



Erhvervs- og
Byggestyrelsens enhed
for erhvervsøkonomisk
forskning og analyse

Dato: 11.10.2008

Kortlægning af førende landes forskellige politikinstrumenter på markedet for risikovillig kapital

Dahlerups Pakhus
Langelinie Allé 17
2100 København Ø
www.foranet.dk

Resumé og diskussionsoplæg

Dette papir kortlægger hvilke typer af politikinstrumenter den offentlige sektor i fem lande – Canada, Danmark, Finland, Holland og USA – har anvendt for at udvikle deres markeder for risikovillig kapital (venture). Desuden har arbejdet trukket på erfaringerne fra Israel.

Kortlægning viser følgende i forhold til den statslige involvering:

1. Staten har i alle fem lande været involveret i at kick-starte markedet for risikovillig kapital. Et venturemarked opstår ikke af sig selv.
2. I alle landene er staten forsat involveret – selv i USA – i at udvikle markederne, oftest ved at stille risikovillig kapital til rådighed.
3. Der findes overordnet fire grupper af instrumenter, som har været anvendt til at udvikle markederne:
 - a. Facilitator af kapital. Staten faciliterer alene kapital, uden nogen form for involvering i markedet.
 - b. Fund-of-funds. Sammen med private investorer tilvejebringer staten kapital, der typisk går til bestemte markedssegmenter.
 - c. Garantiordninger. Blev introduceret i 90'erne, men er ved at blive udfaset i de fleste lande (undtagen Holland).
 - d. Direkte statslige investeringer. Anvendes i Canada og Danmark.
4. Statens rolle forsvinder ikke over tid. I alle landene spiller staten fortsat en rolle, også i USA hvor den offentlige involvering i markedet startede for 50 år siden. I 2004 stod det offentlige SBIC-program således for 11,2 pct. af alle ventureinvesteringer i USA. Det tager derfor formentlig flere årtier at udvikle et velfungerende marked for risikovillig kapital.

På baggrund af disse 4 resultater fra kortlægningen kan deres politik-implikationer nu diskuteres, hvilket dog bliver en mere subjektiv vurdering.

USA har det mest veludviklede marked for risikovillig kapital. I forhold til de øvrige lande er det interessant, at USA (på føderalt niveau) ikke har nogen form for direkte statslig involvering i markedet. I USA rejser staten kapital via SBIC-programmet (Small Business Investment Company Act).

En SBIC er en privat fond, som er akkrediteret og reguleret af Small Business Administration (SBA). SBA investerer ikke direkte i SBIC-fondene, men hjælper udelukkende fondene med at rejse kapital i markedet ved at yde en garanti. En SBA-garanti består i, at SBA sælger og garanterer statsobligationer, som anvendes til at finansiere SBIC investeringer. SBA kan garantere op til 3 gange den rejste private kapital. Således investerer SBA udelukkende gearingskapital (leverage) og dermed ikke equity. Der er ingen direkte offentlige omkostninger forbundet med ordningen. Det er udelukkende ved eventuelle tab, at den offentlige garanti udløses.

Ordningen er forskellig fra fund-of-funds kategorien, da der ikke er offentlige fonde involveret i etableringen af en SBIC-fond. SBIC-programmet er det investeringsprogram, som har mindst offentlig involvering.

Det er en vigtig pointe, at det har taget lang tid at udvikle markederne i alle lande. I USA blev de første instrumenter introduceret i 1930'erne, mens SBIC-programmet blev igangsat i 1958. Tilsvarende blev de første venturefonde i Finland skabt i 1960'erne. I den kontekst er instrumenterne på det danske marked – hvor udviklingen tog fart i 2001 – stadig relativt ny.

SBIC-instrumentet synes at virke bedre end de typiske europæiske garantiordninger. Ved garantiordninger giver staten en delvis garanti for tab, mens det amerikanske program omvendt belønner risici. Det er formentlig også grunden til, at flere lande har udfaset garantiordningerne og i stedet har fokuseret på at geare private investeringer via fund-of-funds.

Det er ikke muligt på baggrund af kortlægningen at sige, om direkte investerer fungerer godt eller ej. Det er dog kun Canada og Danmark, der i dag bruger disse instrumenter (Business Development Bank of Canada i Canada og Vækstfonden i Danmark). Argumentet for direkte statslige investeringer er ofte, at det bidrager til at udvikle markedet hurtigere, end det ellers ville tilfældet. Omvendt er risikoen, at de statslige investeringer klemmer de private investorer ud af markedet.

Israel havde det højeste niveau af venture kapital som andel af BNP i perioden 1998-2001 blandt OECD landene.¹ Det israelske venturemarked blev kick-startet af offentlig investeringsfond Yozma i 1993. Fonden blev brugt til at geare udenlandsk finansiering, primært fra USA. Samtidig fik udenlandske investorer lånegarantier, og der blev etableret programmer for at linke israelske firmaer med udenlandske business angels sammen med programmer for exits fra israelske venturefirmaer på udenlandske børser. I 2000 havde det private venturemarked overhalet de offentlige investeringer.

Både YOZMA og lånegarantierne blev udfaset i slutningen af 90erne, da markedet var tilstrækkeligt udviklet. Frem mod privatiseringen af YOZMA i 1997 var 15 pct. af fondens investeringer direkte.

Flere lande har anvendt skatteinstrumenter til at udvikle deres markeder, bl.a. Finland og Danmark. Det er dog svært at sige noget om effekten af skat som politikinstrument på baggrund af landeanalyserne. I USA er gevinster på ventureinvesteringer skattefritaget, såfremt gevinsterne geninvesteres inden for en given periode.

¹ Beskrivelsen af det israelske marked er taget fra OECD (2003): Venture Capital Policy Review: Israel STI Working Paper 2003/3.

OECD har lavet et diskussionsoplæg om hvilke tiltag, medlemslandene har taget på baggrund af krisen.² Det mest anvendte redskab har været øget adgangen til lån og lånegarantier. Belgien og Frankrig har endvidere udnævnt en ”credit mediator”, der fungerer som bindeled mellem virksomheder og banker. I USA monitoreres bankernes udlånsaktiviteter blandt de banker, som har modtaget offentlig finansiering på månedligt basis. Irland har udarbejdet et legalt bindende ”code of conduct” for bankernes SMV udlån, mens det belgiske Erhvervsministerium giver garantier direkte til SMV’er, som kan bruges til at få garanteret lån i banker. I appendiks 2 ses de yderligere forslag, som OECD anbefaler at medlemslandene overvejer.

Figur 1 viser en oversigt over de forskellige politikinstrumenter, som landene i ICE analysen anvendte i 2007. Det ses her, at alle lande har et unikt setup af politikinstrumenter, men at alle lande har instrumenter rettet mod at gøre virksomhederne mere investeringsparate. Ligeledes har alle lande givet pensionskasserne mulighed for at investere i noterede aktier, og alle lande anvender skatteinstrumenter for at udvikle markedet. Omvendt er der forskel på, om landene anvender de øvrige instrumenter eller ej, se figur 1.

Figur 1: ICE landenes forskellige politikinstrumenter i 2007

	Virksomhedsudvikling	Direkte investeringer	Tilskud	Investeringsgarantier	Funds of Funds	Business Angel Netværk	Pensionsfonde	Exit Markeder	Skatteincitamenter	Gearings kapital
CA										
DK										
FIN										
NL										
USA										
	Efterspørgsels-side	Udbudsside								
		Direkte involvering → Facilitering								

² OECD (2009): The impact of the Global Crisis on SME and Entrepreneurship Financing and the Policy responses. STI/SPD/09.120.

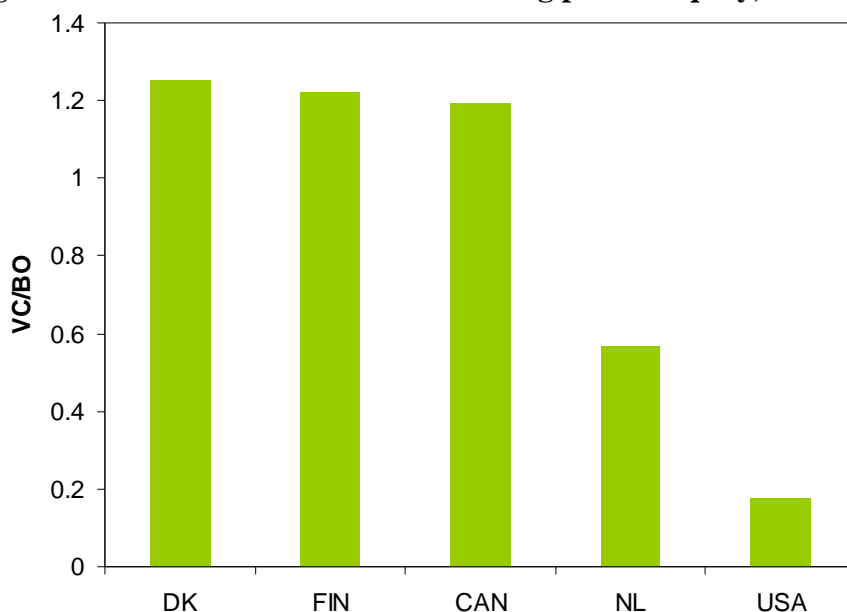
Det er svært at sige, i hvilken retning den internationale udvikling går. Fælles for landene er dog at der er kommet et stigende fokus på efterspørgselsorienterede instrumenter.

Det kan være problematisk kun at satse på den ene side i fødekæden ved fx kun at styrke udbudssiden, hvis der ikke er tilstrækkeligt med efterspørgsel i markedet. Derfor har de fleste lande også introduceret flere efterspørgselsorienterede politikinstrumenter i de senere år.

Kortlægningen viser også, at den offentlige sektor har spillet en vigtig rolle i samtlige af undersøgelsens fem lande, og at staten gennem forskellige initiativer har investeret eller faciliteret mellem 5-10 pct. af ventureinvesteringerne. Derudover har staten også medvirket til at styrke markedsaktørernes kompetencer.

Et andet forhold, som imidlertid også har en stor betydning udviklingen af et solidt venture marked er udsigten til exit. I figur 2 ses forholdet mellem venturemarkedet og buyout i de fem lande i undersøgelsen.

Figur 2: Forholdet ml. venturemarkedet og private equity, 2001-2007



Anm.: Andelen af ventureinvesteringer i forhold til buyouts.

Kilde: Egne beregninger baseret på EVCA (2008), NVCA (2008), Private Equity Council (2008), CVCA (2008).

Det ses, at USA har en stor andel buyouts i forhold til venturekapital. Det kan fortolkes på den måde, at venturekapital i USA i høj grad bliver omsat i succesfulde exits via et velfungerende venturemarked. Det er i mindre grad tilfældet i Danmark, der har en større grad af venturekapital i forhold til buyouts.

Figur 2 peger således på, at selvom venturemarkederne i undersøgelsens lande ligner hinanden i pct. af BNP, så kan der være store forskelle i forholdet mellem venture kapital og buy-out. Dette forhold kan have betydning for investorenes exit-muligheder.

For at få den fulde effekt af venture kapital skal der være udsigt til exit andre veje end via børsnotering. Hvis det ikke er muligt at foretage en exit via buy-out i Danmark, så vil investorerne vælge en exit i udlandet. Derfor er det vigtigt, at hele fødekæden af kapitaludbudet tages med i betragtning, når et venturemarked vurderes. Det skal dog understreges, at der kan være usikkerheder forbundet med at sammenligne buy-out niveauet i USA og Canada og Europa.

Venturekapital som investerings instrument er kun velegnet til højskalerbare industrier (fx IT og bio-tech). Disse industrier er geografisk koncentreret. Derfor er venturekapital ikke egnet til hovedparten af alle små og nye virksomheder, som ikke har et globalt vækstpotentiale. *Venturepolitik er ikke regionalpolitik.*

Introduktion

Denne kortlægning er udarbejdet til regeringens udvalg om fremtidens marked for risikovillig kapital. Kortlægningen bygger på konklusionerne fra et internationalt studie af offentlige politikker anvendt på markedet for risikovillig kapital i seks lande.³

I det internationale studie er der gennemført analyser af Canada, Danmark, Finland, Holland, Norge⁴ og USA, der alle har et veludviklet marked for risikovillig kapital. Studiet er gennemført af Erhvervs- og Byggestyrelsens enhed for erhvervsøkonomisk forskning og analyse (FORA) i samarbejde med det Internationale Iværksætterkonsortium (ICE)⁵ i perioden 2007-2008.

Dette papir giver en kort faktuel oversigt over de politikinstrumenter, som Canada, Danmark, Finland, Holland, og USA har anvendt for at udvikle deres markeder for risikovillig kapital. Da politikortlægningen er udarbejdet som en kort oversigt over de forskellige politiktilgange, er der kun medtaget statslige politikinstrumenter. Der medtages ingen regionale initiativer. Det betyder, at landestudierne i USA og Canada udelukkende kortlægger de politikinstrumenter, som føderalstaterne har implementeret.

I det følgende sammenlignes forskelle og ligheder i de offentlige indsatser i de fem lande. Formålet er at beskrive, *hvornår* staten har begyndt at spille en rolle, samt *hvilken* rolle den har spillet i de fem medtagne lande.

Følgende områder beskrives i det følgende:

- Den offentlige indsats i markedet for risikovillig kapital inklusiv et historisk perspektiv i de fem medtagne lande
- De enkelte landes sammensætning af politikinstrumenter
- En vægtning af landenes udbuds- og efterspørgselsorienterede politikker

Politikafdækningen bygger på spørgeskemaer, som er udfyldt af de nationale ministerier samt nationale eksperter. Det giver en stor sikkerhed for, at de enkelte instrumentbeskrivelser er korrekte. Der kan dog være nationale variationer i hvilke politikinstrumenter, som er medtaget.

³ De enkelte landerapporter er tilgængelige på <http://ice.foranet.dk/>. Formålet med studiet har været at skabe et overblik over politikindsatser på markedet for risikovillig kapital i forskellige lande. Samtidig har formålet være at sammenligne disse indsatser og undersøge i hvor høj grad at de offentlige indsatser med tiden kommer til at ligne hinanden. I studiet gives et samlet overblik over nationale politikinstrumenter inden for risikovillig kapital.

⁴ Politikstudiet af Norge er endnu ikke færdigt, hvormed konklusionerne fra Norge ikke er medtages i dette papir.

⁵ Det Internationale Iværksætterkonsortium (ICE) er et internationalt konsortium af førende iværksætterlande herunder Canada, Danmark, Finland, Holland, Norge og USA. Konsortiet arbejder for at forbedre det analytiske fundament for iværksætterpolitikken fx i form af politik- og benchmarkanalyser, udvikling af indikatorer mv. ICE arbejder tæt sammen med bl.a. OECD. Se <http://ice.foranet.dk/>.

I appendiks 1 findes en uddybende drøftelse af metodiske overvejelser omkring indsamling af undersøgelsens data. I appendiks 3 findes en uddybende beskrivelse af de enkelte politikinstrumenter i undersøgelsens fem lande.

Papiret er opbygget med en initial drøftelse af de forskellige begreber efterfulgt af en oversigt over venturemarkedernes størrelser i udvalgte lande. Herefter beskrives udviklingen af statens rolle med enkelte politikinstrumenter som eksemplificering, og vægtningen af udbuds- og efterspørgsel diskuteres sammen med de spørgsmål, som kortlægningen har rejst.

Begrebsafklaring

Adskillige studier har vist, hvorledes venturemarkederne fejler med hensyn til at investere risikovillig kapital i nye iværksættervirksomheder (Sohl 2003; HM Treasury 2003; Vækstfonden 2004). Således har mange lande gennem tiden anvendt forskellige former for offentlige instrumenter med det overordnede formål at forbedre tilgangen til kapital for nye potentielle vækstvirksomheder.

I papiret anvendes begrebet *risikovillig kapital* og *venture kapital* ens som betegnelse for investeringer i unoterede virksomheder, som befinder sig i de tidlige udviklingsfaser herunder seed, opstart og vækst. *Private equity* refererer til investeringer i både venture og buy-out segmentet.

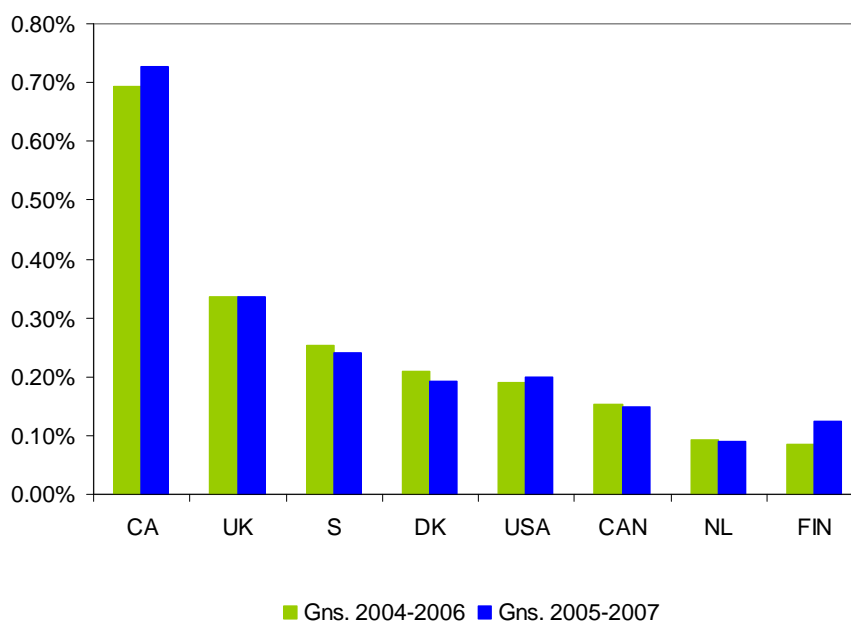
Kortlægningen afdækker forskellige former for *politikinstrumenter*, som landene har implementeret på markedet for risikovillig kapital. Politikinstrumenterne varierer fra offentlige fonde, skatteinstrumenter og garantiordninger samt landenes reguleringer i det omfang, det har været muligt at afdække disse. I politikafdækningen inkluderes også offentlige initiativer for det uformelle venture marked herunder business angels og private investorer. Som nævnt dækker politikundersøgelsen nationale politikker i de europæiske, mens den i USA og Canada dækker offentlige initiativer på føderalt niveau.

Udbudsorienteret politikinstrumenter refererer til de offentlige instrumenter, som søger at øde udbuddet af kapital og dermed fokuserer på udbudssiden, dvs. investorerne. *Efterspørgselsorienteret politikinstrumenter* referer til de offentlige instrumenter, som har til formål at forbedre efterspørgsel på kapital, dvs. venture kapital instrumenter rettet mod iværksætteren.

Niveauet af ventureinvesteringer

I figur 3 er de fem lande i kortlægningen samt Storbritannien, Sverige og Californien sammenlignet i forhold til deres gennemsnitlige ventureinvesteringer i forhold til BNP i perioden 2004-2006 og 2005-2007.

Figur 3: Ventureinvesteringer, % af BNP



Anm.: For Californien er anvendt pct. af statens samlet BNP per capita.
Kilde: Vækstfonden 2008; NVCA Yearbook (2008).

Det ses i figuren, at Danmark og USA ligger nogenlunde på niveau med hinanden, men dog væsentlige efter de førende lande og især efter Californien. I Danmark udgør ventureinvesteringer cirka 0,2 pct. af BNP, hvilket svarer til ca. 3 mia. kr. De to andre europæiske lande Holland og Finland har et lavere niveau, selvom ventureinvesteringerne øges markant i Finland i perioden 2005-2007. Danmarks gode placering skyldes dog til dels en stigning i ventureinvesteringer i perioden 2003-2006.

I Europa har Storbritannien den største andel af ventureinvesteringer. Mens ventureinvesteringerne i Danmark i 2007 udgjorde ca. 0,19 pct. af BNP, udgjorde de i Storbritannien 0,33 pct. Korrigeret for landenes størrelse betyder det, at investeringsvolumen i det danske marked skal forøges med 2,4 mia. kr. over en treårig periode, hvis Danmark skal overtage førstepladsen på dette område. Det svarer til en forøgelse af investeringsaktiviteten på 75 pct. sammenlignet med niveauet i dag (Vækstfonden, 2008).

I USA er ventureinvesteringer koncentreret i nogle få stater. For eksempel har staterne Massachusetts og Californien ventureinvesteringer svarende til mellem 0,7 og 0,8 pct. af statens BNP. Derfor snyder billedet en smule, når Danmark og USA umiddelbart ligger på niveau. Den store geografiske spredning i USA indikerer samtidig, at niveauet for ventureinvesteringer determineres af en række lokale forhold, som kan være svært at kopiere.

Kategorisering af landenes offentlige indsatser

Undersøgelsen viser, at staten har spillet en større eller mindre rolle i alle af undersøgelsens lande. Staten har imidlertid indtaget forskellige positioner i

markederne. Graden af statens involvering i undersøgelsens lande spænder mellem en faciliterende rolle til en direkte involvering med staten som investor. I det følgende uddybes og kategoriseres de forskellige grader af statslig involvering, før de enkelte lande gennemgås.

Direkte statslig investering: Offentlige investeringsfonde

Den mest direkte tilgang er direkte statslige investeringer i nye virksomheder. Flere lande har gennem årene mere eller mindre succesfuldt forfulgt denne type instrumenter – typisk med investeringer i firmaer, som ikke kunne opnå privat kapital. De fleste lande har dog enten re-designet instrumenterne til at blive mere markedsorienteret som fx BDC i Canada og Vækstkapital i Danmark, eller de har direkte stoppet denne form for offentlig involvering som fx Holland.

Mellemform: Investeringsgarantier

Som en mellemform har nogle lande tilvejebragt investeringsgarantier for akkrediterede fonde, hvilket er en mindre direkte statslig involvering i markedet. Oprindeligt blev denne type instrument introduceret af Holland. Mange lande har fulgt denne politik-tilgang for at sikre, at nye fonde blev etableret og dermed hjalp med at kick-starte venturemarkedet.

Imidlertid har de fleste lande efterfølgende udfaset instrumentet på grund af manglende resultater. Argumentet mod denne type instrument er, at investorer hellere bør belønnes for at satse (fx gennem funds-of-funds) frem for at blive beskyttet mod tab. Holland har dog for nyligt reintroduceret investeringsgarantier for at revitalisere det hollandske venturemarked.

Indirekte tilgang: Fund-of-funds

En mere indirekte statslig tilgang er gennem funds-of-funds, hvor staten samarbejder med private aktører om at allokere investeringer til bestemte markedssegmenter gennem fælles fonde. Fondene er designet til at matche markedets forventninger til investering og afkast, og den statslige involvering sker alene ved at tilvejebringe kapital. I både Danmark og Holland er der fx etableret en række funds-of-funds, som har bidraget til at hæve niveauet for investeringer i både seed og opstart.

Staten som facilitator

USA er det typiske eksempel på et land, hvor staten har spillet en mindre direkte rolle i markedet sammenlignet med Europa. Mange har en umiddelbar opfattelse af, at staten i USA har ladet markedet drive ventureudviklingen alene. Det skyldes formentlig, at den statslige involvering primært har været at facilitere et øget kapitaludbud igennem skatteinstrumenter eller facilitere udbuddet af kapital igennem SBIC programmet.

Ingen intervention

Kategorien ingen intervention referer til de markeder, hvor den offentlige sektor ikke har spillet en rolle, eller hvor det offentlige bidrag har været meget begrænset. Der er imidlertid ingen af undersøgelsens lande, hvori den

offentlige sektor ikke har spillet en rolle i udviklingen af markedet for risikovillig kapital.

Den offentlige indsats i undersøgelsens lande

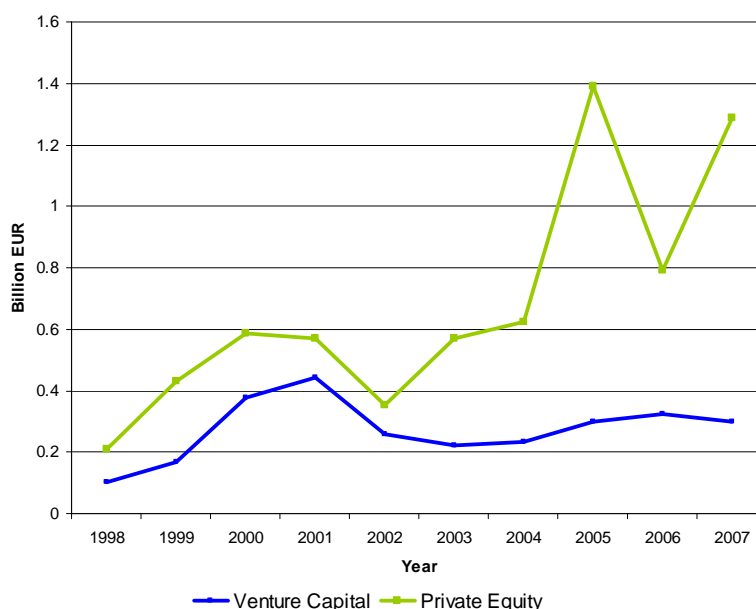
Nye innovative virksomheders adgang til risikovillig kapital via velfungerende kapitalmarkeder er afgørende for udviklingen af en dynamisk iværksætterøkonomi. Derfor undersøges det nu, hvad de fem lande har gjort for at styrke tilgangen til risikovillig kapital. Først gennemgås Danmark, hvorefter de 4 andre lande gennemgås. I nedenstående gennemgang af landene sammenlignes politikindsatserne på følgende områder:

- Statens overordnede rolle og perioder med mest statslig aktivitet
- Hvornår de enkelte politikinstrumenter er blevet introduceret
- Udviklingen i venturekapital og private equity
- Udbredelse af udbuds- og efterspørgselsorienterede politikinstrumenter

Danmark

Danmark rangerer blandt de førende lande målt på ventureinvesteringer. I perioden 2004-2006 blev der investeret 0,19 pct. af BNP i risikovillige kapital. I 2007 blev der investeret ca. € 0,3 mia. i risikovillig kapital, mens de samlede investeringer inklusiv buy-out lå på godt € 1,3 mia. Venture investeringerne er gået op de senere år, men ligger fortsat under niveauet i 2000 under IT-boblen, se figur 4.

Figur 4: Udviklingen i investeringer i Danmark



Anm.: Venturekapital inkluderer seed, startup og ekspansion
Kilde: Vækstfonden, 2008; ICE Policy mapping, 2007.

Modsat mange andre lande skyldes den positive udvikling i kapitalmarkedet i Danmark de senere år i stor udstrækning flere investeringer i de tidlige faser (seed, opstart og ekspansion). I disse tidlige faser ligger Danmark i dag som det tredje bedste land i Europa og på linie med USA.

Staten har spillet en aktiv rolle i udviklingen af det danske marked via Vækstfonden. I 2005 investerede Vækstfonden godt 10 pct. af ventureinvesteringerne i Danmark. Statens rolle blev især forøget efter reorganiseringen af Vækstfonden i 2001. Her blev en stor mængde kapital tilgængelig i de tidlige faser samtidig med, at et antal investeringsfonde med private aktører blev etableret.

I forhold til introduktionen af de enkelte politikinstrumenter blev der i 1990'erne især anvendt mere direkte instrumenter så som statsgarantier til udviklingsselskaber og via etableringen af Erhvervsudviklingsfonden, forløber for Vækstfonden. I årene efter år 2000 blev der anvendt en bredere vifte af instrumenter som følge af reorganiseringen af Vækstfonden og med introduktionen af skatteinstrumenter så som etableringskontoordningen. Denne udvikling herimod flere markedsorienterede instrumenter er senest forsat med etableringen af Sunstone Capital i 2007, der skete via en delvis privatisering af Vækstfonden. Samtidig anvendes der forsat direkte statslige instrumenter som fx vækstkapital i regi af Vækstfonden. I dag har Danmark således en bred vifte af instrumenter. De tre vigtigste initiativer er skitseret i boks 1.

Boks 1. Centrale initiativer i Danmark

Vækstfonden

Vækstfondens formål er at styrke innovation og udvikling i dansk erhvervsliv ved at stille risikovillig låne- og egenkapital til rådighed for især små og mellemstore virksomheder. I 2007 skete der en delvis privatisering af Vækstfonden via etableringen af venturefonden Sunstone Capital, der har et samlet kapitalgrundlag på knap 3 mia. kr. Vækstfonden blev etableret i 1992.

Proof-of-Business

Formålet med proof-of-business er at styrke adgangen til risikovillig kapital. De regionale væksthuse fungerer som regional indgang til initiativet med tidlig idéfinansiering (kaldet "proof of business"), hvor personer med en god idé via Connect Denmark kan komme ind i et udviklingsforløb, hvor de får sparring fra erfarne erhvervsfolk. Initiativet blev etableret i 2007.

Fælleserklæring om flere investeringer i unoterede aktiver og enklere skatteregler

Formålet med fælleserklæringen er at gøre det administrativt lettere for investorer at investere i unoterede aktier samt lette skattemyndighedernes administration. Der indføres et nettoopgørelsesprincip ved beskatning af pensionsinstitutternes investeringer via skattetransparente enheder (kommanditselskaber). Fælleserklæringen er fra 2005.

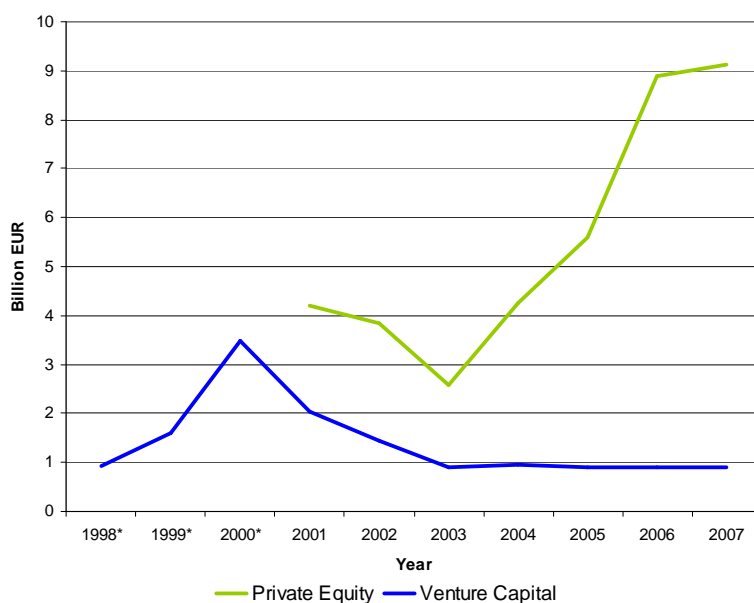
Endvidere spiller **Innovationsmiljøerne** en vigtig rolle i Danmark.

I forhold til udbredelse af henholdsvis udbuds- og efterspørgselsorienterede politikinstrumenter har Danmark primært anvendt udbudsorienterede instrumenter. Ud af 24 større instrumenter vurderes 3 at være efterspørgselsorienteret, se appendiks 3.

Canada

I Canada voksede venture markedet markant i den sene del af 1990'erne. Mange nye fonde blev etableret, og andelen af kapital under forvaltning steg. Som i flere andre lande fik IT-boblen i 2000 en kraftig indvirkning på venturemarkedet, og andelen af rejst kapital og investeringer faldt til niveauet i midten af 1990'erne. Venture investeringerne lå i perioden 2005-2007 på 0,1 pct. af BNP. I 2007 blev der investeret € 0,9 mia. i ventureinvesteringer i et samlet private equity marked på € 152 mia., se figur 5.

Figur 5: Udviklingen i investeringer i Canada



Anm.: Venturekapital inkluderer seed, startup og ekspansion. Fra 2001-2007 er data et mål for mængden af investeret kapital fra canadiske fonde, mens 1998-2000 er investeringsaktiviteten i Canada.

Kilde: CVCA (2008); VCReporter, Private Equity Canada, 2007; ICE Policy mapping, 2007; Thomson Financial, 2002 VC Industry Overview.

Den offentlige sektor blev for alvor involveret i udvikling af venturemarkedet i midten af 1990'erne. Der blev gjort meget for at udvikle en diversificeret sammensætning af investorer. Således blev en række skatteinstrumenter og co-investeringsprogrammer igangsat. Den canadiske stat har ikke anvendt investeringsgarantiordninger for at udvikle investeringerne på det canadiske venturemarked.

I dag er "Business Development Bank of Canada" (BDC) den vigtigste offentlige aktør i venturemarkedet. BDC har en række investeringsfonde, som co-investerer med det private marked. I 2006 udgjorde BDC investeringer omkring 7 pct. af de totale ventureinvesteringer, hvoraf BDC stod for 18,5 pct. af seedinvesteringerne og 24,9 pct. af de totale opstartsinvesteringer. Derudover spiller en særlig fondsstruktur "Labour Sponsored Venture Capital Corporations" en særlig rolle i Canada. Fondene er private, men staten yder et særligt skattefradrag til privat personer, som investerer i fondene.

Effekten af fondene er ikke kortlagt i undersøgelsen, men nogle canadiske undersøgelser tyder på en begrænset effekt. Se boks 2 for de vigtigste initiativer i Canada.

Boks 2. Centrale initiativer i Canada

Labour Sponsored Venture Capital Corporations (LSVCC)

LSVCC er private fonde, som siden 1985 kan modtage en føderal eller statslig skattefradrag. Private personer som investerer i en registreret LSVCC modtager et skattefradrag på 15% med et maksimum på \$750.

Business Development Bank of Canada (BDC)

I 1995 blev BDC etableret og er i dag Canadas største offentlige venture aktør. Fonden opererer på kommercielle vilkår og saminvesterer med den private sektor både direkte og via funds-of-funds.

TSX Venture Exchange Capital Pool Company Program

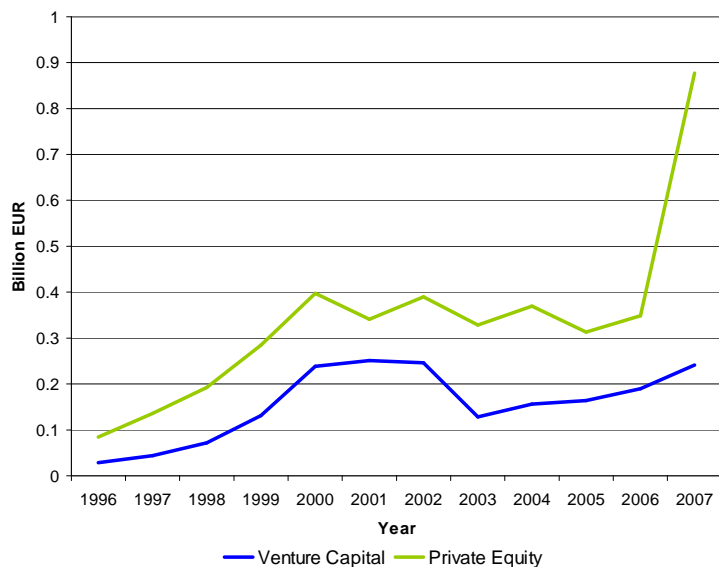
En alternativ markedsplads hvor iværksættere og investorer kobles forud for introduktionen på den traditionelle børs. Markedspladsen blev etableret i 2000.

I Canada har der været et særligt fokus på at øge tilgangen af kapital på markedet, men der har også været en del efterspørgselsorienterede initiativer. Det vurderes, at ud af i alt 10 politikinstrumenter er 3 særligt rettet mod efterspørgselssiden. Disse blev startet af staten i midten af 1990'erne. For flere detaljer i de enkelte instrumenter se appendiks 3.

Finland

Ventureinvesteringerne i Finland lå i perioden 2004-2006 på under 0,1 pct. af BNP, hvilket er lavere end de andre lande i kortlægningen. Investeringerne steg dog i de følgende år til 0,12 pct. af BNP. I dag ligger ventureinvesteringerne på knap € 0,23 mia., se figur 6.

Figur 6: Udviklingen i investeringer i Finland



Anm.: Venturekapital inkluderer seed, startup og ekspansion. Få store buyouts var i 2007 med til at øge private equity niveauet markant.

Kilde: FVCA (Finnish Venture Capital Association), 2008; ICE Policy mapping, 2007.

Staten har overordnet spillet en aktiv rolle på det finske marked helt tilbage til etableringen af den offentlige investeringsfond "Sitra" i 1967, der har været en central aktør i udviklingen af det finske marked. Fra 1967 til 1991 investerede Sitra især i udvikling af ny teknologi, mens early stage ventureinvesteringer især accelererede i 1991 efter en større reorganisering. I dag er Tekes (The Finnish Funding Agency for Technology and Innovation) den største offentlige organisation for udvikling af ny teknologi. Tekes finansierer typisk højrisiko investeringer i projekter inden for den industrielle sektor samt forsknings- og universitetsprojekter. I 2006 finansierede den finske stat mere end 17 pct. af de totale private equity investeringer gennem direkte eller indirekte investeringer.

I forhold til de finske politik-instrumenter har staten især været aktiv efter IT-boblen i 2000. I årene herefter blev en række nye instrumenter igangsat, der både dækker låneordninger, fund-of-funds og ændret pensionslovgivning, ses appendiks 2. Sitra fik samtidig et stigende fokus på offentlig co-investment via forskellige programmer. Samtidig gennemførte Handels- og Industriministeriet i 2004 en ny strategi for seed finansiering til nye, innovative firmaer, hvor offentlige fonde fik mulighed for at lave ventureaktiviteter. Senest er disse programmer blevet konsolideret, og der er kommet et stigende fokus på skattelovgivning og lovgivningsmæssige og transnationale instrumenter. Samtidig er der sket en regionalisering, idet eksempelvis venturefonden Veraventure i dag alene investerer i regionale fund-of-funds. De tre vigtigste initiativer i Finland er skitseret i boks 3.

Boks 3. Centrale initiativer i Finland

Sitra

Innovations- og venturefonden Sitra har været en central aktør i udviklingen af det finske venture marked. Fra 1967 til 1991 blev der især investeret i udvikling af ny teknologi, mens early stage ventureinvesteringer især accelererede i 1991 efter en større reorganisering. Sitra blev etableret i 1967.

Finnish Industry Investment Ltd

Den finske regering etablerede i 1994 investeringsfonden Finnish Industry Investment Ltd, der i 1997 havde skabt flere offentlige investeringsfonde bl.a. Start Fund of Kera og Finnish Industry Investent (FII). Flertallet af disse fonde blev privatiseret i perioden 1997-2000 gennem management-buyouts.

Ny strategi for seed finansiering i Finland

Handels- og Industriministeriet gennemførte i 2004 en ny strategi for seed finansiering til nye, innovative firmaer, hvor offentlige fonde fik mulighed for i højere grad at lave ventureaktiviteter. Den nye strategi blev gennemført som reaktion på manglende privat finansiering som følge af IT-boblen omkring 2000-2001.

I Finland har staten både igangsat en række udbuds- og efterspørgselsorienterede politikinstrumenter. Især i de senere år har der været en række efter-

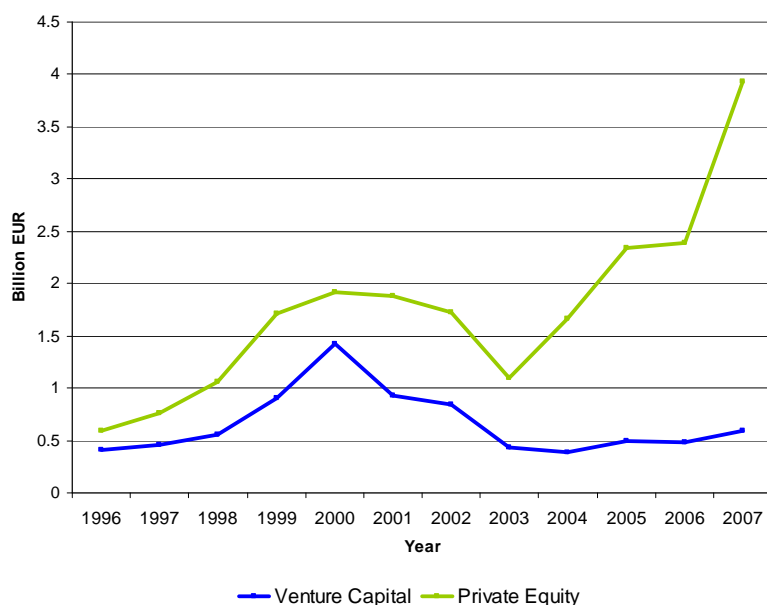
spørgselsorienterede initiativer som fx støtte til udviklingen af innovative forretningsmodeller, støtte til køb af ekspertbistand ved udvikling af forretningsplan og et matching-program for business angels, se appendiks 3. 3 ud af 16 instrumenter i Finland vurderes at være efterspørgselsrettet.

Holland

Det hollandske marked for private equity har vokset kraftigt siden sin begyndelse i 1980'erne. Det er dog ikke venturesegmentet, som er den drivende kraft bag udviklingen af det samlede private equity marked i Holland.

I perioden 2000 til 2005 var ventureinvesteringerne faldende, mens der i gennemsnit blev investeret 0,9 pct. af BNP i perioden 2005-2007. I 2007 er ventureaktiviteterne atter stigende, og der blev investeret € 0,6 mia. i ventureinvesteringer ud af et samlet private equity marked på omkring € 4 mia, se figur 7.

Figur 7: Udviklingen i investeringer i Holland



Anm.: Data inkluderer investeringer fra virksomheder med base i Holland (80 % er investeret i Holland, resten globalt). Venturekapital inkluderer seed, startup og ekspansion.

Kilde: NVP (Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen), 2008; ICE Policy mapping, 2007.

I Holland har staten spillet en aktiv rolle i udviklingen af markedet siden 1980'erne, hvor det første investeringsgaranti-program blev iværksat. Programmet blev introduceret med henblik på at kick-starte markedet ved at garantere private aktører mod tab. Ordningen blev en succes og andre lande, særligt i Europa, begyndte også at tilbyde garantier til private aktører, der begyndte at investere i venturemarkedet. Siden har den hollandske stat introduceret offentlige fonde. Brugen af offentlige fonde har imidlertid ikke været særlig succesfuld, og al direkte involvering igennem offentlige fonde blev stoppet – senest i 1998.

Efter en længere periode med fald i ventureinvesteringer og ingen større offentlige indsatser, valgte den hollandske stat i 2004 at gennemføre en række nye initiativer rettet mod styrkelsen af netop venturesegmentet.

Siden 2004 har den hollandske offentlige indsats på venturemarkedet været kendetegnet ved etableringen af nye private fonde med 50 pct. offentlig medinvestering. Senest i 2005 har staten reintroduceret et offentligt investeringsgarantiprogram, som giver akkrediterede private fondsinvestorer og banker en offentlig garanti på 50 pct. af eventuelle tab på deres ventureinvesteringer. I 2004 udgjorde de offentlige investeringer 5 pct. af det samlede private equity marked. Dette tal faldt til 0,3 pct. i 2005 (hvilket dog skyldes investeringsstigninger i det samlede marked), men forventes at stige igen med introduktionen af de nye programmer. De tre vigtigste initiativer i Holland er skitseret i boks 4.

Boks 4. Centrale initiativer i Holland

Lånefinansieringsinstrument (BBMKB)

Et generelt SMV lånefinansieringsinstrument. Banker som låner til SMV'ere modtager en offentlig udstedt garanti på deres udlån. Garantien dækker mellem 50-80% af SMV lånene afhængig af virksomhedstypen og op til maksimum €1 million. BBMKB blev første gang anvendt i 1916.

TechnoPartner Seed

Siden 2004 har staten ydet 50 pct. i kapital til nye akkrediterede venture kapital fonde med et maksimum på €4 million.

Growth Facility

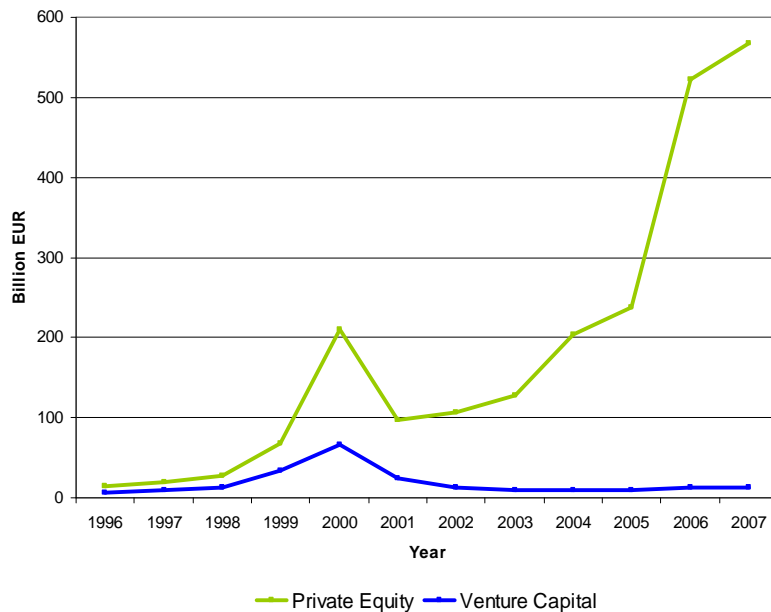
Growth Facility programmet er for banker og venturefonde. Staten garanterer for 50 pct. af investeringer eller lån op til €2.5 million. Growth Facility blev etableret i 2005.

Den hollandske stat har haft et primært fokus på udbudsorienteret politik i kraft af etableringen af offentlige fonde, offentlig-private fonde, garantiordninger, se appendiks 2. Ud af 17 politikinstrumenter vurderes 4 at være efterspørgselsorienterede, se appendiks 3.

USA

Venturemarkedet i USA er verdens største målt på størrelsen af de totale investeringer. I 2007 blev der investeret € 22.5 mia. alene i venturekapital ud af et samlet private equity marked på € 563 mia. I perioden 2004-2006 blev der investeret 0,2 pct. af BNP, se figur 8. Markedet i USA blev også udviklet langt tidligere sammenlignet med de fleste andre lande med ventureaktiviteter helt tilbage til 1940'erne, se appendiks 3.

Figur 8: Udviklingen i investeringer i USA



Anm.: Venturekapital inkluderer seed/startup, early stage og ekspansion. Seed/startup inkluderer proof of concept (seed), forskning, produktudvikling og initial marketing. Early Stage inkluderer finansiering af aktiviteter så som initial expansion, commercial manufacturing og marketing. Ekspansion inkluderer større udvidelser af aktiviteter eller forberedelse af en virksomhed, der forventer at blive børsnoteret inden for 6-12 måneder. Buyout dækker 'deal value' (værdien af transaktioner).

Kilde: NVCA Yearbook 2008; Private Equity Council, 2008

(<http://www.privateequitycouncil.org/studies-research/by-the-numbers/>).

I USA har den offentlige sektor tidligt været en væsentlig aktør i udviklingen af venturemarkedet. Så tidligt som i 1930'erne gennemførte føderalstaten de første offentlige tiltag, som særligt havde at gøre med virksomhedernes pligt til at dele information med investorerne.

Siden har offentlige initiativer såsom "SBIC" fra 1958 spillet en helt central rolle i udviklingen af venturemarkedet, både med hensyn til øget kapitaludbudet samt udvikling af investorernes professionalisme. I løbet af årene er SBIC blevet udviklet og redesignet, men har forsat en væsentlig funktion i det amerikanske venturemarked. Gennem SBIC programmet har den føderale stat over årene faciliteret omkring 10 pct. af de totale ventureinvesteringer. I 2004 stod SBIC for 11,2 pct. af alle ventureinvesteringer i USA.

Den føderale stat har på intet tidspunkt været involveret i investeringsfonde, som foretog direkte investeringer eller på andre måder investerede kapital i virksomheder. Selvom den amerikanske stat har spillet en central rolle i udviklingen af venturemarkedet, har rollen været begrænset til en faciliterende funktion. SBIC programmet er et såkaldt "leverage" program, hvor Small Business Administration (SBA/føderalstat) rejser kapital ved at sælge statsobligationer og kanalisere den rejste kapital over i SBA akkrediterede SBIC'ere. Den pågældende SBIC rejser efterfølgende tilsvarende mængde

privat kapital. Ved at facilitere venture kapital igennem salg af statsobligationer er programmet uden direkte omkostninger for føderalstaten. De tre vigtigste initiativer i USA er skitseret i boks 5.

Boks 5. Centrale initiativer i USA

Small Business Investment Company Act (SBIC)

Siden 1958 har SBIC været et af kendetegnene på det amerikanske venture marked. kendetegnet SBIC er private fonde, som er blevet akkrediteret og reguleret af Small Business Administration (SBA). En SBIC investerer egen kapital samt rejst kapital ved salg af statsobligationer med en SBA garanti. Garantien består udelukkende i at SBA garanterer statsobligationer. SBA investerer ikke i direkte i virksomheder. SBA kan garantere 3 gange den rejste privatkapital.

ERISA Revised "Prudent Man Rule"

Pensionsselskaber fik mulighed for at investere deres kapital i ventureinvesteringer.

The Small Business Innovation Research (SBIR)

SBIR tilbyder "grants" til virksomheder med det formål at opfordrer virksomhederne til at drage nytte af kommercialiseringsaktiviteter.

Det primære fokus i de amerikanske offentlige initiativer har været på udbudssiden (SBIC, skatteinstrumenter, pensionsselskaberne osv.). Det vurderes at 4 ud af 19 initiativer er særlig rettet mod efterspørgselssiden. Et centralt efterspørgselsinitiativ er SBIR, som blev implementeret i 1982, se appendiks 3.

Litteratur

- BEA (2008) – data tilgængelig på <http://www.bea.gov/regional/gsp/>
- Finnish Venture Capital Association (2008). Data tilgængelig ved forespørgsel på info@fvca.fi. Se evt. www.fvca.fi under 'Statistics'
- HM Treasury and Small Business Services (2003) "Bridging the finance gap: next steps in improving access to growth capital for small businesses", HM Treasury London.
- ICE Policy mapping (2007), Tilgængelig på <http://ice.foranet.dk/>.
- Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (2008). Data er tilgængelig ved forespørgsel på info@nvp.nl. Se evt. <http://nvp.nl/feiten/invest.php>
- NVCA Yearbook (2008). NVCA Yearbook 2008, pp21-32. Tilgængelig på <http://www.nvca.org/pdf/NVCAYearbook2008.pdf>
- Private Equity Canada (2007), se exhibit 8 og exhibit 10 pp49-55. Tilgængelig på <http://www.canadavc.com/files/public/PrivateEquityCanada2007.pdf>
- Private Equity Council (2008). Tilgængelig på <http://www.privateequitycouncil.org/studies-research/by-the-numbers/>
- Sohl, J.E. (2003) "The US angel and venture capital market: Recent trends and developments, The Journal of Private Equity, Vol. 6, No. 2, pp. 7-17.
- Thomson Financial : 'VC Industry Overview 2002' er tilgængelig på <http://www.canadavc.com/info.aspx?page=stats>
- Vækstfonden (2004) "Efterspørgsel på venturekapital i Danmark", Copenhagen.
- Vækstfonden (2008) Benchmarkanalyse 2008: Danmark forsat i verdenseliten.

Appendiks 1. Dataindsamling

Undersøgelsen er gennemført i perioden 2006-2007 og dækker således kun politikinstrumenter indtil 2007.

Rent praktisk er der udarbejdet et spørgeskema, som er blevet sendt til nationale eksperter i hvert af de fem land. Denne spørgeskemaundersøgelse er koblet med desk research og uddybende interview med eksperter fra hvert land. Endvidere er rapporterne blevet kvalitetssikret og diskuteret i regi af møder i ICE konsortiet. Den endelige oversigt er ligeledes blevet sendt til nationale eksperter for at sikre, at listen over politikinstrumenter er så udtømmende som muligt.

Mens fordelene ved den valgte metode er en høj grad af forståelse af de enkelte politikinstrumenter, kan der være en risiko for, at spørgeskemaet er udfyldt forskelligt i forskellige lande. Det betyder, at nogle politikinstrumenter kan have været vurderet relevante for undersøgelsen af nogle lande, mens andre lande har haft en anden vurdering. Samtidig kan der være en metodisk udfordring i at sikre en udtømmende historisk oversigt. Fokus har dog primært været de sidste 15-20 år, da den offentlige involvering især sker inden for denne periode.

Som følge af de metodiske udfordringer er der ikke indarbejdet politikanbefalinger i projektet. Der bør således ikke udledes nogen normative vurderinger af kortlægningen i forhold til effekten af de enkelte instrumenter. I de enkelte landerapporter findes mere uddybende information om dataindsamlingen. Rapporterne skal endeligt godkendes på ICE-konsortiets møde i november 2008.

Appendiks 2. Anbefalinger fra OECD

Uddrag fra OECD (2009): The impact of the Global Crisis on SME and Entrepreneurship Financing and the Policy responses. STI/SPD/09.120.

Member countries may wish to consider the following policy recommendations related to measures which are more institutional or structural in nature to remedy the long-standing deficiencies in the SME financial environment:

- To alleviate the stagnation in bank lending participants at the Round Table proposed additional institutional measures such as the *monitoring of SME lending by banks* through timely reporting and the establishment of *a code of conduct for SME lending by banks*.
- To know the real situation of SMEs, policy makers also need more timely and SME specific data on the supply of and demand for financing so that they can determine if their measures are working. Already several OECD countries are improving transparency in bank lending by encouraging the timely public disclosure by banks of the composition of their loan portfolios by size of firm.

- As SMEs often lack face-to-face contact with bank managers due to the current impersonal structure of the modern banking system, banks could consider using their scoring methods for assessing SME credit-worthiness with appropriate discretion so that *adequate room would be left for the specificities of the client, as happens with “relationship banking”*. Appropriately balanced use of any assessment method could help in cases where the circumstances and viability of individual businesses can be accounted for. Local branches should be staffed by personnel who have adequate skills in dealing with SME lending. Banks could also enter partnerships with business service providers to help them reduce the risks in SME lending.
- Evidence was offered during the Round Table that automatic systems of credit evaluation do not always function to the effect that viable companies can obtain credit, which could be addressed with a more appropriate and discriminate use of these methods. Systems are needed to evaluate the credit risk of SMEs on a company basis rather than on a sectoral basis.
- The specific financing needs of micro-enterprises (less than 10 employees in the EU) which dominate the SME sector were considered. Research on start-ups by the Kaufmann Foundation revealed that they also need modest capital injections and that the most important source was outside credit averaging USD 32,000. This could be provided through micro-finance in countries which do not already have such schemes.
- Improving the mean by which SMEs are informed about the availability of SME-related government support measures, especially those that are responses to the current crisis, is crucial for the implementation of government policy and programmes. It could be facilitated in partnership with business service providers or business associations. As indicated in the OECD Brasilia Action Statement “...informing SMEs of the range of financing options (e.g., public guarantee programmes, business angels, and bank loans) will ensure greater take-up of schemes”.
- Also competence building should spur the demand for financing among SMEs. The managerial competencies of SMEs—especially in the field of finance—have to be supported. Governments should take the opportunity offered by SME owners’ realization that they did not have all the skills needed to help their firms survive the crisis to encourage participation in general managerial skills development, including mentoring and business advice.
- SMEs should be engaged in the design of relevant finance-related policies and programmes from the outset to ensure that their perspectives and needs are well understood and taken into account. Examples were given of regular communication and consultation with the representatives of SMEs through forums and round tables to raise awareness and to assess the effectiveness of existing measures and programmes to help SMEs to access finance.

Appendiks 3: Oversigt over politikinstrumenter

Canada

Navn på initiativet	Årstal	Kort beskrivelse	Udbuds- eller efterspørgselsorienteret	Link
Labour Sponsored Venture Capital Corporations (LSVCC)	1985	LSVCC er private fonde, som kan modtage en føderal eller statslig skattefradrag. Private personer som investerer i en registreret LSVCC modtager et skattefradrag på 15% med et maksimum på \$750.	Udbud	
Business Development Bank of Canada (BDC)	1995	BDC er Canadas største offentlige venture aktør. Den opererer på kommercielle vilkår og saminvesterer med den private sektor.	Udbud	http://www.bdc.ca/en/home.htm
BDC Consulting Services	1995	BDC giver virksomheder konsultation i forbindelse med at søge kapital.	Efterspørgsel	http://www.bdc.ca/en/business_solutions/consulting_group/default.htm
BDC Venture Capital Fund	1995	Offentlig fond som foretager investeringer i seed - expansion. Direkte investeringer i virksomheder eller i nye fonde (funds-of-fund).	Udbud	http://www.bdc.ca/en/business_solutions/venture_capital/about_us/venture_capital.htm
BDC Financial services and Subordinate financing	1995	Kombinerer låne- og equityinstrumenter	Udbud	http://www.bdc.ca
Canada Community Investment Plan (CCIP)	1995 - 2002	Investeringsplan som bl.a. Inkluderede Internet baseret matchmaking services for iværksættere og investorer.	Udbud/Efterspørgsel	
Canada Small Business Financing Program	1999	Et lånegarantiprogram, hvor føderalstaten garanterer 85% af tabt lån for bankerne.	Udbud	http://strategis.ic.gc.ca/epic/site/csbf-pfpec.nsf/en/Home
TSX Venture Exchange Capital Pool Company Program	2000	En alternativ markedsplads hvor iværksættere og investorer kobles forud for introduktionen på den traditionelle børs.	Udbud/Efterspørgsel	www.tsx.com/en/pdf/CPBrochure.pdf
Capital gains rollover for "angels"	2000	Skatteinstrument som tilbyder skattefradrag hvis investeringsgevinst er geninvesteret i nye virksomheder indenfor 120 dage.	Udbud	
Sustainable Development Technology Canada	2001	Offentlig non-profit fond som investerer i clean tech området. SDTC har startet 2 nye fonde på hver cirka CAD 500 millioner.	Udbud	http://www.sdte.ca

Danmark

Navn på initiativet	Årstal	Kort beskrivelse	Udbuds- eller efterspørgselsorienteret	Link
Dansk udviklingsfinansiering	1988	For at stimulere adgangen til risikovillig kapital for nye potentielle vækstvirksomheder blev der i 1988 etableret et program for fælles offentlig-privat udviklingsfinansiering i ventureselskabet Dansk Udviklingsfinansiering. Gennem programmet blev 50 pct. af risikoen ved risikovillig investeringer dækket i selskabet.	Udbud	http://www.oecd.org/LongAbstract/0,3425,en_2649_33703_4841828_1_1_1_1,00.html
Erhvervsudviklingsfonden (Vækstfonden)	1992	Vækstfonden, eller Erhvervsudviklingsfonden som den tidligere hed, er en statslig investeringsfond, har siden 1992 medfinansieret risikovillig kapital i mere end 3500 danske virksomheder for et samlet tilsagn på over 6,5 milliarder kroner.	Udbud	http://www.vf.dk
Pensionskasser får mulighed for at investere mere i aktier	1994	I 1994 får forsikringselskaber og pensionskasser mulighed for at investere 40 pct. i aktier, stignede til 80 pct. i 1998.	Udbud	http://www.oecd.org/LongAbstract/0,3425,en_2649_33703_4841828_1_1_1_1,00.html
Statsgarantier til udviklingselskaber	1994	For at løbe det danske venturemarked i gang har staten siden august 1994 givet statsgaranti til udviklingselskaber. Udviklingselskaberne er selskaber, der er godkendt af Erhvervsministeriet til at investere i innovative små og mellemstore virksomheder. Udviklingselskaberne kan indskyde både aktiekapital og ansvarlig lånekapital.	Udbud	http://www.oem.dk/publikationer/html/logistik/kapital.htm#5
Erhvervsudviklingsforeninger	1998	Den nye investeringslovslov åbner fra 1998 mulighed for at stifte såkaldte erhvervsudviklingsforeninger. Erhvervsudviklingsforeninger er en speciel type investeringsforening, der kan placere hele sin formue i unoterede aktier.	Udbud	http://www.oem.dk/publikationer/html/logistik/kapital.htm
Skatteændring for pensionskasser	2000	I 2000 blev der introduceret en pensionsreform, hvor gevinster for pensionskassers investeringer i aktier blev beskattet med 5 pct., mens øvrige investeringer blev beskattet med en fast rate på 26 pct.	Udbud	http://www.oecd.org/LongAbstract/0,3425,en_2649_33703_4841828_1_1_1_1,00.html
Vækstkapital	2000	Formålet er at investere egenkapital i unge virksomheder med vækstpotentiale, der kan have svært ved at rejse kapital på normale vilkår. Investeringerne ligger typisk i intervallet 5–25 mio. kr.	Udbud	http://www.vf.dk/Finansiering/Vaekstkapital.aspx
Vækstkauktion	2000	Målet er, at mindre virksomheder med vækstpotentiale skal have lettere adgang til kapital. Vækstkauktion ydes på 75 pct. af banklån på op til 5 mio. kr.	Udbud	http://www.vf.dk/Finansiering/Vaekstkauktion.aspx
Omorganisering af vækstfonden	2001	Vækstfondens formål er at styrke innovation og udvikling i dansk erhvervsliv ved at stille risikovillig låne- og egenkapital til rådighed for især små og mellemstore virksomheder. Vækstfonden blev reorganiseret i 2001. Vækstfonden blev etableret i 1992.	Udbud	http://www.vf.dk

Dansk Business Angel Netværk	2001	BAN blev startet som et offentlige initiativ i 2001 med det formål at skabe flere investeringer fra business angels i Danmark, bl.a. via en fælles hjemmeside for at match investorer og iværksættere. Initiativet er i dag en del af DVCA. I 2002 blev der investeret 35 mio. kr. i 10 selskaber.	Udbud/ Efterspørgsel	http://www.dvca.dk/sw7625.asp
Etableringskontoordning	2003	Formålet med initiativet er at øge incitamentet til at spare op til egen virksomhed. Iværksættere skal bl.a. have mulighed for at bruge etableringskontoindsud til dækning af driftsudgifter – f.eks. løn, leje af erhvervslokaler, udgifter til advokat og revisor i forbindelse med etablering, markedsundersøgelser, udgifter til forsøg og forskning m.m.	Udbud	http://www.skat.dk/display.aspx?olD=211572&vID=201165&indhold=1
Bedre adgang til aflønning af nøglemedarbejdere med aktier	2003	Formålet er at gøre det lettere for nye virksomheder at ansætte nøglemedarbejdere inden for f.eks. ledelse, marketing eller salg og aflønne disse medarbejdere helt eller delvist med aktier. En iværksætters tildeling af aktier til nøglemedarbejdere inden for selskabets første tre år skal ikke have skattemæssige konsekvenser på tildelingstidspunktet. I stedet beskattes aktierne ved afhændelsen som aktieindkomst.	Udbud	http://www.skm.dk/publikationer/notater/567.html
Danmarks Iværksætterfond	2004	Fonden åbnede for investeringer den 1. december 2004. Formålet med Iværksætterfonden er, at den skal investere i nye virksomheder med stort vækstpotentiale. Danmarks Iværksætterfond er skabt i samarbejde med en række private og finansielle investorer og får en samlet grundkapital på 1/2 mia. kr.	Udbud	http://www.business.dk/article/20041123/nyhedsoversigt/111230216/
Iværksætterfonden Seed Capital Denmark	2005	Formålet med den offentlig-private fond er at investere i nye virksomheder. Seed Capital Denmark er en offentlig-privat fond, der medinvesterer i virksomheder i de allertidligste faser.	Udbud	http://www.globalisering.dk/multimedia/Bilag_om_infrastruktur_for_iv_rks_ttere_5.doc
Investering af rate- og kapitalpensionsmidler i unoterede aktier	2005	Formålet er, at flere erfarne erhvervsfolk kan fungere som business angels og udvikle nye konkurrencedygtige virksomheder. Loven giver mulighed for, at privatpersoner med en vis formue kan investere en del af deres rateog kapitalpensionsmidler i unoterede aktier.	Udbud	http://www.oem.dk/sw13329.asp
Kom-i-gang-lån	2005	Formålet er at forbedre iværksætterens overlevelsesmuligheder. I samarbejde med udvalgte pengeinstitutter har regeringen etableret en ny lånetype. Udover den almindelige bankrådgivning vil iværksætteren blive tilbudt rådgivning om start af virksomhed. Ordningen blev evalueret i 2007.	Udbud	http://www.vf.dk/Finansiering/Kom-i-gang-laan.aspx
Fælleserklæring om flere investeringer i unoterede aktiver og enklere skatteregler for pensionsinstitutterne	2005	Formålet er at gøre det administrativt lettere for investorer at investere i unoterede aktier samt lette skattemyndighedernes administration. Der indføres et nettoopgørelsesprincip ved beskatning af pensionsinstitutternes investeringer via skattetransparente enheder (kommanditselskaber).	Udbud	http://www.oem.dk/sw13329.asp
Etablering af alternative markedspladser i Dan-	2005	Formålet med initiativet er at skabe de lovmæssige rammer for etablering af alternative markedspladser i Danmark for virksomheder, der ikke vil eller	Udbud	http://omxnordicexchange.com/firstnorth/?language

mark (First North)		har mulighed for at leve op til Fondsbørsens normale krav til børsnoterede selskaber. Der er skabt rammerne for etablering af alternative markedspladser rettet mod f.eks. mindre virksomheder, der står over for fornyelse, omstilling eller generationsskifte.		eld=5
Skattefradrag for investeringer i unoterede aktier og enklere skatteregler for pensionsinstitutterne	2005	Formålet med loven er at give mulighed for at anvende midler i en kapital- eller ratepension til at investere i mindre virksomheder (unoterede aktier). Det omhandler indførelse af et midlertidigt skattefradrag på 5 pct. af anskaffelsessummen for institutionelle investorer, der investerer i selskaber noteret på en alternativ markedsplads. Skattereglerne gøres også enklere for pensionainstitutterne.	Udbud	http://www.oem.dk/sw13329.asp
Startkapital (Need Driven Ventures)	2006	Formålet er via Vækstfonden at investere egenkapital i iværksætterteams, der fokuserer på at udvikle løsninger til kundebehov, som ikke allerede er dækket af færdige produkter eller services.	Udbud	http://www.vf.dk/Finansiering/Startkapital.aspx
Partner Capital (maching-fond)	2007	Formålet med ordningen er, at den skal supplere de andre instrumenter, som Vækstfonden har, til at investere i nye virksomheder, og tilskynde flere "business angels" til at investere i helt nye virksomheder. Derved skal Vækstfonden investere sammen med "business angels" på markedskonforme vilkår i nye og vækstorienterede virksomheder.	Udbud	http://www.vf.dk/Finansiering/Partnerkapital.aspx
Proof-of-Business	2007	Formålet er at styrke adgangen til risikovillig kapital. De regionale væksthuse fungerer som regional indgang til tidlig idéfinansiering "proof of business", hvor personer med en god idé via Connect Denmark kan komme ind i et udviklingsforløb, hvor de får sparring fra erfarne erhvervsfolk.	Efterspørgsel	http://www.connectdenmark.dk/default.aspx?func=article.view&id=6760
Sunstone Capital	2007	Formålet med Venturefonden Sunstone Capital er at sikre et løft i kompetencer og investeringer i de tidlige faser af det danske venturemarked. Sunstone Capital er skabt ved en delvis privatisering af Vækstfonden og har et samlet kapitalgrundlag på knap 3 mia. kr.	Udbud	http://www.vf.dk/
Gazelle Growth	2007	Formålet med Gazelle Growth er at hjælpe vækstiværksættere med at etablere sig på udenlandske markeder via et struktureret vækstforløb.	Efterspørgsel	http://www.gazellegrowth.com/
Regionale væksthuse	2007	Formålet med de regionale væksthuse er at skabe bedre rådgivning af nye og mindre virksomheder, bl.a. inden for risikovillig kapital.	Efterspørgsel	http://www.startvaekst.dk

Finland

Navn på initiativet	Årstal	Kort beskrivelse	Udbuds- eller efterspørgselsorienteret	Link
Sitra (innovations- og venturefond)	1967	Sitra har været en central aktør i udviklingen af det finske venture marked. Fra 1967 til 1991 blev der især investeret i udvikling af ny teknologi, mens early stage ventureinvesteringer især accelererede i 1991 efter en større reorganisering.	Udbud	http://www.sitra.fi/
Sponsor Oy (venturefond)	1967	Offentligt støttet venturefond, der oprindeligt blev støttet via den finske nationalbank. Fonden blev privatiseret i 1983, og har i dag ikke længere fokus på de tidlige stadier.	Udbud	http://www.sponsor.fi/
Kehitysaluerahasto Oy/Finnvera (venturefund)	1971	I 1971 etablerede regeringen venturefonden Kehitysaluerahasto Oy (som senere har skiftet navn til Finnvera). I 1990 blev SFK Finance Oy skabt som en underafdeling til at administrere en ny venturefond kaldet Start Fund of Kera.	Udbud	http://www.finnvera.fi/
Skatteinitiativer rettet mod risikovillig kapital	1978	I 1978 gennemførte regeringen et skatteincitament til investering i risikovillig kapital ved at skatteunddrage dividende fra portfolio firmaer.	Udbud	http://www.vm.fi/vm/en/01_main/index.jsp
Tekes	1983	Tekes (The Finnish Funding Agency for Technology and Innovation) er den største offentlige organisation inden for udviklingen af ny teknologi i Finland. Tekes finansierer typisk højrisiko investeringer i projekter inden for industriel FogU samt forsknings- og universitetsprojekter, ligesom Tekes overser de finske forskerparker.	Udbud	http://www.tekes.fi/
Finnish Industry Investment Ltd (investeringsfond)	1994	Regeringen etablerede i 1994 investeringsfonden, der i 1997 havde skabt flere offentlige investeringsfonde bl.a. Start Fund of Kera, og Finnish Industry Investent (FII). Flertallet af disse fonde blev privatiseret i perioden 1997-2000 gennem management-buyouts.	Udbud	http://www.teollisuussijoitus.fi/in_english/
Veraventure Ltd (venture fund-of-fund)	2003	Formålet er at udvikle SMV segmentet i Finland. Etableret af Finnvera i 2003 investerer Veraventure Ltd alene i regionale fund-of-funds.	Udbud	http://www.finnvera.fi/vuosikertomus2004/?s=2&p=1083
Opstartslån	2004	Med ordningen gives opstartslån til primært start-up teknologi og vidensintensive firmaer via Tekes. Der ydes maksimalt lån på €100.000.	Udbud	http://www.tekes.fi/
Ny strategi for seed finansiering	2004	Handels- og Industriministeriet gennemførte i 2004 en ny strategi for seed finansiering til nye, innovative firmaer, hvor offentlige fonde fik mulighed for at lave ventureaktiviteter. Den nye strategi blev gennemført som reaktion på manglende privat finansiering som følge af IT-boblen omkring 2000-2001.	Udbud	http://www.tem.fi/
INTRO (business angel matching program)	2004	Formålet med programmet er at matche business angles med iværksættere. Matchingen foregår på fire årlige konferencer.	Udbud/ Efterspørgsel	http://www.sitra.fi/
LIKSA (støtte til forretningsudvikling)	2004	Formålet er at støtte udviklingen af iværksætternes forretningsplaner. Konkret ydes støtte til at købe ekspertbistand (for op til €40.000).	Efterspørgsel	http://www.preseed.fi/liksa/default.asp?l=1

Iværksætterlån (Finnvara)	2004	Lånene ydes af Finnvara til iværksættere, som kun vanskeligt kan opnå andre typer lån. Stort set alle industrier er dækket af låneordningen. Finnvara yder ligeledes garantiordninger til SMVer.	Udbud	http://www.finnvera.fi/index.cfm?id=1856
Avera (venturefond)	2005	Formålet med Avera er at investere direkte i finske start-up virksomheder uden coinvestments fra andre partnere. Fonden administreres af Finnvara.	Udbud	http://www.finnvera.fi/
Liito technology programme	2006	Formålet er at yde støtte til udviklingen af innovative forretningsmodeller. Konkret bygges netværk mellem firmaer samt til forskere. Programmet administreres af Tekes.	Efterspørgsel	http://akseli.tekes.fi/opencms/opencms/OhjelmaPortaali/ohjelmat/Luotsi/en/etusivu.html
Ændret skattelovgivning for internationale investeringer	2006	Loven fjerner forhindringer fra internationale investeringer. Fremover vil partnerskaber med udenlandske investorer som foretager ventureinvesteringer blive lettere beskattet.	Udbud	http://www.vm.fi/vm/en/01_main/index.jsp
Ændret lovgivning om pensionsinvestering	2007	Formålet med lovændringen er at give pensionsforeninger større investeringsfrihed. Med lovændringen ændres reglerne således, at pensionsforeningerne kan tage større risici ved investeringer i unoterede aktier og markeder for risikovillig kapital.	Udbud	http://www.stm.fi/Resource.phx/stm/index.htx

Holland

Navn på initiativet	Årstal	Kort beskrivelse	Udbuds- eller efterspørgselsorienteret	Link
Lånefinansieringsinstrument (BBMKB)	1916	Et generelt SMV lånefinansieringsinstrument. Banker som låner til SMV'ere modtager en offentlig udstedt garanti på deres udlån. Garantien dækker mellem 50-80% af SMV lånene afhængig af virksomhedstypen og op til max 1 million euro.	Udbud	http://www.senternovem.nl/english/products_services/encouraging_innovation/sme_loan_guarantees.asp
Statslige Investeringsgarantiordning (Private Participation Guarantee Order Scheme - PPM)	1981-1995	PPM er et investeringsgaranti-program for fondinvestorer, som yder 50% på tabt investeret kapital.	Udbud	http://www.capitalderiesgo.mincyt.gov.ar/pdfs/politicas_publicas/Politicasy20Gubernamentales%20CR%20en%20la%20OCDE.pdf
Skatteinstrument Tante Agaath	1980'erne	Tante Agaath er et skatteinstrument, som kan bruges af private personer til at yde lån op til 100.000 euro til virksomheder ikke ældre end 7 år. En procentvis størrelse af eventuelle tab kan trækkes fra indkomstsatten. Ordningen synes at facilitere lån til mere traditionelle virksomheder og ikke til innovative virksomheder. Ordningen er under revurdering.	Udbud	http://www.ez.nl/dsresource?objectid=143734&type=PDF
Twinning	1990-1998	Twinning var en pakke bestående af tre regionale rådgivningscentre samt en opstartsfond og en væksthfond. Begge fonde var offentlige co-investeringsfonde. Rådgivningscentret tilbød iværksættere coaching og kontorfaciliteter. Fondene blev senere solgt til Pon Holding, og var før salget under meget kritik for at være ineffektiv og ikke investere i de rigtige virksomheder. Erfaringen fra Twinning var at den hollandske stat ikke skulle være i føresædet i andre fonde.	Udbud / Efterspørgsel	www.syntens.nl
TechnoPartner Seed	2004	Staten yder 50% i kapital til nye akkrediterede fonde med et maksimum på €4 million.	Udbud	http://www.technopartner.nl/wiki/technopartner/foreignvisitors/technopartner_programmes/technopartner_seedfacility
Technopartner Certifikat	2004	TechnoPartner Certifikat er en skiftelig aftale mellem staten og banker, som forsikrer at staten garanterer et SMV lån baseret på en evaluering af SMV'ens teknologi.	Udbud	http://www.technopartner.nl/wiki/technopartner/foreignvisitors/technopartner_program

				mes/technopartner_certificate
SKE TechnoPartner	2004	SKE TechnoPartner er et program som opfordrer det private marked til at bruge offentlig finansieret forskning. Det er et "investment readiness" program, som har universitets spin-off som målgruppe. En del af programmet tilbyder lån til virksomheder, hvoraf 50% af lånene er offentlig garanteret og 50% er garanteret af banker.	Efterspørgsel	http://www.technopartner.nl/wiki/pioniersupport/ske
Business Angel Program (BAP)	2005	BAP er et nyt business angel program som har til formål at styrke udviklingen af business angel aktiviteter ved at etablere nye business angel netværk og evt. andre aktiviteter.	Udbud	http://www.technopartner.nl/wiki/pionierkapitaal/bap
Growth Facility	2005	The Growth Facility program er for banker og venturefonde. Staten garanterer for 50% af investeringer eller lån op til €2.5 million.	Udbud	http://www.ez.nl/dsresource?objectid=143657&type=PDF
Challenges Credit	2006	The Challenges Credit er et låneprogram til vækstvirksomheder med henblik på at kommercialisere forskning. Der er ingen renter og tabte lån betales ikke tilbage.	Udbud	www.syntens.nl
Innovation Credit Program	2008	Innovation Credit program er et nyt låneprogram til vækstvirksomheder med henblik på kommercialisering af forskning. Der er knyttet renter til lånet, som skal betales af lånetageren. Hvis virksomheden ikke lykkedes indenfor udviklingsfasen, bliver lånet og renter ændret til et 100% tilskud.	Udbud	www.syntens.nl

USA

Navn på initiativet	Årstal	Kort beskrivelse	Udbuds- eller efterspørgselsorienteret	Link
The Securities Act	1933	Lov som har til formål at sikre et sikkerhedssystem omkring deling af al relevant information fra iværksætter til investor.	Udbud	http://www.investopedia.com/terms/s/securitiesact1933.asp
The Securities Exchange Act	1934	Lov som har til formål at sikre et sikkerhedssystem omkring deling af al relevant information fra iværksætter til investor.	Udbud	http://www.sec.gov/about/laws.shtml
GAAP regulations	1939	GAAP er en lov som har til formål at sikre et sikkerhedssystem omkring deling af al relevant information fra iværksætter til investor.	Udbud	http://www.investopedia.com/terms/g/gaap.asp
Small Business Investment Company Act (SBIC)	1958	SBIC er private fonde, som er blevet akkrediteret og reguleret af Small Business Administration (SBA). En SBIC investerer egen kapital samt rejst kapital ved salg af statsobligationer med en SBA garanti. Garantien består udelukkende i at SBA garanterer statsobligationer. SBA investerer ikke i direkte i virksomheder. SBA kan garantere 3 gange den rejste privatkapital.	Udbud	http://www.sba.gov/about/sba/sbaprograms/inv/esf/inv_sbic_financing.html
NASDAQ	1971	NASDAQ blev etableret som børsmarked, der forbedrede børsnoteringsmuligheder for unge virksomheder.	Udbud	http://www.nasdaq.net/PublicPages/AboutNasdaq.aspx
The Employee Retirement Income Security Act (ERISA)	1974	Igennem ERISA sikres værdier i offentlige pensionsselskaber bedre.	Udbud	http://www.dol.gov/dol/topic/health-plans/erisa.htm
Hart-Scott-Rodino Act	1976	Gjorde købet af mindre virksomheder mere attraktivt for store virksomheder	Udbud	http://www.ftc.gov/bc/hsr/
FASB treatment of "pooling" of assets	1977	Gjorde købet af mindre virksomheder mere attraktivt for store virksomheder	Udbud	http://www.fasb.org/
Liberalization of bankruptcy system	1978	Tilgodeser den individuelle iværksætter således at denne ikke risikerer at miste hjem/hus i tilfælde af falliterklæring.	Efterspørgsel	http://www.uscourts.gov/bankruptcy-courts/bankruptcybasics.html
ERISA Revised "Prudent Man Rule"	1980	Pensionsselskaber fik mulighed for at investere deres kapital i ventureinvesteringer.	Udbud	http://riskinstitute.ch/00012512.htm
Business Investment Incentive Act	1980	Loven gjorde det klart at venture fonde er udviklingselskaber og dermed ikke omfattet af særlige krav til registrering og regulering under Investment Advisor Act.	Udbud	http://www.sechistorical.org/collection/papers/1940/1940_SEC_Invst_Advisors_Act/L.pdf
Bayh-Dole Act	1980	Bayh-Dole Act giver universiteterne rettigheder forskning og opfindelser.	Efterspørgsel	http://www.autm.net/aboutTT/aboutTT_bayhDoleA

				ct.cfm
The Small Business Innovation Research (SBIR)	1982	SBIR tilbyder "grants" til virksomheder med det formål at opfordrer virksomhederne til at drage nytte af kommercialiseringsaktiviteter.	Efterspørgsel	http://www.sba.gov/about_sba/sbaprograms/sbir/sbirstir/sbir_sbir_description.html
Tax Reform Act	1986	Reducerede antal af skattely for private investorer, hvormed flere investorer kanaliserede deres investeringer over I nye virksomheder.	Udbud	http://www.allbusiness.com/glossaries/tax-reform-act-1986/4942724-1.html
Sarbanes-Oxley Act (SOX)	2002	Med SOX skærpes kravene til børsnoterede selskaber, CEOs, en ny regulerende enhed skabes og NYSE og NASDAQ ændre deres listingsmandater.	Udbud	http://www.soxlaw.com/
SOX Revised	2007	SOX blev revideret for mindre virksomheder for at reducere den administrative byrde for mindre virksomheder	Efterspørgsel	http://www.soxlaw.com/