

Økonomi- og
Erhvervsministeriets
enhed for erhvervs-
økonomisk forskning
og analyse

FORA

Tanja Bisgaard og Jørgen Rosted

Et benchmark studie af
venturemarkedet -
hvad kan Danmark lære?

#5
Juni
2004

5



Tanja Bisgaard og Jørgen Rosted

Et benchmark studie af venturemarkedet - hvad kan Danmark lære?

5

#5 Juni 2004

Analysen i denne rapport bygger først og fremmest på OECD's synteserapport "Venture capital: trends and policy recommendations". Synteserapporten er lavet på baggrund af 10 specifikke landestudier, der uddrager erfaringer fra de 5 OECD-lande med de største venturemarkeder og fra 5 kontrollande – herunder Danmark.

Benchmark rapporten er skrevet af FORA i samarbejde med en række aktører på det danske venturemarked – herunder Vækstfonden, der har ydet en stor indsats i forbindelse med fremskaffelsen af materiale om specifikke danske forhold. Samtidig takkes den referencegruppe af embedsmænd, erhvervsfolk og venturekapitalister, der har bidraget med konstruktiv sparring i processen.

Rapporten er skrevet af en arbejdsgruppe i FORA bestående af Tanja Bisgaard og Jørgen Rosted. Marie Degn Kristensen har stået for redigering og udformningen af den endelige rapport.

1. Baggrunden for benchmark af venturemarkedet.....	1
2. Politikområder af betydning for venturemarkedet	5
Skat	5
Investeringsregulering	5
Offentlige investeringer og garantier	5
Business Angels	5
Exit marked.....	5
3. Efterspørgsel efter venturekapital.....	6
4. Skat.....	9
5. Venturemarkedets kapitalkilder	12
6. Offentlig venturekapital og garantier	19
7. Business Angels	22
8. Exit marked	25
9. Det fremtidige kapitalbehov på det danske venturemarked.....	26
10. Krav til antal investment managers og ventureselskabernes kapital	29
11. Sammenfatning: Hvad kan Danmark lære?	32
Forsikringsselskaber og pensionskasser.	32
Investment managers.	32
Business Angels.....	33
Offentlig seed kapital.....	33
Exit marked.....	33
Konkurslovgivningen.	33
Uddannelse.	34
Incubators.	34
FoU-samarbejde.....	34
Kommercialisering af viden.....	34
Referencer.....	36

1. Baggrunden for benchmark af venturemarkedet

Et stort og velfungerende venturemarked har afgørende betydning for innovation og iværksætteri. Ofte er det helt nye virksomheder, der har ideen til og muligheden for at lancere de mest innovative løsninger. Gode vækstbetingelser for nye virksomheder er derfor meget vigtige – det gælder især i perioder, hvor samfundet og erhvervslivet er udsat for store forandringer.

OECD er i gang med et større benchmark studie af udfordringer og muligheder i den globale vidensøkonomi. Studiet fokuserer på 4 vækstdrivere: vidensarbejdere, vidensopbygning og – spredning, digitale teknologi og iværksætteri. På hvert område undersøges de enkelte landes erfaringer ved at kortlægge landenes økonomiske præstationer og erhvervsmæssige rammebetingelser, og det testes, om der er en sammenhæng mellem præstationer og rammebetingelser. Er det tilfældet, er der et godt grundlag for at lære af de bedste landes erfaringer.

I kortlægningen af de enkelte landes erfaringer anvendes en lang række økonomiske indikatorer, som gør det muligt at analysere, om de bedste lande har nogle fælles erfaringer i den forstand, at de har lagt vægt på de samme rammebetingelser for at opnå de bedste økonomiske resultater. Denne del af benchmarkanalysen kaldes top-down.

For iværksætterområdet viste analysen, at de bedste lande har en række fælles træk, bl.a. har de alle et stort venturemarked (Kjeldsen et al, 2003). På den baggrund blev det besluttet at tage venturemarkedet ud til særlig undersøgelse.

OECD har udvalgt 10 lande til nærmere analyse. Det er 5 lande med store venturemarkeder, nemlig USA, Canada, Korea, UK og Sverige og 5 lande, som er mere tilfældigt udvalgt, men som skal udgøre en kontrolgruppe, nemlig Norge, Spanien, Danmark, Portugal og Israel.

Venturekapital er risikovillig kapital, hvor kapitalen opnår medejerskab og anvender ejerindflydelse aktivt til at give virksomheden den bedst mulige udvikling. Venturekapitalen kan placeres af ventureselskaber, der er specialiseret i denne særlige kapitalformidling eller af enkeltpersoner - Business Angels - som typisk er tidligere iværksættere eller virksomhedsledere, og som i princippet arbejder på samme måde som ventureselskaber.

Venturekapital er således normalt meget aktiv og meget kompetent kapital, som investeres i virksomhedernes tidligste faser. Når virksomheden har nået en vis modenhed og er etableret på markedet, men stadig har udviklingsmuligheder, er det normalt, at venturekapitalen trækker sig ud – exitter – og overlader andre at finansiere videreudviklingen. Ventureselskabernes indtjening kommer næsten udelukkende fra gevinsten ved exit.

I nogle tilfælde kan exit ske direkte fra venturekapital til et velfungerende markedet for unoterede aktier eller til en etableret virksomhed, der kan se en strategisk interesse i at købe den pågældende virksomhed. I andre tilfælde er der behov for at tilføre ny risikovillig kapital, som dog ikke udøver samme aktive ejerskab som venturekapital,

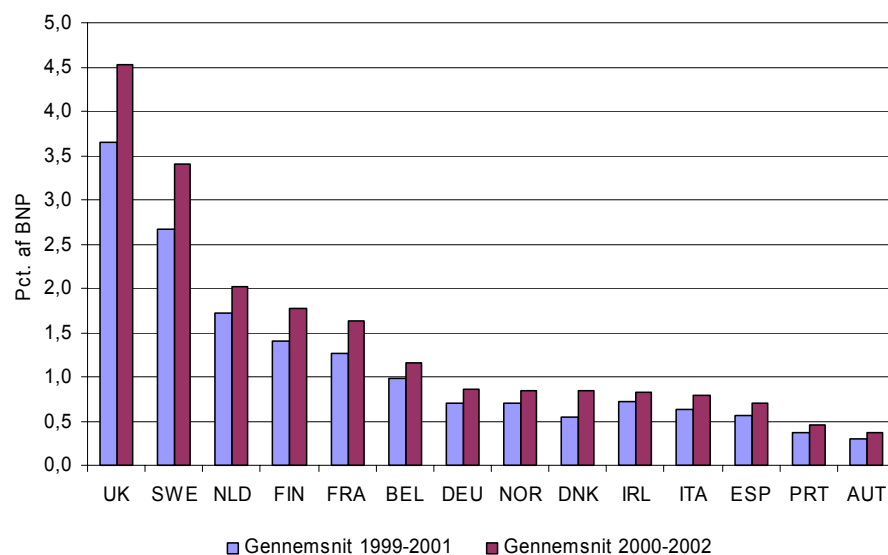
men som på den anden side ikke er let omsættelige aktier. Denne form for kapital kan have flere forskellige former og betegnes i visse sammenhænge private equity (PE).¹

Størrelsen af venturemarkedet kan enten beskrives ved størrelsen af den samlede kapital, som ventureselskaberne har under forvaltning eller ved selskabernes årlige ventureinvesteringer i porteføljevirkksomheder. Den samlede kapital under forvaltning består af den akkumulerede kapital, som er placeret i porteføljevirkksomheder og den kapital ventureselskaberne råder over, men som for tiden ikke er placeret. Årets investeringer er summen af opfølgingsinvesteringer i den eksisterende portefølje plus investeringer i nye porteføljeselskaber (ny-investeringer). De årlige ventureinvesteringer er naturligvis udsat for væsentligt større variationer end kapital under forvaltning.

Den statistiske belysning af venturemarkedet er forholdsvis rig, men der er stadig områder, hvor der er mangel på gode datakilder. Den samlede kapital under forvaltning, der rapporteres på europæisk plan, er summen af venturekapital og private equity, mens årets investeringer kan deles op på hhv. venturekapital og private equity. For de ikke-europæiske lande dækker kapital under forvaltning derimod udelukkende over venturekapitalen. Indenfor den statistiske dækning af ventureinvesteringer synes data for ventureselskabernes investeringer at være relativt god, mens den statistiske belysning af investeringer fra Business Angels er væsentlig mere usikker.

Målt som samlet kapital under forvaltning er markedet i de bedste europæiske lande 3-4 gange større end i Danmark og de fleste andre lande i kontrolgruppen, jf. figur 1.

Figur 1. Kumuleret venturekapital og private equity rejst – pct. af BNP



Kilde: Vækstfonden, EVCA YEARBOOK (1997,1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003)

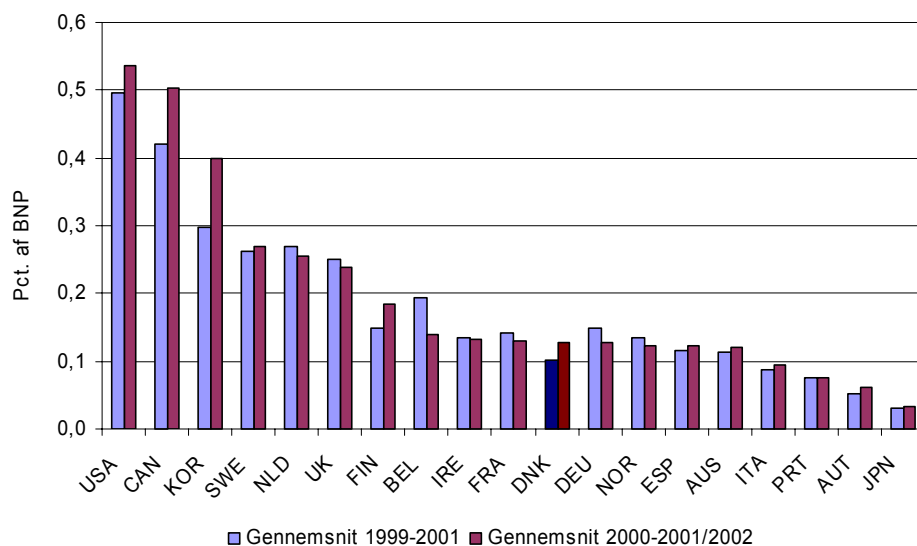
¹ Denne definatoriske opdeling på venturekapital og private equity bruges både af EVCA (European Venture Capital Association) og af Vækstfonden. I andre internationale sammenhænge er private equity en betegnelse for *hele* markedet for risikovillig kapital.

For USA og Canada opgøres kapital under forvaltning som nævnt udelukkende som mængden af venturekapital og data er derfor ikke direkte sammenlignelig med de europæiske tal. USA's beholdning af venturekapital under forvaltning ligger på 253 mia. dollar – 2,7 pct. af BNP (NVCA Yearbook, National Venture Capital Association 2003), mens de canadiske ventureselskaber har 23 mia. canadiske dollar under forvaltning – 2,5 pct. af BNP (Macdonald & Associates Ltd., 2003).

Forholdet mellem venture og PE-kapital er langt fra den samme i alle lande. Mens venturekapitalen i både Danmark og USA udgør omkring halvdelen af markedet for risikovillig kapital, så er denne andel kun 1/3 for fx UK.

Målt som årets ventureinvesteringer er markedet i de bedste lande 2-3 gange større end i Danmark og de fleste andre lande i kontrolgruppen, jf. figur 2.

Figur 2. Ventureinvesteringer – pct. af BNP



Kilde: Vækstfonden, EVCA YEARBOOK (2000, 2001, 2002, 2003), OECD venture capital database, 2002, 2003.

Note 1: Tallene udtrykker den samlede investerede kapital opdelt på tidlige stadier (seed og start-up) og ekspansionsfasen.

Note 2: For de europæiske lande dækker det seneste gennemsnit over perioden 2000-2002. For de ikke-europæiske lande USA, Canada, Korea, Australien og Japan dækker det over perioden 2000-2001.

OECD har udarbejdet et paradigme, som danner grundlag for en nogenlunde ensartet beskrivelse af venturemarkedet og de institutioner og regelsæt, der karakteriserer venturemarkederne i de forskellige lande. Denne del af benchmarkanalysen kaldes "bottom-up" eller "peer review" og kan danne grundlag for en systematisk erfaringsudveksling mellem landene, hvor de svagere lande kan lære af de bedste landes erfaringer.

OECD har offentliggjort de 10 landerapporter og en synteserapport, der uddrager den fælles konklusion (DSTI/IND (2003) 20). På grundlag af OECD-analysen er det muligt at uddrage, hvad Danmark kan lære af de bedste lande, og det er netop formålet med denne rapport – at opstille række konkret policyforslag, der kan være

med til at hjælpe Danmark på niveau med de bedste lande, når det gælder tilgængeligheden og anvendelsen af venturekapital.

2. Politikområder af betydning for venturemarkedet

Et velfungerende venturemarked forudsætter både et godt regelsæt, der kan understøtte markedets funktion og kapitalinstitutioner med høj kompetence og et tilstrækkeligt informationsniveau. Ved beskrivelsen af regelsæt og institutioner er der valgt en opdeling påfølgende 5 politikområder.

Skat

Økonomiske incitamenter har betydning for markedets agenter, og derfor påvirker skattesystemets indretning alle markeder. Men på markeder med stor risiko, som venturemarkedet, kan skattesystemet have en særlig betydning. Det er selvfølgelig afgørende, hvordan ventureselskabernes indtjening beskattes, men beskatningen af de private investorer bag ventureselskaberne kan også have betydning for udviklingen.

Investeringsregulering

Forsikringselskaber og pensionskassers adfærd har afgørende betydning for venturemarkedet. I alle lande er selskabernes og kassernes investeringsadfærd behandlet i lovgivningen, som dermed er med til at sætte rammerne for investeringsadfærden. I nogle lande giver lovgivningen særlige kasser specielle muligheder eller pålægger specielle kasser særlige forpligtigelser på venturemarkedet.

Offentlige investeringer og garantier

I de fleste lande har det offentlige søgt at stimulere venturemarkedet eller dele af markedet ved forskellige former for offentlige investeringer eller garantier. Det kan være direkte investeringer i nye erhvervsvirksomheder, kapitalindsud i eller garantier til private ventureselskaber eller offentligt ejede selskaber, der opererer på linie med private ventureselskaber, men som er tillagt særlige opgaver.

Business Angels

Skattesystemet kan have betydning for investeringsadfærden hos Business Angels, og det kan samtidigt være vigtigt, om et land har oprettet netværk eller lignende, der kan fremme erfaringsudvekslingen og læringen hos Business Angels.

Exit marked

Venturekapital er kun med i de første faser af en virksomheds liv. Det er derfor vigtigt, at venturekapitalen kan erstattes af andre kapitalkilder, når den særlige venturekompetence ikke længere er afgørende for virksomheden. Venturemarkedet er derfor afhængigt af exit mulighederne, som igen kan være påvirket af lovgivning eller andre offentlige foranstaltninger.

OECD landerapporterne om venturemarkedet indeholder ret detaljerede oplysninger om regelsæt og institutioner. På det grundlag er det undersøgt, om rammebetingelserne i landene med de største venturemarkeder har et fælles mønster, som kan være med til at forklare, hvorfor netop de lande har et stort og veludviklet venturemarked. På de fleste politikområde viser der sig at være interessante fællestræk, som karakteriserer de bedste lande, og som udgør et interessant grundlag for at vurdere rammerne for det danske venturemarked.

I den detaljerede analyse er Korea og Israel udeladt, idet det ikke har været muligt at fremskaffe tilstrækkelige informationer om lovgivningen i disse lande.

3. Efterspørgsel efter venturekapital

Inden gennemgangen af de enkelte politikområder kan der være grund til at berøre problemstillingen omkring udbud og efterspørgsel. Hvis et land har et forholdsvis begrænset venturemarked, kan årsagen være, at der simpelthen startes for få nye virksomheder med et fornuftigt vækstpotentiale – det vil sige problemer på efterspørgselssiden. Modsat kan et lille venturemarked skyldes, at virksomhedernes mulighed for at skaffe venturekapital er for dårlig – det vil sige problemer på udbudssiden. Der kan naturligvis også være tale om problemer på både efterspørgsels- og udbudssiden, og det vanskeliggør benchmarkanalyser af venturemarkedet, at det er meget vanskeligt at afgøre, om årsagerne til et lille venturemarked skyldes efterspørgsels- og/eller udbudsproblemer.

Efterspørgselssiden kan blandt andet belyses ved at se på antallet af nystartede virksomheder. Den tilgængelige internationale statistik for opstart af nye virksomheder tyder ikke på, at Danmark på dette område skulle have særlige problemer. EU har for nylig offentliggjort en ny statistik, der giver den hidtil bedste sammenligning af opstartsrate. Danmark ligger i toppen af denne liste på niveau med de lande, der klarer sig bedst på venturemarkedet, jf. tabel 1.

Tabel 1. Opstart af nye virksomheder, 2003

Land	Rater
USA	10
UK	8,9
Canada	14,5
Sverige	7
Danmark	10
Norge	10,3
Portugal	7,6
Spanien	9,7

Kilde: Eurostat 2003

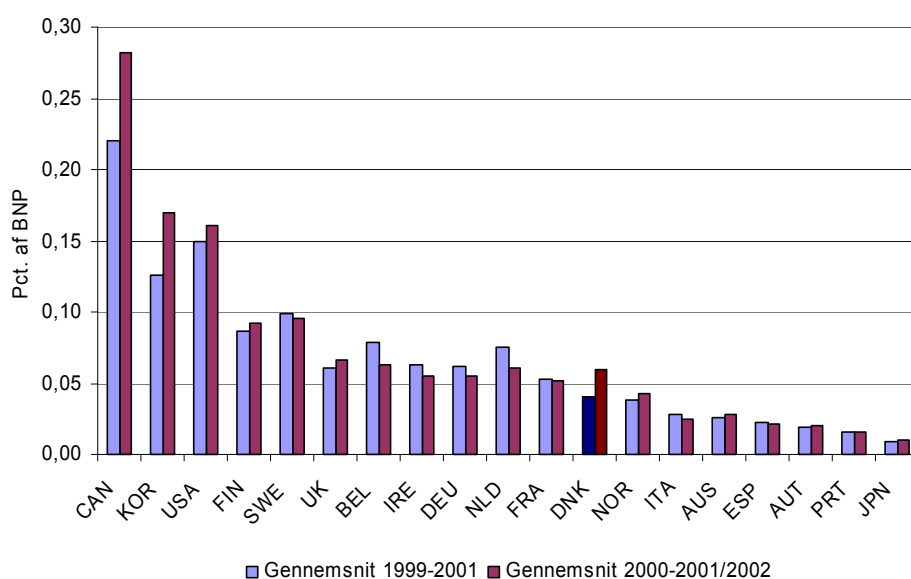
Note: Raterne dækker over andelen af nystartede virksomheder ud af det samlede antal virksomheder.

Heller ikke den internationale surveyundersøgelse, ”Global Entrepreneurship Monitor”, der måler graden af iværksætteraktivitet, peger på, at der i Danmark er særlige problemer med opstart af nye virksomheder. Danmarks iværksætteraktivitet ligger også her blandt de bedste lande (GEM, 2002).

Der synes altså ikke umiddelbart at være problemer med den generelle opstart af nye virksomheder. Spørgsmålet er, om det er virksomheder med vækstpotentiale, der gemmer sig blandt de mange nye virksomheder. Opstartsaktiviteten blandt potentielle vækstvirksomheder kan blandt andet belyses ved at se på, hvor mange ventureinvesteringer der foretages i de tidlige stadier – dvs. i seed og start-up.

Venturemarkedet har i de senere år været presset af den svage globale økonomi, men i enkelte lande er ventureinvesteringerne fortsat vokset. Danmark og Finland er de to lande, hvor investeringerne er vokset mest. Hovedparten af væksten i Danmark er sket i de tidlige stadier, det vil sige seed og start-up kapital. En væsentlig forklaring herpå er Vækstfondens nye investeringsstrategi. I forhold til landets økonomi har Danmark et marked for ventureinvesteringer i de tidlige faser, som efterhånden nærmer sig niveauet i flere af landene med de største venturemarkeder jf. figur 3.

Figur 3. Ventureinvesteringer i de tidlige stadier – procent af BNP.



Kilder: Vækstfonden, EVCA YEARBOOK (2000, 2001, 2002, 2003), OECD venture capital database 2003

Note: For de europæiske lande dækker det seneste gennemsnit over perioden 2000-2002. For de ikke-europæiske lande USA, Canada, Korea, Australien og Japan dækker det over perioden 2000-2001.

At det danske venturemarked er vokset, og at væksten især har fundet sted i de tidlige stadier, så investeringer i seed og start-up kapital nu er på niveau med flere af de bedste lande, kan være et yderligere tegn på, at der ikke er særlige problemer på efterspørgselsiden.

Selvom der hverken synes at være problemer med opstarten af virksomheder i Danmark eller investeringer i start-up fasen sammenlignet med de bedste OECD-lande, er det muligt, at de start-up virksomhederne i Danmark ikke har samme vækstmuligheder som virksomhederne i de bedste lande. Forskellige indikatorer kunne tyde på, at det er tilfældet. Tabel 2 viser, at væksten i danske nystartede ligger langt under niveauet i andre lande.

Tabel 2. Andel af nye virksomheder med vækst over 60 pct., 2000

Land	Rater
USA	19,5
UK	12,8
Sverige	7,7
Danmark	5,5
Norge	9,7
Portugal	6,3
Spanien	12,6

Kilde: Erhvervs- og Boligstyrelsen 2003

Også andre undersøgelser peger på, at der er visse problemer med at få nystartede danske virksomheder til at vokse. Det forventes normalt, at vækstpotentialet er særligt stort i virksomheder, der baserer sig på high-tech. Der findes ikke sammenlignelig international statistik for opstartsrate i high-tech sektorer, men der findes en mindre

hollandske undersøgelser, hvor kun 7 lande er med. Undersøgelsen viser, at opstartraten i high-tech sektorer er 2 gange større i USA og UK end i Danmark. Den hollandske undersøgelse viser også, at væksten i små virksomheder er 2-3 gange højere i USA og UK end i Danmark (Kjeldsen et al, 2003).

Det forventes normalt, at kommercialiseringen af den offentlige forskning har særlig betydning for high-tech sektorer og dermed for efterspørgslen efter venturekapital. Sammenligninger af kommercialiseringen af den offentlige forskning viser, at Danmark på dette område halter en del efter de bedste lande, hvilket kan skyldes, at videninstitutionernes muligheder for kommercialisering i Danmark ikke er på niveau med de bedste lande. Det synes fx at være tilfældet for universiteternes muligheder for at opnå patenter og licenser (Nyholm et al, 2003).

Det kan heller ikke udelukkes, at danske universiteter halter efter i uddannelsen af iværksættere, og at danske forskerparker og incubatorer udklækker færre high-tech virksomheder med stort potentiale end i de bedste lande. Denne problemstilling vil blive undersøgt nærmere i en kommende benchmarkanalyse fra Erhvervs- og Boligstyrelsen.

Billedet af efterspørgselsiden er ikke klart. På den ene side synes tal for opstartsrate og start-up kapital at vise, at Danmark klarer sig pænt, men på den anden side er der tegn på, at opstarten af danske high-tech virksomheder og væksten i små danske virksomheder ligger noget lavere end niveauet i de bedste lande.

I hvilket omfang den svagere vækst i nye og små virksomheder i Danmark skyldes mangel på venturekapital kan ikke umiddelbart afgøres ved benchmarkanalyse, men det skærper behovet for en mere dybdegående analyse af de rammer, som det danske venturemarked fungerer under sammenlignet med rammerne i de bedste lande.

4. Skat

Beskatningen af ventureselskaber har naturligvis betydning for selskabernes investeringsaktivitet. Det gælder især beskatning af værdistigninger på de aktier, som normalt modsvarer ventureselskabernes investeringer i nystartede virksomheder, men også beskatningen af det løbende overskud og udbytte kan have betydning.

Skatten på værdistigningen af ventureselskabernes aktier er stort set den samme i de 8 lande, der indgår i undersøgelsen. Den højeste beskatning på 35 pct. findes i USA og Spanien, mens den laveste beskatning på 28 pct. findes i Canada, Sverige og Norge jf. tabel 3 (DSTI/DOC (2002) 9).

Tabel 3. Skat på kapitalgevinster, virksomheder, 2000

Land	Skatteprocent
USA	35
UK	30
Canada	27,9
Sverige	28
Danmark¹	32
Norge	28
Portugal	32
Spanien	35

Kilde: DSTI/DOC, 2002

Note 1: Den danske sats er nedsat til 30 pct. i 2001.

Der er således ikke tegn på, at virksomhedsskatten på kapitalgevinster kan umiddelbart være med til at forklare, hvorfor der er betydelig forskel på størrelsen af landenes venturemarkeder.

Beskatning af porteføljevirkomhedernes overskud og af ventureselskabernes udbytte svarer til den samlede skat for ventureselskabet af det løbende overskud. Disse skattesatser varierer lidt mere mellem landene, jf. tabel 4 (DSTI/DOC (2002) 9).

Tabel 4. Skat af overskud og udbytte, 2000

Land	Virksomhedsskat SMV'er (pct.)	Skat af udbytte (pct.)
USA	15	46
UK	20	32,5
Canada	13	26,5
Sverige	28	30
Danmark¹	30	43
Norge	28	0 ²
Portugal	20	25
Spanien	30	48

Kilde: DSTI/DOC, 2002

Note 1: De danske tal er de nyeste satser fra 2001

Note 2: Nye regler fra 2003, før det var skatteprocenten 28 pct.

Der er ikke solide tegn på, at lande med store venturemarkeder har en særlig lav skat af overskud og udbytte. Der er typisk en lavere selskabsskat for små virksomheder i

lande med store venturemarkeder, men forskellene er ikke dramatiske og kan næppe forklare forskellene på venturemarkedet.

For mange nystartede virksomheder især inden for high-tech kan medarbejderoptioner være afgørende for virksomhedens udviklingsmuligheder i de første år. Ved optioner kan lønomkostningerne holdes nede, og for ventureselskaberne kan optioner være en god sikkerhed for, at nøglemedarbejdere bliver i virksomheden, indtil den er veletableret, og optionerne kan realiseres med gevinst.

Den skattemæssige behandling af optioner kan derfor have betydning for udviklingen af venturemarkedet. Det gælder både tidspunktet for beskatningen og skattens størrelse. Skat af kapitalgevinsten kan enten falde, når optionen tildeles, når optionen udnyttes ved ombytning til aktier (exercises), eller når aktierne sælges, og gevinsten realiseres.

I dag beskatter alle de undersøgte lande i praksis optionen, når den udnyttes, og optionen ombyttes til aktier.

Alle de undersøgte lande beskatter gevinsten ved optioner som almindelig indkomst, forskellen mellem landene svarer derfor til forskelle i indkomstbeskatningen (DAFFE/CFA, 2003 og DSTI/IND, 2002).²

På grundlag af denne benchmarkanalyse er det ikke ligetil at afgøre, om forskelle i skattesystemet, og dermed en særlig lav skat, er en forudsætning for at udvikle et stort og velfungerende venturemarked. De dele af skattesystemet, som umiddelbart har størst betydning for ventureselskaberne synes at være relativt ens mellem landene, og de forskelle, der trods alt er tale om, kan næppe forklare forskellene mellem landenes venturemarkeder. Samlet synes der således ikke at være tale om, at lande med store venturemarkeder har en systematisk lavere beskatning af ventureselskabernes indtjening.

Hvis skattesystemet alligevel skulle have en afgørende indflydelse på venturemarkedet, må det henføres til forskelle i den almindelige indkomstskat. Som udtryk for forskelle i indkomstskattesystemet kan den højeste marginalskat anvendes, jf. tabel 5.

² I Danmark er der i juli 2003 åbnet mulighed for en alternativ ordning, hvor beskatning først finder sted ved realisering af gevinster, og hvor gevinster beskattes som aktieavance. Ordningen kræver imidlertid foregående godkendelse af arbejdsgiveren, idet aftalen påvirker selskabets fradragsret. Samtidig er der en række begrænsninger på hvor mange aktier, der kan indgå under den nye ordning. Det er således stadig den oprindelige ordning, der som udgangspunkt effektueres.

Tabel 5. Den højeste marginalskat

Land	Skatteprocent
USA	46,1
UK	30,3
Canada	38,7
Sverige	62,8
Danmark	63,3
Norge	55,1
Portugal	47,5
Spanien	48,6

Kilde: DSTI/DOC, 2002

De nordiske lande har høje marginalsatter. I Norge ligger niveauet på 55 pct. og i Sverige og Danmark er den højeste marginalskat på omkring 63 pct. I USA, Canada og UK ligger den højeste marginalskat mellem 40 og 47 pct. (DSTI/DOC (2002) 9).

Det er en mærkbar forskel, som kan have indflydelse på den økonomiske adfærd. Det er velkendt, at der er stor usikkerhed forbundet med at starte nye virksomheder, og at der skal tages betydelige risici for, at nye virksomheder slår igennem på det globale marked og skaber store værdier.

Det kan ikke udelukkes, at den forholdsvis lave marginalskat i USA, Canada og UK på omkring 45 pct. er en vigtig forudsætning for de 3 landes store venturemarkeder, men på den anden side må det konstateres, at lande som Sverige og til dels Finland har skabt pæne venturemarkeder, på trods af høje marginalsatter (DSTI/DOC (2002) 9).

5. Venturemarkedets kapitalkilder

Det er naturligvis helt afgørende for et stort og velfungerende venturemarked, at der er rigelig med kapital til rådighed. Pensionsformuen bør være en naturlig kapitalkilde for venturemarkedet, da det er langsigtede investeringer, hvor afkastet på kortere sigt kan være ret usikkert, men hvor der på længere sigt må ventes et pænt afkast.

Venturemarkedet adskiller sig imidlertid fra mere traditionelle aktiemarkeder ved at være svært gennemskueligt. Det kræver meget specifik indsigt og høj kompetence at operere på venturemarkedet. Uden en sådan speciel indsigt og kompetence er markedet meget risikobetonet. Men selv med stor ekspertise er risikoen stor og transaktionsomkostningerne høje.

De særlige forhold omkring venturemarkedet har betydet, at de fleste lande har begrænsninger på, hvor stor en del af pensionskapitalen, der kan placeres på venturemarkedet. Hovedprincippet i reguleringen i næsten alle lande er, at den overvejende del af pensionskapitalen skal placeres i guldrandede papirer, en mindre del i fast ejendom og noterede aktier og kun en begrænset andel i unoterede aktier og dermed tilgængelig for venturemarkedet.

De eneste undtagelser fra denne hovedregel findes i USA og UK. USA indførte allerede i 1978 "Prudent man's rule" (beskrevet i Employee Retirement Income Security Act), det vil sige, at man fjernede alle kvantitative restriktioner, men pålagde forsikringsselskaber og pensionskasser at efterleve den forsigtige mands regel. UK fulgte efter med en tilsvarende regel i 1995 (beskrevet i Pensions Act) (OECD, 2003).

Alle de andre lande, der indgår i undersøgelsen, har lovbestemte restriktioner på forsikringsselskabers og pensionskassers muligheder for at placere pensionskapitalen i unoterede aktier. De fleste lande har i de senere år lempet på restriktionerne, men de er ikke gået så langt som USA og UK. De nuværende regelsæt er sammenfattet i boks 1.

Boks 1. Regulering af forsikringselskaber og pensionskasser

Investeringsregulering	
USA	Prudent man's rule (1978)
Canada	Særlige fonde investerer i unoterede aktier; fondene er sponsoreret af fagforeninger.
UK	Prudent man's rule (1995)
Sverige	En national pensionsfond, AP6, har ubegrænset mandat til at investere i unoterede aktier. Investeringsloft for alle andre på 70 pct. i aktier, 5 pct. unoterede aktier.
Danmark	Investeringsloft 70 pct. i aktier, 10 pct. i unoterede aktier.
Norge	Investeringsloft for alle institutionelle investorer. National pensionskasse vil få lov til at investere i unoterede aktier.
Portugal	Investeringsloft for pensionskasser på 15 pct. i unoterede aktier, for forsikringselskaber 3 pct. i unoterede aktier.
Spanien	Investeringsloft for pensionskasser og forsikringselskaber på 10 pct. i unoterede aktier.
Israel	Ikke muligt for pensionskasse eller forsikringselskab at investere i unoterede aktier – strenge investeringskrav til andre institutioner.

Kilde: OECD landepapirer 2003

I USA har forsikringselskaber og pensionskasser i 25 år haft frihed til at placere pensionskapitalen. Derfor kan det ventes, at pensionsformuen er placeret på en måde, der afspejler en langsigtet afvejning mellem risiko og afkast under hensyntagen til transaktionsomkostningerne. Det kan derfor være interessant at anvende placeringen af USA's pensionskapital som benchmark.

7 pct. af den samlede pensionskapital i USA er placeret på venturemarkedet, hvilket er væsentligt mere end i alle andre lande. I UK er 2,3 pct. af pensionskapitalen placeret på markedet for risikovillig kapital (Astéria, 2002). I andre lande er tallet langt mindre.

At amerikanske forsikringselskaber og pensionskasser har været så interesserede i ventureinvesteringer må anses for en væsentlig forklaring på det store amerikanske venturemarked. Den amerikanske pensionsopsparing leverer således 41 pct. af den samlede venturekapital. Den anden store kapitalkilde i USA er private fonde, Business Angels og andre private investorer, som tilsammen tegner sig for 31 pct. af venturemarkedet. 21 pct. er investeret af banker, og de resterende 7 pct. kommer fra erhvervsvirksomheder, mens forsikringselskaber og det offentlige ikke har tilført væsentlig kapital til det amerikanske venturemarked, jf. tabel 6.

Tabel 6. Venturemarkedets kapitalkilder, 1999 - 2001

	USA	UK	DNK	CAN	SWE	NOR	ESP	PRT
Pensionskasser	41	34	33	28	27	1	6	0
Forsikringsselskaber	0	13	9	0	13	13	5	0
Banker	21	15	15	0	10	4	41	41
Virksomheder	7	6	9	18	12	17	9	1
Private ¹	31	17	6	44	12	30	18	0
Offentlige ²	0	7	8	4	5	9	8	18
Realiserede gevinster	0	2	15	0	11	16	12	36
Andre kilder	0	5	6	5	9	10	2	4

Kilde: OECD landepapirer 2002; OECD's synteserapport, 2003

Note 1: Private individer, funds of funds og legater og fonde

Note 2: Offentlige og akademiske institutioner

Venturemarkedet i USA er det største og formentlig det bedst fungerende, og har uden tvivl haft stor betydning for den hurtige forandringsproces, der i det sidste ti-år har karakteriseret den amerikanske økonomi.

I andre lande med et relativt stort venturemarked har pensionskapitalen leveret væsentlig mindre kapital. I Canada og Sverige har forsikringsselskaber og pensionskasser placeret omkring 1 pct. eller mindre af deres kapital på venturemarkedet. Det er således andre kapitalkilder end den indenlandske pensionskapital, der har været afgørende for udviklingen af venturemarkederne i Canada og Sverige.

Det canadiske venturemarked har nogenlunde samme relative størrelse som det amerikanske, men betydningen af de enkelte kapitalkilder er væsentlig anderledes.

Den største kapitalkilde på det canadiske venturemarked er indbetalinger fra fagforeningerne, der placerer kapital via særlige venturekapitalselskaber, som støttes af staten ved særlige skattefradrag for individuelle indbetalinger, jf. boks 2.

Boks 2. Labour Sponsored Venture Capital Corporations (LSVCC)

LSVCC blev introduceret i Canada i 1984. De er relativt små fonde som er sponsoreret af fagforeninger og som investerer i SMV'ere, der ikke er børsnoteret. Individuelle aktionærer, der indskyder penge får en række skatteincitamer samtidig med, at de forpligter sig til at investere pengene i ca. 8 år. LSVCC'erne er subsidieret af staten i det de giver skattefradrag til private, der investerer. Hovedparten af investorerne i disse fonde er derfor private investorer. Fagforeningerne kommer ikke selv med penge til fondene.

I 1984 fik en investor føderalt skattefradrag (tax credit) på 20 pct. på op til 5.000 CAD. Men i 1996 blev fradraget reduceret til 15 pct. på op til 3.500 CAD. Ydermere får investorer fra nogle regioner som fx Ontario og Quebec 15 pct. regionalt skattefradrag (sat ned fra 20 pct. i 1996). LSVCC'erne investerer i traditionelle sektorer, og hovedsagelig i industrielle virksomheder. I løbet af 1990'erne var 70 pct. af den canadiske venturekapital investeret gennem LSVCC fonde.

I perioden 1996-2002 investerede LSVCC'erne 4,3 milliarder CAD. De tidlige stadier udgjorde 38 pct., og senere stadier 62 pct.. Tidlige stadier kan deles op i seed på 2 pct., start-up på 16 pct., og andre tidlige stadier på 20 pct.. Senere stadier kan deles op i ekspansion på 46 pct., buyout/aquisitions på 6 pct., turnaround på 3 pct. og andre på 7 pct..

Hver LSVCC fond har en bestyrelse, der har erfaring indenfor venturebranchen. Halvdelen af bestyrelsen er udnævnt af fagforeningen (sponsoren).

Lovændringer i 1996 gjorde det mindre attraktivt at investere i LSVCC'ere, og førte til at andelen af LSVCC investeringer faldt. I 2001 stod LSVCC'erne for lidt over 30 pct. af venturekapital investeringerne.

Kilde: OECD landepapirer og egen research

En anden vigtig kapitalkilde i Canada er private fonde, Business Angels og andre private midler, som tilsammen leverer godt 40 pct. af kapitalen til venturemarkedet. Erhvervsvirksomheder leverer 14 pct., mens de canadiske banker og forsikringsselskaber ikke leverer kapital til venturemarkedet.

Udenlandsk kapital, først og fremmest amerikansk pensionskapital, er en anden vigtig kapitalkilde for Canadas venturemarked. Udenlandske kapitalkilder stod for næsten 30 pct. af de canadiske ventureinvesteringer i 2001 og 2002, jf. tabel 7.

Tabel 7. Rejst kapital fordelt på inden- og udenlandske investorer, 2001 - 2002

Land	Indenlandske investorer (pct.)	Udenlandske investorer (pct.)
UK	33	67
Canada ¹	72	28
Sverige	26	74
Danmark	79	21
Norge	94	6
Portugal	94	6
Spanien	61	39

Kilde: EVCA Yearbook (2003), OECD lande studier

Note 1: For Canada er der tale om andel af ventureinvesteringerne.

Som nævnt indførte UK i 1995 "Prudent man's rule", hvilket har været med til, at de britiske livsforsikringsselskaber og pensionskasser leverer 47 pct. af den samlede indenlandske kapital til det britiske venturemarked. Det kan se ud af meget, men da

venturemarkedet i UK er en del mindre end i USA, er der stadig tale om en forholdsvis beskedne kapitalplacering sammenlignet med USA. De britiske forsikringsselskaber og pensionskasser har som tidligere nævnt placeret omkring 2,3 pct. af pensionsformuen på venturemarkedet.

Den vigtigste kapitalkilde for venturemarkedet i UK er udenlandsk kapital, som udgør godt 60 pct. af de samlede indenlandske investeringer. Næsten halvdelen af den udenlandske kapital er amerikansk pensionskapital. Den del af det engelske venturemarked, som er finansieret af indenlandske kilder, er således ret beskedent og næppe større end i de fleste andre europæiske lande.

Det veludviklede engelske finansmarked, og den lange tradition for at være et af verdens kapitalcentre, er muligvis hovedårsagen til, at udenlandsk kapital i så stort omfang er søgt til UK, og dermed har været med til at skabe det forholdsvis store venturemarked i UK.

I Sverige er venturemarkedet af nogenlunde samme relative størrelse som i UK. Også i Sverige er den udenlandske finansiering betydelig. Her står de udenlandske investorer for omkring $\frac{3}{4}$ af den samlede rejste kapital i 2001 og 2002.

Den forholdsvis store udenlandske interesse for det svenske kapitalmarked kan hænge sammen med det dynamiske svenske iværksættermiljø inden for IT-branchen i anden halvdel af 90'erne.

Kapital fra de svenske erhvervsvirksomheder er også en vigtig kilde, idet svenske erhvervsvirksomheder har leveret 12 pct. af den indenlandske kapital til det svenske venturemarked. Det er forholdsmæssigt næsten dobbelt så meget, som de amerikanske erhvervsvirksomheder har leveret til det amerikanske venturemarked.

I de øvrige lande i undersøgelsen, hvor venturemarkederne er væsentligt mindre, er der stor variation i betydningen af de enkelte kapitalkilder. I nogle lande er bankerne dominerende, i andre det offentlige og i nogle lande er der også en betydelig udenlandsk kapital.

Israel, som er udeladt af undersøgelsen på grund af mangelfulde informationer, har et stort venturemarked, og 70 pct. af kapitalen kommer fra udlandet - først og fremmest USA.

Kapitalkilderne til de danske venturemarkeder følger stort set det samme mønster som i de fleste andre lande, med undtagelse af kapital fra private kilder – herunder Business Angels – som er meget beskedne i Danmark.

I 2000 blev investeringsloftet for danske livsforsikringsselskaber og pensionskasser øget fra 50 til 70 pct., mens den andel, der kan placeres i noterede aktier forblev 10 pct.

I 2002 havde LD 4,9 pct. (2,5 mia. kr.) af deres kapital investeret i noterede aktier, og ATP 0,6 pct. (1,4 mia. kr.). Livsforsikringsselskaber og pensionskasserne havde på samme tid investeret 0,9 pct. (8 mia. kr.) af deres aktiver i noterede aktier. Samlet

havde disse institutionelle investorer således investeret 1,1 pct. af deres aktiver i unoterede aktier (Finanstilsynet 2003).

Det synes således ikke umiddelbart at være lovgivningsmæssige begrænsninger, der forhindrer, at danske forsikringsselskaber og pensionskasser placerer mere kapital i venturemarkedet.

Den begrænsede placering kan derimod skyldes, at danske forsikringsselskaber og pensionskasser har svært ved at opnå en tilstrækkelig risikospredning på det danske marked.

Placering af venturekapital kræver specialiseret kompetence, og transaktionsomkostningerne er høje. I mange tilfælde kan det ikke betale sig for et forsikringsselskab eller pensionskasse at opbygge kompetencer og afholde øvrige omkostninger ved oprettelse af eget ventureselskab, men må i stedet placere den risikovillige kapital i eksisterende selskaber. Det forholdsvis begrænsede antal danske ventureselskaber kan hermed udgøre en barriere for væksten på venturemarkedet.

Hvis dette er baggrunden for pensionssekskabernes tøven kan forklaringen altså være, at det undertiden er svært og meget risikofyldt at opdyrke et nyt marked. Det kan begrunde, at det offentlige involverer sig i opgaven.

I alle lande - også i USA – har det offentlige været engageret i opbygningen af venturemarkedet, jf. det følgende afsnit.

I USA investerer de store pensionsinstitutter direkte i de mange ventureselskaber, som gradvist er opstået siden slutningen af 50'erne, og som i hele perioden har fået betydelig støtte gennem særlige offentlige incitament. De mindre pensionsinstitutter investerer gennem særlige fonde, som har den fornødne ekspertise til at placere kapitalen i ventureselskaberne – kaldet funds of funds. De store institutter har oprettet egne ventureselskaber, men investerer også direkte i andre ventureselskaber.

I UK er en tilsvarende udvikling undervejs efter afskaffelsen af de restriktive investeringsløfter og indførelsen af "Prudent Mans Law" i 1995 (British Venture Capital Association, BVCA: "Institutional Investors Attitude to Venture Capital Investments", 1999).

Indtil for nylig eksisterede der næsten ingen funds of funds i Canada, og kun ganske få pensionsinstitutter havde opbygget kompetence til at investere i ventureselskaber. I 2001 introducerede den canadiske regering flere initiativer for at fremme dannelsen af funds of funds, og i 2002 blev de første 3 funds of funds etableret. Det forventes, at flere vil blive dannet, og at funds of funds bliver en vigtig del af infrastrukturen på det canadiske venturemarked.

I Sverige er livsforsikringsselskaber og pensionskasser ikke specielt aktive på venturemarkedet, men i 1996 blev den Sjette AP-fond (tidligere Sjette Fondsstyrelse) oprettet med det hovedformål at investere i risikokapital rettet mod små og mellemstore virksomheder. Sjette AP-fonden er en del af Den Almene Pensionsfond, der udspringer af den almene tillægspension i Sverige. Pensionsfondens kapitalmasse forvaltes i dag af fem offentlige fonde. Første, anden, tredje og fjerde AP-fonde fik i

1998 ca. 140 mia. skr. hver at forvalte, og de tilføres derudover nye pensionsmidler fra staten hvert år.

Sjette AP-fond fik ved sin oprettelse 10,4 mia. skr. til forvaltning, og fonden tilføres i modsætning til de andre fonde ikke flere pensionsmidler. Fondens opgave er at forvalte de 10,4 mia. og dets afkast gennem placeringer på markedet for risikovillig kapital. Fonden har ubegrænset mandat til at investere i unoterede aktier og er i dag en af de største nationale investorer på det svenske venturemarked. Sjette AP-fonden kan investere direkte i den enkelte virksomhed og har mulighed for at gå ind som aktiv ejer, men en stor del af investeringerne går gennem funds of funds eller investeringsselskaber. Siden opstarten i 1996 har fonden øget sin kapital til 16,7 mia. skr.

6. Offentlig venturekapital og garantier

I USA oprettede det offentlige det første føderale program i 1958, ”The Small Business Investment Company” (SBIC), som skulle være med til at stimulere venturemarkedet. En SBIC er en investeringsvirksomhed, som får en særlig licens til at låne penge af de offentlige. Investeringsvirksomhederne investerer i nystartede og unge virksomheder og spiller en vigtig rolle på venturemarkedet i USA, jfr. boks 3.

Boks 3. The Small Business Investment Company Programme

SBIC programmet blev oprettet i 1958 og var det første føderale initiativ til at udvikle venturemarkedet i USA. SBIC’ere er privatejede og privatdrevne investeringsvirksomheder, som får en licens fra det offentlige gennem Small Business Administration (SBA) til at foretage investeringer.

SBIC’erne kan låne kapital på gode betingelser fra det offentlige. De investerer (sin egen kapital, og det som er lånt) i små virksomheder, giver langsigtede lån, samt tilbyder lederassistance. For at SBIC’erne kan investere, kræver SBA at der er privat kapital på mindst US\$ 5 millioner, med en offentlig ”leverage” på op til 300 pct. (men på max US\$ 108.8 millioner). Dette gøres ved at SBIC’erne udbyder obligationer, som er garanteret af SBA. SBIC’erne skal have kvalificerede investerings managers, som har erfaring i at investere i små virksomheder.

SBIC programmet har haft stor betydning for ekspansionen af den amerikanske økonomi – både i eget regi, og i kraft af den professionelle oplæring af managers, der senere starter for sig selv.

Kilde: OECD landepapir(2003), Finans/ Invest (1984)

SBIC’erne spiller en særlig stor rolle, når det gælder seed investeringer. I perioden 1994-2002 stod SBIC’erne for 64 pct. af al seed finansiering i USA (SBA, 2002). Da det amerikanske venturemarked eksploderede i slutningen af 1990’erne, investerede nye aktører på markedet relativt mere i de senere stadier end i seed fasen. Andelen af seed investeringer i forhold til hele venturemarkedet i USA faldt derfor fra 18 pct. i 1994 til 1 pct. i 2002, jfr. tabel 8.

Tabel 8. Seed investeringer i procent af hele venturemarkedet i USA.

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Seed	18 %	17 %	15 %	10 %	8 %	8 %	3 %	2 %	1 %

Kilde: SBA (2002)

Det største offentlige initiativ i Canada har været oprettelsen af de særlige LSVCC fonde, der som nævnt står for mere end 1/3 af ventureinvesteringerne i Canada. LSVCC fonde har været særlige aktive i forbindelse med start-up og ekspansionskapital, mens de har været mindre aktive med seed kapital.

Canada har også en føderal bank, ”The Business Development Bank of Canada” (BDC), som står for det offentliges venturekapitalinvesteringer. Banken investerer sammen med private aktører i alle virksomhedsfaser. Men banken er en relativt lille aktør i venturemarkedet med kun 2 pct. af canadisk venturekapital under forvaltning.

UK er det OECD land, som først involverede det offentlige i investeringer til små virksomheder. I 1945 startede ”The Industrial and Commercial Finance Corporation” (ICFC) med støtte fra ”Bank of England” og de skotske banker. ICFC har siden den gang fået navnet 3i og er blevet en af de største venturefonde i UK.

Selv om venturemarkedet i UK er blandt de største i OECD, er andelen af seed og start-up investeringer relativt lille. Investeringer i de tidlige stadier står for kun 8 pct. af alle investeringer i venturemarkedet i UK, jfr. tabel 9.

Tabel 9. Investeringer i pct. af venturemarkedet - inkl. buy-out, 1999-2002

	Seed	Start-up
UK	0,6	7,6
Sverige	1,1	12,4
Danmark	13,2	23,6
Norge	2,2	24,1
Spanien	1,3	11,4
Portugal	0,0	13,7
Finland	6,3	26,5

Kilde: OECD, European Venture Capital Database, 2003

I løbet af de sidste tre til fire år har UK etableret flere offentlige programmer, som skal hjælpe med at øge antallet af seed og start-up investeringer.

I Sverige blev de første offentlige fonde oprettet i 1973 i samarbejde med den private sektor. Selv om flere fonde, både private og offentlige, blev startet i løbet af 1980'erne, gik de fleste konkurs i 1990'erne. Som det kan ses af tabel 6 ovenfor, er seedandelen af det svenske venturekapitalmarked ikke særlig stort. Derfor er den offentlige fond NUTEK blevet oprettet for at give nye virksomheder med vækstpotentiale finansiering i de tidlige faser. Siden 2000 er NUTEK blevet slået sammen med en andet offentlig fond, ALMI, og de koncentrerer sig om at tilbyde seed finansiering gennem Industrifonden.

I Danmark blev et af de første offentlige initiativer på venturemarkedet taget i 1988 med oprettelsen af Dansk Udviklingsfinansiering. Fonden skulle investere i FoU projekter, som havde muligheder for at blive kommercialiseret. I 1992 blev Dansk Erhvervsudviklingsfond etableret. Fonden kunne ikke placere risikovillig ejerkapital, men kunne give lån på favorable vilkår. Hvis en virksomhed ikke kunne betale lånet tilbage, overtog Erhvervsudviklingsfonden projektet, og forsøgte at sælge det videre. I 1993 blev Erhvervsudviklingsfonden omdannet til Vækstfonden, men uden afgørende betydning for investeringsstrategien. I 1994 blev der indført en garantiordning for udviklingselskaber. Nye eller eksisterende ventureselskaber kunne få en garanti inden for en fastsat ramme, hvor det offentlige dækkede halvdelen af tab på venturekapital. Ordningen er siden 1999 blevet administreret af Vækstfonden.

I 1998 blev lov om innovationsmiljøer indført for at tilføre mere seed kapital til det danske venture marked. Hvis et innovationsmiljø opfylder særlige krav, kan det få offentlig kapital, som skal bruges til seed investeringer.

I 1999 blev lovgrundlaget for Vækstfonden ændret og i følge Vækstfondens nye strategi fra 2001 skal Vækstfonden operere på markedsvilkår, men med særlig fokus på de tidligere og mest risikobetonede ventureinvesteringer. Vækstfonden tilbyder også lån og lånegarantier. I 2002 stod Vækstfonden for 9,8 pct. af investeringerne på venturemarkedet. Af seed investeringer i 2002 stod Vækstfonden for 18 pct., og fonde der er etableret via kapitalindskud fra Vækstfonden stod for 15 pct. af seed investeringer.

Det tyder på, at de lande, hvor det offentlige har spillet en stor rolle i de tidlige faser, også er de lande, hvor seed og start-up har en relativ stor del af venturemarkedet. I USA står det offentlige indirekte gennem lån for 64 pct. af al seed finansiering, mens det offentlige i Canada gennem LSVCC'erne står for ca. 25 pct. af finansieringen i de tidlige faser.

I alle lande er det offentlige involveret i venturemarkedet, men det er vanskeligt at uddrage sikre konklusioner om, hvilke initiativer der er særlig vellykkede. En forsigtig konklusion kan være, at offentlige initiativer er nødvendige for at få markedet i gang, men når markedet først har nået en vis størrelse, så ser det ud til at det bliver selv bærende, bortset fra den tidligste seed fase, hvor der synes at være behov for en permanent offentlig involvering.

7. Business Angels

Business Angels er enkeltpersoner, der sætter egne penge i nye virksomheder, som de følger ganske tæt som kvalificerede rådgivere. Dette giver Business Angels gode muligheder for at ”sikre” investeringen.

Business Angels arbejder i princippet på samme måde som ventureselskaber, men altså ikke i selskabsform, men som enkeltpersoner. Har et land mange kompetente Business Angels kan det have stor betydning for iværksætteri og innovation, og det kan være et afgørende supplement til et stort og velfungerende venturemarked.

USA har langt de fleste Business Angels – 250.000 – og kapitalen fra Business Angels udgør ca. 1/3 af det samlede venturemarked. I de andre lande er betydningen langt mindre. Antallet af Business Angels i UK og Sverige er relativt set kun 1/3 af antallet i USA og i Canada er betydningen endnu mindre.

Der kan være mange forhold, som påvirker antallet af Business Angels og deres muligheder for at forsyne nye virksomheder med kapital. Det kan være betinget af historiske og kulturelle forhold og naturligvis være meget afhængig af, hvor mange mennesker der har en formue, som overhovedet gør det muligt at være Business Angel.

Det er velkendt, at USA har en formuefordeling, som gør, at mange har muligheden for at blive Business Angel.

Det må imidlertid også ventes, at skattesystemet kan påvirke tilbøjeligheden til at virke som Business Angels. Det gælder især beskattningen af privates værdistigninger på aktier og mulighederne for at trække investeringerne fra i den personlige indkomst.

I USA beskattes privates værdistigning på aktier med 39,6 pct. ved korte placeringer og 20 pct. ved længere placeringer. For aktier i små virksomheder gælder en særlig rollover regel, som betyder, at en realiseret kapitalgevinst på aktier i en kvalificeret virksomhed er skattefri, hvis den geninvesteres i en anden kvalificeret virksomhed inden for 60 dage, jf. tabel 10.

Tabel 10. Skat på kapitalgevinster, private

Land	Skatteprocent
USA	20 – 39,6
UK	10 – 40
Canada	31,3
Sverige	30
Danmark	0 – 43
Norge	28
Portugal	0 – 10
Spanien	18 – 48

Kilde: OECD, 2002

I Canada beskattes privates værdistigning på aktier med 31,3 pct., uanset hvor lang tid aktien har været placeret. Canada har en rollover regel svarende til USA.

I UK beskattes privates værdistigning på aktier med 40 pct. ved korte placeringer og 10 pct. ved lange investeringer. UK har ingen rollover regel, men til gengæld har landet et særligt skattefradrag for kapitalgevinster. Kapitalgevinster på investeringer under 150.000 pund i særlige virksomheder bliver ikke beskattet, hvis aktierne holdes over en periode på 5 år.

I Sverige beskattes privates værdistigninger på aktier med 30 pct. uanset, hvor lang tid kapitalen har været placeret.

I de øvrige lande er der en del variation i beskatningen af privates værdistigning på aktier. Ingen af landene har rollover regel, men Portugal og Spanien har betydelige skattefradrag for kapitalgevinster.

Det kan også have betydning for antallet af Business Angels og deres investeringsadfærd, om skattesystemet giver mulighed for at fratække aktieinvesteringer i den skattepligtige indkomst.

USA, Canada og UK har skattefradrag på 15 til 30 pct., det vil sige, at 15 til 30 pct. af aktieinvesteringen kan fratækkes den skattepligtige indkomst og dermed nedsætte skattebetalingen. De øvrige lande har ikke et sådant skattefradrag, jf. tabel 11.

Tabel 11. Skattefradrag for aktieinvesteringer.

Land	Skatteprocent
USA	20-30 %
Canada	15-30 %
Korea	15 %
UK	20 %
Sverige	Ingen skattefradrag
Danmark	Ingen skattefradrag
Israel	Skattefradrag for udenlandske BA's
Norge	Ingen skattefradrag
Portugal	Ingen skattefradrag ¹
Spanien	Ingen skattefradrag ²

Kilde: OECD landepapirer

Note 1: 50-100 % skattefradrag på kapitalgevinster

Note 2: 100 % skattefradrag på kapitalgevinster

Sammenfattende om skattesystemets betydning for Business Angels kan det konstateres, at de 2 lande med klart størst venturemarked, og for USA's vedkommende det land, der har markant flest Business Angels, også er de lande, hvor private får den lempeligste skattemæssige behandling af kapitalgevinster og kapitalindskud i nye virksomheder. Skatten ved længerevarende placeringer er lav, og der gælder en særlig rollover regel, som er specielt skræddersyet til Business Angels, og som indeholder en betragtelig skattereduktion. Herudover er der skattefradrag for kapitalindskud.

I alle de undersøgte lande er der netværk for Business Angels. Canada har kun få private netværk, mens de øvrige lande har både private og offentlige netværk. I boks 4 er givet eksempler på netværk i USA og UK.

Boks 4. Eksempler på netværk i USA og UK

Business Angel netværk i USA

I USA er der ca. 250.000 business angels, og der findes der over 150 Business Angels netværk, som er organiseret af det offentlige. Nogle af disse netværk er knyttet til større venturevirksomheder eller incubatorer. Mange af disse netværk benytter sig af en internetdatabase til at føre private og institutionelle investorer sammen med små virksomheder.

Her udover blev en del uformelle netværk dannet i løbet af 1990'erne, som fx Band of Angels i Silicon Valley og Dinner Clubs i Atlanta regionen. Senere fulgte flere private netværk, som brugte internettet til at matche investorer med iværksættere.

Business Angel netværk i UK

UK var det første land, som støttede offentlige initiativer til oprettelse af Business Angels netværk. I dag findes der over 50 netværk og ca. 18.000 Business Angels.

I 1987 blev National Business Angels Network Limited (NBAN) oprettet af det offentlige og sponsoreret af store banker og finansielle virksomheder.

Kilde: OECD landepapirer

Det ret begrænsede antal Business Angels i Danmark hænger formentlig sammen med at forholdsvis få har de formuemæssige muligheder for at investere i start-up virksomheder, men det er også muligt, at fraværet af incitament i skattesystemet begrænser antallet af Business Angels i Danmark, i hvert fald har landene med mange Business Angels incitament i skattesystemet, der stimulerer investeringer i start-up virksomheder.

8. Exit marked

Exitmarkedet kan bestå af flere forskellige markeder. I USA og Canada er det særligt det sekundære aktiemarked, som fungerer som exitmarkedet. I UK er det sekundære aktiemarked mindre, og mange exits foregår i form af buyouts. I Sverige er både det sekundære aktiemarked og buyout markedet relativt store.

USA er det land, der først etablerede et sekundært aktiemarked, da NASDAQ blev oprettet i 1971. Det er også det mest succesfulde marked. I 1999 var NASDAQ's markedskapitalisering på 56,5 pct. af BNP med 5000 listede virksomheder. Efter IT-boblen er sprunget, er markedet dog i 2002 faldet til 16,5 pct. af BNP med 3800 virksomheder.

I Canada var det tidligere godt 8 pct. af virksomheder med venturekapital, som gennemførte exit via det sekundære aktiemarked, mens 46 pct. var gennem buyouts. For at gøre det sekundære aktiemarked mere attraktivt blev Canadas fire hovedbørser omstruktureret i 2000 og en særlig venturebørs, Canadian Venture Exchange (CDNX), blev oprettet. I 2001 blev et særligt program sat i værk via CDNX, The Capital Pool Company Programme, hvor management teams sættes sammen med små virksomheder, der har brug for kapital og ekspertise. I 2002 var CDNX's markedskapitalisering på næsten 10 pct. af BNP.

I UK blev det sekundære aktiemarked AIM etableret i 1995, men på trods af, at dette marked ofte fremhæves som velfungerende, så har AIM endnu ikke fået den store effekt. I de sidste tre år har markedskapitaliseringen af AIM været på mellem 1 og 2 pct. af BNP, og ligesom en række andre europæiske sekundære markeder har AIM mistet store værdiandele over de seneste år (Kommissionen 2003). Til gengæld har UK et betydeligt marked for buyouts.

I Sverige blev O-listen etableret i 1988 til at stå for handel med OTC papirer til små vækstvirksomheder. For at stimulere brugen af markedet indførte man i 1997 delvis skattelettelse for virksomheder, der investerer i aktier på O-listen. I 1999 var markedskapitaliseringen af O-listen på 28,3 pct. af BNP, men faldt til 18,5 pct. af BNP i 2002.

I Danmark findes der ikke et velfungerende sekundært aktiemarked, selvom der har været taget visse offentlige initiativer. Det er muligt, at det danske marked er for lille til et velfungerende selvstændigt sekundært aktiemarked. Som nævnt har selv UK, der har et af de største venturemarkeder i Europa, problemer med at etablere et velfungerende sekundært aktiemarked. I stedet for at satse på selvstændige nationale sekundære aktiemarkeder kunne en løsning være at binde de regionale sekundære aktiemarkeder i Europa tættere sammen.

9. Det fremtidige kapitalbehov på det danske venturemarked

Opstart og vækst af nye innovative virksomheder er en del af grundlaget for den fremtidige konkurrenceevne og dermed for velstanden i Danmark. Det er derfor afgørende, at det danske venturemarked som minimum kommer på niveau med markederne i de bedste lande.

Vækstfonden har på baggrund af en detaljeret analyse af efterspørgslen efter venturekapital i Danmark lavet en fremskrivning af venturekapitalbehovet for perioden 2002-2008.³ Beregningerne er baseret på den forudsætning, at de senere års pæne vækst i antallet af start-up virksomheder stabiliseres. Det betyder, at der i hele fremskrivningsperioden generes ca. 140 nye ventureegnede virksomheder om året. Med denne forudsætning beregnes det fremtidige behov for venturekapital at ligge på omkring 30 mia. kr. Det skal pointeres, at der som altid er en vis usikkerhed forbundet med sådanne fremskrivninger.

De 30 mia. kr. dækker over behov fra den eksisterende portefølje af danske virksomheder på ca. 9 mia. kr. (opfølgingsinvesteringer), mens det skønnes, at efterspørgslen fra fremtidige ventureegnede vækstvirksomheder vil kræve årlige investeringer på 3 mia. kr. eller en samlet kapitaltilførsel på omkring 21 mia. kr. over perioden 2002-2008. Ved beregningen er det forudsat, at udviklingstider, overlevelsessandsynligheder og kapitalbehov for de forskellige typer af virksomheder svarer til erfaringerne fra de senere år.

At videreføre de senere års positive udvikling på det danske venturemarked kræver en fordobling af det årlige investeringsomfang.

I 2002 lå det samlede indenlandske udbud af venturekapital på ca. 15 mia. kr.⁴ Hvis man herfra trækker den kapital, der allerede er bundet i porteføljevirkomheder samt administrationsomkostninger, så er der omkring 10 mia. kr. tilbage, der endnu ikke er investeret og dermed kan bruges til ny- og opfølgingsinvesteringer. Vækstfonden skønner, at udenlandske investorer vil bidrage med ca. 11 mia. kr.. Samlet er der således et forventet udbud af venturekapital på 21 mia. kr.

For at dække det fremtidige behov på 30 mia. kr. er der altså inden 2008 behov for at rejse mindst 9 mia. kr. på det indenlandske venturemarked, jf. boks 5 for nærmere forklaring.

Hvis ovenstående udvikling realiseres vil det samlede danske niveau af venturekapital under forvaltning i 2008 komme til at ligge på omkring 25 mia. kr., hvilket svarer til ca. 1,7 pct. af BNP. Med et marked af denne størrelse vil Danmark komme på niveau med venturemarkedet i UK, men niveauet er stadig en del lavere end i de bedste lande USA og Canada, der ligger med venturekapital under forvaltning på omkring 2,5 pct. af BNP, jf. figur 1.

³ ”Efterspørgsel på venturekapital i Danmark – krav til fremtidig kapitalrejsning”, Vækstfonden (2003)

⁴ Disse tal kan afvige fra de internationale benchmarktal fra EVCA. Eventuelle afvigelser skyldes, at Vækstfondens tal er baseret på de faktiske regnskabstal og ikke spørgeskemaundersøgelser, som det er tilfældet med data fra EVCA. Der har i de seneste år været en indsnævring af forskelle mellem tal fra EVCA og Vækstfonden.

Hvis de samlede danske ventureinvesteringer skal op på 30 mia. kr. over perioden vil det forudsætte, at der hvert år i gennemsnit investeres 4,3 mia. kr., hvilket er en fordobling i forhold til det nuværende investeringsniveau på omkring 2 mia. kr.

Med en fordobling vil det danske investeringsniveau for venturekapital komme op på 0,28 pct. af BNP, hvilket er på niveau med de bedste lande i Europa, men stadig et stykke under niveauet i USA og Canada, jf. figur 2. Hvis det danske venturemarked skal på niveau med det amerikanske kræver det årlige investeringer på godt 7 mia. kr. – dvs. næsten en 4-dobling.

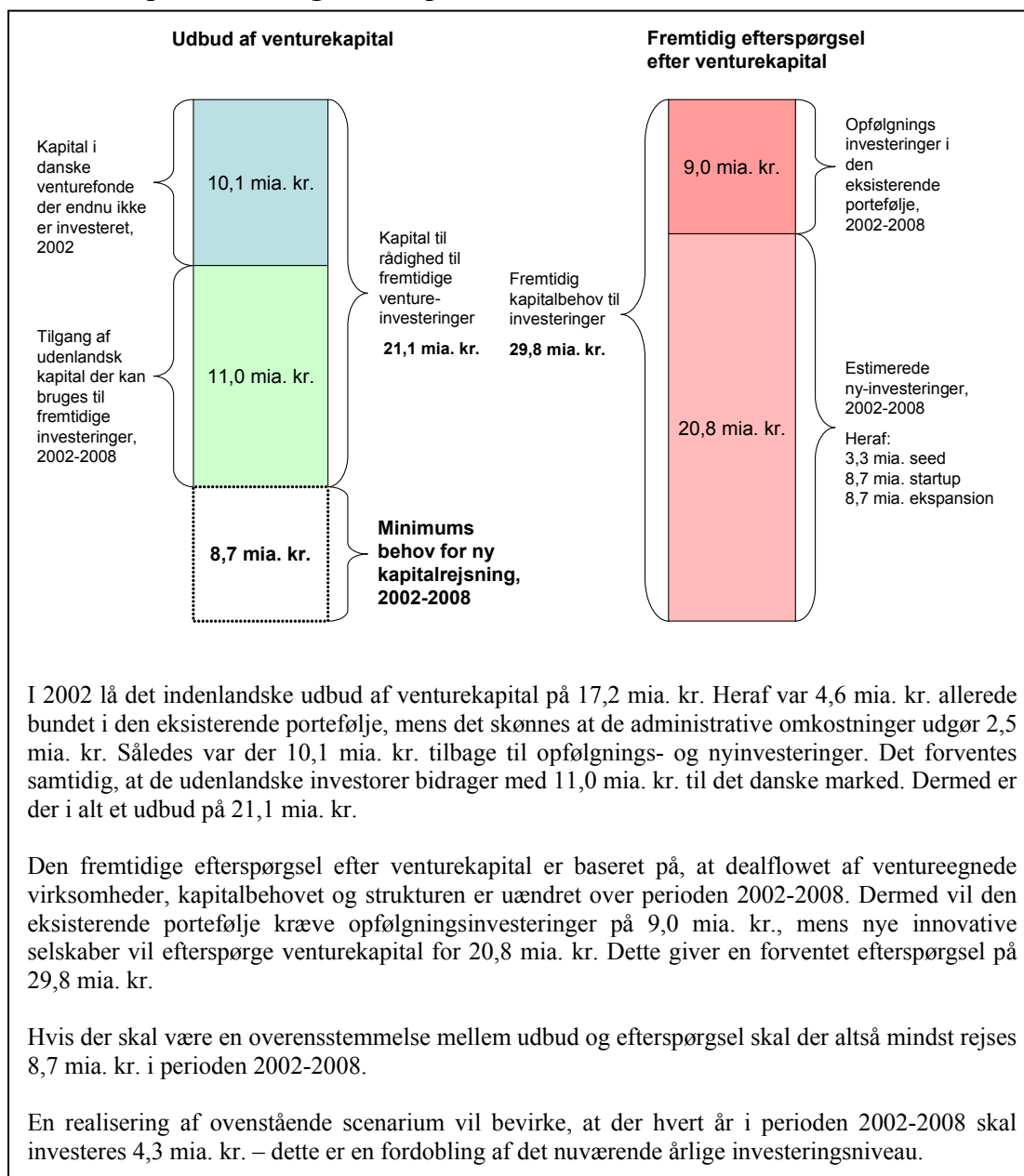
En markant udvidelse af det danske venturemarked kræver både tilførsel af mere kapital og flere ventureselskaber og investment managers.

Et markant løft i investeringsomfanget er kun muligt, hvis en større del af den danske pensionsformue placeres på venturemarkedet. I 2002 var den danske pensionsformue på 1.507 mia. kr. Heraf stod livsforsikringsselskaberne og pensionskasserne for godt 900 mia. kr. Som nævnt har disse selskaber tilsammen investeret omkring 0,9 pct. dvs. godt 8 mia. kr. i unoterede danske aktier. Det er langt fra niveauerne i USA og UK, der ligger på hhv. 7 og 2,3 pct. Der burde således være realistisk, at også den danske pensionsformue i højere grad end tidligere rettes mod venturemarkedet.

Som nævnt er det også afgørende, at antallet af investment managers øges. Der er formentlig brug for en proportional stigning i antallet af investment managers, jf. næste afsnit.

Det bør understreges, at en markant forøgelse af det danske venturemarked vil medføre en lignende vækst i markedet for private equity. Beregninger fra vækstfonden viser, at der i løbet af de næste år vil være behov for at rejse yderligere omkring 30 mia. kr. i PE-kapital. Her er således også tale om et betydeligt finansieringsbehov, som formentlig kun kan realiseres, hvis den danske pensionsformue også bidrager til denne udvikling.

Boks 5. Kapitaludbud og -behov på det danske venturemarked, 2002-2008



I 2002 lå det indenlandske udbud af venturekapital på 17,2 mia. kr. Heraf var 4,6 mia. kr. allerede bundet i den eksisterende portefølje, mens det skønnes at de administrative omkostninger udgør 2,5 mia. kr. Således var der 10,1 mia. kr. tilbage til opfølgnings- og nyinvesteringer. Det forventes samtidig, at de udenlandske investorer bidrager med 11,0 mia. kr. til det danske marked. Dermed er der i alt et udbud på 21,1 mia. kr.

Den fremtidige efterspørgsel efter venturekapital er baseret på, at dealflowet af ventureegnede virksomheder, kapitalbehovet og strukturen er uændret over perioden 2002-2008. Dermed vil den eksisterende portefølje kræve opfølgningsinvesteringer på 9,0 mia. kr., mens nye innovative selskaber vil efterspørge venturekapital for 20,8 mia. kr. Dette giver en forventet efterspørgsel på 29,8 mia. kr.

Hvis der skal være en overensstemmelse mellem udbud og efterspørgsel skal der altså mindst rejses 8,7 mia. kr. i perioden 2002-2008.

En realisering af ovenstående scenarium vil bevirke, at der hvert år i perioden 2002-2008 skal investeres 4,3 mia. kr. – dette er en fordobling af det nuværende årlige investeringsniveau.

Kilde: ”Efterspørgsel på venturekapital i Danmark – krav til fremtidig kapitalrejsning”, Vækstfonden (2003) samt egne beregninger.

10. Krav til antal investment managers og ventureselskabernes kapital

Antallet af investment managers varierer naturligvis med økonomiens og markedets størrelse. De modne og velfungerende venturemarkeder har relativt flere managers. USA har ca. 13.000, UK har ca. 1.700 og Sverige har ca. 370, mens der i Danmark kun er registreret 118 investment managers, jf. tabel 12.

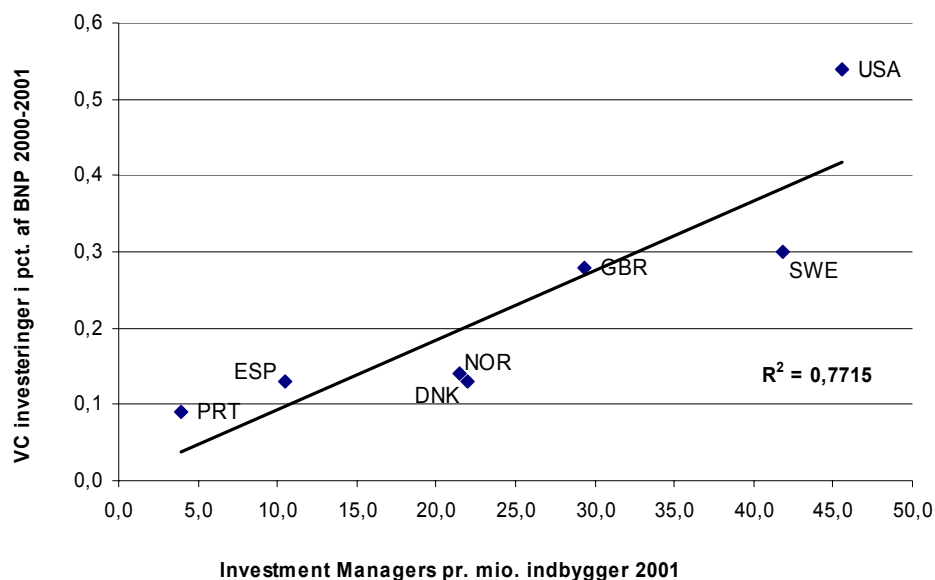
Tabel 12. Investment managers og ventureinvesteringer.

Land	Investeringsmanagers antal - 2001	Investeringsmanagers % BNP (mia.) - 2001	VC investeringer % BNP - 2001
USA	13.000	1,30	0,28
UK	1.722	1,20	0,17
Sverige	372	1,70	0,37
Danmark	118	0,74	0,16
Norge	97	0,57	0,12
Spanien	421	0,72	0,13
Portugal	41	0,37	0,06

Kilde: EVCA, NVCA

Der synes at være en klar sammenhæng mellem antallet af investment managers og størrelsen af venturemarkedet. Dette fremgår klart, når antallet af investment managers sættes i forhold til ventureinvesteringerne, jf. figur 5.

Figur 5. Forholdet mellem investment managers og ventureinvesteringer i pct. af BNP (2001)



Kilde: EVCA og OECD

De store og mest modne markeder har også relativt flest investment managers, og der synes ikke at være skalafordele ved at have et stort venturemarked. Det kan bl.a. forklares med, at det er hands-on arbejde med og i virksomhederne, der er afgørende. Fordi en investment manager er mere erfaren og opererer i et mere modent marked, er

det ikke ensbetydende med, at en investment manager kan have flere virksomheder i sin portefølje. Arbejdet med den enkelte virksomhed synes således at være rimelig konstant rent tidsmæssigt uanset markedets størrelse. Der synes ligefrem et gælde en tommelfingerregel om, at hver investment manager kan forvalte ca. 100 mio. kr. En udvidelse af venturemarkedet i Danmark kræver derfor en proportional tilgang af investment managers.

Det kan være en fordel, at investment managers har erfaring fra industrien og iværksætttermiljøet, så de selv har prøvet at lede og måske starte egen virksomhed og på den måde været "hele møllen" igennem. Samtidig er international erfaring og netværk afgørende for, at de kan yde porteføljevirksohederne kompetent rådgivning.

Rekrutteringsgrundlaget for nye investment managers er derfor næppe særlig stort. At skaffe kompetente investment managers er således en udfordring på linie med at rejse yderligere kapital.

Skal venturemarkedet i Danmark op på samme relative størrelse som i de bedste lande, skal venturemarkedets tre eller firedobles. Det vil kræve en forøgelse af antallet af danske investment managers fra godt 100 til ca. 400.

Selvom der ikke synes at være skalafordele forbundet med organiseringen af investment managers kan størrelsen af det enkelte ventureselskabs rejste kapital være en kritisk parameter for selskabernes indtjening.

Ventureselskabers indtjening sker som alt overvejende hovedregel ved exit af porteføljeselskaberne. Tiden fra dannelse af en ny virksomhed, der modtager den første seed kapital, og til virksomheden kan exittes, varierer typisk fra 4-8 år blandt andet afhængig af branche og teknologi. IT virksomheder har ofte den korteste ekspansionsperiode og biovirksomheder den længste. Men i alle tilfælde skal der tilføres betydelig kapital undervejs, og ofte skal der tilføres en anseelig kapital kort før virksomheden exittes. Det er derfor afgørende, at ventureselskabet kan være med "hele vejen", og således få del i den fulde gevinst.

Ventureselskabernes indtjening varierer derfor med størrelsen af den rejste kapital, jf. tabel 13.

Tabel 13. Afkast af europæiske venture og private equity fonde.

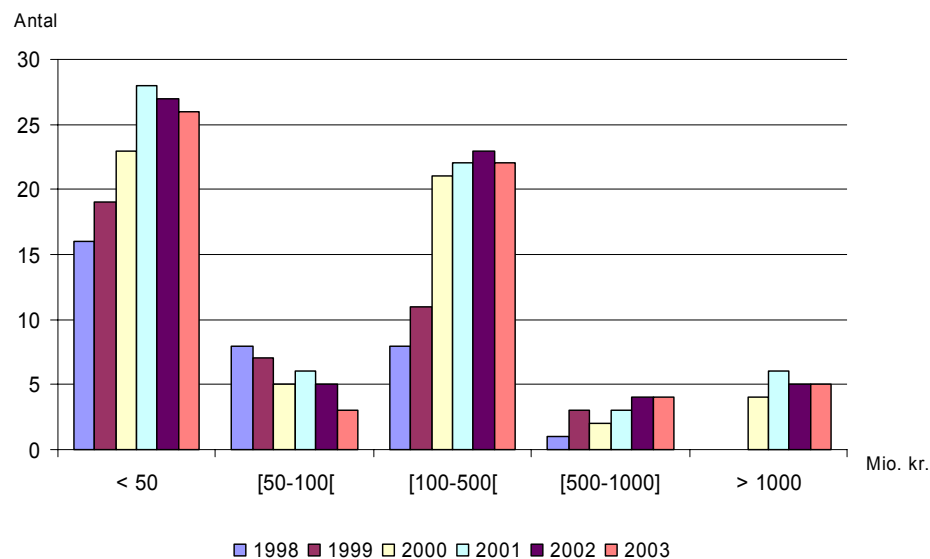
Størrelse (mio. euro)	Gns. netto afkast til investorer
0-25	11,4
25-50	7,7
50-100	9,2
100-250	16,4
250-500	22,3
500 +	16,5
Alle	12,0

Kilde: EVCA

Note: Afkastet er beregnet på perioden fra fondens oprettelse til 31. december 2001. Det skal samtidig understreges, at en fonds etableringsår kan have betydning for afkastmulighederne. Forskelle i fondsstørrelsen, der skyldes tidsperioden, kan derfor have betydning for resultatet.

Det fremgår tydeligt, at afkastet er bedst for fonde på mere end 100 mio. EURO eller godt 700 mio. kr. I Danmark er der kun ganske få fonde, der har den størrelse. I perioden 1998-2003 havde i gennemsnit 88,3 pct. af de danske fonde et kapitalniveau under forvaltning på mindre end 500 mio. kr., jf. figur 6.

Figur 6. Kapital under forvaltning fordelt på fondsstørrelser, 1998-2003



Kilde: ”Det danske marked for venturekapital og private equity (2003)”, Vækstfonden 2003

For at skabe et venturemarked i Danmark, der i løbet af det næste ti-år kan måle sig med venturemarkederne i de bedste lande, skal der ske en betydelig udvidelse på flere områder:

- Det danske marked for venturekapital skal vokse fra omkring 15 mia. kr. til 35 mia. kr. – dvs. en kapitalrejsning på yderligere 20 mia. kr. Det vil kræve en firdobling af det årlige investeringsniveau fra 2,1 mia. i dag til omkring 7 mia. kr.
- Samtidig skal antallet af investment managers vokse fra godt 100 til ca. 400 investment managers. Det kræver både flere og større ventureselskaber.
- Det enkelte ventureselskabs rejste kapital skal øges markant. Der er formentlig brug for en række danske venturefonde med et kapitalniveau på 3-4 mia. kr.

11. Sammenfatning: Hvad kan Danmark lære?

For at sikre en sådan udbygning af det danske venturemarked må rammerne for venturemarkedet forbedres. Der er sket en række forbedringer af de erhvervsmæssige rammer for det danske venturemarked i løbet af de sidste ti år.

Reguleringen af livsforsikringsselskaber og pensionskassers investeringer er liberaliseret, så det er næppe længere restriktioner, der begrænser investeringer i venturemarkedet. Der er gennemført vigtige ændringer i skattesystemet, så den danske beskatning af ventureselskaber og aktieoptioner stort set svarer til forholdene i lande med modne venturemarkeder.

Lov om innovationsmiljøer har udstyret forskerparker og incubators med seed kapital, som ellers var et forsømt område på det danske venturemarked.

Med skabelsen af Vækstfonden og fondens nye investeringsstrategi er der skabt en kapitalinstitution, som kan være med til at udvikle venturemarkedet efter samme principper, som det ses i flere andre lande, hvor venturemarkedet er eller har været inde i en klar vækstperiode.

I det følgende fremhæves de områder, hvor benchmarkanalysen viser, at der er interessante forskelle mellem rammevilkårene i Danmark og landene med de største venturemarkeder. Det understreges, at benchmarkanalysen ikke afdækker årsagssammenhænge. De afdækkede forskelle skal derfor opfattes som områder, hvor Danmark kan lade sig inspirere af forholdene i andre lande.

Forsikringsselskaber og pensionskasser

En betydelig vækst af det danske venturemarked forudsætter, at livsforsikringsselskaber og pensionskasser øger den andel af pensionsformuen, der placeres på venturemarkedet.

I Canada og Sverige har det offentlige taget initiativ til, at pensionskasser, der har speciel tilknytning til arbejdsmarkedet, får en særlig forpligtigelse til at placere endog betydelig kapital på venturemarkedet. I USA er funds of funds en vigtig formidler af kapital fra livsforsikringsselskaber og pensionskasser til venturemarkedet, og i UK har regeringen taget initiativ til dannelsen af funds of funds selskaber netop for at lette de institutionelle investorers muligheder for at investere i venturemarkedet.

Investment managers

Det er en forudsætning for at udvikle det danske venturemarked, at der sker en markant stigning i antallet af kompetente investment managers. Det kan være en langsom og vanskelig proces. Mere venturekapital kræver flere investment managers, men samtidig er flere kompetente investment managers en forudsætning for at tiltrække mere venture kapital. Der kan således være tale om en markedsbrist, som kan overkommes hurtigere, hvis der gennemføres initiativer, der fremmer tilgangen af kompetente investment managers.

I USA har venturemarkedet udviklet sig over en meget lang periode. I Canada, UK og Sverige er der taget særskilte initiativer for at fremme tilgangen af

investment managers. Det omfatter både tiltrækning af udenlandske ventureselskaber og særlige uddannelsesprogrammer.

Business Angels

Business Angels kommer både med kapital og kompetent rådgivning. Især USA, men til en vis grad også Canada og UK, har mange Business Angels, mens antallet er meget begrænset i Danmark. Det danske skattesystem indeholder ikke særlige incitament, der tilskynder private til at tage den betydelige risiko, der er forbundet med at investere i nye virksomheder.

I både USA, Canada og UK er der fradragsret på 15-30 pct. i indkomstskatten for privates aktieinvesteringer i nye virksomheder. I USA og Canada er der en særlig roll-over regel, der udskyder beskatningen, hvis kapitalen geninvesteres i nye virksomheder, mens UK har et skattefradrag for kapitalgevinster på aktiebesiddelse i særlige virksomheder.

Offentlig seed kapital

I både USA, Canada, UK og Sverige er det offentlige engageret i seed markedet. I Danmark er det offentlige involveret i seed markedet via lov om innovationsmiljøer og Vækstfondens nye strategi. De to initiativer har betydet, at det danske seed marked nærmer sig seed markedet i de bedste lande.

I ingen af de bedste lande er seed markedet selv bærende, og der er heller ikke grund til at tro, at det danske seed marked inden for de nærmeste år kan blive selv bærende.

Exit marked

Især USA, men også Canada, UK og Sverige har betydelige exit markeder. I Canada, UK og Sverige har det offentlige været med til at skabe sekundære børser. Der er også taget enkelte initiativer i Danmark, men det er ikke lykkedes at skabe et bæredygtigt sekundært marked.

I betragtning af Danmarks størrelse er det muligt, at forudsætningen for et bæredygtigt dansk sekundært aktiemarked er en nær tilknytning til andre europæiske sekundære aktiemarkeder.

En forbedring af de erhvervsmæssige rammer for det danske venturemarked inspireret af rammebetingelserne i landene med de største og mest velfungerende venturemarkeder kan formentlig være med til at videreudvikle det danske venturemarked.

Samtidig kan en forbedring af de erhvervsmæssige rammer for fremkomsten og væksten i nye virksomheder også være med til at udvikle venturemarkedet. I 2003 gennemførte FORA et benchmark studie af rammebetingelserne for iværksætter. Studiet pegede på 3 områder, hvor rammebetingelserne i Danmark var dårligere end i de bedste lande (Kjeldsen et al, 2003).

Konkurslovgivningen

I USA, Canada og UK er konkurslovgivningen indrettet så personer, der er gået konkurs, men ikke har begået ulovlige handlinger, kan starte ny

virksomhed efter 2 til 3 år, uden at de tidligere kreditorer kan gøre udlæg i den nye virksomhed. I andre OECD-lande kan kreditorer gøre udlæg indtil den konkursramte eventuelt opnår gældssanering. I Danmark tager det i gennemsnit 8 år at opnå gældssanering.

En række undersøgelser har vist, at iværksættere, der har oplevet konkurs, normalt lærer af erfaringerne og derfor har større muligheder for at skabe en succesfuld virksomhed.

En ændring af konkursloven, så konkursramte, der ikke har begået ulovlige handlinger, relativt hurtigt kan få en ny chance, vil være et stærkt signal om at samfundet ændrer prioritering til fordel for iværksætteri.

Uddannelse

Der er tegn på, at en række universiteter i de bedste iværksætterlande har en væsentlig mere omfattende uddannelse i at starte og drive nye virksomheder end tilfældet er på de danske universiteter, selvom der i de seneste år er sket store forbedringer.

Incubators

Der er ligeledes tegn på, at en række universiteter i de bedste iværksættelande har miljøer for udvikling af nye vækstorienterede virksomheder, som fungerer bedre end i Danmark, selvom der også på dette område er sket store forbedringer i de seneste år.

For både uddannelse i iværksætteri og for udviklingen af incubators er Erhvervs- og Boligstyrelsen ved at gennemføre et omfattende benchmark studie med henblik på at afdække erfaringerne i de bedste lande.

Viden og videnspredning er også en vigtig betingelse for at skabe vækstorienterede virksomheder i videnøkonomien. FORA og Inside Consulting har i 2003 gennemført i benchmark studie af rammebetingelserne for viden og videnspredning, som pegede på nogle svage områder i de danske rammebetingelser (Nyholm et al, 2003).

FoU-samarbejde

Den vigtigste kanal til at overføre viden og skabe gensidig læring mellem forskning og erhvervsliv er forsknings- og udviklingssamarbejde (FoU-samarbejde). Det vil sige fælles projekter, hvor offentlige og private forskere arbejder sammen. Omfanget og kvaliteten af FoU-samarbejdet er størst i best practice landene, mens Danmark ligger under middel i OECD-sammenhæng.

I de bedste lande er FoU samarbejdet understøttet af betydelige offentlige midler, og samarbejdet er strategisk, langsigtet og placeret på højt niveau i både erhvervsliv og på universiteterne.

Kommercialisering af viden

Nye opfindelser fra den offentlige forskning kan udnyttes erhvervsmæssigt på to måder. Via nye forskningsbaserede virksomheder eller ved salg af opfindelser til eksisterende virksomheder. I best practice landene er

kommercialiseringen betydelig, mens omfanget af kommercialisering er begrænset i Danmark.

I de bedste lande løftes opgaven af meget professionelle operatører. De udførende institutioner er større og betjener ofte flere forskningsinstitutioner. Derudover arbejder de både med salg af opfindelser og start af nye virksomheder.

Referencer

Astéria (2002), UK Survey Info-Invest august 2002. Kan downloades på:
http://www.asterias.com/publications/pdf/uk_pensionfundsurvey02.pdf

Bonnichsen & Richard (1984), *Venture Capital i faste rammer: SBIC-programmet fylder 25 år*, Finans/ Invest, Århus

British Venture Capital Association, BVCA (1999), *Institutional Investor Attitudes to Venture Capital Investments*

DAFFE/CFA (2003) 36, *Stock options – report from WP2*, OECD, Paris

DSTI/DOC (2002) 9, *Industry issues: Taxation, SMEs and Entrepreneurship*, OECD, Paris

DSTI/IND (2002) 3, *Entrepreneurship and growth: Tax policy issues*, OECD, Paris

DSTI/IND (2003) 20, *Synthesis report: Venture capital trends and policies*, OECD, Paris

DSTI/IND (2003) 1/REV1, *Venture capital country note: United States*, OECD, Paris

DSTI/IND (2003) 2/REV1, *Venture capital country note: Sweden*, OECD, Paris

DSTI/IND (2003) 3/REV1, *Venture capital country note: Denmark*, OECD, Paris

DSTI/IND (2003) 14/REV1, *Venture capital country note: United Kingdom*, OECD, Paris

DSTI/IND (2003) 15/REV1, *Venture capital country note: Korea*, OECD, Paris

DSTI/IND (2003) 16/REV1, *Venture capital country note: Israel*, OECD, Paris

DSTI/IND (2003) 17/REV1, *Venture capital country note: Canada*, OECD, Paris

DSTI/IND (2003) 17, *Venture capital country note: Norway*, OECD, Paris

DSTI/IND (2003) 18, *Venture capital country note: Spain*, OECD, Paris

DSTI/IND (2003) 19, *Venture capital country note: Portugal*, OECD, Paris

EU Kommissionen (2003), *Gennemførelse af handlingsplan for risikovillig kapital – risk capital action plan*, Bruxelles – KOM(2003) 654

Eurostat (2003), *Business demography in 9 member states*, Bruxelles

Finanstilsynet 2002, *Markedsudvikling for livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser*. Kan downloades på: <http://www.ftnet.dk/>

Global Entrepreneurship Monitor, GEM (2002), *Executive report*,
www.gemconsortium.org

Kjeldsen, Charlotte, Marie D. Kristensen og Jørgen Rosted (2003), *Et studie af iværksætteraktivitet – hvad kan Danmark lære?*, FORA, København

Macdonald & Associates Limited (2003), *Canada's Venture Capital Industry in 2002: Summary Observations*

Nyholm, Jens og Lotte Langkilde (2003), *Et benchmark studie af innovation og innovationspolitik – hvad kan Danmark lære?*, FORA og Inside Consulting, København

OECD (2003), *"Prudent Person Rule" standard for the investment of pension fund assets*, Financial Affairs Division, Directorate of Financial, Fiscal and Corporate Affairs, OECD, Paris

SBA (2002), *Small Business Investment Company Program, Fiscal Year 2002 Special Report*, US Small Business Administration Investment Division

Vækstfonden (2002), *Det danske marked for venturekapital og private equity*, København

Vækstfonden (2003), *Efterspørgsel på venturekapital i Danmark – krav til fremtidig kapitalrejsning*, København

Økonomiministeriet (1999), *Risikovillig kapital*, Delrapport nr. 4, København