstyrelsen, Etisk Komité og EU. Godkendelserne var forudsætningen for, at produktet kunne lanceres på markedet, og virksomheden ville få udsigt til omsætning og vækst.

Virksomhedens ejere undersøgte forskellige muligheder for finansiering af kvalificering og test af prototypen. Lånefinansiering i banken var ikke en mulighed i lyset af virksomhedens tidlige stadie. Indskud af egenkapital var vanskelig, eftersom finanskrisen var indtruffet, og der var en generel forsigtighed hos private investorer og ventureselskaber. Det medførte, at Medichanical Engineering ApS indtil 2011 kørte på meget lavt blus med godt en halv mio. kr. fra fonde og virksomhedskonkurrencer. I 2011 opnåede Medichanical Engineering ApS så første runde finansiering hos SEED Capital. Denne investering muliggjorde, at der kunne eksekveres på forretningsplanen indtil medio 2012. Herfra fulgte en række opfølgende investeringsrunder med primært konvertible lån fra forskellige investorer, som gjorde det muligt for virksomheden at foretage yderligere produkttilpasninger og tests.

Virksomheden afventer nu den endelige godkendelse hos EU af X-pander, der kan bane vejen for, at virksomheden kan komme i markedet.

Kilde: Interview med Eske W. Petersen fra Medichanical Engineering ApS.

Boks 4. Flowsion A/S – udfordringer med kapitalrejsning i opstartsfasen

Flowsion A/S i Nordborg har eksisteret som virksomhed siden 2009 med oprindelig to ejere, nu er der fire. Virksomheden er et spin out fra Danfoss, hvor der har været udviklet på produktet siden 2002. Flowsion A/S har udviklet en intravenøs sensor, der kontinuert kan måle og overvåge blodsukkerniveauet hos eksempelvis traumepatienter på intensivafdelinger, hvilket vil kunne erstatte almindelige blodsuktermålinger baseret på blodprøver.

Flowsion A/S har i to år haft finansieringsudfordringer i forbindelse med færdigudviklingen af prototypens mekanik og brugergrænseflade samt ressourcer til at føre det endelige produkt til markedet. Virksomheden er et eksempel på, at det kan være særdeles vanskeligt at fremskaffe privatfinansiering til at bevæge sig fra seed-fasen til opstart inden for mere kapitaltunge brancher.

Det har været en kapitaltung proces at udvikle apparatet, som der i seed-fasen i alt er blevet investeret mere end 100 mio. kr. i af Danfoss, BOREAN og de andre ejere af Flowsion A/S. Virksomheden har i de seneste to år undersøgt mulighederne for yderligere finansiering i form af egenkapital, fordi virksomheden ikke har tilstrækkelig kapital til rådighed, fordi færdiggørelsen af apparatet kræver yderligere investeringer på minimum 15 mio. kr.

Flowsion A/S har modtaget investeringstilsagn fra Welfare Tech Invest, men denne investering kræver, at der syndikeres med en anden privat investor. Det har foreløbig vist sig umuligt for Flowsion A/S at finde en anden investor, der vil syndikere med Welfare Tech Invest. Dermed kan Flowsion A/S ikke færdigudvikle deres produkt og lancere det på markedet, og virksomheden er truet, hvis ikke finansieringen lykkes med midler, der matcher investeringen fra Welfare Tech Invest.

Kilde: Interview med Hans Jørgen Pedersen fra Flowsion A/S.

Vækstfondens låneprodukt, Vækstlån for iværksættere, der retter sig mod opstartsvirksomheder, stiller krav, som en opstartsvirksomhed ikke nødven-

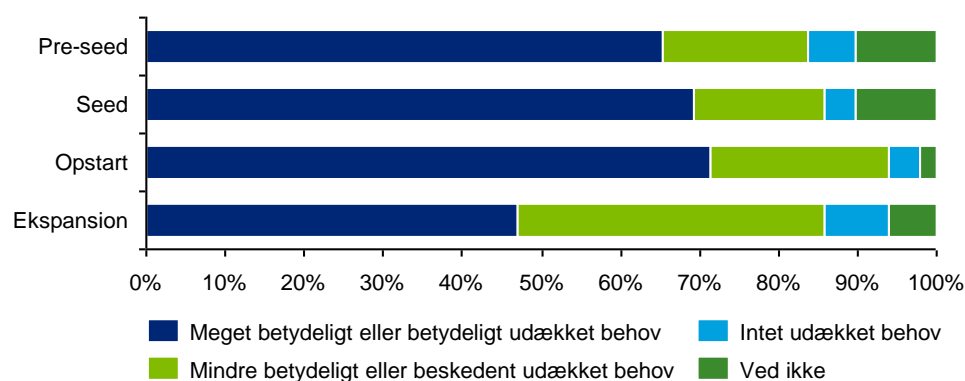
digvis kan honorere. Helt grundlæggende forudsættes en tilbagebetalingsevne, som en opstartsvirksomhed ikke nødvendigvis har eller vil få i de første år. Endvidere forudsættes hos Vækstfonden, at der er en omsætning, og at virksomheden kan stille med privat medfinansiering og personlig kaution. Lånet skal endvidere som minimum udgøre 2 mio. kr.¹⁷

Vækstfondens produkt retter sig dermed ikke grundlæggende mod behovet for tålmodig, risikovillig kapital, som opstartsvirksomheden har behov for. Vækstfondens produkter ligger senere end der, hvor der er et gap.¹⁸

Behov for tålmodig kapital

Deloitte's spørgeskemaundersøgelse med alle markedsaktører, der formidler kapital til vækst og innovation i opstartsvirksomheder og mindre virksomheder¹⁹, indikerer, at markedsaktørerne vurderer kapitalbehovet lige så påtrængende og som et lige så betydeligt problem som i seed-faserne, hvor der traditionelt er et betydeligt gap, jf. figur 21.

Figur 21. Vurdering af, hvor stort et udækket behov for risikovillig kapital til bæredygtige vækst- og innovationsprojekter der eksisterer i opstartsvirksomheder per fase (procent)



Kilde: Deloitte's spørgeskemaundersøgelse.

N: 49.

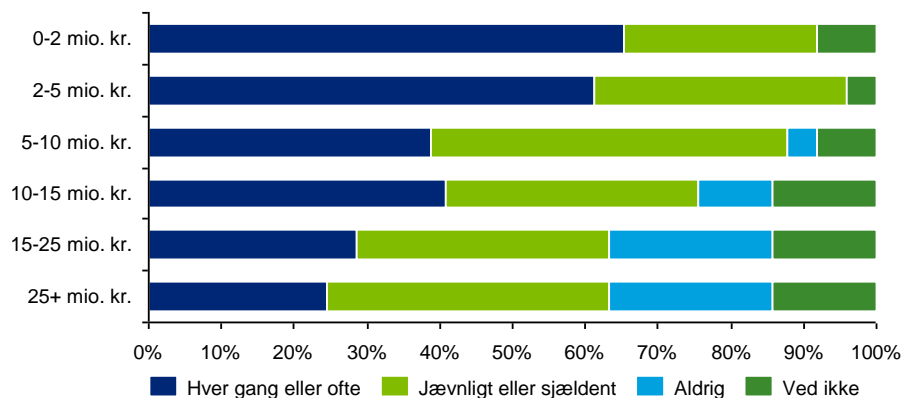
Behovet kan variere betydeligt med sektor og konkret forretningsmodel, jf. figur 22.

¹⁷ Vækstfonden (2014).

¹⁸ Det var Udvalget vedrørende risikovillig kapital, jf. Erhvervs- og Vækstministeriet (2010: 8), der i sin tid anbefalede at etablere Vækstlån til "potentielle vækstvirksomheder i segmentet umiddelbart efter innovationsmiljøerne". Det forudsættes i lånene, at iværksætterne er længere, end de ofte er fra innovationsmiljøerne, og derfor er der i dag tilsyneladende stadig et gap.

¹⁹ Se bilag for en nærmere beskrivelse af spørgeskemaundersøgelsen og metodiske forbehold.

Figur 22. Vurdering af, hvor ofte der eksisterer et udækket behov for risikovillig kapital til bæredygtige vækst- og innovationsprojekter i opstartsvirksomheder (procent)



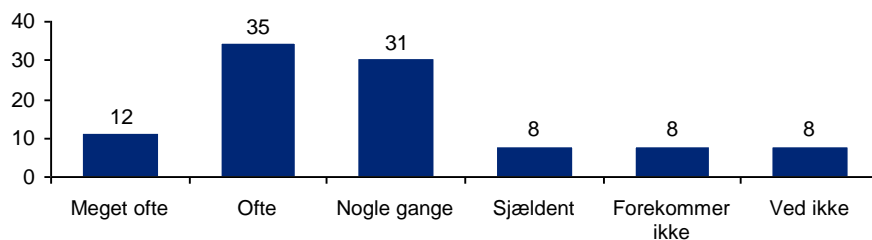
Kilde: Deloitte's spørgeskemaundersøgelse af behov for kapital (2014).

N: 87/49.

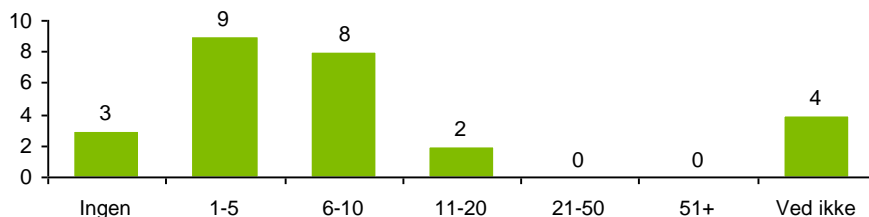
Det forekommer hyppigst, at behovet ligger mellem 0 og 5 mio. kr. Det afspejler formentlig, at der kan være vidt forskellige omkostningsdrivende aktiviteter, der kan bidrage til, at virksomheden i denne fase får et positivt cashflow.

Det er undersøgt nærmere, hvor ofte det forekommer, at markedsaktørerne ikke kan finansiere projekter hos opstartsvirksomheder i det omfang, de gerne ville, hvor mange projekter det drejer sig om på årsbasis, og hvor stort et samlet udækket behov det drejer sig om. Resultatet fremgår af figur 23, 24 og 25.

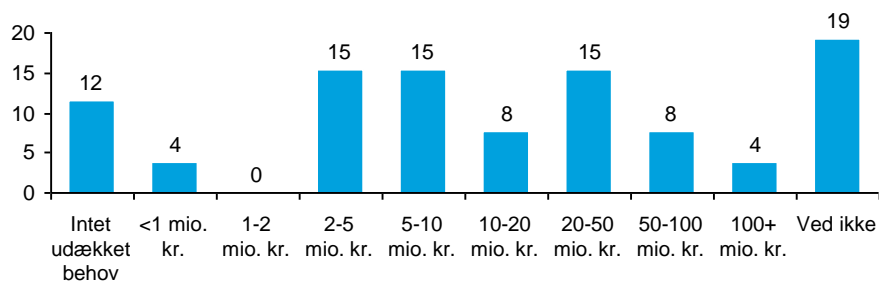
Figur 23. Oversigt over, hvor ofte det forekommer, at markedsaktørerne ikke kan finansiere vækst- og innovationsprojekter i opstartsvirksomheder i det omfang, de gerne ville (procent)



Figur 24. Oversigt over, hvor mange projekter det drejer sig om på årsbasis, som det ikke er muligt for markedsaktørerne at finansiere i det omfang, de gerne vil (antal)



Figur 25. Oversigt over, hvor stort et samlet udækket kapitalbehov der er tale om til projekter, som markedsaktørerne ikke har været i stand til at dække (procent)



Kilde: Deloitte's spørgeskemaundersøgelse af behov for kapital (2014).

N: Ikke kan finansiere: 26. Projekter på årsbasis: 26. Udækket kapitalbehov: 26.

Næsten halvdelen af de markedsaktører, der finansierer opstartsvirksomheder, oplever ofte, at de ikke i tilstrækkeligt omfang kan investere i opstartsvirksomheder, jf. figur 23.

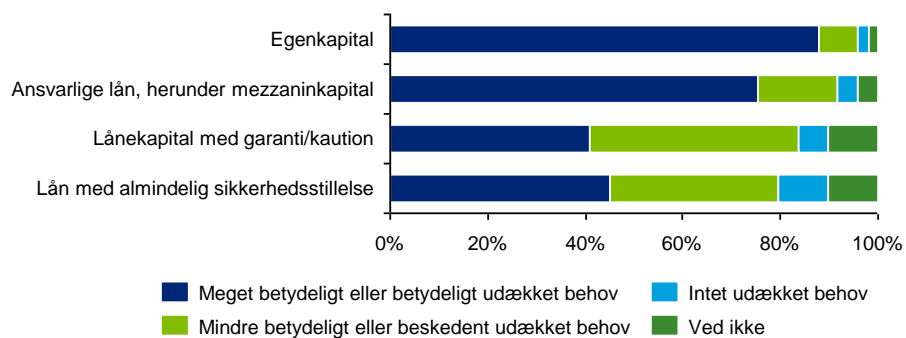
Det drejer sig om et betydeligt antal projekter på årsbasis – 100+ projekter – som aktørerne gerne ville tilføre mere kapital, end de er i stand til, jf. figur 24. Det tal er dog alene et indikativt tal for behovet og potentialet. Tallet har imidlertid en størrelsesorden, der tyder på, at behovet er betydeligt.

Spredningen på finansieringsbehovet, jf. figur 25, indikerer, at der er projekter i vidt forskellige sektorer med meget forskellige kapitalbehov.

Behov for tålmodig kapital til opstartsvirksomheder

Spørgeskemaundersøgelsen og Deloitte's interview peger på, at der er behov for tålmodig kapital i form af enten egenkapital eller ansvarlige lån, jf. figur 26.

Figur 26. Vurdering af, hvor stort et udækket behov for risikovillig kapital til bæredygtige vækst- og innovationsprojekter der eksisterer i opstartsvirksomheder per kapitaltype (procent)



Kilde: Deloitte's spørgeskemaundersøgelse af behov for kapital (2014).

N: 49.

I interview er det understreget, at stifterne kan være forbeholdne overfor at søge egenkapital, hvis de allerede gennem innovationsmiljøer og private investorer har solgt ejerandele. Begrundelsen er typisk, at stifterne risikerer at blive yderligere udvandet i deres ejerandele. Derved vil deres mulige *upside* af deres egen investering bliver mindre på et senere tidspunkt, hvis virksomheden sælges eller købes op. Det er blandt andet også derfor, at flere af

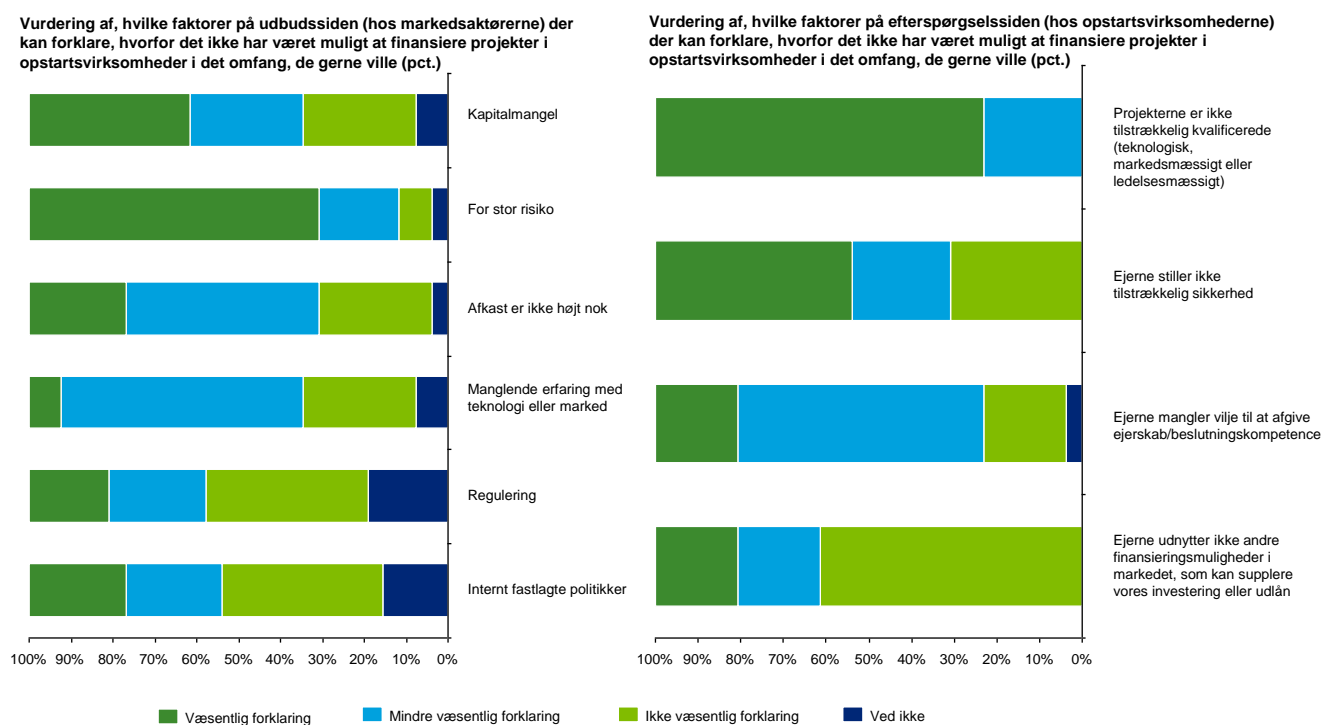
de eksisterende fonde, blandt andre Nupark Accelerace, Welfare Tech Invest, Accelerace Invest og CAPNOVA, anvender ansvarlige lån. Disse lån betyder, at virksomheder ikke straks skal afdrage på lånet, da der typisk anvendes oprullede renter og en løbetid på 5-6 år. Det er således tålmodig kapital, der kan hjælpe virksomhederne med investeringer og endvidere bidrage til, at virksomhederne får en bedre soliditet, så de kan få adgang til supplerende bankfinansiering.

Behov for kvalificering af projekter for at minimere risiko

En væsentlig forudsætning for, at private aktører vil gå med i investeringer i opstartsvirksomheder, er, at den asymmetriske information mellem virksomhed og investor om virksomhedens indtjeningspotentiale kan afhjælpes bedst muligt. Private investorer, der co-investerer med regionale fonde i dag, og som Deloitte har interviewet, har understreget, at trænings- og forretningsudviklingsforløb, som virksomheder gennemgår for eksempel i et Accelerace-forløb, bidrager til at afklare virksomhedens potentiale og også forbereder virksomheden til at eksekvere vækstplanen. Set fra investorens synsvinkel er det en meget værdifuld screeningproces, hvor investoren med meget få omkostninger får mulighed for at udvælge egnede investeringsemner og minimere risikoen ved at få kvalificeret projekterne.

Det er tydeligt, at det netop er risikoen og kvalificeringen af projekterne, der er centrale faktorer for markedsaktørerne. Når markedsaktørerne i spørgeskemaundersøgelsen er blevet bedt om at vurdere betydningen af forskellige faktorer, der er årsag til, at det ikke har været muligt at finansiere projekter i det omfang, de gerne ville, giver de udtryk for, at der på investorsiden er en meget betydelig risiko, der hindrer finansieringen, og på virksomhedssiden er en utilstrækkelig kvalificering af projekterne, der mangler finansieringen, jf. figur 27. Over halvdelen af respondenterne angiver risikoen som en meget væsentlig faktor. En endnu større andel angiver kvalificeringen af projekterne som en væsentlig forklaringsfaktor.

Figur 27. Markedsaktørernes vurdering af faktorer på udbuds- og efterspørgselssiden, der har betydning for finansieringen af projekter hos opstartsvirksomheder



Kilde: Deloitte's spørgeskemaundersøgelse af udekkeede behov for risikovillig kapital til vækstprojekter i opstartsvirksomheder og små og mellemstore vækstvirksomheder (2014).

N: Udbudssiden: 26. Efterspørgselssiden: 26.

De to faktorer – risikoen på investorsiden og kvalificeringen af projektet på virksomhedssiden – spejler sig. Risikoen er større, jo mindre kvalificeret projektet er. Omvendt kan en kvalificering bidrage til at begrænse risikoen.²⁰

I enkelte interview er der sat spørgsmålstegn ved, om Accelerace-forløbene bør være obligatoriske for at få adgang til finansiering. Det er blandt andet fremhævet, at hvis for eksempel Accelerace Invest primært er etableret for at imødekomme kapitalbehovet, er det nødvendigt, at forløbene er obligatoriske, for at virksomhederne kan få adgang til kapitalen. Desuden anføres det, at det reelt kun giver få virksomheder adgang til at få finansiering gennem Accelerace Invest, da der sker en fravælgelse af flertallet. Men for hver virksomhed, der deltager i et egenbetalt forløb, er investeringen stor.

Det vurderes dog, at investorerne vil skulle tage en meget stor risiko ved at investere i opstartsvirksomheder, der endnu ikke har et klart proof of business og har en vækstplan, der ikke er tilstrækkelig kvalificeret. Det vurderes derfor, at det alt andet lige vil være sværere at få EU-finansieringen til at fungere som løftestang for private investeringer, hvis der ikke indgår et træningsforløb. Nogle private investorer i de nuværende regionale fonde har i interview givet udtryk for, at det er en forudsætning for deres investeringer i

²⁰ Der foreligger desværre ikke undersøgelser af, hvad Accelerace-forløbene betyder i forhold til kvalificeringen af projekter for succes med vækstplanen og fondens resultater.

projekter, at der er gennemført Accelerace-forløb forinden, hvor investerings-emner er blevet screenet. Ud over at forløbet tjener til at få et dybt indblik i forretningspotentialet, reducerer forløbet også en investors omkostning betydeligt. Alternativet er en due diligence-proces, som det kendes fra venture-selskaberne. Det er en omfattende og omkostningstung proces. Det vil investorer i forbindelse med så små investeringer næppe afholde. Betalingsmodellen i Accelerace-forløbet er, at deltagerne typisk betaler gennem et lån, der ydes fra Accelerace, og som senere kan indgå som en del af Acceleraces investering.²¹

Som det behandles nærmere i kapitel 4 peger evidens fra studier af fonde i blandt andet Storbritannien entydigt på, at kvalificeringen af virksomheder og projektet er en afgørende og kritisk faktor for den efterfølgende succes. Netop ved opstartsvirksomheder, hvor risikofaktoren er så høj, giver det god mening, at kvalificeringen sker som led i en screeningproces for at kunne vurdere projektet rigtigt. Det er et redskab til at imødegå markedsfejl vedrørende asymmetrisk information, der gælder for vækstiværksættere.

3.4. Gap III vedr. egenkapital til mindre vækstvirksomheder

Analysen har identificeret et tredje gap i markedet. Det er i forhold til at tilvejebringe egenkapital eller anden tålmodig vækstkapital til etablerede mindre virksomheder, der er eller har potentiale til at være vækstvirksomheder. Gappet er forårsaget af forhold på både udbudssiden og efterspørgselssiden. Mere grundlæggende konstateres det, at der er et uudviklet kapitalmarked i forhold til finansiering af vækst i mindre virksomheder.

Gappet vedrører de mindre virksomheder, der har mærket kreditklemmen, og som man fra regeringens og Vækstfondens side har forsøgt at hjælpe med en række nye produkter, der primært styrker formidlingen af fremmedkapital og i begrænset omfang egenkapital til disse virksomheder.

Situationen: De mindste virksomheder i kreditklemme

Virksomheder har vanskelighed med at få adgang til kapital på markedet, hvis deres finansielle nøgletal ikke lever op til de krav, som bankerne stiller for at yde lån, eller de ikke kan stille tilstrækkelig sikkerhed, jf. kreditklemmen.

Det er veldokumenteret, at der er tale om et egenkapitalproblem, der er årsag til kreditklemmen, jf. kapitel 2. Ved dårlige nøgletal kan både mindre og større virksomheder have problemer med at opnå finansiering, men mindre virksomheder kan være hårdere ramt. Det indikeres af, at virksomheder oplever

²¹ Betalingsmodellen i Accelerace-forløbet er, at deltagerne typisk betaler gennem et lån, der ydes fra Accelerace, og som senere kan indgå som en del af Acceleraces investering. Investorer, der har investeret i virksomheder, som har gennemført Accelerace-forløb, har dog fortalt, at de ikke er villige til at "betale" for konsulentbistanden i Accelerace-forløbet, hvis forløbet figurerer som en del af investeringen i virksomheden og dermed i værdisættelsen.

kreditsituationen som forværret, og at flere SMV'er oplever at få afslag på låneansøgninger. I boks 5 er beskrevet et eksempel på en mindre virksomhed med finansieringsudfordringer.

Boks 5. Cotes A/S – vækststrategi skulle realiseres med egenkapital udefra

Cotes A/S er en mindre, dansk virksomhed lokaliseret i Skælskør med ca. 50 ansatte, der har eksisteret siden 1986. Virksomheden laver affugtere og affugtningsystemer, der kører på termisk energi i stedet for el, til bl.a. industrielle tørreprocesser og vindmøller.

Virksomheden er et eksempel på, at svingende nøgletal gør det svært at finansiere vækstplaner, og hvor risikovillig, tålmodig kapital udefra kan være løsningen til at realisere planen og styrke virksomheden kapitalmæssigt.

Cotes A/S ønskede i 2009-2010 i forbindelse med et generationsskifte at gennemføre en strategisk fokusering af virksomheden og implementere en vækststrategi. Det krævede investeringer, bl.a. i produktudvikling, salg og markedsføring. Virksomheden ønskede kapital udefra, fordi virksomheden kun ville realisere planen med egen hjælp i et meget langsomt tempo.

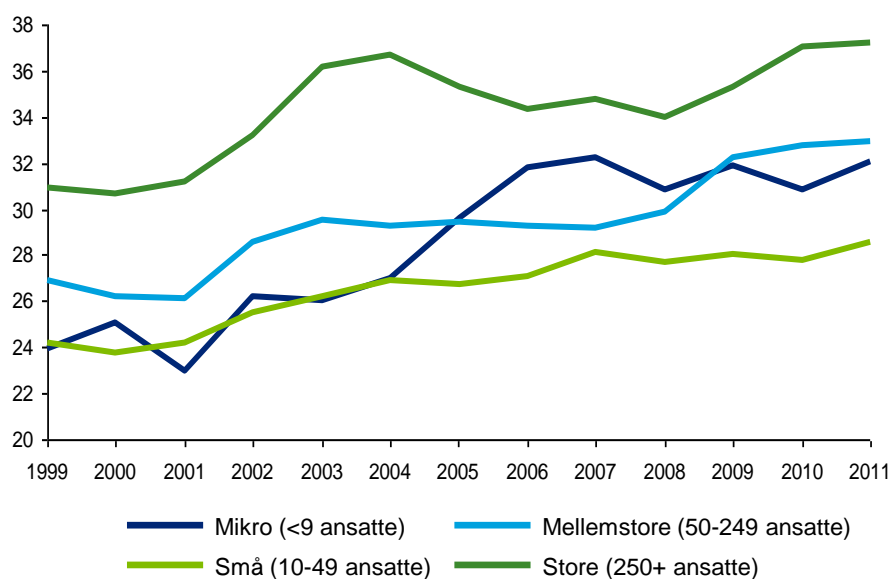
Virksomheden kunne ikke hente kapitalen i banken grundet nogle års svingende nøgletal og for lav indtjening. Cotes A/S havde derfor møder med en række private investorer, der krævede høje ejerandele i forhold investeringen og stillede andre krav, som ikke flugtede med ejerens ambitioner. Det lykkedes virksomheden at få en større investering fra CAPNOVA, som dermed har hjulpet virksomheden med at udvikle produkter samt styrke virksomhedens markedsføring og salg. Virksomheden havde i 2009 et par ingeniører inklusive den daværende direktør og har i dag en ph.d'er, 7 ingeniører samt andet personale med lange videregående uddannelser. Virksomheden har med den eksterne tålmodige kapital fra CAPNOVA og virksomhedens egne midler fortsat et højt investeringsniveau. Denne vækstplan ville efter alt at dømme ikke have realiseret sig i det omfang og med den faktiske hastighed, hvis ejeren havde taget privat ind. I de kommende år forventes det, at virksomheden skal realisere en højere indtjening.

Kilde: Interview med Thomas Rønnow fra Cotes A/S.

Det er således i højere grad de små virksomheder, der efter krisen står med en lavere soliditet og dermed har en mindre polstring i forhold til selv at kunne finansiere vækst og opnå fremmedkapital. Mens medianvirksomheden blandt de store virksomheder har en soliditetsgrad på 36 procent, ligger den for den mindre medianvirksomhed cirka 10 procentpoint lavere, på cirka 27 procent – og på et konstant niveau siden finanskrisen, jf. figur 28.²² Som det også fremgår af figuren, er mikrovirksomheder og de små virksomheder indtil 50 ansatte i mindre grad blevet konsolideret efter krisen sammenlignet med de større virksomheder. De har ikke i samme omfang som de store virksomheder kunnet forbedre soliditetsgraden gennem optimeringer og tilpasninger i organisationen.

²² At mikrovirksomhederne har en højere soliditet end de små virksomheder, som det fremgår af figuren, tyder på, at mikrovirksomheder har sværere ved at opnå gældsfinansiering.

Figur 28. Udviklingen i medianvirksomhedens soliditetsgrad, 1999-2011

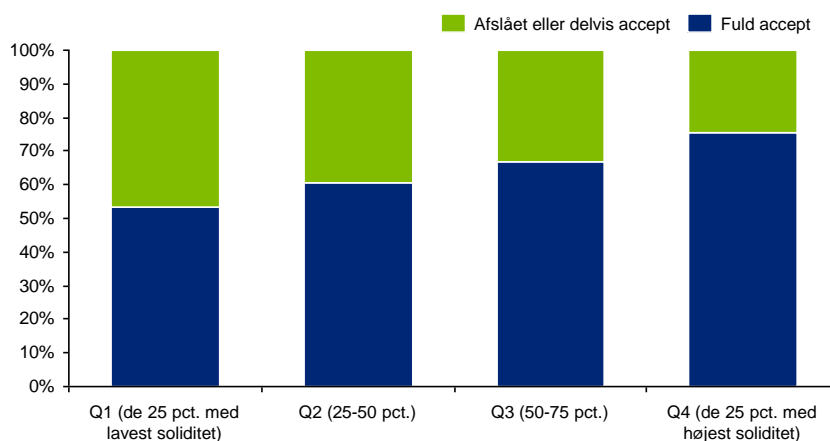


Kilde: Erhvervs- og Vækstministeriet (2013).

Netop mikrovirksomheder og mindre virksomheder kan med en mindre polstring på den ene side have vanskelighed med at finansiere vækst selv og på den anden side opnå fremmedfinansiering til væksten.

Finansrådets egne beregninger viser, at der for de mindre virksomheder er et tydeligt mønster mellem soliditet og opnåelse af banklån. Udfaldet af låneansøgninger påvirkes af soliditet. Blandt de 25 procent med lavest soliditet fik lidt over 50 procent ja til låneansøgningen. For de 25 procent med den bedste soliditet fik cirka 75 procent ja til låneansøgningen, jf. figur 29.

Figur 29. Udfaldet på låneansøgninger fra små virksomheder



Kilde: Finansrådet (2014) baseret på data fra Danmarks Statistik.

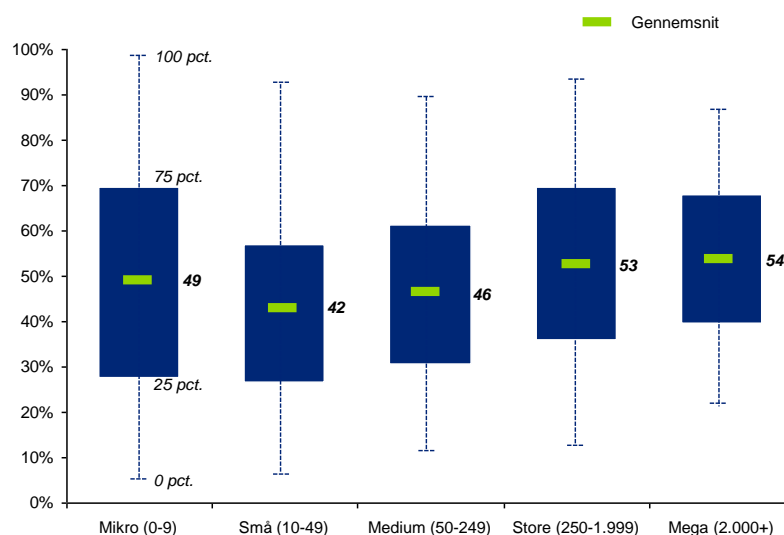
Note: Tallene er baseret på 188 virksomheder med 5-9 ansatte, der ansøgte om lånefinansiering i 2009/2010. Den samlede undersøgelse dækkede en stikprøve på omkring en fjerdedel af SMV-segmentet.

Mindre virksomheder kan i højere grad end større virksomheder opleve, at de finansielle nøgletal for virksomheden fluktuerer. Hvis en mindre virksomhed

har været inde i et vækstforløb, der har tæret på egenkapitalen, eller af andre grunde har oplevet udsving i forretningen, kan den sammenlignet med en større virksomhed risikere, at det hurtigere slår ud på virksomhedens nøgletal og betyder, at den står med et regnskab, der er mindre positivt i forbindelse med bankens kreditvurdering.

Det gælder således også for segmentet af de mindste virksomheder, at de i langt højere grad har en større spredning i soliditeten end større virksomheder, jf. figur 30.

Figur 30. Soliditet for forskellige virksomhedssegmenter



Kilde: Copenhagen Economics (2014) baseret på data fra Experian.

Note: Figuren viser fordelingen af soliditet på virksomhedsniveau. 0 procent svarer til virksomheden indenfor segmentet med lavest soliditet, mens 100 procent viser soliditeten for den mest polstrede virksomhed indenfor segmentet. 25 procent og 75 procent viser, når virksomhederne er sorteret efter soliditeten, henholdsvis den øvre og den nedre polstring for 25 procent af populationen.

Bankernes stramning af kreditpolitikken kan også i særlig grad ramme de mindre virksomheder. Med Basel III er bankerne blevet stillet overfor strammere kapitalkrav, der betyder, at bankerne selv skal opbygge mere egenkapital. Det lægger et pres på bankernes indtjeningskrav for at forrente denne egenkapital.

De skærpede regulatoriske krav til bankerne har ifølge interview betydning for kreditpolitikken. Det fortælles, at i praksis er kreditpolitikken strammet, og bankerne i højere grad skeler til de indtjeningsmuligheder, som låneengagementerne kan give. Dette kan skubbe bankernes interesser i retning af at prioritere større virksomheder i bankernes udlånsaktivitet. Samtidig kan reguleringens krav om solvens betyde, at bankerne ikke vil acceptere samme risiko, fordi mere risiko betyder en større kapitalbinding for bankerne.

Eksisterende initiativer adresserer kreditklemmen, men ikke det bagvedliggende egenkapitalproblem

Kortlægningen af finansieringsinstrumenter viser for det første, at der er iværksat en række offentlige initiativer, blandt andet Vækstfondens lån, der adresserer det forhold, at det er et problem for mindre virksomheder at få lån

til vækst. Det er imidlertid ikke sikkert, at initiativerne adresserer egenkapitalproblemet i segmentet af etablerede mindre virksomheder. Kortlægningen viser for det andet, at der i meget begrænset omfang er et marked i øvrigt for egenkapital eller tålmodig lånekapital til etablerede mindre virksomheder.

Vækstfondens produkter har tilsyneladende imødekommet en efterspørgsel efter finansiering, som det ikke er lykkedes virksomhederne at få i bankerne efter krisen. Som det fremgik af kapital 2, har der være en voldsomt stigende efterspørgsel efter Vækstfondens produkter – også skubbet på vej af offensiv markedsføring.

Vækstfondens låneprodukt er typisk efterstillet banklån og tager dermed en større risiko. Lånene indgår i en samlet finansieringsløsning, hvor der også indgår lån fra banken. I tilfældet med kautioner forestår banken kreditvurderingen. Vækstfonden kan kautionere op til 75 procent af bankens samlede engagement af kautioner (ikke på den enkelte kaution). Det tilskynder indirekte til, at bankerne underlægger virksomhederne en hel traditionel kreditvurdering i virksomhedens nøgletal og historik. Efter det oplyste er det også det, der sker: Banken gennemfører i praksis en normal kreditvurdering, men kautionen kan betyde, at banken samlet set vil være villig til at påtage sig en lidt større risiko i sin portefølje end ellers. Det kan således have taget toppen af en stramning i kreditpolitikken drevet af reguleringen og indtjeningskrav.

Ved Vækstlån på over 2 mio. kr. adresserer Vækstfonden også gappet med hensyn til vækstfinansiering. Ved Vækstlån vil virksomheden typisk ikke have tilstrækkelig sikkerhed til at opnå det fulde beløb i banken. Men Vækstlån forudsætter en "fornuftig regnskabsudvikling" og en fornuftig soliditet. Vækstfonden tager endvidere 2. prioritetspant i sikkerheder og kræver en parallel afvikling af lånet samtidig med banklån. Vækstfonden får dermed som banken andel i likviditetsflowet hos virksomheden. Renten ligger over bankens rente, da Vækstfonden tager en højere risiko. Lånet træder tilbage for almindelige banklån vedrørende periodens betaling af renter og afdrag.

Den højere rente, som Vækstfonden tager, betyder, at virksomheden maksimerer lånoptagelsen i banken for at begrænse de højere låneomkostninger hos Vækstfonden. Den højere rente mindsker også risikoen for, at Vækstfondens lån skaber et dødvægtstab i forhold til udlån, som markedet ville kunne håndtere.

Hvis virksomheden ikke kan opvise en tilstrækkelig fornuftig soliditet til at kunne opnå lån hos Vækstfonden, fører dialogen med Vækstfonden typisk til, at virksomheden opfordres til at komme igen, når soliditeten er forbedret.

Vækstfonden har et enkelt produkt, der kan siges direkte at adressere egenkapitalproblemet. Det er fondens ansvarlige lån, der imidlertid i mindre omfang er markedsført og efterspurgt. Det oplyses, at der er foretaget cirka 20 udlån af de ansvarlige lån. Potentielt kan dette produkt være en del af svaret på gappet.

Vækstfondens krav for at yde et ansvarligt lån er, at virksomheden står overfor umiddelbare investeringsmuligheder, der kan generere likviditet. Der kræves ikke pant, og lånet er efterstillet anden gæld. Det ansvarlige lån fungerer dermed som en egenkapital og vil betyde, at virksomhedens kreditrating i forhold til en bank vil blive forbedret, og det kan derved bane vejen for, at virksomheden kan få lån i banken og på bedre vilkår, end den ellers ville kunne. Vækstlånet er typisk ydelsesfrit i to år og har en løbetid på 6-7 år og en rente på 13-14 procent.

Vilkår for produkter

Rådgivere har i interview anført, at Vækstfondens lånebetingelser er ligesom bankernes, og at kravene opleves som restriktive. Det er også anført, at Vækstfondens ansvarlige lån er "meget dyre", og kravene er høje, og at dette er et problem for adgangen til dem. Det vil dog være et samfundsøkonomisk problem, hvis Vækstfonden udbød produkter, der var billigere, end markedet ville prissætte dem ved samme risiko. Hermed ville Vækstfonden forvride markedet og potentielt skabe et dødvægtstab.

Nordjysk Lånefond og Finance Zealand er to eksempler på parallelle regionale finansieringsinstrumenter, der udbyder lån på vilkår, der ikke er markedsvilkår. For eksempel er Nordjysk Lånefonds lån såkaldte rentelette lån p.t. på 4 procent. Finance Zealand vurderes også at tilbyde lempeligere vilkår end for eksempel Vækstfondens ansvarlige lån. Andre regionale fonde kan også have vilkår, der er rentelette i forhold til markedets niveau.

Det grundlæggende og principielle rationale for at etablere finansieringsinstrumenter som også fremhævet i kapitel 1²³ er imidlertid ikke, at vilkårene skal være lempeligere end markedets. Finansieringsinitiativerne skal ved at adressere markedesfejl, der hindrer kapitalformidling, bane vejen for, at markedet kan fungere optimalt. Konkret er det imødegåelsen af et strukturelt egenkapitalproblem og et fremmedkapitalproblem, der eksisterer i forhold til mindre virksomheder, der kan bane vejen for, at virksomhederne kan få adgang til finansiering på bedre vilkår. For regionerne vil det handle om, at virksomheder med en god vækstcase kan få finansiering, der kan styrke deres kapitalgrundlag.

De eksisterende nationale initiativer, der er taget i kølvandet på krisen, peger med undtagelse af Vækstfondens ansvarlige lån helt overvejende i retning af, at det er klemmen på kreditgivningen med fremmedkapital, der har været i fokus, og som man har ønsket at adressere. Det er i begrænset omfang tilgangen til egenkapital eller egenkapital lignende langfristet og tålmodig lånekapital, der er blevet fremmet. Dette på trods af at adskillige analyser, inklusive denne gapanalyse, peger i retning af, at de mindre virksomheders finansieringsudfordringer i høj grad skyldes egenkapitalproblemer. De regionale initiativer, der har opereret med tålmodig, risikovillig kapital, er imidlertid i

²³ Udgangspunktet for Deloitte's analyse er, at finansieringsinstrumenter, der adresserer gaps, skal være på markedsvilkår.

denne sammenhæng meget små med eksempelvis 15 mio. kr. i Finance Zealand.

Markedet tøver i forhold til mindre virksomheder med vækstpotentiale

Det kan endvidere konstateres, at der er meget få markedsaktører, der tilbyder egenkapitalfinansiering eller egenkapitalignende finansiering i markedet til mindre virksomheder i segmenter med 10-50 ansatte.

Vækst-Invest Nordjylland er et eksempel på en fond, der på et kommercielt grundlag og med afsæt i et geografisk afgrænset område i det nordlige Jylland investerer egenkapital i mindre produktions- og handelsvirksomheder med en omsætning ned til 20 mio. kr. Uddybende fakta om fonden fremgår af boks 6. Der er flere investorer, der som Vækst-Invest Nordjylland går ind i segmentet af mindre og mellemstore, etablerede virksomheder, blandt andre Jysk-Fynsk Kapital i Hedensted og Industriudvikling.

Boks 6. Vækst-Invest Nordjylland ser et stort marked og et stort behov

Vækst-Invest Nordjylland investerer i etablerede, mindre og mellemstore jyske virksomheder med en omsætning på 20-150 mio. kr. Fokus er på modne virksomheder, som har et vækstpotentiale eller for eksempel står over for et generationsskifte.

Bag fonden står følgende aktionærer Spar Nord Bank, Nykredit, Nordjyske Bank, Sparekassen Vendsyssel, Jutlander Bank, Nørresundby Bank, Den Jyske Sparekasse, AP Pension og Vækstfonden. Vækst-Invest Nordjylland har 2 ansatte og et kapitaltilsagn på 100 mio. kr., hvoraf der er investeret cirka 60%.

Fonden er ofte med til at sætte et nyt ledelses- og investorteam i eller omkring virksomheden med en stærk branchespecifik kompetence. Fonden betragter sig selv som problemløser i forbindelse med generationsskifte i en virksomhed.

Fonden investerer typisk 4-10 mio.kr. per investering Fonden vurderer 30-40 virksomheder og foretager 2-3 investeringer om året. Investeringshorisonten er 5-8 år inden exit. Foreløbig har fonden foretaget to exits og har pt. en portefølje på 11 virksomheder.

Fonden ser et stort marked for investeringer i mindre og mellemstore virksomheder og dermed et stort kapitalbehov som ikke dækkes i markedet i dag. Investeringer i mindre og mellemstore virksomheder, som dem Vækst-Invest Nordjylland foretager, kan medvirke til at realisere et vækstpotentiale i mindre og mellemstore virksomheder i Danmark.

Et vigtig forklaring på Vækst-Invests succes er deres særlige praktiske, problemløsende tilgang, nordjysk "beskedenhed", og en stærk regional forankring med opbakning fra lokale aktører.

Kilde: Interview med Lars Bundgaard Sørensen og Søren Mølgaard Kristensen, Vækst-Invest Nordjylland.

Efter det oplyste vil Vækstfonden være villig til at træde ind som investor i fonde på samme måde som i Vækst-Invest Nordjylland, hvis sådanne fonde fungerer på et kommercielt grundlag, og de kan mønstre en stærk regional opbakning og et kompetent team. En analyse foretaget af Vækstfonden i samarbejde med Væksthus Sjælland viser, at der findes et stort antal virksomheder i de andre regioner, der har tilsvarende karakteristika som det segment, Vækst-Invest Nordjylland fokuserer på.²⁴ Analysen peger dermed på, at der er et dealflow-potentiale, som lignende fonde i andre regioner kunne baseres på i det rigtige setup. Forudsætningen herfor er imidlertid netop, at der er aktører, der vil gå ind og etablere sådanne fonde.

²⁴ Vækstfonden og Væksthus Sjælland (2011).

Deloitte's kortlægning har vist, at der findes enkelte nye aktører, der har som målsætning at tilbyde anden, tålmodig vækstkapital, blandt andet i form af efterstillet, ansvarlig lånekapital. Det drejer sig for eksempel om Langfristet Erhvervsfinansiering.

Andre nye aktører bevæger sig ind på bankernes marked og søger at udvikle et alternativt, supplerende marked til bankerne i forhold til lånefinansiering af mindre virksomheder. Der er aktører som for eksempel Lendino, der udbreder crowdfunding-lignende produkter, og som vurderer, at der er et meget betydeligt marked for nye produkter og aktører, der gennem hurtigere og bedre service og konkurrencedygtige vilkår kan opnå en stor markedsandel hos mindre virksomheder, der møder problemer i banken.

Det kan foruden fokus på egenkapital til mindre virksomheder også være en målsætning i sig selv at fremme alternative markeder for finansiering til mindre virksomheder, fordi det kan øge konkurrencen i markedet i forhold til Vækstfonden og de etablerede banker i forhold til både vilkår og service.

Barrierer på efterspørgselssiden

I lighed med opstartsvirksomheder kan der være forhold på efterspørgselssiden hos mindre virksomheder, der kan være anledning til, at der er markedsfejl, og som dermed kan være årsag til, at der eksisterer et gap i kapitalformidlingen.

På det mest fundamentale niveau kan der være en manglende grundlæggende forståelse af værdien af at få (vækst)kapital ind og især egenkapital eller egenkapital-lignende lånekapital. På et andet niveau kan det dreje sig om at acceptere at afgive indflydelse for at kunne imødekomme krav, som investorer stiller. Et tredje niveau kan have at gøre med kendskab til og viden om de finansieringsmuligheder, der findes. Et yderligere aspekt kan handle om at være i stand til at præsentere virksomheden og vækstplanerne overfor investorer og banker på en måde, der giver dem et tilstrækkelig indblik i planerne og risikoen, der er involveret. Der kan også være mere barrierer som udspringer af manglende kendskab til de finansieringsinstrumenter, der findes.

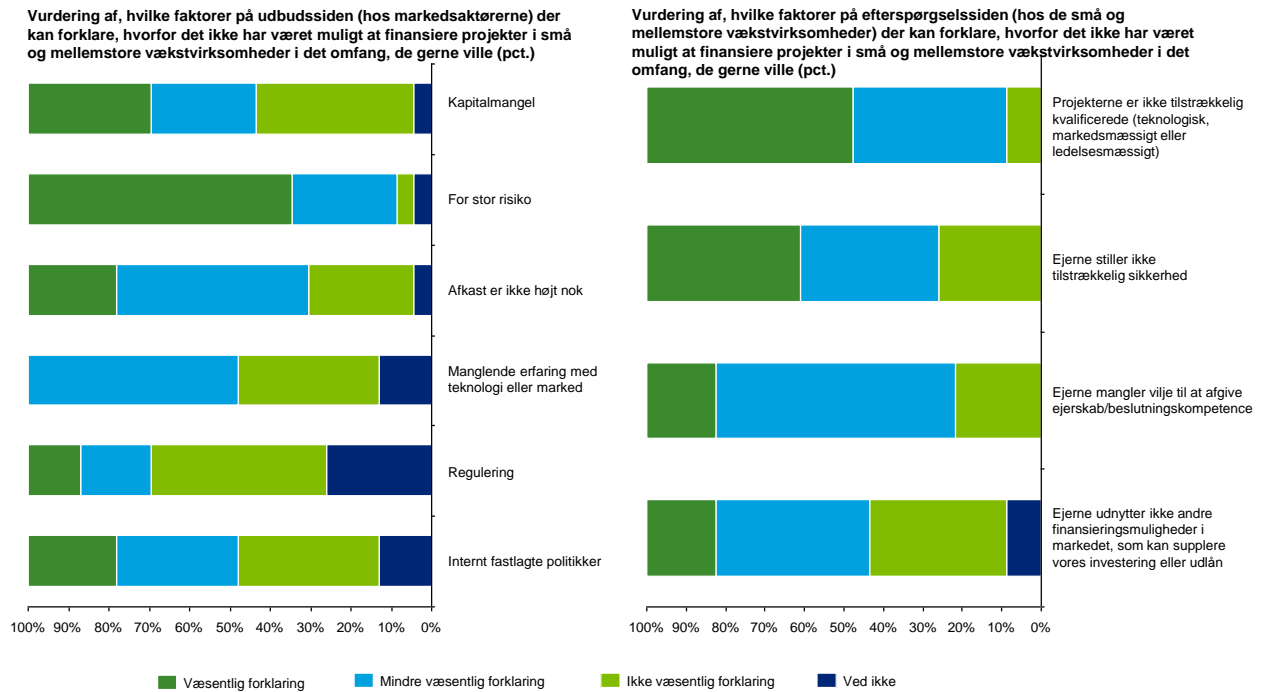
Spørgeskemaundersøgelsen, som Deloitte har gennemført med markedsaktører, der finansierer vækst i mindre virksomheder, har afdækket betydningen af en række af disse faktorer. Markedsaktørerne vurderer, at det er kvalificeringen af projektet samt ejernes evne til selv at stille tilstrækkelig sikkerhed, det vil i realiteten sige polstringen af virksomheden, der har størst betydning for, at de mindre virksomheder ikke kan finansieres i det omfang, som de gerne ville.²⁵

På udbudssiden er det risikoen, der er den primære årsag til, at finansieringen er mere begrænset end ønsket. Sammenlignet med barrierer for investere-

²⁵ Det skal nævnes, at besvarelsene fra markedsaktører ikke kan differentieres mellem aktører, der primært investerer egenkapital og lånekapital. Hovedparten af besvarelsene er dog fra aktører, der tilbyder lånekapital. Dette kan forklare, at afgivelsen af ejerskab og beslutningskompetence ikke anses for en væsentlig faktor for kapitalformidlingen.

ringer hos vækstiværksætterne gør det sig i mindre omfang gældende hos de mindre virksomheder, at investors manglende erfaring med virksomhedens marked eller teknologi er en barriere. Dette ses i mindre omfang som en begrænsende faktor, jf. figur 31.

Figur 31. Markedsaktørernes vurdering af faktorer på udbuds- og efterspørgselssiden, der har betydning for finansieringen af projekter hos mindre virksomheder



Kilde: Deloitte's spørgeskemaundersøgelse af behov for kapital (2014).

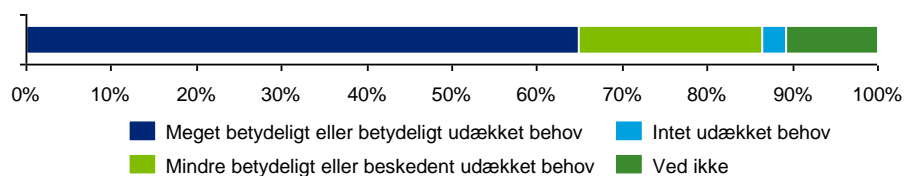
N: Udbudssiden: 23. Efterspørgselssiden: 23.

Vurdering af markedets behov

Gennem Deloitte's spørgeskemaundersøgelse er det undersøgt blandt markedsaktører, hvor stort et udækket behov der er tale om.

Som det fremgår af figur 32, er det cirka to tredjedele af markedsaktørerne, der har deltaget i undersøgelsen, der vurderer, at der er et betydeligt udækket behov.

Figur 32. Vurdering af, hvor stort et udækket behov for kapital til bæredygtige vækst- og innovationsprojekter der eksisterer i små og mellemstore vækstvirksomheder overordnet set (procent)

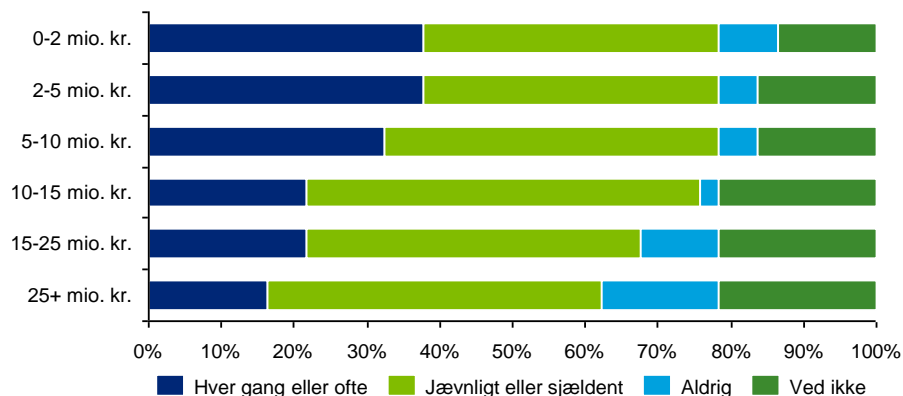


Kilde: Deloitte's spørgeskemaundersøgelse af behov for kapital (2014).

N: 37.

Det kapitalbehov, der hyppigst mødes i markedet, er i størrelsesordenen 0-10 mio. kr. Der er dog også i forhold til dette segment meget stor spredning i kapitalbehovet, jf. figur 33.

Figur 33. Vurdering af, hvor ofte der eksisterer et udækket behov for kapital til bæredygtige vækst- og innovationsprojekter der eksisterer i små og mellemstore vækstvirksomheder (procent)

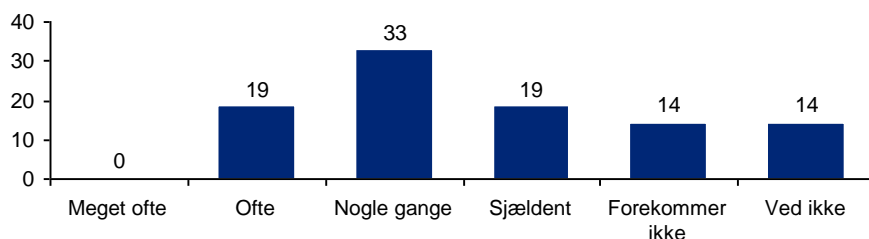


Kilde: Deloitte's spørgeskemaundersøgelse af behov for kapital (2014).

N: Overordnet set: 37. Hvor stort udækket behov: 37. Markedsaktører ikke kan finansiere projekter: 21.

Cirka halvdelen af respondenterne oplever ofte eller nogle gange, at de ikke kan finansiere projekter i mindre virksomheder i det omfang, de gerne ville, jf. figur 34.

Figur 34. Vurdering af, hvor ofte det forekommer, at aktører ikke kan finansiere vækst- og innovationsprojekter i små og mellemstore vækstvirksomheder i det omfang, de gerne ville (procent)

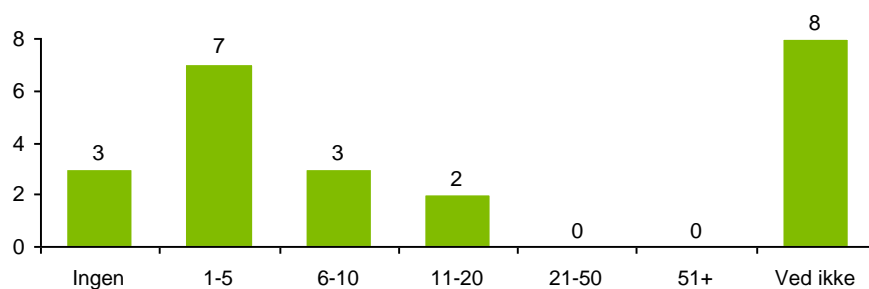


Kilde: Deloitte's spørgeskemaundersøgelse af behov for kapital (2014).

N: 21.

En optælling af, hvor mange projekter der ikke kan finansieres fuldt ud, indikerer, at der er et kapitalbehov, som markedet ikke kan dække. Der er cirka 70+ projekter på årsbasis, som respondenterne angiver ikke at kunne finansiere i det omfang, de gerne ville, jf. figur 35.

Figur 35. Vurdering af, hvor mange projekter det drejer sig om på årsbasis, som det ikke er muligt for markedsaktørerne at finansiere i det omfang, de gerne vil (antal)

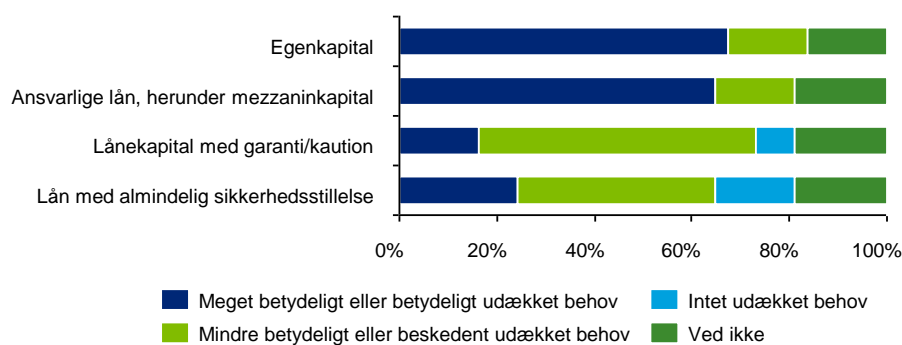


Kilde: Deloitte's spørgeskemaundersøgelse af behov for kapital (2014).

N: 23.

I tråd med analysen peger respondenterne ovenfor på, at problemet for mindre virksomheder ligger i forholdet til tålmodig, risikovillig kapital i form af egenkapital og ansvarlig lånekapital, jf. figur 36.

Figur 36. Vurdering af, hvor stort et udækket behov for kapital til bæredygtige vækst- og innovationsprojekter der eksisterer i små og mellemstore vækstvirksomheder per kapitaltype (procent)



Kilde: Deloitte's spørgeskemaundersøgelse af behov for kapital (2014).

N: 37.

To tredjedele af respondenterne angiver, at der er et meget betydeligt eller betydeligt udækket behov for egenkapital og ansvarlig lånekapital. Besvarelsenerne viser til gengæld, at de eksisterende traditionelle låneinstrumenter i et større omfang imødekommer behovet for denne type kapital. Der er dog stadig omkring en femtedel af respondenterne, der angiver, at der er et behov for forskellige former for lånekapital, der ikke bliver dækket.

3.5. Opsamling på gaps

Det kan konstateres, at der er tre betydelige gaps, der udgør finansielle udfordringer, der ikke adresseres effektivt af finansieringsinstrumenter i markedet.

Der er et gap i forhold til egenkapitalinvesteringer i tidlige faser i investeringstunge sektorer, herunder ikke mindst biotek. Der er behov for tålmodig, meget risikovillig kapital til projekter, der teknologisk og kommercielt er på et tidligt stadie. Da innovationsmiljøerne har trukket sig ud af biotek og er forbe-

holdne overfor cleantech-området, og Seed Capital Denmark som en af de eneste tidlige kommercielle aktører ligeledes har trukket sig ud af de to områder, er der et gap. Der er primært corporate fonde tilbage, der går ind tidligt. Det forventes at se, om Innovationsfonden vil træde ind og finansiere for eksempel biotek.

Gappet kan potentielt få betydning i forhold til kommerciel udnyttelse af forskning.

Det andet gap, der er identificeret, vedrører egenkapital og tålmodig lånekapital til videnbaserede, innovative opstartsvirksomheder, der har en potentiel vækstcase og skal i markedet og vokse. De er på et stadie, hvor banker typisk ikke vil finansiere virksomheden i tilstrækkelig grad, og hvor Vækstfondens låneprodukter ikke dækker. De har en positiv vækstcase, men egner sig ikke nødvendigvis til venturekapital. For ventureinvestorer er det omkostningsfyldt og potentialet for beskedent i forhold til investeringens størrelse at gå ind i dette segment. Samtidig er risikoniveauet højt for private investorer, hvis der ikke er et proof of business eller et andet tilstrækkeligt grundlag for at vurdere forretningspotentialet i virksomheden. Det kan i sig selv udgøre en barriere for kapitaltilførslen, at det vil være forbundet med høje omkostninger for den enkelte investor at afdække forretningspotentialet tilstrækkeligt. Gappet skyldes asymmetrisk information om virksomhedens reelle indtjeningspotentiale. Samtidig er der forhold på efterspørgselssiden, der bidrager til gappet. Derfor skal gappet adresseres med vækstkapital og udviklings- og træningsforløb, som det kendes fra blandt andre Accelerace.

Det tredje gap er et egenkapitalgap i mindre vækstvirksomheder. Virksomhederne med et egenkapitalproblem, større udsving i økonomien og en svagere historik oplever barrierer for at få adgang til finansiering til vækst i banker og også hos Vækstfonden. Der er således mindre virksomheder, der er ramt af en kreditklemme og oplever højere kreditomkostninger end større virksomheder. For at adressere finansieringsudfordringerne hos de små virksomheder har der især været fokus på at formidle låneprodukter, men der er et gap i forhold til egenkapital, der kan adresseres ved hjælp af egenkapitalinstrumenter eller ansvarlig lånekapital. Markedet for tålmodig kapital til SMV'er er underudviklet, og det alternative marked for finansiering til mindre virksomheder i Danmark, der kan skærpe konkurrencen på vilkår og service, er endnu nyt og umodent.

Men de manglende kapitalinstrumenter rækker formentlig ikke for at adressere dette gap. Der er også i forhold til dette segment udfordringer og behov på efterspørgselssiden i forhold til at adressere efterspørgslen hos mindre virksomheder og formidle information og viden.

4. Vurdering af relevante finansieringsinstrumenter

Der er endnu begrænsede erfaringer med regionalt baserede fonde og evidens for effekt af fonde i Danmark. Der er blandede erfaringer med effekter og performance i udlandet og en række faldgruber for regionale fonde. Deloitte's forslag er at prioritere gap vedrørende opstartsvirksomheder og mindre virksomheder med vækstpotentiale, hvor initiativer designes, så der balanceres et hensyn til regional nærhed/netværk på den ene side og på den anden side stor-drift, dealflow og kritisk masse.

Analysen har peget på tre væsentlige, betydningsfulde finansieringsudfordringer i forhold til henholdsvis seed, opstart/ekspansion og etablerede mindre virksomheder.

I dette kapital er fokus på at vurdere, *hvilke* finansieringsudfordringer regionerne bør prioritere og adressere, og i givet fald *hvordan* regionerne kan adressere disse gaps, og *hvor meget* regionerne med fordel kan investere.

Som det vil fremgå, kan der være tale om finansieringsudfordringer, hvor det vurderes, at det ikke er hensigtsmæssigt, at regionerne adresserer med strukturfondsmidler, mens der kan være andre finansieringsudfordringer, som regionerne ved hjælp af EU-finansierede instrumenter og andre initiativer med fordel kan adressere.

Grundlaget for at vurdere relevansen af, hvilke udfordringer regionerne skal prioritere, er erfaringer fra og evidens for, om instrumenter (herunder også regionale fonde) kan adressere de pågældende finansieringsudfordringer.

Deloitte har derfor opstillet en række kriterier, der kan anvendes i den overordnede prioritering af regionernes strategi for finansieringsinstrumenter.

Indledningsvis præsenterer kapitlet – som ønsket i opdraget – argumenter for og imod regionalisering af finansieringsinstrumenter.

Dernæst analyseres erfaringer med fonde og finansieringsinstrumenter i Danmark og udlandet. På dette grundlag opstilles nogle kriterier, som regionerne kan prioritere gaps ud fra. Der anbefales to gaps, som regionerne bør

arbejde med. I de sidste afsnit i kapitlet uddybes anbefalingerne til, hvordan og hvor meget regionerne skal satse i forhold til de valgte gaps.

4.1. Fordele og ulemper ved regionalisering af instrumenter

I den forudgående analyse er der ud fra en markedsfejlsbetragtning gennemgående identificeret gaps, der ikke er specifikt regionale. De identificerede gaps er snarere segment- og fasespecifikke og som udgangspunkt gældende i alle regioner.

Det taler som udgangspunkt ikke for, at der skal etableres fonde, der er regionalt afgrænsede, men snarere peger erfaringer i retning af at der bør etableres en samlet indsats, der har rækkevidde i alle regioner, og som regionerne er fælles om. Der kan dog være argumenter, der taler for en mere regionaliseret struktur kontra en centraliseret struktur. Argumenterne er sammenfattet i figur 37.

Der er på baggrund af erfaringer, især i udlandet, ulemper ved at etablere mindre, regionale fonde. Ulemperne knytter sig til fondenes størrelse, dealflow og kompetenceniveau. Fondenes geografiske område er for lille til at få et godt dealflow og de bliver for små til at kunne foretage tilstrækkelige og store investeringer og tiltrække kvalificerede team til at identificere, kvalificere, investere i og følge op på emner.

Samtidig kan regionale fonde på den anden side have særlige fordele. Regionale fonde giver mulighed for at opdyrke og vedligeholde netværk og derved gennem identificere emner og etablere samarbejde med andre regionale finansieringskilder, for eksempel business angels, regionale banker og store virksomheder med forankring i regionen. Regionale fonde kan således have held til at mobilisere andre investorer som co-investorer eller partnere i fonden. Endvidere kan regionale fonde bedre integreres med andre erhvervsfremmeinitiativer, når der er en regional forankring.

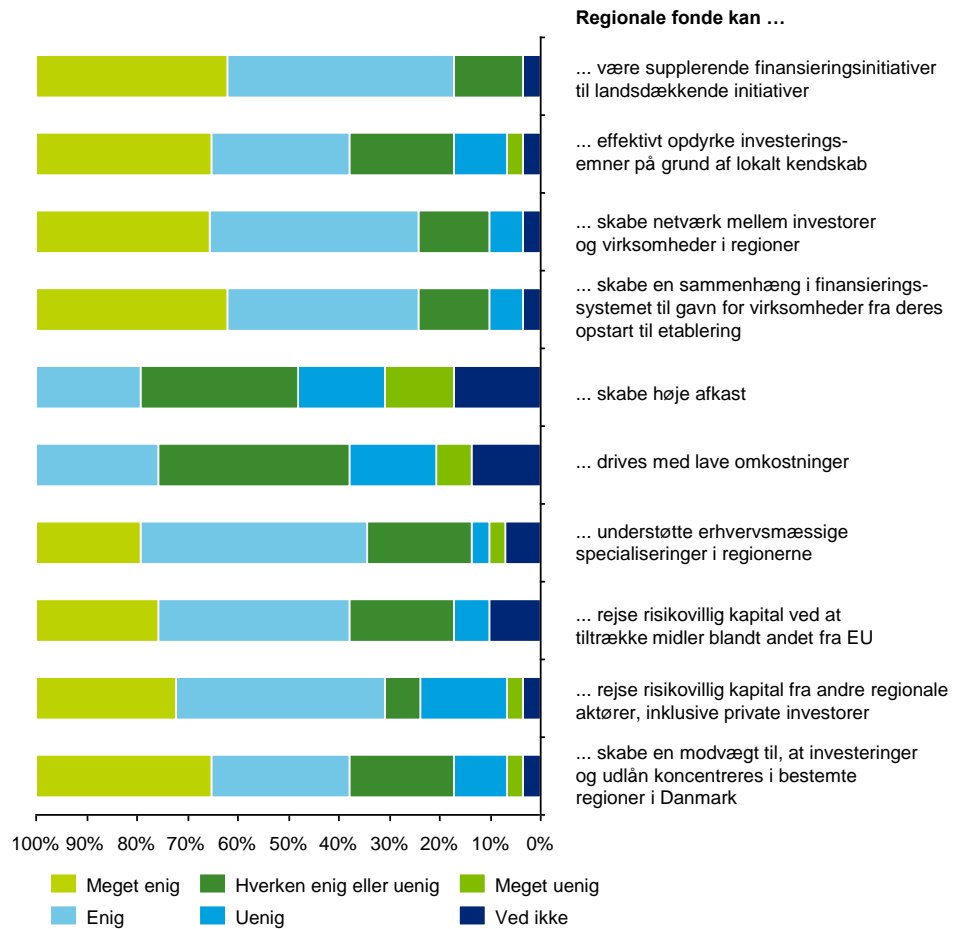
Figur 37. Fordele og ulemper ved en regionalisering af fonde

Fordele ved regionalisering	Ulemper ved regionalisering
<ul style="list-style-type: none">• Lokalt kendskab og nærhed til potentielle investeringsemner• Kobling til og sammenhæng med andre erhvervsfremmeinitiativer• Nærhed til lokalt netværk og andre finansieringskilder• Mulighed for at tilvejebringe regionale investeringer fra EU og private aktører	<ul style="list-style-type: none">• Vanskeligheder ved at rekruttere kvalificerede teams og opnå grad af specialisering• Mindre størrelse fonde• Risiko for dårligere performance• Højere administrationsomkostninger• Indbyrdes konkurrence og risiko for duplikering med andre regionale og nationale initiativer

Kilde: Deloitte på baggrund af interview.

I spørgeskemaundersøgelsen med markedsaktører fremhæver aktørerne netop en række af de samme fordele og ulemper ved de regionale fonde, jf. figur 38.

Figur 38. Aktørernes grad af enighed i forskellige udsagn om regionale fonde (procent)



Kilde: Deloitte's spørgeskemaundersøgelse af behov for kapital (2014).
N: 29.

4.2. Erfaringer med fonde og finansieringsinstrumenter i Danmark

Som det fremgik af kapitel 2, er der i den seneste strukturfondsperiode etableret finansieringsinstrumenter i alle regioner.

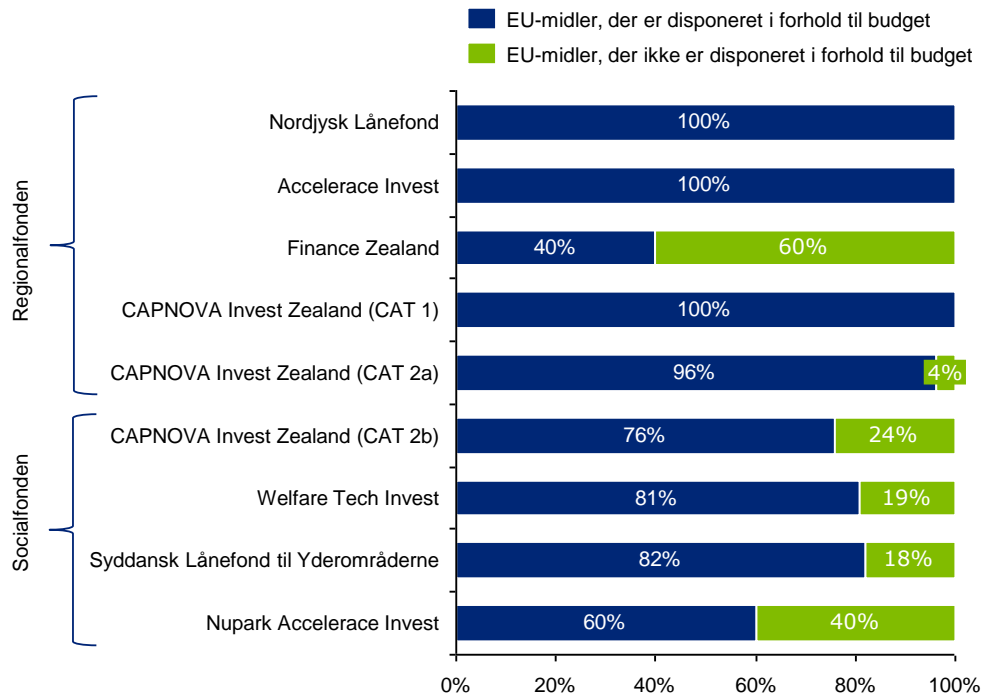
Der er imidlertid endnu begrænsede erfaringer med de ni fonde fordelt på syv operatører. Foreløbig foreligger midtvejsevalueringer fra tre regionale fonde, Nordjysk Lånefond (fra 2011), Welfare Tech Invest (fra 2014) og CAPNOVA Invest Zealand (fra 2014).

Fondene har været operative i kort tid, så der er ikke grundlag for at opgøre effekter af fondene eller deres performance, for eksempel i forhold til afkast. De tilgængelige midtvejsevalueringer vurderer, at fondene bidrager til beskæftigelse i de investerede virksomheder, men evalueringerne indikerer ikke, i hvilket omfang beskæftigelsen kan tilskrives investeringen med EU-

midler, og om midlerne således er additionelle. Evalueringerne belyser heller ikke eksplicit, om det regionale fokus udgør en begrænsning. Hovedkonklusionerne fra midtvejsevalueringerne er gengivet i bilag 3.

Opgørelser fra Erhvervsstyrelsen har angivet, at der har været visse afløbsproblemer for nogle af fondene. Status for afløbet ved udgangen af august 2014 fremgår af figur 39.

Figur 39. EU-midler disponeret i de regionale fonde ift. budget, i procent, per 31. aug. 2014



Kilde: Deloitte på baggrund af data fra Erhvervsstyrelsen.

Note: For Nupark Accelerace Invest er opgørelsen inklusive indstillinger i oktober 2014.

For visse fonde har der været afløbsproblemer. I interview er der primært peget på, at problemerne skyldes en langstrakt opstart, og at det tager tid at få kandidater klar til investering gennem Accelerace-forløb. I en region har man fraveget kravet om, at virksomheder skal gennemføre et forløb, inden der kan investeres. Hermed har man påtaget sig en større risiko af hensyn til ønsket om at få et bedre afløb i fonden.

Udover de gennemførte midtvejsevalueringer er der i en dansk sammenhæng gennemført få studier af effekterne af forskellige finansieringsinstrumenter. Studiernes resultater er sammenfattet i boks 6.

Boks 7. Resumé af danske studier af effekter af finansieringsinstrumenter

Der er gennemført tre studier af effekterne af Vækstfondens instrumenter samt en analyse af virksomheder, der har modtaget venturekapital. DAMVAD (2013) estimerer de samfundsøkonomiske effekter af Vækstfondens ventureinvesteringer, lån og garantiaktiviteter. Jacobsen (2012) estimerer de samfundsøkonomiske effekter af Vækstfondens Vækstkautitioner. Jacobsen og Junge (2010) er et litteraturstudie af de forventede samfundsøkonomiske effekter af Vækstfondens investeringer i forsknings- og innovationsaktiviteter. Kuhn (2009) er en effektanalyse af venturekapital.

DAMVAD (2013) estimerer ved anvendelse af input-output-modeller, at Vækstfondens investeringer har medført kortsigtede direkte effekter på 2 mia. kr. forøgelse af BNP og en skabelse af 3.000 job. Hertil kommer de indirekte effekter som følge af øget efterspørgsel generelt fra leverandører på yderligere 900 mio. kr. i BNP og skabelsen af 1.800 job. Hertil kommer en række effekter af Vækstfonden og Vækstfonden-støttede investeringer, og det vises, at disse har medført en forøgelse af BNP på 1,1 mio. kr. og skabelse af 1,8 job på den korte bane per 1 mio. kr., som Vækstfonden har investeret. DAMVADs studie er ikke en effektmåling af de faktiske effekter.

Jacobsen (2012) undersøger de samfundsøkonomiske effekter af Vækstfondens Vækstkautitioner til små og mellemstore virksomheder ved at estimere effekterne af Vækstkautitioner fra 2011 til 2013. Jacobsens beregninger ved anvendelse af ADAM-modellen viser, at Vækstfondens investeringer over en treårig periode bidrager til at skabe 872 arbejdspladser årlig eller 5 arbejdspladser per virksomhed. I forhold til de forventede tabsudgifter på udstedte Vækstkautitioner er beskæftigelseseffekten per udgiftskrone dermed 15 gange større end effekten af udgifter til offentlige investeringer.

Jacobsen og Junge (2010) undersøger de samfundsøkonomiske effekter af Vækstfondens investeringer i forsknings- og innovationsaktiviteter. Forfatterne anvender studier af afkast fra forskning og innovation til at estimere effekten af Vækstfondens investeringer. Jacobsen og Junge konkluderer, at den samfundsøkonomiske effekt af Vækstfondens investeringer i forsknings- og innovationsaktiviteter er høj og overstiger den privatøkonomiske. På baggrund af et omfattende litteraturstudie konkluderes, at den samfundsøkonomiske effekt typisk ligger i størrelsesordenen 30-70 procent.

Kuhn (2009) foretager en økonometrisk analyse for at undersøge, om virksomheder der har modtaget venturekapital (pf-virksomheder) har overlevet længere og/eller har klaret sig bedre end lignende virksomheder, der ikke har modtaget venturekapital (kontrolvirksomheder). Der anvendes data for perioden 1997-2006 for henholdsvis pf-virksomheder (537 virksomheder) og en kontrolgruppe (529 virksomheder). Resultaterne viser, at pf-virksomheder har omtrent lige høje eller højere lukningsandsynligheder end virksomheder i kontrolgruppen; at overlevende pf-virksomheder målt på den årlige vækst i antallet af medarbejdere vokser hurtigere end tilsvarende kontrolvirksomheder i årene efter det første venturekapitalindskud; og at overlevende pf-virksomheder målt på bruttofortjeneste vokser omtrent lige så hurtigt som tilsvarende kontrolvirksomheder i årene efter det første venturekapitalindskud.

Kilde: Deloitte.

Der er således helt generelt endnu et begrænset videngrundlag for de finansieringsinstrumenter, der er iværksat i regionerne og i Danmark som helhed, især med hensyn til deres faktiske effekter. Det er dermed også på det foreliggende grundlag vanskeligt at opstille specifikke forventninger til effekterne af nye fonde.

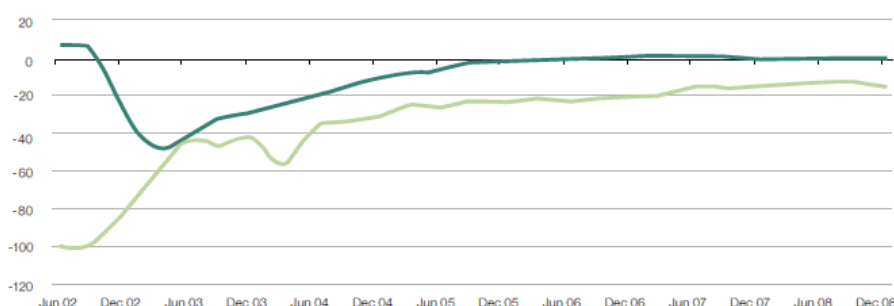
4.3. Internationale erfaringer med fonde peger på faldgruber

Der er opsamlet erfaringer og foretaget studier af regionale fonde i større omfang i udlandet, især fra Storbritannien, hvor de første regionale fonde blev etableret tilbage i 1990'erne, og fra USA, Tyskland og Frankrig. De britiske studier har især fokuseret på venturefonde.

Det grundlæggende billede er, at venturefonde gennemsnitlig har performeret dårligt,²⁶ og at regionale fonde generelt har performeret endnu dårligere i forhold til nationale, højteknologiske venturefonde i Storbritannien og venturefonde generelt i Europa.

Studier, der er gennemført af den britiske rigsrevision, viser, at venture generelt ikke har skabt gode afkast. Det er et billede, der genkendes fra danske venturefonde, selvom resultaterne i den danske venturebranche forbedres.²⁷ Men de britiske regionale fondes performance har været endnu dårligere end andre venturefonde. I den analyserede periode fra 2002 til 2009 har de britiske regionale fonde haft et ganske stort negativt årligt afkast. I slutningen af perioden ligger det på 15-20 procent årlig, jf. figur 40.

Figur 40. Performance for regionale britiske venturekapitalfonde relativt til europæiske venturekapitalfonde (procent afkast)



Kilde: National Audit Office (2009).

Der er gennemført grundige studier af årsagerne til den gennemsnitlige dårlige performance hos venturefonde, der kan bidrage til at belyse de regionale fondes performance. Tre faktorer fremhæves som de primære årsager til dårlig performance. Det er samtidig de faktorer, der har betydning for venturefondes succes, nemlig dealflow, bred geografisk dækning og store fondstørrelser.²⁸ En regional begrænsning virker mod dealflow, bredde og størrelse. En regionalt afgrænset fond vil have færre kvalificerede virksomheder at investere i, der kan skabe afkast for investorer og vækst i et område.

En yderligere parameter, der kan have betydning for performance, er kvaliteten af team hos venturefonde med hensyn til kompetencer og industrierfaring. Det er fremhævet i en række studier, at industrierfaring og erfaring fra opstart af virksomhed er afgørende for at kunne udvælge investeringsemner og ikke mindst yde værdifuld sparring og rådgivning, når emnerne er blevet til porteføljevirksomheder under fondene. Kompetencer betegnes som en kritisk faktor, og hvis regionale fonde ikke er i stand til at tiltrække kvalificerede team, kan det påvirke performance negativt.²⁹

²⁶ Det skal dog understreges, at der er enkelte venturefonde, der har skabt gode afkast til deres investorer.

²⁷ Erhvervs- og Vækstministeriet (2010).

²⁸ Munari & Toschi (2014).

²⁹ Munari & Toschi (2014). Der er tilsyneladende ikke foretaget studier i større skala af, hvordan kompetencer har haft betydning for regionale fondes performance.

Studier af de regionale fonde har påvist, at de regionale fonde umiddelbart kan øge antallet af investeringer i regionerne. Men studierne viser også, at de regionale fondes investeringer ikke ændrer på, hvor meget – opgjort i investerede beløb – der investeres mellem regioner.³⁰

I praksis er det altså ikke en løsning at oprette regionale fonde for at omfordele eller fordele ventureinvesteringer af erhvervspolitiske grunde, medmindre der er tale om meget store regionale fonde. De samlede investeringer, inklusive opfølgingsinvesteringer, vil alligevel blive foretaget der, hvor potentialet er.

Der er dog også studier, der peger på, at en centraliseret udbudsfokuseret indsats ikke er løsningen. Det understreges først og fremmest i flere studier, at fokus alene på udbudssiden – altså selve kapitalformidlingen – er utilstrækkelig:

“A mere supply-side approach is insufficient to solve the equity gap; it is necessary to consider demand-side opportunities and constraints as well.”³¹

Især af hensyn til økonomisk tilbagestående regioner er det nødvendigt at supplere indsatsen overfor virksomhederne, da blot en ”passiv” indsprøjtning af kapital, hvor man ikke arbejder med iværksætterne og virksomhederne, vil betyde, at kapitalen flyder til iværksættere med dårligere projekter. Det er det, der i for høj grad er sket, og som har givet dårligere resultater og manglende væksteffekt.

Der er således behov for en indsats, der forbedrer kvaliteten og antallet af iværksættere, der er parate til at modtage kapital og tiltrække yderligere privat kapital.

Dernæst peges der på, at fonde med en regional berøring har en anden mulighed for at skabe kontakter til emner, udnytte lokale netværk til at identificere investeringsemner, finde medinvestorer og skabe et dealflow. Fonde med regional berøring har også betydning for iværksætter- og rådgivermiljøet, økosystemet og disse miljøers mulighed for at vejlede og sparre med virksomheder.

“In areas that have few or no venture capital firms, ..., knowledge amongst entrepreneurs and the business support network will be weak and incomplete, intermediaries will lack connections with venture capital firms and, perhaps most significantly of all, will be less competent in advising their clients on what it takes to be investable.”³²

³⁰ Mason & Pierrakis (2013). Der er refereret en række andre studier af finansieringsinstrumenters effekter og performance i bilag 4 til rapporten.

³¹ Citat fra Munari & Toschi (2014). Se også Mason and Harrison (2010) om efterspørgselsiden.

³² Mason & Pierrakis (2013).

Effekten af, at fonde ikke er til stede eller har berøring regionalt, er, at det indirekte undertrykker en efterspørgsel efter investeringer.

Det fremhæves endvidere i flere studier, at der skal være klare målsætninger med fondene. Succeskriterier skal være entydige, afgrænsede og målbare og afspejle den region eller geografi, som de skal fungere i. Mange fonde er blevet sat op uden klare, målbare krav og kriterier, og hvor det efterfølgende har været vanskeligt at vurdere, om de har været en succes.³³

Studierne, der er gennemgået her, giver imidlertid ikke noget grundlag for at konkludere, at små regionale fonde, der etableres med det formål at tilvejebringe kapital i en region som det primære brede mål, vil give et godt afkast og skabe vækst. Der må stræbes efter at etablere fonde af en tilstrækkelig størrelse, der kan generere et dealflow af kandidater, der kan skabe vækst. I design af fonde må der imidlertid være en afvejning af fordelene ved nærhed og netværk i et område, hvor der er et tilstrækkeligt dealflow-potentiale, og skala og kritisk masse i fonden.

4.4. Kriterier for prioritering af gaps

Ud fra erfaringer og studier har Deloitte fastlagt en række kriterier, der kan anvendes til at vurdere, om regionerne med fordel kan prioritere de identificerede tre gaps og imødegå en række af de faldgruber, der eksisterer.

- Kan der etableres tilstrækkelig store fonde med kritisk masse, der kan gennemføre tilstrækkelige store investeringer og sikre dealflow?
- Kan der accepteres geografiske bindinger?
- Kan der etableres tilstrækkelig stærke, kompetente team?
- Kan der adresseres barrierer på efterspørgselssiden?
- Kan der opstilles klare, målbare succeskriterier, der matcher strukturfondenes krav?
- Kan EU-midler være løftestang for private midler?

I tabellen nedenfor er de tre identificerede gaps vurderet ud fra disse kriterier.

³³ Munari & Toschi (2014). Dette er også en central pointe i den britiske rigsrevisions analyse jævnfør National Audit Office (2009).

Tabel 2. Vurderinger af gaps ud fra kriterier

Vurderingskriterier	Gap I Egenkapital til seed-faser i investerings-tunge sektorer, inklusive biotek	Gap II Egenkapital og tålmodig lånekapital til opstartsvirksomheder med vækstpotentiale	Gap III Egenkapital og tålmodig lånekapital til etablerede mindre virksomheder med vækstpotentiale
Fondsstørrelse med attraktivt dealflow	Tvivlsomt, der kan næppe skabes en tilstrækkelig stor fond og dealflow.	Ja, der kan potentielt etableres stort dealflow og en tilstrækkelig stor fond.	Ja, der kan potentielt etableres stort dealflow og en tilstrækkelig stor fond.
Geografiske bindinger	Geografiske bindinger ikke muligt eller hensigtsmæssigt.	Geografisk bindinger på et vist niveau formentlig muligt, men næppe hensigtsmæssigt.	Geografisk binding på et vist niveau formentlig muligt, men næppe hensigtsmæssigt.
Kvalitet i team	Udfordringer med at tiltrække kvalificeret team.	Kan formentlig etableres.	Kan formentlig etableres.
Barrierer på efterspørgselssiden	Kan adresseres, men ikke regionalt.	Kan adresseres regionalt.	Kan adresseres regionalt.
EU-midler løftestang for private midler	Potentielt ja.	Ja.	Ja.
Samlet vurdering	Bør ikke prioriteres	Prioriteres	Prioriteres

Kilde: Deloitte.

På baggrund af kriterierne er det Deloitte's vurdering, at regionerne som udgangspunkt bør prioritere de to gaps vedrørende opstartsvirksomheders behov for tålmodig vækstkapital og de mindre vækstvirksomheders behov for egenkapital eller egenkapitalignende lånekapital.

Baggrunden for ikke at prioritere gabet i forhold til investeringstunge sektorer, herunder biotek, er, at det vil kræve en meget betydelig fondsstørrelse til et begrænset dealflow, hvis et nyt setup skal gøre en forskel i forhold til den hidtidige tilgang hos innovationsmiljøerne. Det er endvidere næppe løsningen, at regionerne træder ind der, hvor innovationsmiljøerne er trådt ud. Der kan snarere være behov for at se på innovationsmiljøernes rammer på dette område, ligesom der mere generelt er behov for at se mere indgående på problemet med finansiering til især biotek i de tidlige faser. Her må det også indgå, hvilken rolle Innovationsfonden får, jf. tidligere.

I de følgende afsnit uddybes de konkrete anbefalinger til, hvordan regionerne kan adressere de to andre gaps.

4.5. anbefaling vedr. gap i forhold til opstartsvirksomheder

Det anbefales, at regionerne prioriterer at etablere et finansieringsinstrument, der tager sigte på at imødegå det identificerede gap vedrørende egenkapital og tålmodig lånekapital hos opstartsvirksomheder, og som styrker virksomhedssiden gennem udviklings- og træningsforløb. Forslaget tager afsæt i, at regionerne allerede har erfaringer med at understøtte opstartsvirksomheder med vækstpotentiale, for eksempel gennem Accelerace-fondene og CAP-NOVA Invest Zealand.

Forslaget specificeres i det følgende.

Virksomhedsfokus: Instrumentet skal have fokus på opstartsvirksomheder med et klart produkt- og markedsperspektiv, der mangler at demonstrere proof of business på et nyt niveau, og som har potentiale til at blive til højvækstvirksomheder. Målgruppen af virksomheder vil i deres udvikling ligge i segmentet efter innovationsmiljøerne og have et højt innovationsniveau og være internationalt orienteret. De skal kunne realisere en vækst med investeringen og gå videre selv eller eventuelt opnå venturefinansiering.

Kapitaltype: Instrumentet skal tilbyde tålmodig vækstkapital, det vil sige ansvarlig lånekapital og egenkapital. Anvendelsen af kapitaltype skal ske ud fra en casebaseret tilgang og i sammenhæng med en samlet finansieringsløsning for den enkelte virksomhed.

Vilkår: Kapital skal tilbydes på markedsvilkår. Det vil sige, at forrentning er ud fra risikoprofil og potentiale.

Succeskriterier: Finansieringsinstrumentet og dets administration skal kunne hvile i sig selv og således generere et afkast, der kan dække driftsomkostninger. Udover dette afkastkrav skal øvrige specifikke, målbare succeskriterier specificeres nærmere.

Sektorfokus: Instrumentet skal sigte på et afgrænset antal danske styrkepositioner med tilhørende specialiserede team. Dog bør der som udgangspunkt være en branchemæssig afgrænsning af, hvilke virksomheder der kan komme i betragtning til finansiering.

Virksomhedstilgang: Instrumentet integreres med et træningsforløb eller tilsvarende kvalificeringsforløb, som det kendes fra eksempelvis Acceleraceforløb, for at målrette, kvalificere og screene virksomheder til finansiering.

Forankring af instrumentet: Instrumentet udmøntes for eksempel gennem udbud i en landsdækkende struktur eller eventuelt i en todelt struktur med en fond i Østdanmark og en i Vestdanmark, så der kan være den stærkeste mulige netværksdannelse og kapitalrejsning med private partnere i to dele af landet. I en todelt struktur bør der dog være et bagvedliggende samlet managementselskab og leverancestruktur af ydelser. I den todelte struktur kan der etableres et vstdansk instrument for de tre vstdanske regioner og en øst-

dansk fond med de to østdanske regioner. Det vurderes, at dette er en fordel af hensyn til den private kapitalrejsning og nærheden til innovationsmiljøer og andre strukturer.

Regional finansiering: Regionerne yder medfinansiering med EU-midler til finansieringsinstrumentet efter en fordelingsnøgle.

Privat gearing/medfinansiering: Princippet om 50 procent privat medfinansiering fra private aktører, der gælder for nuværende regionale finansieringsinstrumenter, videreføres. I den enkelte case betyder det, at instrumentet vil være en del af en samlet finansieringsløsning, der også kan involvere business angels, privat stifterkapital, bankkapital, kapital fra Vækstfonden mv.

Samarbejde: Der etableres samarbejdsstrukturer med især innovationsmiljø og business angels med henblik på at optimere den samlede finansieringsværdikæde. Det skal vurderes nærmere, om finansieringen må gælde som den private kapital, der stilles som forudsætning for, at virksomheder kan opnå anden fase forprojektkapital i innovationsmiljøerne.

Investeringsvolumen: Det vurderes, at investeringer kan ligge i et spænd fra mindre beløb på 250.000 kr. op til 3 mio. kr., der er det identificerede gap.

Fondens størrelse: Den offentlige finansiering skønnes foreløbig at ligge i omegnen af i alt 150-250 mio. kr., der skal geares med en tilsvarende privat finansiering, det vil sige en finansieringsvolumen på i alt 300-500 mio. kr. Der skal ske en nærmere dimensionering af fonden på baggrund af konkrete analyser.

Tidshorizont: Det anbefales, at fonden har en tidsbegrænset levetid, der matcher strukturfondsperioden. Der vil dog i forhold til udmøntningen af finansieringen være en konflikt, da finansieringen gennem eksempelvis lånekapital ikke kan afvikles indenfor strukturfondsperioden. En nærmere dialog med relevante myndigheder må klarlægge, hvordan instrumentets tidsperiode kan afstemmes med strukturfondenes administrative krav.

Investeringsvilkår i øvrigt: Det skal adresseres, hvordan EU-Kommis-sionens krav om, at udgifter skal være afholdt, før finansiering kan komme til udbetaling, skal håndteres.

4.6. Anbefaling vedr. gap i forhold til mindre vækstvirksomheder

Som en nyskabelse i Danmark anbefales det at etablere en satsning rettet mod etablerede mindre virksomheder med vækstpotentiale og det identificerede egenkapitalproblem, der svækker deres soliditet og deres mulighed for at få kapital i markedet.

Deloittes anbefaling indebærer, at der vil være behov for en flerstrengt indsats, der også tager højde for, at der findes offentlige produkter på markedet i dag, der dog kun delvis imødekommer gappet, samt at der er et alternativt

marked, der skal understøttes. Samlet skal indsatsen i betydeligt omfang bidrage til at styrke eksisterende instrumenter og udvikle markedet gennem nye instrumenter og aktører. Indsatsen er sammenfattet i figur 41 og uddybes punkt for punkt nedenfor.

Figur 41. Fem elementer i indsatsen for at styrke kapitalformidlingen til mindre virksomheder



Kilde: Deloitte.

Ansvarlig lånekapital i samarbejde med Vækstfonden

Det anbefales at undersøge muligheden for at etablere et instrument med ansvarlig lånekapital eller alternativt justere og udbrede det ansvarlige låneprodukt, som Vækstfonden tilbyder i dag, og indgå i samarbejde med Vækstfonden herom.

Regionerne kan styrke kapitalformidling ved at tilvejebringe tålmodige lån, der styrker kapitalgrundlaget i mindre virksomheder via ansvarlige lån. Det er en opgave, som hver enkelt region ikke selvstændigt kan løfte effektivt og med tilstrækkelig kritisk masse. Endvidere vil det ikke give mening, at regionerne lancerer et produkt i markedet, hvis Vækstfondens produkt kan bidrage til at imødekomme behovet, der er peget på.

Det nuværende produkt hos Vækstfonden efterspørges dog i begrænset omfang, og det retter sig tilsyneladende mod lidt større virksomheder. Det bør derfor undersøges nærmere, om produktet kan justeres og udbredes, eller om det evt. bør suppleres med et nyt instrument. Desuden bør det indgå i overvejelserne, hvorledes informationsbarrierer på efterspørgselsiden kan imødegås. Forslaget specificeres i det følgende.

Virksomhedsfokus: Instrumentet skal rette sig mod mindre virksomheder med en stærk vækstplan, der kan realisere udvikling og salg, og som ikke har tilstrækkelig soliditet til at få finansiering i banken eller via Vækstfondens Vækstlån.

Kapitaltype: Instrumentet skal tilbyde ansvarlige lån med ydelsesfri periode og oprullede renter.

Vilkår: Lån skal tilbydes på markedsvilkår. Det vil sige, at forrentning er ud fra risikoprofil og potentiale.

Succeskriterier: Finansieringsinstrumentet og dets administration skal kunne hvile i sig selv og således generere et afkast, der kan dække driftsomkostninger. Regionernes investering og deltagelse skal kunne registreres gennem et øget låneoptag. Der skal specificeres yderligere specifikke, målbare succeskriterier.

Sektorfokus: Instrumentet vil ikke have fokus på bestemte sektorer.

Virksomhedstilgang: Instrumentet integreres med et træningsforløb eller tilsvarende kvalificeringsforløb, som regionerne kan udbyde og tilbyde virksomhederne, jf. nedenfor.

Forankring af instrumentet: Det er naturligt at forankre instrumentet hos Vækstfonden hvis Vækstfondens nuværende produkt justeres, så det kan imødekommer de behov, der er peget på. Hvis der vil vise sig nødvendigt at udvikle et nyt instrument parallelt til Vækstfondens produkt kan alternativ forankring overvejes. Dette må afklares i en nærmere dialog med Vækstfonden.

Regional finansiering: Det må afklares afhængigt af samarbejde og rollefordeling hvilken medfinansiering som regionerne kan bidrage med.

Privat gearing/medfinansiering: Det må afklares ud fra design og forankring af instrumentet.

Samarbejde: Det må afklares ud fra design og forankring af instrument.

Investeringsvolumen: Det må afklares ud fra design og forankring af instrument. Udlån vil kunne ligge på 1-10 mio. kr.

Tidshorizont: Det må afklares ud fra design og forankring af instrument og ud fra rammer, som strukturfondsprogrammer opstiller.

Udviklingsforløb for ejerledede mindre vækstvirksomheder

Det anbefales at etablere én målrettet satsning for at uddanne og vejlede mindre ejerledede virksomheder i forhold til at udnytte ansvarlige lån, herunder udvikle forløb til ejerledere, der gearer dem til at realisere vækstplan med ansvarlig lånekapital eller anden vækstkapital. Tilbud kan udvikles i samarbejde med private aktører og rådgivere og erhvervsfremmeaktører, der har et nært samarbejde med ejerledede virksomheder.

Det skal undersøges, om et udviklingsforløb kan knyttes sammen med formidling af ansvarlige lån i et evt. samarbejde mellem Vækstfonden og regionerne.

Forundersøgelse om etablering af kommercielt orienterede egenkapitalfonde i Øst- og Vestdanmark

Det anbefales, at regionerne udbyder en konsortieopgave med henblik på at undersøge grundlaget for etablering af kommercielt drevne egenkapitalfonde i regionerne, der sigter på mindre virksomheder med op til 50 ansatte. Det kan ske med inspiration fra Vækst-Invest Nordjylland og andre private fonde i samarbejde med kommercielle partnere. Det kan indgå i undersøgelsen, at muligheden undersøges for at etablere fonde i henholdsvis Vestdanmark og Østdanmark.

Forundersøgelse om etablering af en virksomhedsobligationsordning

Det anbefales at arbejde for, at der gennemføres en forundersøgelse om etablering af en virksomhedsobligationsordning som en alternativ finansieringsform for mindre virksomheder. Virksomhedsobligationer kendes fra større virksomheder, der udsteder egne obligationer og på den måde skaber finansiering. I forhold til mindre virksomheder har andre modeller været under overvejelse, der kan sikre udstedelse af obligationer, jf. boks 7.

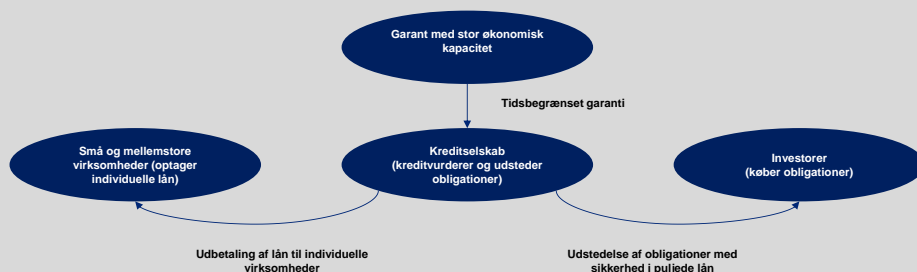
Boks 7. Model for virksomhedsobligationer for mindre virksomheder

En alternativ finansieringskilde for kreditværdige små og mellemstore virksomheder, der kan have vanskeligt ved at opnå bankfinansiering, kan være et marked for virksomhedsobligationer for disse virksomheder. Virksomhederne i dette segment er hver især for små til individuelle udstedelser af obligationer.

En diskuteret model for virksomhedsobligationer har været, at der etableres en enhed, der kan udstede lån til kreditværdige små og mellemstore virksomheder. Enheden puljer disse lån og udsteder obligationer med sikkerhed i lånene. Købere af disse virksomhedsobligationer kan for eksempel være institutionelle investorer, der efterspørger alternative, finansielle investeringer i forhold til investering i stats- og realkreditobligationer.

Institutionelle investorer har dog udtrykt betydelig skepsis overfor at investere i denne type obligationer, idet det kan være vanskeligt at gennemskue risikoen og dermed vanskeligt at vurdere det nødvendige afkast. Institutionelle investorer kræver en tilfredsstillende historik og en transparent risiko, før de vil engagere sig. Hvis dette marked skal komme i gang alene ved hjælp af frie markeds kræfter, har der været udtrykt frygt for, at tidsperspektivet vil være langt og udkommet usikkert.

En fødselshjælper for et sådant marked kan være en kapitalstærk partner, der har mulighed for at udstede (eventuelt begrænset) tabsgaranti for de udstedte obligationer. Hvis det er muligt at forsyne de udstedte obligationer med en sådan garanti, vil investorer i højere grad kunne vurdere risikoen ved investering i obligationerne, og det krævede afkast vil være (betydelig) lavere end den markedsbestemte lånerente, som de individuelle virksomheder skal betale. Marginalen mellem den højere udlånsrente og den lavere obligationsrente vil over tid kunne opbygge en fond med betydelig kapital til imødegåelse af (uundgåelige) tab på virksomhedsudlån og derved reducere investorernes risiko. Tabsgarantien fra en kapitalstærk partner vil således være af begrænset varighed. Modellen er illustreret her.



Den endelige udformning af modellen vil kræve afklaring af en række forhold af både risikomæssig og administrativ karakter. Eksempler herpå kan være: Hvilke aktører skal have "hånden på kogepladen"? Hvordan skal tabsgarantien udformes, og hvor omfattende skal den være?

Kilde: Deloitte.

Understøttelse og udbredelse af alternativt marked for vækstfinansiering

Det anbefales, at regionerne understøtter og bidrager til at udbrede et alternativt marked for vækstfinansiering for mindre virksomheder. En sådan indsats kan bidrage til at udbrede finansieringsmuligheder, og det kan øge konkurrencen i forhold til bankerne og Vækstfonden på vilkår og ikke mindst service.

Der er et alternativt, men endnu nyt og umodent marked under udvikling. Det er beskedent i størrelse, og der er få aktører. Regionerne kan imidlertid have en rolle i at påvirke efterspørgselssiden og facilitere, at kendskabet til og brugen af alternativ finansiering til gavn for mindre virksomheder og konkurrence på finansiering øges.

Bilag 1: Fakta om spørgeskemaundersøgelsen

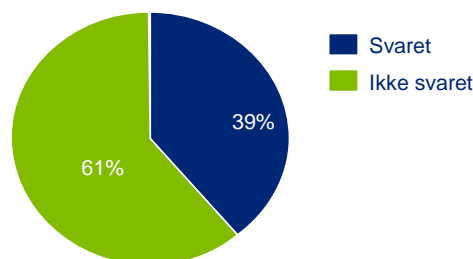
Markedsaktører, der tilbyder låne- eller egenkapitalfinansiering til bæredygtige vækst- og innovationsprojekter i opstartsvirksomheder og mindre virksomheder, har været inviteret til at deltage i undersøgelsen.

Formålet med undersøgelsen har været at vurdere kapitalbehov og mulige gaps i markedet og få input til "ophæng" af initiativer.

De i alt 87 markedsaktører, der er udvalgt til undersøgelsen på baggrund af Deloittes kortlægning, omfatter venturefonde, corporate fonde, innovationsmiljøer, regionale fonde, banker (der udbyder låneprodukter fra Vækstfonden eller markedsfører sig på at finansiere virksomheders vækst), statslige fonde og andre aktører.

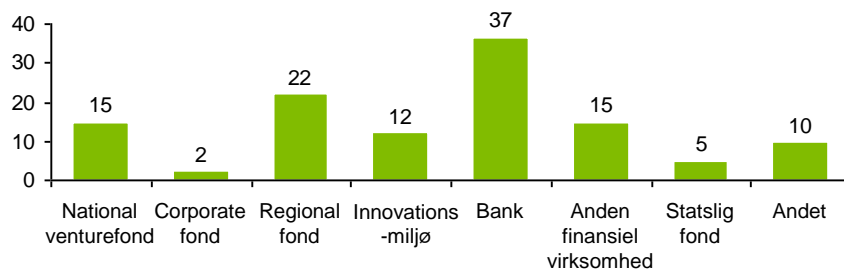
Der er opnået en besvarelsesprocent på 39 procent, hvilket vurderes som tilfredsstillende, men påvirker grundlaget for, hvor stærke konklusioner der kan udledes af besvarelsene. Endvidere begrænser respondentgruppens størrelse muligheden for at kontrollere for faktorer, der kan påvirke deres besvarelse. Der er dog gennemgående sket en opdeling af respondentgruppen efter, om de finansierer opstartsvirksomheder eller etablerede mindre virksomheder eller begge dele.

Besvarelsesprocent (34 besvarelser af i alt 87)



Respondenterne repræsenterer forskellige typer aktører, har forskellige finansieringsinstrumenter og har i forskelligt omfang fokus på opstartsvirksomheder og små og mellemstore vækstvirksomheder, som det ses af de følgende figurer.

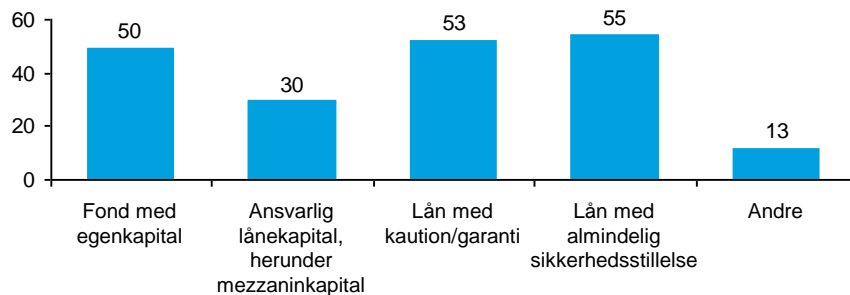
Fordeling af respondenter efter type (procent, mulighed for flere svar)



Fordeling af respondenter efter målgruppe (procent)



Oversigt over, hvilke typer finansieringsinstrumenter respondenterne tilbyder (procent, mulighed for flere svar)



Kilde: Deloitte's spørgeskemaundersøgelse af behov for kapital (2014)

Bilag 2: Liste med interviews

Der er gennemført semistrukturerede interview i november-december 2014 med personerne på nedenstående liste samt en anonym privat aktør.

Banker og andre låneudbydere	Deltager
Nordea	Mona Svan og Peter Møller Petersen
Spar Nord Bank	Torben Nick Sørensen
Langfristet Erhvervsfinansiering	Rune Ledgaard Sørensen
Lendino	Asger Trier Bing
Branche- og interesse-organisationer	Deltager
Dansk Erhverv	Louise Riisgaard
Danish Venture Capital Association	Jannick Nytoft
Dansk Industri	Sidsel Dyrholm Holst
Finansrådet	Søren Gade, Sine Worm Jensen og Niels Storm Stenbæk
Fonde	Deltager
Accelerace Invest	Peter Torstensen
FinanceZealand	Mads Kragh, Væksthus Sjælland
Færch-fonden	Rasmus Færch
Nordjysk Lånefond	Jens Ole Jensen
Novo A/S	Søren Møller
Nupark Accelerace Invest	Leo Hansen
SEED Capital	Ulla Brockenhuus-Schack
Sunstone Capital	Sten Verland
Vækstfonden	Ditte Rude Moncur, Rolf Kjærgaard
Vækst-Invest Nordjylland	Søren Mølgaard Kristensen og Lars Bundgaard Sørensen
Welfare Tech Invest	Mads Rasmussen
Innovationsmiljøer	Deltager
Borean Innovation A/S	Jesper Jespersen
CAPNOVA A/S	Lars Stiegel, Kim Ove Olsen og Villy Vibholt
Syddansk Teknologisk Innovation A/S	Bjarne Henning Jensen
Regioner og regionale væksthuse	Deltager
Region Hovedstaden	Henrik Madsen
Region Midtjylland	Ruth Strøm og Bent Mikkelsen
Region Nordjylland	Morten Lemvig og Andy Emil Jensen
Region Sjælland	Per Anders Foss
Region Syddanmark	Susanne Gren Svendsen og Kasper Westh
Væksthus Midtjylland	Per Høj Jørgensen
Væksthus Hovedstaden	Marlene Haugaard
Virksomheder	Deltager
Cotes A/S	Thomas Rønnev
Flowsion A/S	Hans Jørgen Pedersen
Medichanical Engineering ApS	Eske W. Petersen

Bilag 3: Sammenfatning på evalueringer

Der er endnu begrænset erfaring med de danske regionale fonde fra Strukturfondsperioden 2007-2013. Foreløbig er der dog foretaget tre evalueringer af de regionale fonde: en evaluering af CAPNOVA, der er etableret i Region Sjælland (Oxford Research, 2014), en midtvejsevaluering af Welfare Tech Invest, der er etableret i Region Syddanmark (COWI, 2014) og en midtvejs-evaluering af Nordjysk Lånefond, der er etableret i Region Nordjylland (COWI, 2011).

CAPNOVA Invest Zealand (CIZ) blev etableret i Region Sjælland i 2010 med i alt 67,5 mio. kr., der i 2013 blev suppleret med 24,2 mio. kr. Fonden investerer risikovillig kapital til udvalgte virksomheder med vækstpotentiale. Evalueringen fokuserer på resultaterne af fondens aktiviteter og forventninger til de langsigtede effekter samt interessenternes syn på CAPNOVA. Evalueringens datagrundlag består af opgørelser af CAPNOVA Invest Zealands investeringer, 18 interview med virksomhederne i CAPNOVA Invest Zealands portefølje samt interview med fem samarbejdspartnere og fire medinvestorer. Resultaterne fra den kvantitative analyse viser, at der af fondens i alt 91 mio. kr. er blevet investeret 71 mio. kr. i 19 virksomheder, hvoraf 18 stadig eksisterer. Investeringerne har endnu ikke ført til exits, hvilket tilskrives fondens alder. Det vurderes på baggrund af interview med porteføljevirkomhederne, at fondens investeringer har ført til en øget beskæftigelse på 60-65 nye job, og det tal skønnes at stige til 175-230 personer indenfor de næste tre år. Endvidere vurderes det, at der har været en række afledte positive effekter på regionens universiteter og hos de lokale underleverandører. Resultaterne fra den kvalitative analyse viser, at næsten alle CIZ' interessenter, det vil sige porteføljevirkomheder, medinvestorer og samarbejdspartnere, er positive i vurderingen af CIZ og godt tilfredse med samarbejdet. Evaluering behandler ikke betydningen af den geografiske afgrænsning af fondens fokus, og der er ikke vurderinger af om fondens investeringer er additionelle og kan tilskrives de opgjorte resultater og effekter i virksomhederne.

Welfare Tech Invest blev etableret i Region Syddanmark og består af to fonde: Velfærdsteknologifonden (budget på 102 mio. kr., investerer i velfærdsteknologi, energi og oplevelseserhverv) og Lånefonden til yderområderne (budget på 20 mio. kr., lån rettet mod projekter i yderområderne). Evalueringen fokuserer på resultaterne af Welfare Tech Invests to fondes aktiviteter (henholdsvis Velfærdsteknologifonden og Lånefonden til yderområderne) samt forventningerne til de langsigtede effekter. Evalueringens datagrundlag består af opgørelser af Welfare Tech Invests investeringer og en

survey blandt 13 projektdeltagere (sendt til 23). Resultaterne fra den kvantitative analyse viser, at Welfare Tech Invest efter godt halvdelen af projektperioden allerede har investeret 76 procent af midlerne, hvilket leder til konklusionen, at de er godt foran målsætningen. Disse midler er investeret i eller udlånt til 30 virksomheder, hvilket har bidraget til skabelsen 16,6 nye job og 18 mio. kr. i øget omsætning (opjusteret på baggrund af svar fra survey). Der er foreløbig ingen exits. Projektdeltagerne forventer, at fondens investeringer vil føre til en årlig omsætning på 85-117 mio. kr. og 41-57 nye job. Resultaterne fra den kvalitative analyse viser, at der har været god sammenhæng i tilrettelæggelsen af projektet, organiseringen af fonden har været veludtænkt, og kvaliteten af projektvurderingerne vurderes at være høj. Evalueringen kommer afsluttende med følgende anbefalinger til det videre arbejde: (1) byg videre på eksisterende succes, (2) fokuser på sammenhæng i kommunikation og (3) sikr hensigtsmæssig kobling til Accelerace-forløb. Evalueringen antyder, at fondens geografiske fokus udgør en udfordring, og det anføres, at det er en barriere, der har betydning for hvor mange attraktive investerings-emner fonden kan få. Problemet belyses ikke nærmere lige som der ikke er en vurdering af additionalitet, og om effekterne kan tilskrives fonden.

Nordjysk Lånefond blev etableret i Region Nordjylland med et budget på 66 mio. kr. til finansiering af vækstiværksættere over en projektperiode fra 1. oktober 2009 til 31. december 2013. Fonden er en fortsættelse af Mål 2-Lånefonden. Evalueringen af Nordjysk Lånefond fokuserer på resultaterne af Nordjysk Lånefonds aktiviteter og fremdrift samt langsigtede effekter på job og vækst. Evalueringens datagrundlag består af opgørelser af Nordjysk Lånefonds investeringer og en survey blandt 19 besvarelser fra virksomhederne, der havde modtaget lån (svarprocent på 100). Resultaterne fra den kvantitative analyse viser, at Nordjysk Lånefond efter godt halvdelen af projektperioden havde givet tilsagn for godt 22,7 mio. kr., svarende til 40 procent af midlerne, hvilket leder til konklusionen, at de på daværende tidspunkt var bag målsætningen om at have brugt 83 procent af midlerne. Nordjysk Lånefond har lånt penge til 23 virksomheder, hvoraf fire har trukket ønsket om tilsagn tilbage. En opgørelse af virksomhedernes ansøgninger viser, at virksomhederne skønner at have skabt 71 og fastholdt 77 job ved projektafslutning, og blot et år efter projektafslutning vurderer de at have skabt 140 og fastholdt 95 job. Resultaterne fra surveyen viser, at virksomhederne forventer at skabe i gennemsnit 4,7 nye job (n=9) og en stigning i omsætningen på 31,6 procent (n=8). Derudover vidner resultaterne om, at Nordjysk Lånefond har haft en række udfordringer omkring tilfredshed i brugerkredsen særligt i forhold til rådgivning af virksomhederne, synlighed overfor potentielle virksomheder og klarhed i kommunikationen med aktører generelt. I forlængelse af disse pointer kommer evalueringen med tre anbefalinger til det videre arbejde: (1) øg klarhed omkring ansøgningsprocessen, (2) øg synligheden og (3) sikr samspil med lignende initiativer.

Bilag 4: Studier af offentlige finansieringsinstrumenter

I mange lande har der i en årrække været offentlige instrumenter til finansiering af blandt andet vækst og innovation i segmentet af små og mellemstore virksomheder.

Der findes således en række studier, der undersøger effekter og performance af finansieringsinstrumenter, blandt andet venturekapital- og lånegarantiprogrammer. Der er udvalgt tre studier for hver kategori. For en gennemgang af offentligt støttede finansieringsinstrumenter i international sammenhæng henvises i øvrigt til Ramlogan og Rigby (2012).

Studier af ventureprogrammer

Internationale studier af offentligt støttede venturekapitalprogrammer måler typisk på virksomhedernes performance (fx beskæftigelse og omsætning) og på effekter i økonomien (fx vækst og beskæftigelse). Der findes en del studier baseret på amerikanske data, hvilket skyldes, at det amerikanske venturekapitalmarked er væsentlig større og ældre sammenlignet med andre landes. Et eksempel herpå er et studie af Craig, Jackson og Thomson (2005), der baseres på et omfattende datamateriale fra 1990 til 2002, og som viser, at det amerikanske lånegarantiprogram ved navn Small Business Administration har haft en lille, men dog positiv effekt på vækst i økonomien. Et andet studie af Munari og Toschi (2014) undersøger på baggrund af data fra 628 britiske virksomheder, der har modtaget venturefinansiering i perioden 1998-2007, effekterne af offentlige venturekapitalprogrammer. Deres resultater viser en signifikant reduktion af privat venturekapital, når der kommer større tilgængelighed af offentlig venturekapital på markedet. Analysen viser også, at offentlige venturekapitalfonde og især dem med regionalt fokus er mindre effektive på grund af den skævhed, som især de geografiske bindinger medfører. Munari og Toschi konkluderer, at venturekapitalfondenes succes afhænger af godt dealflow, bred geografisk dækning og store fondstørrelser. Mason og Pierrakis (2013) undersøger udviklingen i venturekapital i de britiske regioner siden 2000, og de konkluderer på baggrund af deres studie, at væksten af offentlig venturekapital i Storbritannien har reduceret den regionale skævhed i fordelingen af venturekapital – dog kun hvad angår antallet af investeringer. Det vil sige ikke det samlede beløb, der investeres.

Studier af låneprogrammer

Internationale studier af offentligt støttede lånegarantiprogrammer ser typisk på, om adgangen til kapital er forbedret, om virksomhedernes performance er forbedret (omsætning, beskæftigelse og lignende) samt virksomhedernes låneomkostninger. Et studie af et tysk opstartslåneprogram (Almus, 2004) finder, at den årlige beskæftigelsesvækst for de tyske iværksættere, der modtager lån, er signifikant højere end kontrolgruppens. Et italiensk studie af Zecchini og Ventura (2006) finder, at et italiensk lånegarantiprogram er lykkedes med at reducere iværksætternes låneomkostninger, hvilket samlet set har medført en øget låntagning hos iværksætterne. Endelig viser et studie af et fransk lånegarantiprogram (Lelarge, Sraer og Thesmar, 2010), at lånegarantier øger beskæftigelsen, men samtidig øger tilbøjeligheden til at låne, hvilket er med til at øge konkursraten blandt franske nystartede virksomheder.

Litteraturliste

- BIS. (2012). *BIS Economics Paper no. 16: SME Access to External Finance* (No. 16) (p. 37).
- Copenhagen Economics. (2014). *Vækst og innovation i danske virksomheder. Analyse og forslagskatalog* (p. 79).
- DAMVAD. (2013). *The Danish Growth Fund's (DGF) activities. Mapping the effects of DGF.*
- DVCA. (2013). Danske business angels milliardinvestorer i dansk iværksætteri.
- DVCA. (2014). Danske business angels fordobler investeringerne i vækst.
- Erhvervs- og Vækstministeriet. (2010). *Udvalget om risikovillig kapital.*
- Erhvervs- og Vækstministeriet. (2013). *Udlånsredegørelse: Redegørelse om udviklingen i kreditmulighederne i Danmark, 2. halvår 2013.*
- Erhvervs- og Vækstministeriet. (2014). *Udlånsredegørelse: Redegørelse om udviklingen i kreditmulighederne i Danmark, 1. halvår 2014.*
- Finansrådet. (2014). *Rapport om Risikovillig kapital.*
- Jacobsen, J. (2012). *Samfundsøkonomiske effekter af Vækstfondens Vækstkautitioner.*
- Jacobsen, R. H., & Junge, M. (2010). *Analyserapport: Samfundsøkonomiske effekter af Vækstfondens investeringer.*
- Kuhn, J. M. (2009). *Effektanalyse af risikovillig kapital for Udvalget om fremtidens marked for risikovillig kapital.*
- Mason, C., & Pierrakis, Y. (2013). Venture Capital, the Regions and Public Policy: The United Kingdom since the Post-2000 Technology Crash. *Regional Studies*, 47(7), 1156–1171.
doi:10.1080/00343404.2011.588203
- Munari, F., & Toschi, L. (2014). *Assessing the impact of public venture capital programmes in the United Kingdom: Do regional characteristics matter?. 2014.*
- National Audit Office. (2009). *Venture capital support to small businesses.*
- Nationalbanken. (2012). *A micro-econometric analysis of the banks' loan rejection rates and the creditworthiness of the banks' corporate customers* (No. 81) (p. 33).

- Rowlands, C. (2009). *The Provision of Growth Capital to UK Small and Medium Sized Enterprises*.
- Sondergaard, E., Tinten, B., & Kjaer, H. (2010). *Finansiering af innovativ virksomhed*.
- Styrelsen for Forskning og Innovation. (2012). *Performanceregnskab for innovationsmiljøerne 2012*.
- Styrelsen for Forskning og Innovation. (2013). *Performanceregnskab for innovationsmiljøerne 2013*.
- Styrelsen for Forskning og Innovation. (2014). *Performanceregnskab for innovationsmiljøerne 2014*.
- Sunley, P., Klagge, B., Berndt, C., & Martin, R. (2005). Venture capital programmes in the UK and Germany: In what sense regional policies? *Regional Studies*, 39(2), 255–273. doi:10.1080/0034340052000321913
- The European Commission. (2014). *Helping firms grow. European Competitiveness Report 2014*.
- Vækstfonden. (2014). *Vækstlån til iværksættere*.
- Vækstfonden og Væksthus Sjælland. (2011). *Powerpoint-præsentation: Partnerskabsaftalen: Fokus på kapital – regionale data fra DST*.

Om Deloitte

Deloitte leverer ydelser indenfor revision, skat, consulting og financial advisory til både offentlige og private virksomheder i en lang række brancher. Vores globale netværk med medlemsfirmaer i mere end 150 lande sikrer, at vi kan stille stærke kompetencer til rådighed og yde service af højeste kvalitet, når vi skal hjælpe vores kunder med at løse deres mest komplekse forretningsmæssige udfordringer. Deloitte's cirka 200.000 medarbejdere arbejder målrettet efter at sætte den højeste standard.

Deloitte Touche Tohmatsu Limited

Deloitte er en betegnelse for Deloitte Touche Tohmatsu Limited, der er et britisk selskab med begrænset ansvar, og dets netværk af medlemsfirmaer. Hvert medlemsfirma udgør en separat og uafhængig juridisk enhed. Vi henviser til www.deloitte.com/about for en udførlig beskrivelse af den juridiske struktur i Deloitte Touche Tohmatsu Limited og dets medlemsfirmaer.