



KAPITALMARKEDET

FRA STARTUP TIL SCALEUP

En status på kapitalmarkedet
for danske iværksættere og
vækstvirksomheder

KAPITALMARKEDET

FRA STARTUP TIL SCALEUP

– En status på kapitalmarkedet
for danske iværksættere og
vækstvirksomheder

Indhold

Om rapporten	5
Sammenfatning	6
Samarbejdspartnere	8
Et effektivt kapitalmarked	9
Tema: Virksomhedsejer, bliv klar til at hente kapital	11
1. Tilskudsordninger og tidlig finansiering	15
Tilskudsordninger	16
Finansiering i den tidlige fase	17
Tema: Mikrolegater hjælper startups igang	18
2. Venturekapital	23
Status på venturekapital-markedet	24
Venturetransaktioner 2017	29
Tema: Tidlige indikatorer på succes	30
Tema: Tidlige investeringer – hvordan investerer aktørerne?	33
3. Buyout-kapital og børsnoteringer	39
Buyout-investeringer	40
Buyout-transaktioner 2017	43
Tema: Børsnotering kan være vejen til vækst	44
4. Lånefinansiering	49
Status på markedet for lånefinansiering	50
Tema: Overlevelsesser i danske selskaber	53

Om rapporten

Indsigt gennem data og partnerskaber

Det er en fornøjelse at kunne præsentere første udgave af "Kapitalmarkedet: Fra startup til scaleup" – en status over kapitalmarkedet for danske iværksættere og vækstvirksomheder. Vores mål med publikationen er at skabe et overblik over det finansielle økosystem i Danmark: Hvordan er adgangen til kapital i dag? Hvordan udvikler den sig over tid? Hvor god er sammenhængen i økosystemet? Og hvordan ser det danske økosystem ud i en international sammenligning?

Det er alt sammen spørgsmål, som vi løbende forsøger at belyse med data for at få det bedste grundlag for at kunne vurdere, hvor i markedet der er behov for en yderligere indsats.

I Vækstfonden lægger vi også stor vægt på partnerskaber. Det er kun i samarbejde med økosystemets øvrige aktører, at vi kan skabe et sammenhængende og bæredygtigt økosystem for finansiering. Derfor har vi bedt en række centrale aktører om at bidrage til rapporten. Det er blevet til indlæg fra Fonden for Entreprenørskab, CBS, Accelerace, FSR - danske revisorer og Axcelfuture. Fælles for disse aktører er, at de alle arbejder på at udvikle danske virksomheder og forbedre adgangen til finansiering – og de kommer her med analyser af kapitalmarkedet set fra hver deres perspektiv.

Vi håber, at rapporten vil give et godt overblik over, hvor vi står i dag. Og vi vil løbende arbejde på at indsamle mere og bedre data – så al input til nye aspekter, datakilder og relevante vinkler er meget velkomment!

God læselyst.

Sammenfatning

Med denne publikation gør vi status på kapitalmarkedet for iværksættere og vækstvirksomheder i 2017. Overordnet set er der grund til både begejstring og optimisme. Begejstring over, at det finansielle økosystem er kommet langt, og optimisme fordi vi ser flere tegn på, at det bliver stærkere dag for dag. Investeringsaktiviteten stiger i de fleste segmenter, og økosystemets aktører er også blevet mere erfarne. Vi har dog stadig langt igen, når vi sammenligner os i et internationalt perspektiv – ikke mindst ift. USA, hvor mængden af investeret kapital er betydeligt større, og hvor også mængden af investeret kapital pr. virksomhed er i en anden liga. Så vi er ikke i mål endnu.

Den første gode nyhed er, at der er mere kapital i de helt tidlige faser. I 2017 tilbød Innovationsfonden, Markedsmodningsfonden og innovationsmiljøerne over en halv mia. kr. i tilskud og egenkapital – det højeste beløb nogensinde. Og der kommer ifølge vores opgørelse også flere nye business angels til. Det vidner om, at der i dag er mere kapital til rådighed for virksomheder i deres tidlige faser. Det er positivt, fordi det er helt afgørende for iværksættere, at de kommer godt i gang og har den fornødne kapital. Og ofte kan selv små beløb gøre en stor forskel. Et indblik i Fonden for Entreprenørskabs arbejde med mikrolegater viser således, at selv små tilskud kan have stor effekt for både virksomheder og samfundsøkonomien.

Den anden gode nyhed er, at mens de danske venturefondes investeringsniveau stort set er uændret – knap 3 mia. kr. samlet set og godt 450 mio. kr. til danske virksomheder – så er andelen af later stage-investeringer i danske virksomheder fordoblet fra 15 pct. i 2014 til over 35 pct. i 2017. Det vidner om en bedre balance på venturemarkedet, og om at vi ser flere lovende virksomheder i Danmark med potentiale til at vokse sig rigtig store.

Vores benchmark-analyse viser, at de danske virksomheder generelt er gode til også at tiltrække venturekapital fra udenlandske fonde. Men i år placerer vi os dårligere end normalt målt på virksomhedernes samlede evne til at tiltrække venturekapital – både fra indenlandske og udenlandske fonde. Det er ikke fordi, at vi er gået tilbage. Der er blot andre lande, som har haft en mere betydelig fremgang i mængden af ventureinvesteringer. Vi forventer, at vi igen ser en fremgang i Danmarks placering i 2018, som har budt på flere, store runder til danske virksomheder.

Axcelfuture beretter om den tredje gode nyhed, at en målrettet indsats for at få flere virksomheder til at notere sig på børsen i Danmark tilsyneladende har virket. Vi ser igen, at mindre virksomheder noterer sig i Danmark. Og selvom antallet stadig er begrænset, så giver udviklingen en tro på, at det er muligt at opbygge et velfungerede marked for mindre børsnoteringer i Danmark.

Den fjerde gode nyhed handler om lånemarkedet. Danske virksomheders lånemuligheder synes bedre, end de har været længe. Udlånsdata peger på, at pengeinstitutterne for alvor har lagt finanskrisen bag sig. Der er dog stadig iværksættere og vækstvirksomheder, der har svært ved at få dækket deres finansieringsbehov af pengeinstitutterne alene. Vi har således i Vækstfonden – sammen med pengeinstitutter og øvrige samarbejdspartnere – ydet finansiering for mere end 1,7 mia. kr. i 2017, hvilket er det højeste beløb i Vækstfondens historie.

Publikationen indeholder også en opfordring fra FSR - danske revisorer til de danske iværksættere: Vær opmærksom på, at ikke alt afhænger af kapitalmarkedet alene. Det er vigtigt at overveje, hvilken type af investor og hvilken type kapital, der passer bedst til ens behov. Institut for Finansiering ved CBS har kigget nærmere på de aktører, der investerer i virksomhedernes tidlige faser, herunder hvordan investorerne interagerer. Fx er den typiske virksomhed, der får venturekapital, stiftet af 2-3 personer, har 4-5 ansatte og er ca. 2 år gammel.

Accelerace giver os endvidere et indblik i resultaterne af deres analyse af tidlige indikatorer for succes, som de har identificeret ved at arbejde målrettet med at indsamle data. En af deres foreløbige konklusioner er, at iværksætters vej til at lykkes er en proces, hvor fx manglende opnormering af industrierfaring eller en uklar kundesegmentering er af stor betydning. Og der er grund til at se nærmere på, hvad der skal til for at lykkes som iværksætter. Efter to år er 24 pct. af de nystartede selskaber ikke længere aktive – og syv år efter opstarten er næsten halvdelen (45 pct.) af de nystartede selskaber i Danmark ikke længere aktive, ifølge FSR - danske revisorer.

Samarbejdspartnere

TechBBQ

TechBBQ er det største startup event i Danmark og samler hvert år flere end 4.000 danske og internationale iværksættere og investorer.



FSR – danske revisorer

Danske revisorer er en organisation inden for revision, regnskab, skat og virksomhedsøkonomi og repræsenterer revisorbranchen i Danmark.



Axcelfuture

Axcelfuture er en tænketank stiftet af kapitalfonden Axcel. Gennem relevante analyser og debatindlæg ønsker Axcelfuture at forbedre investeringsklimaet i Danmark, så der skabes øget vækst, arbejdspladser og velstand.



Fonden for Entreprenørskab

Fonden for Entreprenørskab er det centrale nationale videncenter og omdrejningspunkt for udvikling af entreprenørskab i undervisningen på alle uddannelsesniveauer.



Institut for Finansiering, CBS, Jacek Przybyszewski, ph.d.-studerende

Institut for Finansiering sigter efter at producere forskning, undervisning og formidling af høj international standard og relevans for det danske samfund.



Accelerace

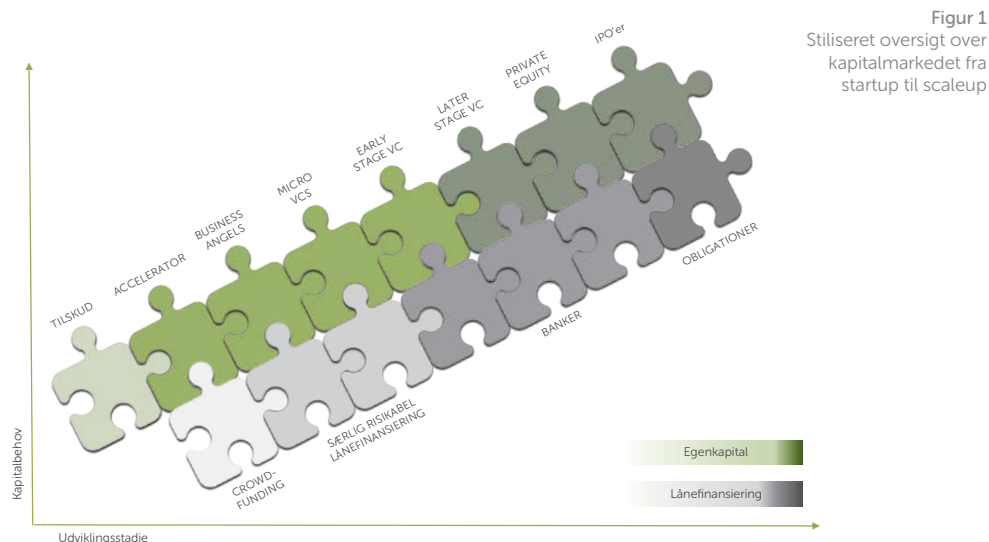
Accelerace driver fem internationale acceleratorprogrammer som en del af Scale-Up Denmark og har siden 2008 rådgivet og professionaliseret over 800 startup-virksomheder.



Et effektivt kapitalmarked

Et effektivt kapitalmarked er i stand til at allokere den rigtige type kapital til de rigtige virksomheder på det rigtige tidspunkt. Danske virksomheder skal ideelt set være i stand til at rejse kapital i alle faser af deres udvikling i et sammenhængende finansielt økosystem. At der er en god sammenhæng mellem finansieringskilder er afgørende. Er der mangel på kapital ét sted i markedet, har det implikationer for resten af markedet – og det kan betyde, at lovende virksomheder enten bremses i deres udvikling eller er nødt til at se til udlandet for at få den kapital, de har behov for. Sidstnævnte er ikke nødvendigvis en dårlig ting. At have et velfungerende, sammenhængende økosystem indebærer nemlig også at være velintegreret internationalt – ikke mindst for at kunne tiltrække kapital og kompetencer til Danmark.

Der skal være en god adgang til kapital i de risikofyldte tidlige faser, hvor virksomhederne har behov for at udvikle deres produkter/koncepter og teste dem i markedet. Derefter skal der være adgang til kapital, som kan hjælpe virksomhederne med at skalere deres forretning. Og i de senere faser skal der også være rigelige mængder af kapital, hvis virksomhederne virkelig skal vokse sig store. Gennem de forskellige faser har forskellige virksomheder brug for forskellige typer af kapital i form af tilskud, lån, ansvarlige lån og egenkapital, hvilket er illustreret i figuren.



Kun få virksomheder kan vokse sig store uden at rejse kapital undervejs. Som iværksætter/virksomhedsleder skal man gøre sig klart, hvilken type af kapital – og hvilken type af investor – der passer bedst til virksomhedens behov og det vækstforløb, man står overfor. FSR - danske revisorer har samlet en række erfaringer fra forskellige virksomheder og giver i det følgende afsnit deres anbefalinger til, hvad man bør overveje, når man skal have tilført kapital.



Virksomhedsejer, bliv klar til at hente kapital

Uanset om du kalder dig selv iværksætter, ejerleder eller noget helt tredje, vil du på et tidspunkt i din virksomheds livscyklus oftest have brug for ekstern kapital, hvis du skal være blandt de 55 pct. af de danske selskaber, som fortsat er aktive efter syv år. Hvilken form for ekstern kapital, der er mest optimal for din virksomhed og dig, kommer an på, hvor din virksomhed er i sin livscyklus, og hvad du eventuelt selv kan stille med af egenkapital, sikkerhed med videre. At finansiere sin virksomhed behøver ikke at bestå af én finansieringsløsning, men består ofte af flere løsninger, der komplementerer hinanden, og som gør det muligt at optimere virksomhedens finansieringsløsning i takt med virksomhedens udvikling, jf. figur 1 på forrige side. Der findes andre muligheder end traditionel bankfinansiering. Overvej at optimere din arbejdskapital, dvs. kig på de penge, du binder i varelager, debitorer med videre, og som du med fordel kan udnytte bedre. Hvis du skal have finansieret materielle aktiver såsom hardware, udstyr og biler, kan du overveje at lease udstyret i stedet for at købe og derved undgå at skulle binde finansiering i aktiverne.

En ting er at få den mest optimale finansieringsløsning på tegnebrættet, noget andet er at få det til at ske i virkeligheden – og til den rigtige pris. I en opstartsfase er risikoen for fiasko højere, end hvis du allerede har 'proof of concept' og er i gang med vækstfasen. Des højere risiko, jo højere er prisen for finansiering. Hvis du ønsker traditionel bankfinansiering eller finansiering via eksempelvis Vækstfonden eller en crowdlendingportal, skal du være klar på at have egenfinansiering som en del af din virksomheds samlede finansiering og samtidig stille sikkerhed for lånet via eksempelvis pant i aktiver eller personlig kaution. Du skal være villig til selv at lægge hånden på kogepladen i en sådan grad, at det matcher risikoen. Hvis du som ejer ikke tør det, skal der en god forklaring eller en stor upside til, hvis andre skal tage risikoen for dig.

Det samme gælder, hvis du ønsker, at business angels og andre investorer skal finansiere din virksomhed. Du skal være afklaret med, at de ofte ønsker ejerandele i din virksomhed som modydelse. Her er der altså ikke tale om lånefinansiering men om et delsalg af din virksomhed også kaldet equity funding. Overvej, om du er klar på at reducere din ejerandel og lukke andre ind i ejerkredsen, og hvad det betyder for dine ledelsesmæssige beføjelser. At invitere investorer ind i ejerkredsen kan betyde, at de ønsker at udøve aktivt ejerskab. Dette giver mulighed for professionel sparring, men det kan også betyde, at du som stifter mister din bestemmelsesret helt eller delvist, og at der vil sidde nogle investorer og holde et skarpt øje med, hvordan du og virksomheden performer.

Proof of concept

Ved 'proof of concept' har du dokumenteret, at dit produkt kan få succes på markedet.



Du skal være villig til selv at lægge hånden på kogepladen i en sådan grad, at det matcher risikoen

Exitstrategi

Exit bør fastlægges samtidig med, at du starter din virksomhed op og bør være en integreret del af din virksomheds forretningsstrategi. En exitstrategi er ikke lig et aldersbetinget ejerskifte, hvor ejerlederen har siddet alt for længe, og det er sidste udkald, hvis ikke virksomheden i værste fald skal gå konkurs. At arbejde aktivt med en exitstrategi i startup-fasen af en virksomhed kan udspringe af forskellige årsager, eksempelvis ønsket om mere kapital i virksomheden, det vil sige et spørgsmål om finansiering og dermed delsalg. Det kan også være ønsket om at sælge allerede i en opstartsfase og forfølge andre projekter, eller eksempelvis at der kommer en køber med en stor pose penge.

Uanset årsag får du alt overvejende kun det bedste resultat, hvis du har opstillet dig et mål og nogle alternative scenarier for et exit. Et optimalt exit består ikke kun i, at du har en strategi, men at du også sørger for, at din virksomhed hele tiden er optimeret i forhold til de parametre, der kan påvirke en salgspris positivt og negativt. Sørg for at have en høj dokumentationsgrad for de juridiske forhold, det vil sige, at alle aftaler med eksempelvis kunder og leverandører skal være på skrift og accepteret. Hvis din virksomhed er baseret på udvikling af software, skal kodning eksempelvis være dokumenteret, læsbar, testbar med videre, og det må ikke fremstå som en black box. Alt der ikke kan dokumenteres eller fremstår som en usikkerhed, giver køber anledning til at kræve et nedslag i prisen. Det gælder uanset om, det er et delsalg i forbindelse med at tiltrække investorer, eller det er et helsalg af din virksomhed.

Lav forarbejdet: Ingen låner ud med bind for øjnene

Før du søger finansiering af den ene eller anden slags, skal du gøre dit forarbejde ordentligt. Ingen låner penge ud med bind for øjnene, og des bedre dokumentation du har for din kreditværdighed og for din virksomhed, des bedre finansieringsløsning kan du opnå. Du kan eksempelvis arbejde med udgangspunkt i en forretningsplan, der viser, hvad dine mål er for virksomheden, og hvordan du vil opnå dem ud fra, hvor du står i dag. Forretningsplanen for din virksomhed skal indeholde både visioner, strategi og fakta. Visioner og strategi er dine overordnede mål for virksomheden og din vej til at opnå dine mål.

Horisonten for forretningsplanen skal være en overskuelig årrække. Ingen kan spå om fremtiden, og du skal være realistisk. Forretningsplanens fakta består blandt andet af de markeder og kunder, du har i dag samt virksomhedens økonomi. Virksomhedens økonomi kan du beskrive med årsregnskaber for tidligere år og dine budgetter. Budgetterne skal bestå af både driftsbudgetter og likviditetsbudgetter samt eventuelt et

Exitstrategi

At tænke exitstrategi gør, at du tænker længere end den daglige drift og gør dig overvejelser om, hvor du gerne vil hen med din virksomhed.

Drifts- og likviditetsbudget

Driftsbudgettet viser dine forventninger til indtægter og udgifter i en given periode og dermed resultatet af virksomheden. Et likviditetsbudget viser løbende, hvornår din omsætning bliver konverteret til indbetalinger, og hvornår dine omkostninger bliver konverteret til udbetalinger. Med et likviditetsbudget kan du altid følge med i behovet for likviditet.

investeringsbudget for de kommende år. Budgettet skal vise, hvordan din virksomhed er i stand til at nå sine mål og servicere sine lån, hvis du søger om bankfinansiering, eller skaber et afkast til investorerne, hvis det er equity funding, du ønsker.

Overvej at få professionel hjælp med din forretningsplan, så den fremstår troværdig, realiserbar, og med regnskaber og budgetter udarbejdet med kompetent assistance. Tal med en professionel rådgiver, eksempelvis en revisor, om udarbejdelse af forretningsplan, og hvad din virksomheds finansieringsmuligheder er.

Sæt holdet

Som iværksætter kan det være en god idé at få sagkyndig hjælp indenfor områder af din virksomheds udvikling, du ikke kender til, da det kan betyde forskellen på succes eller konkurs. Som iværksætter kan du samle et hold af specialister, der passer til dit og din virksomheds behov. Det kan være i et såkaldt advisory board eller eksterne konsulenter, du sparrer med enkeltvis.

Fordelen ved et advisory board er, at du samler et team af sagkyndige inden for et eller flere områder, der komplementerer hinanden, og som matcher din virksomheds nuværende og kommende livscyklus, så de kan hjælpe dig med at udvikle din virksomhed. Det er derfor vigtigt, at du samler et uvildigt team, der giver dig modspil og udfordrer dig.

Eksterne konsulenter vil du typisk sparre med enkeltvis og ofte i forbindelse med et konkret projekt, hvor et advisory board kan være af mere permanent karakter. Derudover vil et medlem af et advisory board ofte have et stort netværk, som vedkommende stiller til rådighed.

Overvej, om du har behov for professionel sparring indenfor din virksomheds strategi og udvikling, finansiering, praktisk penetrering af nye markeder eller andet. Der er ingen grænser for, hvilke kompetencer du kan have i et advisory board, så længe det er virksomhedsrelevant.

Der er heller ingen grænser eller bindinger for nedsættelsen, udskiftningen af medlemmer og opløsningen af et advisory board, andet end hvad du selv aftaler.

Vær opmærksom på, at aktieselskaber er underlagt et lovgivningsmæssigt krav om en bestyrelse eller et tilsynsråd, men der er ingen krav om, at de enkelte medlemmer af

”

Vær beredt på, at det at få hjælp koster penge, men det gør også, at du kan forvente at få kvalificeret sparring, og hvis ikke, er du fri til ikke at benytte dem mere.

bestyrelse eller tilsynsrådet besidder specifikke egenskaber og har en speciel viden, der er til gavn for din virksomhed. Derimod besidder medlemmerne et økonomisk og juridisk ansvar, der gør, at de har medbestemmelse over, hvordan du overordnet driver virksomheden, hvilket et advisory board eller eksterne konsulenter ikke har.

Tal med nogle i dit netværk, der har erfaring med advisory boards, eller spørg din nærmeste rådgiver om hjælp til at få den rette professionelle sparring.

01

Tilskuds- ordninger og tidlig finansiering

Første finansieringskilde vil for nogle iværksættere være tilskud fra en af de offentlige eller private erhvervsfremmeordninger. Sådanne tilskudsordninger kan være den katalysator, der giver virksomhederne mulighed for at lave "proof of concept" eller endda "proof of business", hvilket ofte er nødvendigt for at opnå seed- eller venturefinansiering. Erhvervsfremmesystemet er derfor et vigtigt led i det finansielle økosystem, da det er med til at sikre den nødvendige opstartskapital til virksomheder i de helt tidlige faser, hvor sandsynligheden for at måtte lukke er stor.

Den offentlige del af erhvervsfremmesystemet har især været drevet af Innovationsfonden, Markedsmodningsfonden, innovationsmiljøerne og Vækstfonden. Regeringen har imidlertid i 2018 gennemført en forenkling af erhvervsfremmesystemet, hvor indsatsen for videnbaseret iværksætteri styrkes med ophæng i Vækstfonden og Innovationsfonden. Der skabes således én indgang for låne- og egenkapitalformidling gennem Vækstfonden og én for tilskudspuljer til innovation, udvikling og demonstration gennem Innovationsfonden. Det betyder også, at Markedsmodningsfonden fremover ophører med at eksistere. Det nye erhvervsfremmesystem træder i kraft 1. januar 2019.

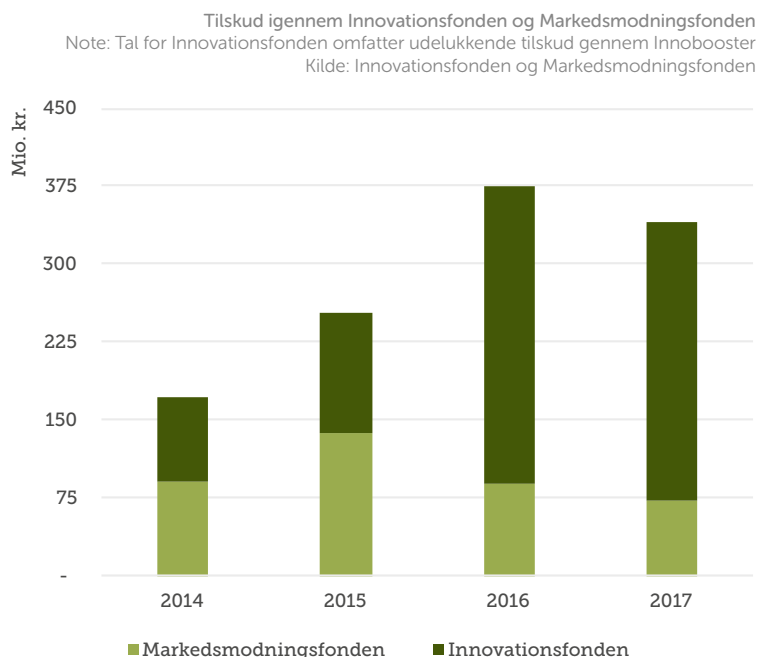
Tema: Mikrolegater

Fonden for Entreprenørskab beskriver deres erfaringer med mikrolegater, som er små legater til studerende, der vil starte virksomhed. Det har vist sig at være en effektiv metode til at hjælpe iværksætterne videre til at rejse yderligere kapital og til at skabe job.

Tilskudsordninger

TILSKUDSORDNINGER RUNDER 350 MIO. KR.

Innovationsfonden og Markedsmodningsfonden uddelte i 2017 ca. 350 mio. kr. til danske virksomheder og iværksættere, hvilket er lidt mindre end i 2016. Siden 2014 er aktiviteten dog steget væsentligt, primært drevet af Innovationsfonden.



Innovationsfondens Innobooster

Med Innobooster giver Innovationsfonden tilskud på op til 5 mio. kr. til projekter og virksomheder med gode udviklingsidéer, som kræver viden for at blive til virkelighed. Den gode idé kan være et nyt produkt, en ny service eller forbedring af en proces, der øger virksomhedens konkurrenceevne og skaber vækst.

Projektet skal have et forretningsmæssigt potentiale, og virksomheden skal enten have en vis omsætning eller have tiltrukket ekstern kapital. Som iværksætter er det nok med et stærkt team, der har lovende resultater at bygge på.

Finansiering i den tidlige fase

INNOVATIONSMILJØINVESTERINGER SVAGT STIGENDE

Innovationsmiljøerne har på statens vegne investeret risikovillig kapital i nye innovative virksomheder for at hjælpe iværksættervirksomhederne frem til et stadie, hvor andre investorer kan tage over og hjælpe dem videre frem mod et kommercielt gennembrud. Ca. 20 pct. af investeringerne har da også afsæt i en forskningsinstitution. GomSpace og Trustpilot er eksempler på virksomheder, der har modtaget investeringer fra innovationsmiljøerne.

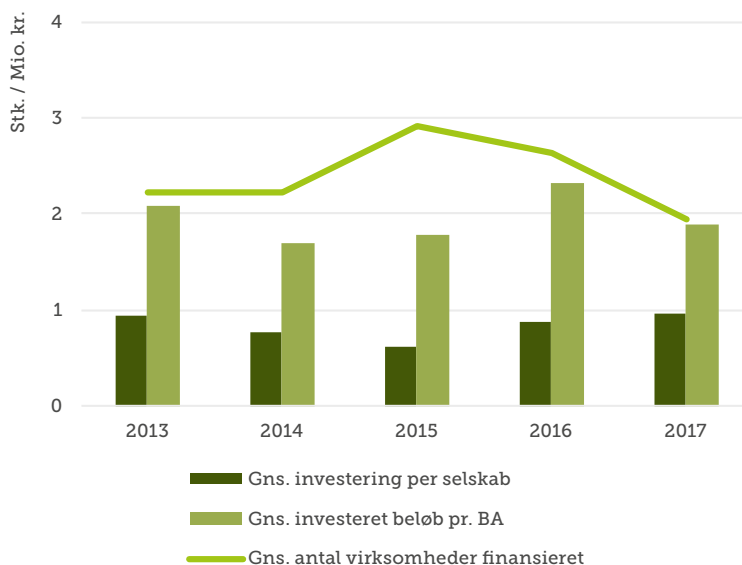
ØGET KONKURRENCE BLANDT BUSINESS ANGELS

DanBANs medlemmer foretog i 2017 i gennemsnit lige under to investeringer pr. aktiv business angel (BA), hvilket er det laveste antal i perioden. Til gengæld investerede BA'erne i 2017 i gennemsnit lidt større beløb pr. virksomhed end i 2016. Sidstnævnte var dog ikke tilstrækkeligt til at opveje effekten af de færre investeringer, så samlet set er det samlede investerede beløb pr. BA faldet. Men selvom den gennemsnitlige BA investerede mindre i 2017, så steg de samlede investeringer, idet antallet af BA'er er stigende. Udviklingen kan skyldes øget konkurrence blandt BA'erne, hvilket medfører større konkurrence om virksomhederne, hvilket yderligere kan give et opadgående pres på værdiansættelserne.

Investeringer gennem innovationsmiljøer
Note: Data for 2017 ikke offentliggjort
Kilde: Performanceregnskab for innovationsmiljøerne



Business angel-investeringer
Note: Opgørelsen dækker medlemmer af DanBan, som består af 160 aktive business angels (BA)
Kilde: DanBAN medlemsundersøgelse 2017

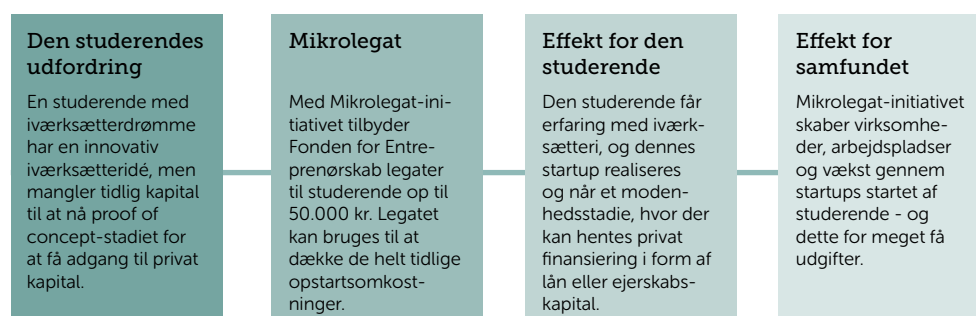


Mikrolegater hjælper startups igang

Fonden for Entreprenørskab støtter udvalgte startups med mikrolegater – det øger overlevelseshraten og skaber jobs.

I 2011 startede Fonden for Entreprenørskab Mikrolegatinitiativet; en indsats, der skaber vækst igennem støtte til nye virksomheder, der etableres under studietiden: studenter-startups. Mikrolegatet er på 25.000-50.000 kr. og har gennem årene gjort det muligt for mange studenter-startups ikke blot at overleve, men også at vokse og skabe nye jobs. På den måde skabes vækstvirksomheder, der bidrager med arbejdspladser, eksportindkomster og vækst i samfundet. Fondens Mikrolegat fungerer således som første led i en vigtig fødekæde til vækst og beskæftigelse i samfundet, jf. figur 1.

Figur 1
Effektkæde af Mikrolegat-initiativet

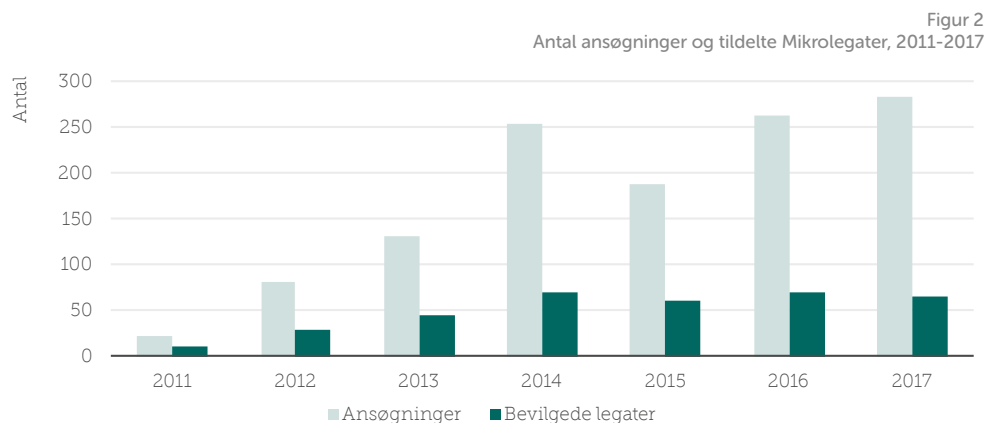


Siden 2011 har Fonden for Entreprenørskab modtaget over 1.300 legatansøgninger fra studerende og ph.d.-studerende fra de videregående uddannelser samt elever fra ungdomsuddannelser. Pr. maj 2018 har Fonden for Entreprenørskab uddelt 376 legater for i alt 12,6 mio. kr.

Fonden for Entreprenørskab oplever, at flere studerende har fået mod på og indsigt i entreprenørskab. Dermed er der også flere, der ønsker at realisere deres egne forretningsideer. Det ses bl.a. ved, at efterspørgslen på mikrolegater er steget markant i takt med, at ordningen er blevet kendt (Se figur 2).

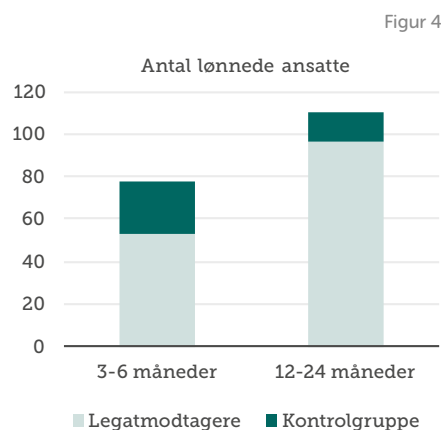
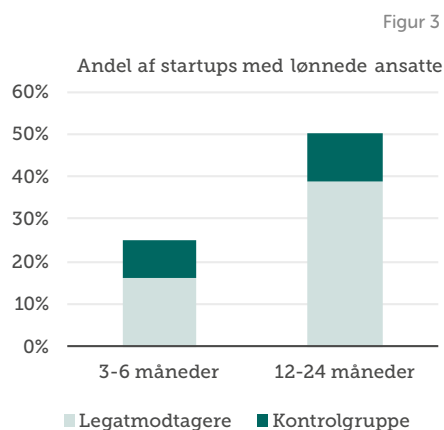
Mikrolegater skaber værdi på kort og lang sigt

Fonden for Entreprenørskab har siden 2014 indsamlet og analyseret data om mikrolegatansøgerne for at vurdere effekten af Mikrolegatet. Deres analyser viser, at Mikrolegater skaber værdi på både kort og lang sigt.



Sammenlignes startups, som modtager legatet, med startups, som fik afslag på ansøgningen (herefter kaldet kontrolgruppen), viser undersøgelsen, at:

- **Mikrolegatmodtagernes startups har højere overlevelsesrate.** Efter 1-2 år eksisterer 74 pct. af legatmodtagernes startups fortsat, hvilket svarer til gennemsnittet for nystartede virksomheder i Danmark. Kontrolgruppens overlevelsesrate ligger under gennemsnittet (44 pct.). På længere sigt afhænger overlevelsen også af, om iværksætteren formår at skaffe yderligere vækstkapital.
- **Mikrolegater sikrer lønnede medarbejdere – og udviklingen i antallet er positiv over tid.** Andelen af startups med mindst én lønnet ansat er højere hos legatmodtagerne end kontrolgruppen. Forskellen ses på både kort og langt sigt, jf. figur 3. I absolutte tal har modtagere af Mikrolegatet skabt 97 lønnede stillinger efter 1-2 år, jf. figur 4. Der er brugt 1,95 mio. kr.¹ i legatmidler til at skabe arbejds-



pladserne, hvilket svarer til, at der er investeret 20.103 kr. pr. skabt lønnet stilling. Mikrolegater har derved en katalyserende effekt og er med til at styrke beskæftigelsen i Danmark.

- **Mikrolegater gør det nemmere at opnå vækstkapital.** I alt har 19 pct. af legatmodtagerne formået at hente vækstkapital² efter 3-6 måneder. I kontrolgruppen er andelen 6 pct. Efter 1-2 år har 30 pct. af legatmodtagerne formået at hente vækstkapital, mens det er gældende for 17 pct. i kontrolgruppen. Der er tale om privat såvel som offentlig vækstkapital.

Analysen viser, at Mikrolegater skaber samfundsmæssig værdi. Derfor fastholder Fonden for Entreprenørskab initiativet og fortsætter uddelingen af mikrolegater – se www.ffe-ye.dk for kommende udbudsrunder.

For uddybning af tallene i dette kapitel henvises til Fondens udgivelse "Mikrolegat. Investering i Danmarks fremtid – en temaanalyse med fokus på beskæftigelse. December 2017" (www.ffe-ye.dk/publikationer/publikationer-2017).

¹ Forudsat at halvdelen har modtaget et legat på 50.000 kr. og halvdelen et legat på 25.000 kr.

² Lånekapital er ikke medregnet

³ <http://bruegel.org/2014/12/high-growth-firms-and-job-creation-in-europe>

Mikrolegater

For at få en virksomhed til at vokse er det vigtigt, at iværksætteren har erfaring med at rekruttere, ansætte og lede medarbejdere. Et mikrolegat giver studenteriværksættere mulighed for at få værdifulde erfaringer gennem deres startup. Erfaringer, som potentielt skaber arbejdspladser, da vækstvirksomheder står for en stor del af de nye jobs, der skabes.³



Legatmodtager: SubReader

SubReader er en app til mobilen, der hjælper ordblinde med at få oplæst undertekster på film og TV.

"Mikrolegatet har betydet, at vi har kunnet køre stresstest af vores system i biografer og real-case scenarios – en væsentlig del på vejen mod det endelige produkt, som ikke havde været muligt uden disse fondsmidler. Legatet har derudover hjulpet med juridisk hjælp, som har hjulpet os i essentielle partnerskaber, der skal hjælpe virksomheden med at vækste de kommende år. Slutteligt har det med et legat været muligt for os at rykke udviklingen fra udelukkende at være iOS til nu også at inkludere Android samt de nyeste funktioner på iOS" – Alexander Gram Jensen, SubReader, Mikrolegatmodtager og vinder af EM i Entreprenørskab 2016.

Legatmodtager: The Eye Tribe

The Eye Tribe, der i december 2016 blev solgt til Facebook (Oculus), modtog tidligt i deres startup-eventyr et Mikrolegat fra Fonden for Entreprenørskab.

"Mikrolegatet gjorde det muligt for The Eye Tribe at udarbejde vores første prototyper. Uden legatet ville det ikke have været muligt at få investeringer, da vi ikke selv havde penge til at producere de nødvendige prototyper, så vi kunne demonstrere vores produkt. Baseret på vores demo af disse prototyper, rejste vi de første fem millioner kr. fra investorer" – Sune Alstrup Johansen, stifter af The Eye Tribe.



02

Venture- kapital

Venturefinansiering egner sig til virksomheder med et stort vækstpotentiale og en skalerbar forretningsmodel. Ventureegnede virksomheder er typisk kommet igennem de helt tidlige faser og har begyndende omsætning i et marked med betydeligt potentiale.

Foruden de traditionelle venturefonde, som fx Northcap Partners, Seed Capital og Sunstone Capital, agerer større virksomheder og staten også i venturemarkedet. Store virksomheder kan have en venturefond tilknyttet med et snævert fokus inden for det relevante forretningsområde. Novo og Lundbeck er eksempler på virksomheder, der har sådanne fonde. Vækstfonden agerer også på statens vegne i venturemarkedet – både direkte gennem VF Venture og indirekte gennem fondsinvesteringer – alt sammen med det formål at understøtte udviklingen af vækstvirksomheder i Danmark.

Tema: Tidlige indikatorer på succes, Accelerace

Accelerace giver deres bud på, hvad der karakteriserer virksomheder/iværksættere, der lykkes – baseret på en omfattende og systematisk dataindsamling.

Tema: Karakteristika af business angels, Jacek Przybyszewski, ph.d.-studerende, Institut for Finansiering, CBS

Jacek Przybyszewski analyserer forskellen på investeringerne foretaget af hhv. innovationsmiljøerne, business angels og venturefonde. Her analyseres bl.a., hvilke karakteristika virksomhederne har, og hvordan investorerne interagerer.

Status på venturekapital-markedet

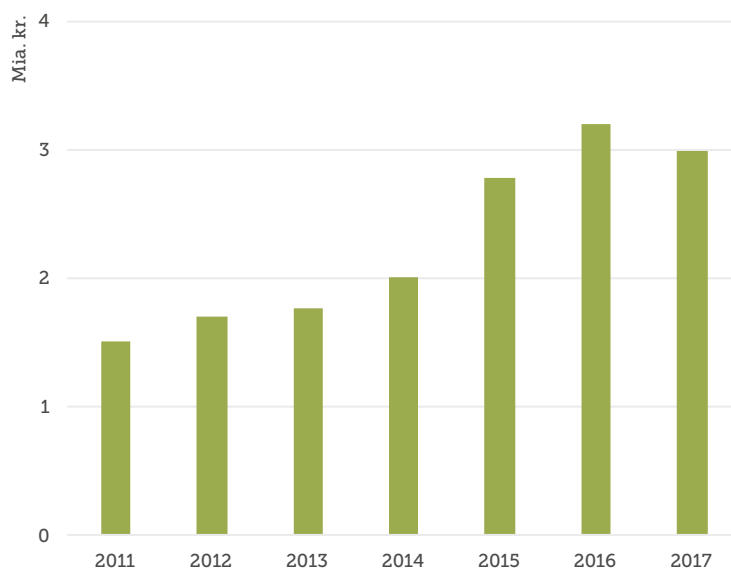
DANSKE VENTUREFONDE INVESTERER 3 MIA. KR.

Danske venturefondes samlede aktivitet faldt i 2017 fra 3,2 mia. kr. til 2,95 mia. kr., men aktiviteten er stadig høj. De samlede investeringer ligger derfor fortsat markant højere, end det var tilfældet efter finanskrisen.

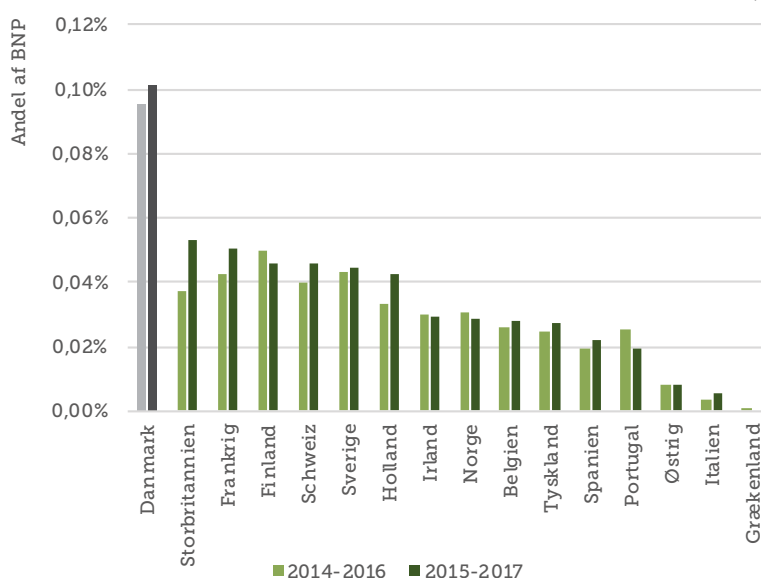
DANSKE VENTUREFONDE ER EUROPAS MEST AKTIVE

Danske venturefonde investerer mest i Europa målt på samlede investeringer ift. BNP – endda med klar afstand til landene på sekundære pladser. Investeringsaktiviteten blandt danske fonde vidner om et udbygget fondslandskab relativt til Danmarks størrelse.

Danske venturefondes samlede investeringer
Note: Figuren angiver investeringer i både danske og udenlandske virksomheder
Kilde: Vækstfonden



Venturefondes samlede investeringer fordelt på fondsland
Kilde: Invest Europe



450 MIO. KR. INVESTERET I DANSKE VIRKSOMHEDER

Fondenes investeringer i danske virksomheder udgjorde godt 450 mio. kr. i 2017, hvilket er lidt mindre end i 2016. Fondenes investeringer i danske virksomheder udgør 15 pct. af de samlede investeringer. Det skyldes hovedsagelig, at Novo og Lundbecks venturefonde, som står for en betydelig andel af den danske investeringsaktivitet, primært investerer i fx USA.

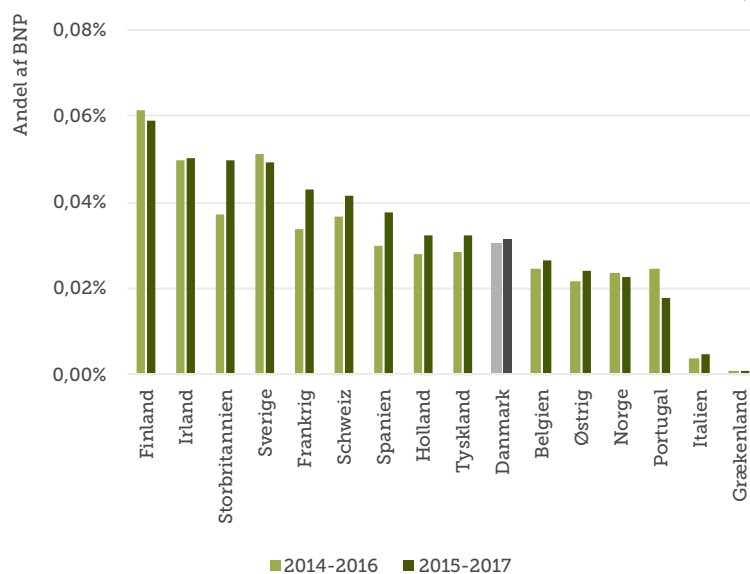
Danske venturefondes investeringer i danske virksomheder
Kilde: Vækstfonden



DANSKE VIRKSOMHEDER NUMMER TI I EUROPA TIL AT TILTRÆKKE KAPITAL

Ser man på de danske virksomheders evne til at tiltrække kapital, enten fra danske eller udenlandske fonde, så placerer de danske virksomheder sig som nummer ti i Europa – hvilket er en tilbagegang på tre pladser sammenlignet med 2016. Både finske og svenske virksomheder overgår danske virksomheder, og begge landes virksomheder er blandt de fem bedste i Europa.

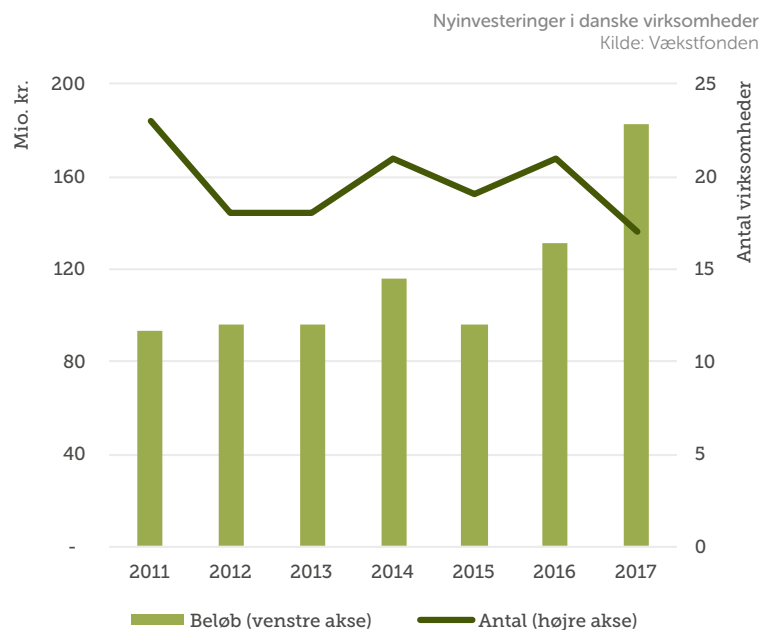
Ventureinvesteringer i danske virksomheder, andel af BNP
Kilde: Invest Europe



NYINVESTERINGER ER BLEVET STØRRE

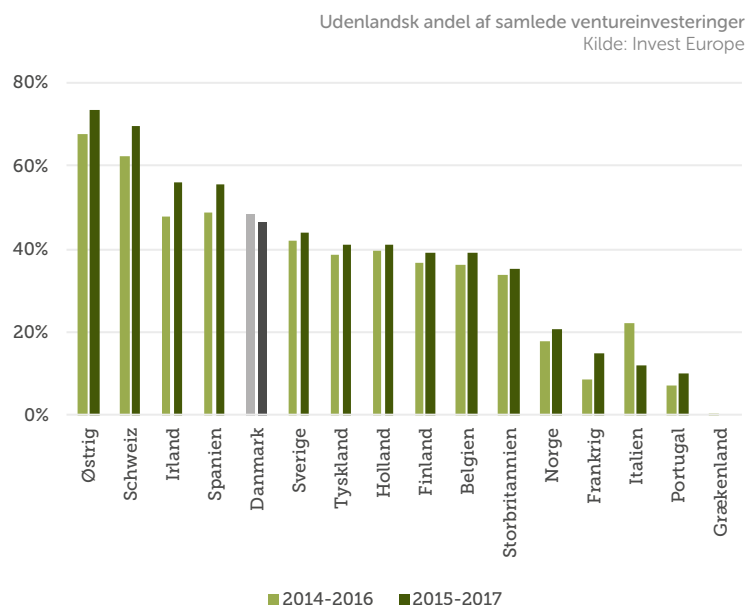
De samlede nyinvesteringer i danske virksomheder ligger på det højeste niveau siden 2011.

Antallet af nyinvesteringer er relativt stabilt - 20 om året - hvilket betyder, at den gennemsnitlige investering er blevet større. Falder antallet af nyinvesteringer kan det være et tegn på, at udbuddet af ventureegnede virksomheder falder, eller at venturefondene reducerer deres aktivitet.



UDENLANDSKE VENTURE- FONDE MEGET AKTIVE I DANMARK

Danmark er det land i Norden, hvor virksomhederne tiltrækker den største andel af kapital fra udlandet. Det vidner om, at det danske venturemarked er stærkt integreret med udlandet, og at vi i Danmark har skabt en række lovende virksomheder, der i betydeligt omfang kan tiltrække kapital fra udenlandske venturefonde.

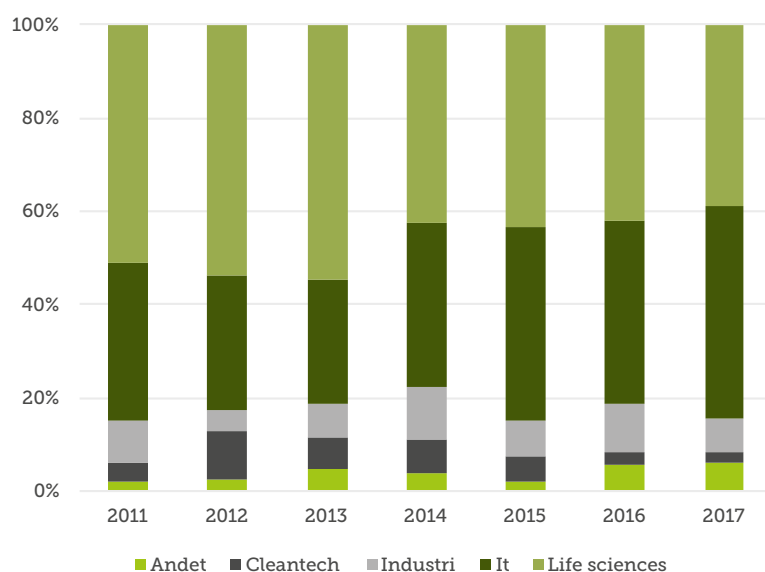




IT OG LIFE SCIENCE DOMINERER FORTSAT

- og det er ikke overraskende givet erhvervsstrukturen i Danmark med en stærk medicinalbranche og givet den skalerbare natur af IT-virksomheder. Investeringer i cleantech er på det laveste niveau siden 2011, og industriinvesteringer ligger under gennemsnittet for perioden – og er halveret siden 2016.

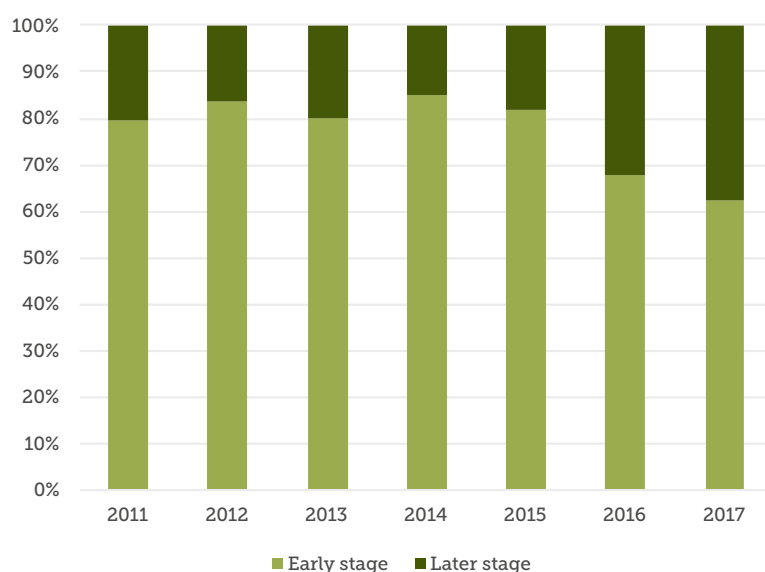
Danske venturefondes investeringer i danske virksomheder fordelt på virksomhedernes branche
Note: Andelen er beregnet på baggrund af investeret beløb
Kilde: Vækstfonden



LATER STAGE-ANDEL STIGER

Early stage-kapital udgjorde i 2017 65 pct. af de samlede ventureinvesteringer i danske virksomheder. Andelen er reduceret fra 85 pct. i 2014, hvilket indikerer, at balancen på venturemarkedet er blevet bedre, og at der er mere vækstkapital til rådighed. Det vidner også om, at vi ser flere lovende danske virksomheder med potentiale til at vokse.

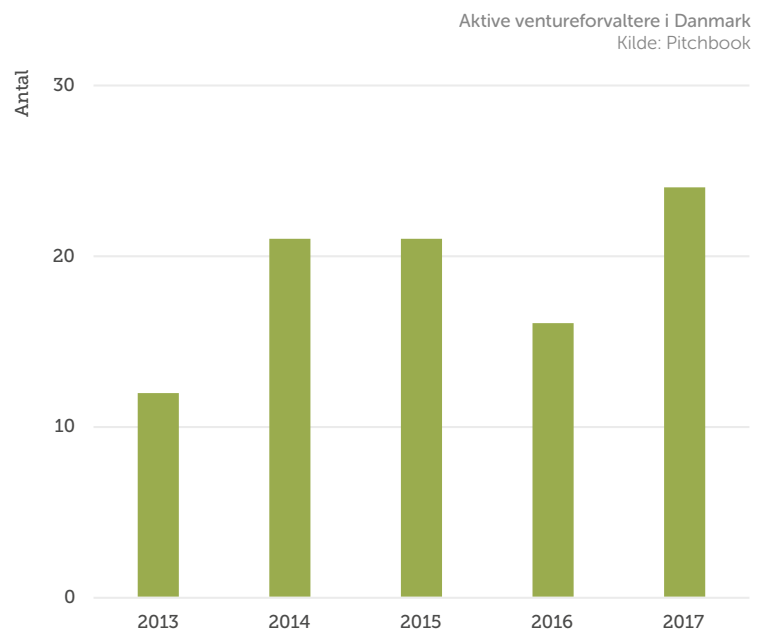
Danske venturefondes investeringer i danske virksomheder fordelt på virksomhedernes stadi
Kilde: Vækstfonden





FLERE VENTUREFORVALTERE AKTIVE I DANMARK

Antallet af aktive venturefonde er en god indikator for venturemarkedets udvikling. Desto færre fonde, der har fokus på danske virksomheder, desto mindre er muligheden for at opnå venturefinansiering. I 2017 var der 24 ventureforvaltere, der lavede en investering i Danmark. Dette er det højeste antal siden 2013.



Venturetransaktioner 2017

Virksomhed	Branche	Investor
Actimo	Mobile	Promentum Equity Partners
Antag Therapeutics	Biotechnology	Novo Holdings
Artboost	Social/Platform Software	Bumble Ventures, Futuristic VC
AskCody	SaaS	Promentum Equity Partners
BLUETOWN	Infrastructure	Black Swan Venture Capital, Nordic Eye Venture Capital
Bownty	E-Commerce	North-East Venture
CathVision	Diagnostic Equipment	VF Venture
Dermtreat	Life Sciences	Lundbeckfonden, Novo Holdings, Sofinnova Ventures
Easysize	Big Data	KickAss Capital
EduLab	EdTech	VF Venture
Eloomi	EdTech, HR Tech	VF Venture
FirstAgenda	SaaS	VF Venture
Flex Funding	FinTech	Bagger-Sørensen Group, Vecata Invest
Grazper	Artificial Intelligence & Machine Learning	Promentum Equity Partners
HPNow	Environmental Services (B2B)	Evonik Venture Capital
Kubo	EdTech, Robotics and Drones	VF Venture
Labster	EdTech	Balderton Capital, Northzone Ventures
LogPoint	Big Data, Cybersecurity, SaaS	Evolution Equity Partners
MapsPeople	Media and Information Services (B2B)	VF Venture
MonTa BioSciences	Life Sciences, Oncology	Pre Seed Ventures
Musikundervisning	EdTech	KickAss Capital
Nustay.com	SaaS	RB Investments (Singapore), Seier Capital
Omnio	Advanced Manufacturing, Internet of Things, SaaS	SEED Capital (Denmark)
Organic Basics	E-Commerce, Manufacturing	Bumble Ventures, Nordic Eye Venture Capital
Peakon	Artificial Intelligence & Machine Learning, Mobile, SaaS	EQT Ventures
RFRSH Entertainment	eSports	Creandum
Spektral	Artificial Intelligence & Machine Learning, Big Data	AMP Ventures
Tentoma	Machinery (B2B)	VF Venture
Upodi	SaaS	Pre Seed Ventures, SEED Capital (Denmark)
Veo	Artificial Intelligence & Machine Learning	SEED Capital (Denmark)

Tidlige indikatorer på succes

I 2008 mødte Accelerace et startup ved navn Trustpilot. Det var dengang en opstarts-virksomhed med blot fem ansatte, som lige havde rejst en mindre investeringsrunde fra SEED Capital. I dag er Trustpilot en højvækstvirksomhed med over 400 medarbejdere i København, London, New York og Melbourne – og er på vej til at blive verdens førende platform for brugeranmeldelser af virksomheder.

Men hvorfor er Trustpilot blevet sådan en iværksættersucces, og kunne man i 2008 have forudset, at den ville blive det? Der findes nok ikke en opskrift på succes, og der er stor sandsynlighed for, at vi aldrig finder en. Hertil ændrer betingelserne for succes sig for hurtigt, ligesom udviklingen af en højvækstvirksomhed er en ekstrem kompleks proces med mange ubekendte i de tidlige faser. Men samtidig tyder det på, at vi gennem en systematisk indsamling af data, kan blive bedre til at hjælpe de enkelte startups og gøre vejen til succes kortere – eller i det mindste hurtigere finde ud af, om det er noget, der er værd at satse på.

I det følgende gives et smugkig på de foreløbige resultater af en kvantitativ analyse, der bygger på data fra 50 startups, som har deltaget i et seks-måneders Accelerace program i perioden 2017-2018. Halvdelen af deltagerne rejste ekstern kapital i løbet af eller umiddelbart efter programmet.

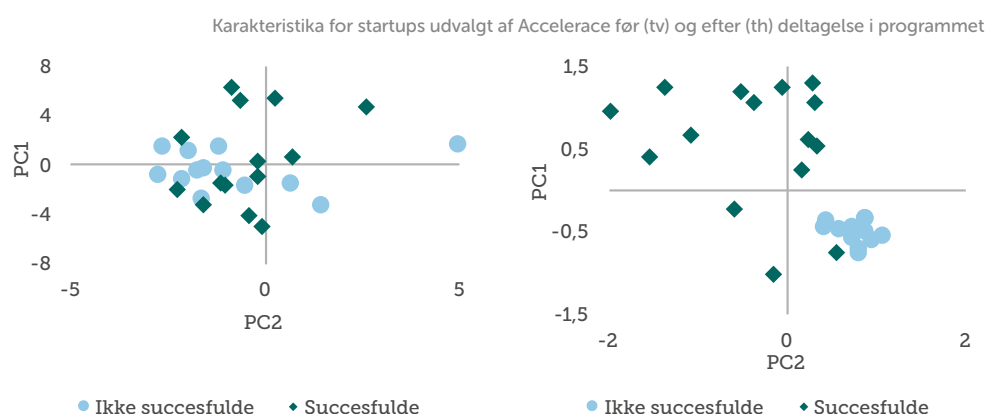
Analysen forsøger at besvare ét kernespørgsmål: Hvilke tidligere indikatorer er afgørende for, at et startup lykkes med at rejse ekstern kapital?

Om analysen:

Analysen bygger på en ressourcebaseret model, der måler på ca. 50 indikatorer, som forventes at have indflydelse på et startups udvikling. Indikatorerne kan opdeles i humane, teknologiske, finansielle og markeds-mæssige variabler. De humane variabler måler erfaring og kompetencer blandt stiftere, medarbejdere, bestyrelsesmedlemmer og rådgivere i et startup. Teknologiske ressourcer dækker bl.a. over teknologistadie, IP-strategi og videnskabelig kvalitet. Finansielle ressourcer omfatter type af finansiering, investorkvalitet og omsætningsvækst, og de markeds-mæssige ressourcer består af markedsstørrelse og vækst, valideringsmetoder af markedet, konkurrencemæssige fordele osv. Ved at anvende en ressourcebaseret tilgang ønskes en måling af den relative stigning i et startups ressourcer over tid. På grund af det beskedne datasæt skal resultaterne dog tolkes med varsomhed.

Succesfulde startups har forskellige karakteristika

Vores analyse peger på, at der ved starten af programmet ikke er nogen statistisk signifikante forskelle på de startups, som senere hen rejser ekstern kapital og dem, som ikke gør. Det interessante er imidlertid, at forskellene mellem de to grupper af startups relativt hurtigt viser sig i takt med, at de går i gang med at videreudvikle deres produkt og søger efter en skalerbar forretningsmodel. Dette er illustreret nedenfor, hvor figuren til venstre viser de deltagende startups, når de lige er blevet udvalgt til programmet, mens figuren til højre viser de samme startups seks måneder efter den første udvælgelse baseret på de variabler, der har ændret sig.



Note: Figuren er lavet på baggrund af en Principal Component Analysis (PCA), som er en metode til at visualisere data, der er karakteriseret ved mere end to variabler i 2D. Hvis et startup er placeret tæt på et andet startup, så minder de om hinanden og har ensartede karakteristika - og vice versa.

Som det fremgår af figuren til højre, så viser klyngen i nederste højre hjørne, at de ikke-succesfulde startups har ensartede karakteristika efter at have deltaget seks måneder i programmet. Samtidig viser figuren, at de succesfulde startups er forskellige på de målte indikatorer. Vi kan med andre ord godt sige noget om, hvad de ikke-succesfulde startups mangler, men ikke hvad de succesfulde startups præcist har opnået på seks måneder.

Foreløbige indikatorer:

- Det tyder på, at de ikke-succesfulde startups mangler visse humane kompetencer, der opnås gennem relevant industrierfaring fra et højt ledelsesniveau, som f.eks. domænespecifik viden om salgsprocesser og adgang til beslutningstagere.
- De ikke-succesfulde startups har svært ved at afgrænse et passende kundesegment og kæmper som følge heraf med at få adgang til markedet.
- Omvendt gælder det for den største gruppe af succesfulde startups (51 pct.), at

Definition af succes

Succesfulde virksomheder er defineret som de virksomheder, der har rejst kapital. Ikke-succesfulde virksomheder er således de virksomheder, der ikke har rejst kapital.

de har identificeret et kundesegment, der er mindre end USD 500 mio. og vokser mere end 5 pct. årligt, samt har bragt deres produkt på markedet i løbet af programmet.

Indikatorernes væsentlighed:

Indikatorernes væsentlighed er bestemt igennem en random forest-model, som er en machine learning-algoritme, der kombinerer et antal simple beslutningstræer ud fra et udpluk af modellens variabler på en del af datasættet. Ved at udregne den gennemsnitlige betydning af hver enkelt variabel ud fra en lang række af beslutningstræer gives et mere robust datagrundlag. En af fordelene ved random forest er, at metoden kan anvendes til at rangere de indgående variabler efter deres betydning for det analyserede udfald, hvilket i vores tilfælde er, om et startup rejser ekstern kapital. Hvis en variabel rangerer lavt og ikke har stor betydning, så vil en ændring i variabelens værdi kun have en lille effekt på modellens prædikative sandsynligheder. Derfor kan metoden bruges til at vurdere, hvordan ændringer i startups ressourcer vil påvirke deres investeringsparathed

Flere veje til succes med at rejse finansiering

Vi bruger herefter datasættet til at se nærmere på, hvilke sammensætninger af ressourcer, der kan være afgørende for, om et startup lykkes med at rejse finansiering.

De foreløbige resultater viser:

- At sandsynligheden for at opnå ekstern finansiering forøges, hvis virksomheden formår at tiltrække de ressourcer, der opvejer de, med investors øjne, største risici. Hvis en investor eksempelvis opfatter markedsrisici som det væsentligste, så lægges der større vægt på evnen til at tiltrække ressourcer, som tilfører en dyb indsigt i det pågældende marked.
- At investorer vægter eksterne faktorer – f.eks. markedets størrelse og vækst – ganske højt, hvilket en virksomhed kun har begrænset indflydelse på. Opstartsvirksomheder i store og voksende markeder kan derved nemmere tiltrække investorer trods manglende erfaring og sparsomme beviser på en skalerbar forretning, end virksomheder på mindre markeder med begrænset vækst.

Fremadrettet vil Accelerace udbygge og analysere datasættet for at finde de bedst mulige indikatorer på succes. Dette kan bruges til bedre at forudsige iværksætteres mulighed for at opnå finansiering og ikke mindst hvilke ressourcer, de bør fokusere på for at tiltrække eksterne investorer.

Tidlige investeringer – Hvordan investerer aktørerne?

Hvordan investerer innovationsmiljøer, business angels og venturefonde? Er der stor forskel på investeringerne, eller minder de mere om hinanden, end man umiddelbart skulle tro? Igennem data fra CVR-registeret har vi kortlagt, hvordan innovationsmiljøer, business angels og venturefonde investerer, herunder karakteristika af virksomhederne og samarbejdet mellem aktørerne. Nedenstående er et kort indblik i min analyse, som er et led i min ph.d.-afhandling, der omhandler finansiering af iværksættervirksomheder, hvor jeg bl.a. undersøger matching-processen mellem business angels og iværksættere.

Karakteristika af virksomhederne

Der er væsentlige forskelle mellem de virksomheder, der modtager de forskellige typer af investeringer. Innovationsmiljøerne investerer generelt tidligst og i de mindste virksomheder. I gennemsnit er porteføljevirksomhederne 1,3 år gamle og har 1,9 ansatte. Business angels investerer i lidt større og lidt ældre virksomheder, i gennemsnit 2 år gamle og med 2,8 ansatte, mens venturefonde investerer i noget større virksomheder, med 4,5 ansatte i gennemsnit. Til gengæld er der ingen særlige forskelle i forhold til antallet af stiftere – typisk er der ca. 2,5 stiftere bag de virksomheder, der modtager alle typer af investeringer. Innovationsmiljøerne investerer i mindre andele, 8,7 pct. i gennemsnit, mens business angels og venturefonde investerer i hhv. 14,1 pct. og 18,5 pct. Samtidig anvender business angels også flere syndikeringspartnere end venturefonde og innovationsmiljøer, jf. tabel 1.

Tabel 1
Forskelle, porteføljeselskaber og investeringstyper

	Innovationsmiljø	Business angel	Venturefond
Antal ansatte	1,9	2,8	4,5
Antal stiftere	2,6	2,6	2,4
Alder	1,3	2,0	2,1
Ejerandel	8,7 %	14,1 %	18,5 %
Antal syndikeringspartnere	1,4	1,9	1,6

Den første investering, som en virksomhed modtager, kommer altovervejende fra business angels. I de virksomheder, der modtager investeringer, er business angels den første investor i 93 pct. af tilfældene. Således er det kun 6 pct. af virksomhederne, der modtager deres første investering fra venturefonde og kun 3 pct. fra innovationsmiljøerne, jf. tabel 2. Det hænger naturligvis sammen med, at der er flere tusinde aktive business angels i Danmark, mens der fx kun findes fire innovationsmiljøer.

Tabel 2

Investortype	Pct.
Business angels	93,12 %
Innovationsmiljø	2,92 %
Venturefonde	6,68 %

Er første investering et springbræt til venturefonde?

Ser vi isoleret på de virksomheder, der får første investering fra enten et innovationsmiljø eller en business angel, så kan vi se, at næsten 8 pct. af de virksomheder, hvor første investering kom fra et innovationsmiljø, senere fik venturefinansiering. For business angels er tallet knap 1 pct., jf. tabel 3. Det understreger, at business angels

Tabel 3

Første investering	Senere VC investering
Business angels	0,89 %
Innovationsmiljø	7,76 %

også finansierer virksomheder, som ikke nødvendigvis bliver investeringsobjekter for venturefonde på sigt.

Ser vi derimod kun på de virksomheder, der modtager investeringer fra venturefonde i løbet af deres levetid, ser vi, at fondene typisk er den allerførste investor (i 87 pct. af tilfældene). I ca. 11 pct. af tilfældene har der været en tidligere investering fra en business angel, og i ca. 2 pct. af tilfældene fra et innovationsmiljø.

Investeringer fordelt på region og branche

Blandt de tidlige investorer, er det business angels, der kommer bredest ud i Danmark. Fx investerer business angels næsten dobbelt så ofte i Region Sjælland, som det er tilfældet for innovationsmiljøer og venturefonde. Men selvom business angels ofte investerer lokalt, så er aktiviteten dog størst i hovedstadsområdet og dernæst Midtjylland for alle investorerne, også business angels, jf. tabel 4.

Tabel 4

Region	Business Angels	Innovationsmiljø	Venture fonde
Hovedstaden	43,65 %	55,64 %	51,54 %
Midtjylland	30,24 %	23,31 %	21,59 %
Nordjylland	6,83 %	6,02 %	5,73 %
Sjælland	5,71 %	3,76 %	3,52 %
Syddanmark	13,57 %	11,28 %	17,62 %

Kigger vi på de brancher, som investorerne har fokus på, så finder vi både forskelle og ligheder. Business angels har et noget større fokus på både engros- og detailhandel og bygge- og anlægsvirksomheder, end det er tilfældet med de øvrige investorer – det kan skyldes, at business angels bl.a. ofte investerer i lokale virksomheder. Ikke overraskende er IT-virksomheder i fokus på tværs af de tidlige investorer, jf. tabel 5.

Tabel 5

	Hovedsektor	% af investeringer
Innovationsmiljø	Information og kommunikation	42,01 %
	Fremstillingsvirksomhed	26,04 %
	Liberale, videnskabelige og tekniske serviceydelser	21,89 %
	Engros- og detailhandel, mv.	5,92 %
	Administrative tjenesteydelser og hjælpetjenester	1,18 %
Business angels	Engroshandel og detailhandel, mv.	22,88 %
	Information og kommunikation	15,57 %
	Liberale, videnskabelige og tekniske serviceydelser	12,40 %
	Fremstillingsvirksomhed	11,43 %
	Bygge- og anlægsvirksomhed	8,20 %
Venturefonde	Liberale, videnskabelige og tekniske serviceydelser	22,01 %
	Fremstillingsvirksomhed	20,81 %
	Information og kommunikation	17,22 %
	Engros- og detailhandel, mv.	15,55 %
	Administrative tjenesteydelser og hjælpetjenester	5,74 %

Interaktion mellem aktørerne

Der er store forskelle på, hvordan business angels, innovationsmiljøer og venturefonde interagerer med hinanden. Business angels investerer oftest alene (66 pct.). Men når de syndikerer med andre investorer, er det stort set altid med andre business angels (32 pct.) – meget sjældent med venturefonde og generelt aldrig med innovationsmiljøer. På den anden side, så samarbejder innovationsmiljøerne stort set aldrig med hinanden – ligesom det gælder for venturefondene; det er fx nævneværdigt, at venturefonde fem gange oftere investerer sammen med en business angel end med en anden venture fond, jf. tabel 6.

Tabel 6
Syndikering mellem investorer

Syndikeringstype	Business angels	Innovationsmiljø	Venturefonde
Uden syndikering	66 %	75 %	62 %
Med BA	32 %	9 %	27 %
Med venturefond	2 %	12 %	5 %
Med innovationsmiljø	< 1 %	0 %	5 %
Alle	< 1 %	4 %	< 1 %

Data og definitioner

Vi har indhentet oplysninger om stiftere, ejere, direktører og bestyrelsesmedlemmer i danske selskaber (A/S, ApS, IvS) via det Centrale Virksomhedsregister (CVR). Selskaberne er ofte stiftet eller ejet af andre selskaber – typisk holdingselskaber. Vi har derfor udledt ejerskabet i de bagvedliggende selskaber (op til 10. led) for at identificere de enkeltpersoner, der i sidste ende kontrollerer anparterne.

Ved hjælp af oplysningerne om ejerskab har vi identificeret personer, der har investeret i selskaber, som de ikke selv har stiftet eller været direktør i. OECD definerer en business angel som en velhavende person, ofte med iværksætter- eller ledelsesbaggrund, der investerer sin egen formue i fremmede, privatejede virksomheder, og som indtager en aktiv, rådgivende rolle i porteføljevirksomhederne – typisk i form af en bestyrelsespost.

Vi definerer en business angel på følgende måde:

- Har investeringer i mindst to selskaber (mindst 3 pct., højest 50 pct. ejerandel)
- Ikke direktør i nogen af selskaberne
- Ikke medstifter i nogen af selskaberne
- Bestyrelsespost i mindst ét af selskaberne

Vi fokuserer på de selskaber, hvor vi med stor sikkerhed kan identificere alle de personer, der har stiftet dem – og hvor der samtidig findes ejerskabsinformationer til at identificere eventuelle investorer. Vi ekskluderer også virksomheder, hvor stifterne tilsammen har stiftet mere end 500 selskaber (typisk skuffeselskaber) samt virksomheder, der er stiftet af selskaber uden reelle ejere (fonde, børsnoterede selskaber mv.). Det resulterer i en stikprøve på ca. 125.000 selskaber (ca. 75 pct. af driftsselskaberne stiftet siden 2005).





03

Buyout- kapital og børsnote- ringer

Buyout-fonde investerer typisk i mellemstore eller større unoterede selskaber med det formål at udvikle og strømline selskaberne, hvorefter selskabet exittes. Investorerne i buyout-fonde er som oftest institutionelle investorer, fx pensionskasser. Buyout-fonde spiller en rolle i det danske økosystem for iværksættere og SMV'er, da buyout kan være en vigtig exit-mulighed for venturefonde. Endvidere kan de bidrage med supplerende vækstkapital eller stabilisere en succesfuld vækstvirksomhed. Desuden er det vigtigt, at der eksisterer buyout-fonde med tilstrækkelig finansiell styrke relativt til internationale buyout-fonde, der kan fastholde vækstvirksomheder i Danmark.

Tilsvarende er børsnoteringer en vigtig kilde til risikovillig vækstkapital og fungerer ydermere som exitmulighed for både venture- og buyout-fonde. Endelig kan børsnoteringer, hvis virksomheden noteres i Danmark, også være med til at fastholde de mest succesfulde virksomheder i Danmark.

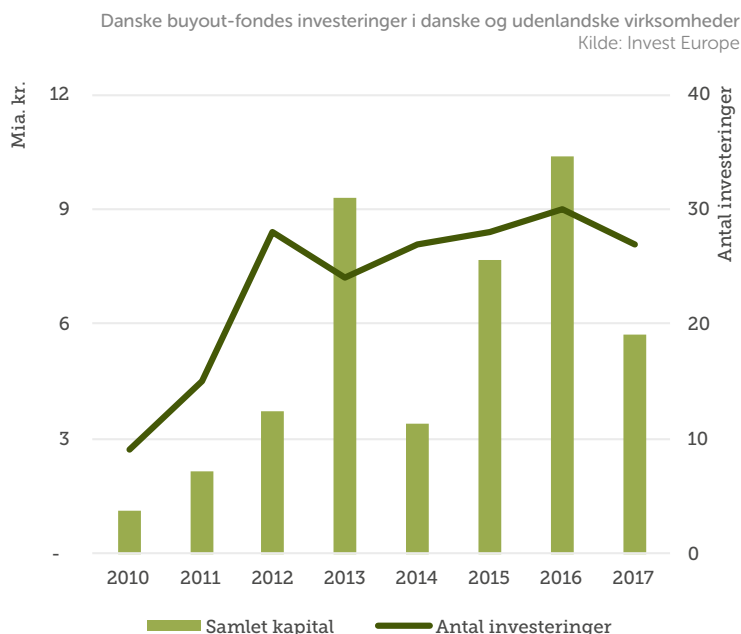
Tema: Børsnotering kan være vejen til vækst

Axcelfuture foretog en større analyse af det danske IPO-marked i 2016 inkl. en sammenligning med det mere velfungerende svenske marked. I temaet undersøger Axcelfuture, hvordan IPO-markedet har udviklet sig siden da og opsummerer og supplerer rapportens hovedresultater.

Buyout-investeringer

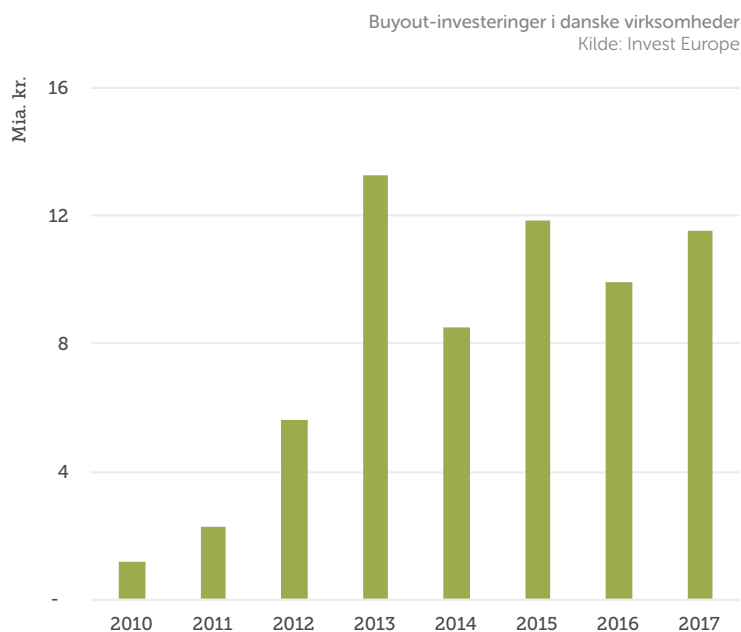
INVESTERINGSNIVEAUET ER GENERELT HØJT

Siden 2011 har danske buyout-fonde øget investeringsniveauet betydeligt. Der er ofte tale om store investeringer i enkelte selskaber, hvorfor der er stor variation mellem årene. Antallet af transaktioner har ligget nogenlunde stabilt siden 2012, hvilket betyder, at størrelsen på den gennemsnitlige transaktion varierer betydeligt mellem årene.



BUYOUT-INVESTERINGER STABILT I INTERVALLET 10-12 MIA. KR.

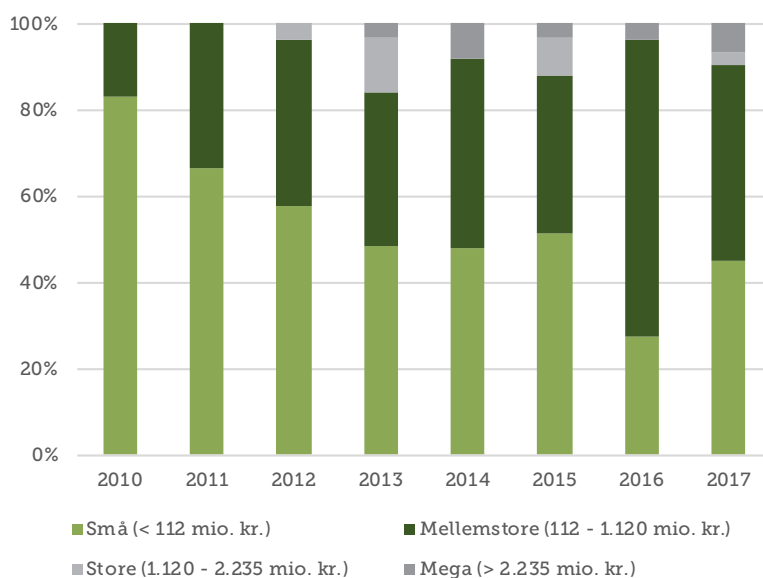
De samlede årlige investeringer i danske virksomheder har ligget nogenlunde stabilt i intervallet 10-12 mia. kr. siden 2015. Generelt er investeringsniveauet løftet betydeligt siden finanskrisen. Det er typisk ICT- eller handelsvirksomheder, der har buyout-fondenes interesse, når de investerer i danske virksomheder.



FLERE SMÅ BUYOUT-TRANSAKTIONER

Dermed brydes tendensen fra 2011 med flere mellemstore transaktioner. Bemærk, at ingen "mega"-transaktioner (transaktioner på over 2,235 mia. kr.) fandt sted i 2011 og 2012, hvorefter de i efterfølgende år er forekommet årligt.

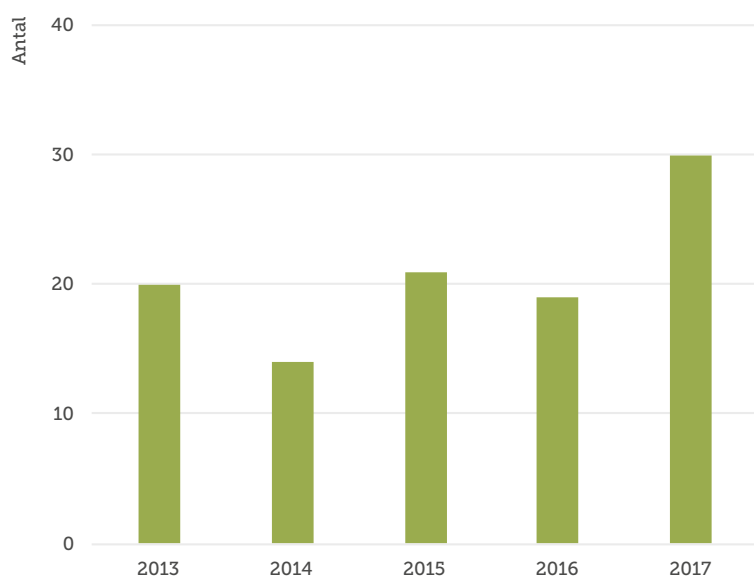
Buyout-investeringer fordelt på transaktionsstørrelse
Kilde: Invest Europe



FLERE BUYOUT-FORVALTERE AKTIVE I DANMARK

Antallet af private equity-forvaltere, der er aktive i Danmark, er svagt stigende, og i 2017 var 30 fonde aktive i Danmark. Flere aktiefonde vil – alt andet lige – være en fordel for danske virksomheders muligheder for at hente vækstkapital.

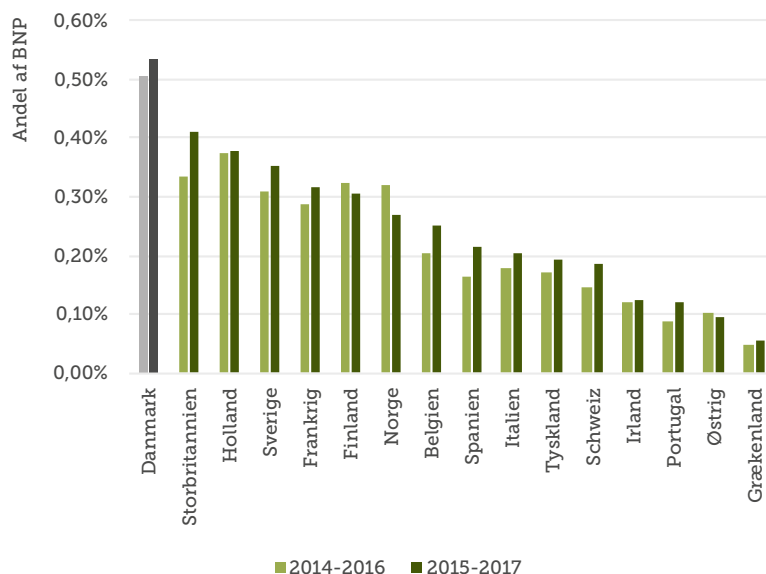
Aktive buyout-forvaltere i Danmark
Note: Figuren viser antal forvaltere bag buyout-fonde, der har lavet minimum én investering i et dansk selskab det pågældende år
Kilde: Pitchbook



DANSKE VIRKSOMHEDER TILTRÆKKER MEST KAPITAL

Danmark er det land i Europa, hvor virksomhederne tiltrækker mest buyout-kapital relativt til BNP, og det er en tendens, som har været gældende over en årrække. Det indikerer, at dansk erhvervsliv er lykkedes med at skabe mange attraktive virksomheder i buyout-segmentet.

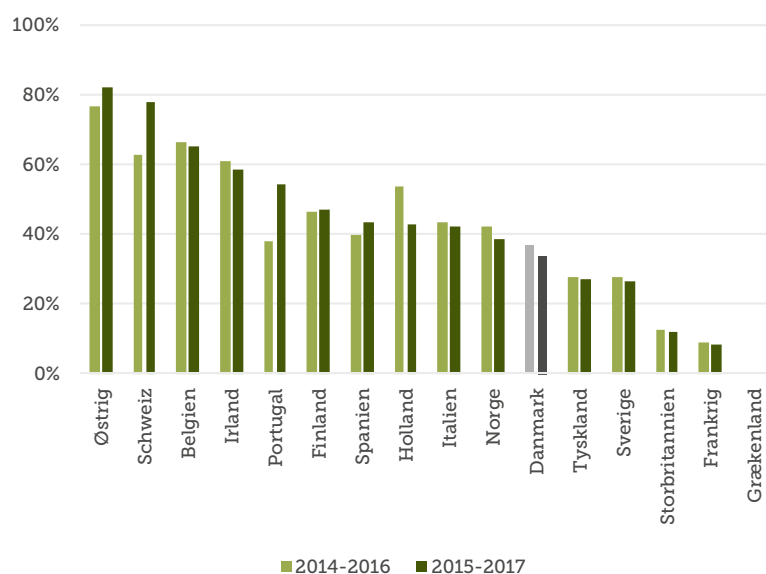
Buyout-investeringer, andel af BNP, fordelt på virksomhedens hjemland
Kilde: Invest Europe



KAPITALEN KOMMER FRA DANSKE FONDE

Danske virksomheder henter i større grad buyout-kapital fra danske fonde. Kun 30 pct. af kapitalen kommer fra udenlandske investorer, hvilket kan skyldes, at de internationale fonde primært fokuserer på "mega"-transaktionerne, som udgør en relativ lille andel af det danske buyout-marked.

Udenlandsk andel af samlede buyout-investeringer
Kilde: Invest Europe



Buyout-transaktioner 2017

Virksomhed	Branche	Investor
25 Danish Logistics Assets	Logistics	The Blackstone Group
Aclass	Media and Information Services (B2B)	Maj Invest Equity
Ageras	Clothing	Investcorp
Billund Aquakulturservice	Construction and Engineering	Broodstock Capital, Ferd Group
Bjerre & Co.	Manufacturing	SMV Capital
Bogballe	Manufacturing	Erhvervsinvest Management
BOS	Manufacturing	Executive Capital
Danoffice IT	Social/Platform Software	Agilias Private Equity
Dybvad Stål Industri	Manufacturing	Procuritas Partners
Fertin Pharma	Pharmaceuticals	EQT
Fitness World	Leisure Facilities	KIRKBI
Færch Plast	Manufacturing	Advent International
Ganni	Clothing	L Catterton
GlobalConnect	Cable Service Providers	EQT
Guldborg Legepladser	Manufacturing	Executive Capital
Holmris B8	Manufacturing	BWB Partners
Icoteria	Manufacturing	Maj Invest Equity
Infare Solutions	Big Data	Ventiga Capital Partners
Jysk Display	Manufacturing	SMV Capital
Lagkagehuset	Manufacturing	Nordic Capital
LanguageWire	SaaS	CataCap Management
Linka Energy	Energy Infrastructure	VIA Equity
Mansoft	IT Consultant	VIA Equity
McDonald (Nordic Operations)	Buildings and Property	Terra Firma
Mos Mosh	Manufacturing	Findos Investor
Mountain Top Industries	Manufacturing	Axcel Management
Nissens	Manufacturing	Axcel Management
Ocean Textile Group	Manufacturing	SMV Capital
PartnerService	Office Services (B2B)	Lynx Equity
Randers Reb International	Manufacturing	Erhvervsinvest Management
Sekura Cabins	Manufacturing	Foreman Capital, Standard Investment
Silvan	Department Stores	Aurelius Equity Opportunities
Sjølund	Manufacturing	Deutsche Beteiligungs
Skiold	AgTech, Manufacturing	Solix
Sofakompagniet	E-Commerce, Manufacturing	Procuritas Partners
Targit	Business/Productivity Software	GRO Capital
TDC Hosting (Itadel)	SaaS	Maj Invest Equity
TP Aerospace	Manufacturing	CataCap Management
Tresu Group	Manufacturing	Altor Equity Partners
Victor Gruppen	Restaurants	Maj Invest Equity
Westpack	Manufacturing	Capidea

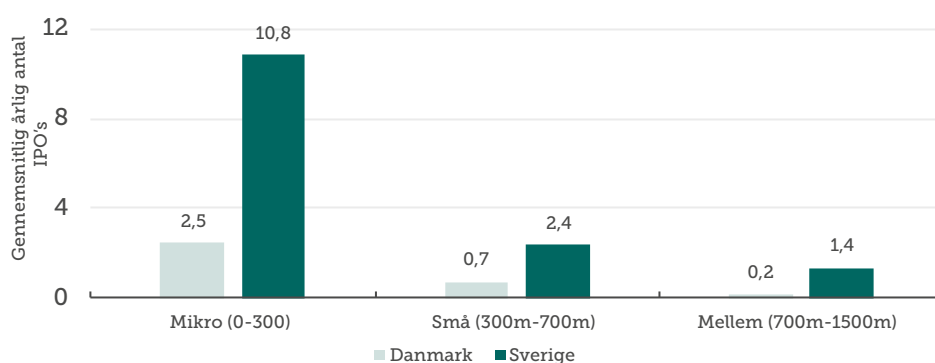
Børsnotering kan være vejen til vækst

Adgangen til ny risikovillig kapital kan være afgørende for, om en virksomheds planer for næste skridt kan realiseres. Det kan fx kræve kapital at bryde igennem på nye markeder eller med nye produkter eller at skalere produktionen op for at imødekomme stigende efterspørgsel. En børsnotering kan være én af vejene for virksomheden. En børsnotering kan også være næste skridt, hvis en virksomheds aktuelle ejer(e) ønsker at sælge hele eller dele af virksomheden. Adgangen til børsmarkedet kan derfor have stor betydning for mange virksomheder.

Axcelfuture analyserede det danske IPO-marked (Initial Public Offering, børsnotering) i 2016 og sammenlignede med det mere velfungerende svenske marked. Vi undersøger her, hvordan IPO-markedet har udviklet sig siden da, og vi opsummerer og supplerer rapportens hovedresultater. Vi lægger vægt på IPO-markedet for små og mellemstore virksomheder med en børsværdi på op til 1,5 mia. kr.

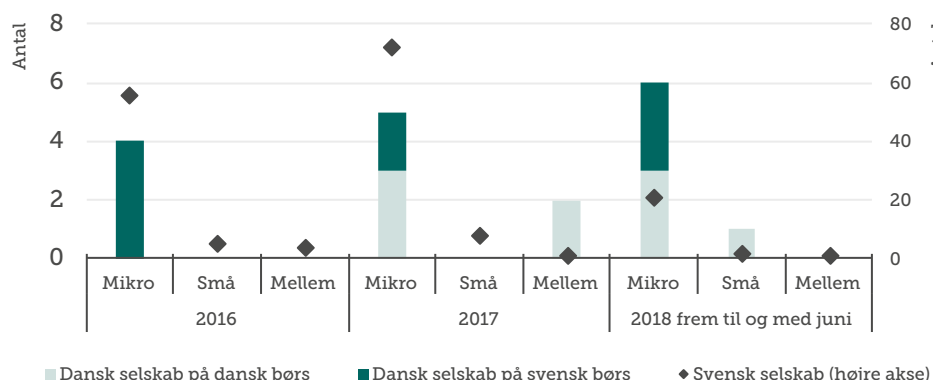
IPO-markedet har fået mere fart på, men vi halter stadig efter Sverige

Igennem en lang årrække har der været markant større aktivitet på det svenske IPO-marked end det danske. Det gælder især for de helt små børsnoteringer med en markedsværdi op til 300 mio. kr. I perioden 2005-2015 blev der i gennemsnit børsnoteret 11 svenske virksomheder i den størrelse om året, imod kun 2,5 danske virksomheder, jf. figur 1. Men også i de større segmenter fra hhv. 300-700 mio. kr. og 700-1.500 mio. kr. har den svenske aktivitet historisk set været større. Korregerer vi for størrelsesforskellen på dansk og svensk økonomi, svarer forskellene i de tre segmenter til en svensk merudstedelse på hhv. 39, 53 og 23 pct. Over de seneste år har vi set tegn på, at det danske IPO-marked er ved at tøjle op. Det hænger tæt sammen med de aktuelt meget gunstige markedsvilkår. Mens der var fire noteringer af danske virksomheder i 2016 – alle på svensk børs – var der syv i 2017, hvoraf de fem var på dansk børs. I 2018 frem



Figur 1
IPO-aktiviteten var meget højere i svenske selskaber i perioden 2005-2015
Note: Der er opdelt på virksomhedens nationalitet, ikke på børsens nationalitet. Dvs. danske virksomheder børsnoteret i Sverige tæller med hos 'Danmark'
Kilde: Axcelfutures IPO-rapport

til og med juni er syv danske små og mellemstore virksomheder blevet børsnoteret, hvoraf fire har været på en dansk børs. Så ikke nok med, at flere små og mellemstore virksomheder bliver børsnoterede, er der også flere, der noteres på en dansk børs – dvs. enten Nasdaq OMX Copenhagen eller Nasdaq First North Copenhagen. På trods af den stigende danske aktivitet er der dog stadig langt op til svensk niveau, jf. figur 2 (bemærk, at svenske noteringer vises på højre akse). Der var 65 svenske noteringer i 2016, stigende til 81 i 2017. I 2018 har der til og med juni været 24. Selv hvis vi tager højde for, at svensk økonomi er mere end halvanden gange så stor som den danske, er der altså stadig markant forskel på IPO-aktiviteten i Danmark og Sverige.



Figur 2
IPO-aktiviteten i danske selskaber er stigende, men fortsat relativt lav
Note: Mikro har en emissionsværdi mellem 0 og 300 mio. kr. Små er mellem 300 og 700 mio. kr. Mellem er mellem 700 mio. kr. og 1,5 mia. kr.
Kilde: NASDAQ og Aktietorget

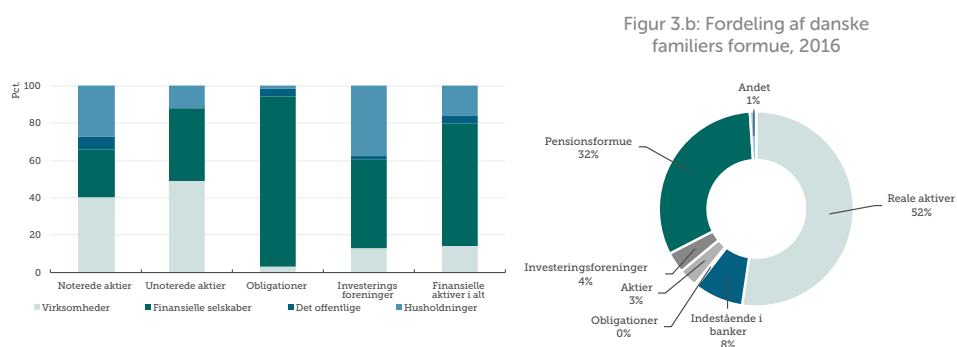
Flere årsager til lavere aktivitet

Husholdningerne investerer i andet end aktier

Axcelfutures IPO-projekt konkluderede, at forskellen mellem Danmark og Sverige først og fremmest skyldes forskelle i rammevilkår, herunder beskatning og inklusion af institutionelle investorer.

I Danmark er langt den største del af husholdningernes formue placeret i andre aktiver end aktier, jf. figur 3.a. Det er hovedsageligt reale aktiver – dvs. særligt boliger – og i pensionsformue. Kun tre pct. af husholdningernes formue er placeret direkte i aktier, hvilket bl.a. skyldes, at rammebetingelser leder formuen mod bolig og pensionsinvesteringer. Husholdningerne holder dog en relativ stor andel af de noterede danske aktier – enten gennem direkte ejerskab eller via puljeordninger som fx børneopsparinger og pensionsopsparinger i banker. Mens husholdningerne holder 16 pct. af de samlede danske værdipapirudstedelser, holder de 27 pct. af de udstedte aktier, jf. figur 3.b. Så mens husholdningerne er tilbageholdende med direkte at investere i aktier, ift. til andre aktivtyper som fx bolig og pensionsformue, er de stadig et vigtigt investorseg-

ment, som kan spille en større rolle i IPO-markedet. Et øget aktieinvesteringsniveau for husholdningerne kan være med til at bringe Danmark tættere på resultaterne i Sverige.



Figur 3
Hvem der holder hvilke danske udstedelser, og hvor danskernes formue er placeret
Note: Venstre figur viser fordelingen af indenlandske sektors andel af beholdningen af indenlandsk udstedte værdipapirer. Privatpersoners opsparinger i puljeordninger som fx børneopsparing og pensionsopsparinger i banker indgår under husholdninger i venstre figur.
Kilde: Nationalbanken (3.b) og Danmarks Statistik (3.a)

Institutionelle investorer skal aktiveres

Det vil være gavnligt, hvis institutionelle investorer investerede mere i mindre noteringer. Axcelfutures IPO-projekt viste, at ca. 45 pct. af investorerne ved små svenske børsnoteringer var store indenlandske institutionelle investorer. I Danmark var det tilsvarende tal ca. 12 pct. Det er vigtigt, at der er tilpas mange store, velinformerede og langsigtsoverrettede investorer, der ikke forventes at sælge aktien kort tid efter børsnoteringen. Herved minimeres risikoen nemlig for store fald og fluktuationer i aktieprisen. Generelt har den danske finansielle sektor relativt lidt fokus på danske aktier. På trods af, at den finansielle sektor holder 66 pct. af de dansk udstedte værdipapirer, holder de kun 26 pct. af de dansk udstedte noterede aktier, jf. figur 3.b. Det er altså tydeligt, at den finansielle sektor, herunder pensionskasser og banker, er relativt underrepræsenteret i det danske noterede aktiemarked. Bliver de betydelige danske pensionsmidler i højere grad involveret i danske small-cap IPO'er, vil det forbedre det danske IPO-marked.

Børsnoteringer er dyre

Danske børsnoteringer er desuden dyrere og mere omstændige end i Sverige. Noteringsomkostningerne for særligt små noteringer er betydeligt højere i Danmark, primært fordi man oftere laver internationalt fokuserede prospekter med større konsortier af investeringsbanker. Infrastrukturen og landskabet af investeringsbanker og rådgivere i dette segment er betydeligt mere udbygget i Sverige, end det er i Danmark. Manglen på rådgivere og investeringsbanker kan være en signifikant barriere i Danmark. Forskellen mellem Sverige og Danmark synes ikke knyttet til forskelle i regulering, men snarere fokus på innovation og omkostningsminimering i de mindre svenske prospekter. Det er specielt blevet muligt at skære mange revisor- og advokatombkostninger fra. Men der er ikke noget til hindring for, at dette også kan indføres i Danmark.

Mangel på likviditet og omsætning

Endelig er mangel på likviditet og omsætning i det danske mikro- og small-cap-marked ligeledes en barriere for de mindre børsnoteringer i Danmark. Lav likviditet og omsætning gør det mere omkostningsfuldt for større aktionærer at ændre deres aktiepositioner. Dermed vil de selvsagt være mere tilbageholdende med at købe ind i små aktier. Derudover er likviditet, handel, investorinteresse og muligheden for senere kapitaludvidelser netop grunden til, at virksomheder vælger at gå på børsen. Det er så at sige den service, de betaler for igennem børsnoteringsomkostninger, årlige fees mv. Hvis likviditeten og investorinteressen er lav i København i forhold til Stockholm, får virksomhederne altså et ringere produkt, og virksomhederne har dermed interesse i at søge til Sverige, hvor de får mere for pengene.

Styrkerne ved et velfungerende IPO-marked

Der er flere positive effekter ved at have et velfungerende IPO-marked for små virksomheder. Fordelene tilfalder både virksomhederne selv og samfundet i bredere forstand. For det første kan en børsnotering være vejen til vækst for virksomheden. Men en børsnotering er mindre attraktivt, hvis IPO-markedet ikke er velfungerende. Det kan give unødigt meget arbejde i den forberedende fase, dårlig rådgivning og i sidste ende en forkert prisfastsættelse af virksomheden. Et velfungerende marked gælder således også den finansielle og juridiske forberedelse og rådgivning, der foregår forud for selve noteringen. Er markedet velfungerende, kan det betyde bedre adgang til kapital for vækstvirksomheder.

Hvis IPO-markedet ikke er velfungerende, kan det føre til, at danske virksomheder søger til udlandet for en børsnotering i jagten på kapital. Det har vi set i flere tilfælde med danske virksomheder, som vist i figur 2. Noteres en dansk virksomhed i udlandet, er der en risiko for, at den langsigtede udvikling af virksomheden vil foregå i udlandet, hvor aktionærerne befinder sig. Risikoen er muligvis stigende, da mange danske vækstvirksomheder er videntunge frem for fysisk kapitaltunge. Disse virksomheder er nemme at flytte, da det groft sagt kun kræver et skift i registreringen af de intellektuelle rettigheder. Flytter virksomhedens udvikling fra Danmark, mister vi højproduktive arbejdspladser, og vi kan også risikere at miste muligheden for at skabe innovative klynger, der fortsætter udviklingen ud over de første faser af virksomhedens liv.

Endeligt kan et velfungerende IPO-marked være med til at sikre en velfungerende iværksætterkultur, da det forbedrer mulighederne for at skabe virksomheder, der kan vokse ud over de første stadier.



04

Låne- finansiering

Et velfungerende lånemarked understøtter og fremmer vækst og udvikling for danske virksomheder. Langt størstedelen af danske virksomheder gør brug af lånefinansiering, når de skal finansiere nye projekter, maskiner og inventar. Endvidere kan lånefinansiering supplere egenkapitalinvesteringer for iværksættere og mindre virksomheder. I mange tilfælde består den optimale finansiering af både egenkapital og lånefinansiering.

Tema: Overlevelsesheter i danske selskaber

FSR – danske revisorer analyserer overlevelsesheter for danske virksomheder etableret i 2009 og gør status i 2011 og 2016. Hvilke forskelle er der på tværs af selskabstyper, regioner og brancher? Få svaret her.



Status på markedet for lånefinansiering

MARKEDET FOR CROWDFUNDING

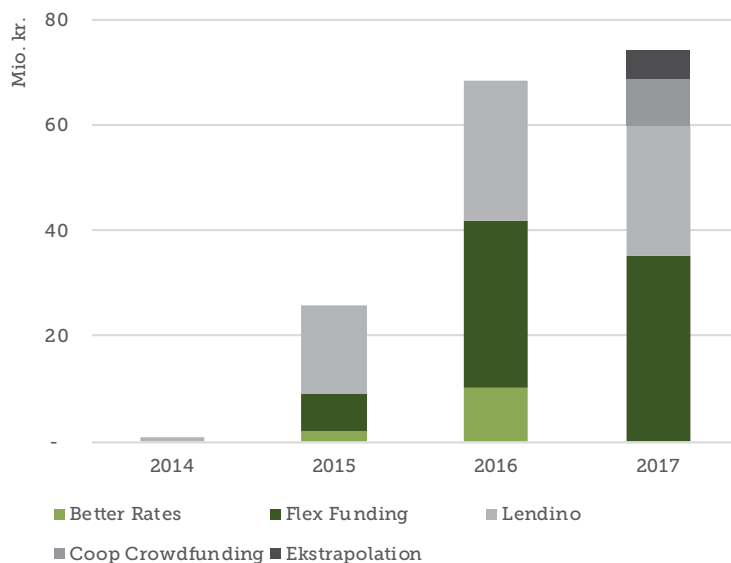
Crowdfundingmarkedet er nyt i Danmark – de første lån blev udbetalt i 2014. Siden de første danske virksomheder modtog lånefinansiering igennem crowdfunding, er markedet vokset betydeligt og var i 2017 på ca. 80 mio. kr. Udviklingen viser dog et betydeligt fald i vækstraten fra 2016 til 2017.

1 MIA. KR. TIL IVÆRKSÆTTERE OVER FIRE ÅR

Vækstlån til iværksættere er målrettet unge virksomheder, som allerede har produkter og kunder, men hvis korte historik gør det svært at skaffe finansiering til at accelerere væksten. Vækstfonden har i de seneste fire år finansieret iværksættere for samlet 1 mia. kr. I 2017 faldt omfanget af iværksætterlån en smule. Antallet af iværksættere, der fik finansiering, er dog stort set uændret fra 2016 til 2017, så udviklingen skyldes blot, at størrelsen på lånene i gennemsnit var lidt mindre i 2017.

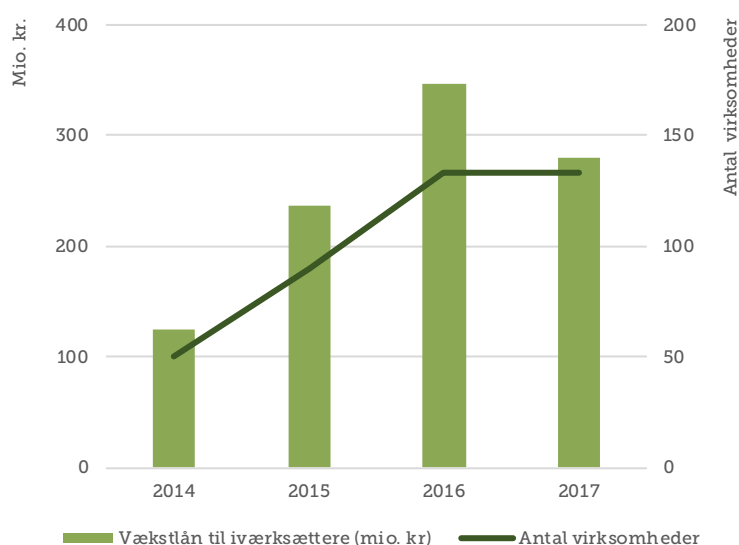
Finansiering gennem låne-crowdfunding

Note: Tallene for 2017 dækker ikke hele 2017, hvorfor aktiviteten er fremskrevet lineært på baggrund af aktiviteten indtil 01.11.2017.
Kilde: Dansk Crowdfunding Forening



Udbetalinger, Vækstlån til iværksættere

Kilde: Vækstfonden

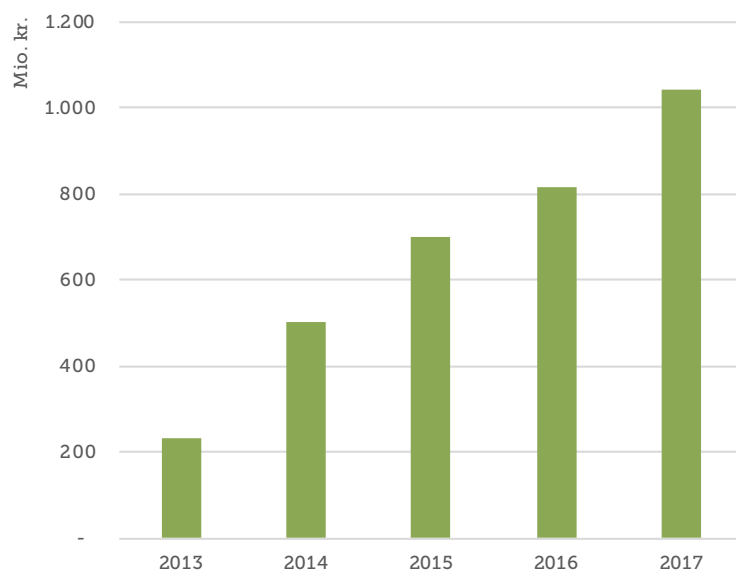




NYE VÆKSTLÅN FOR 1 MIA. KR. I 2017

SMV'er og landbrug kan få et Vækstlån som led i at finansiere en vækstplan eller et ejerskifte. Vækstfonden har siden lanceringen af lâneproduktet i 2013 ydet Vækstlån for over 3 mia. kr. og nåede alene i 2017 at finansiere virksomheder for mere end 1 mia. kr.

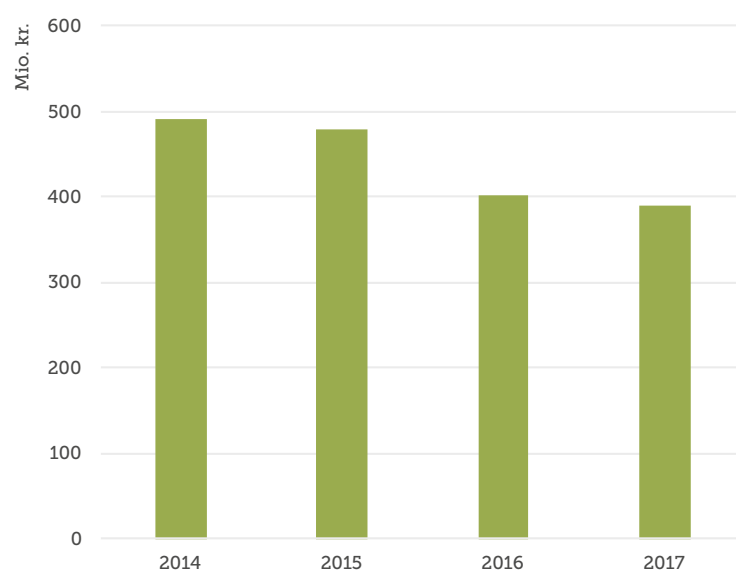
Udbetalinger, Vækstlån
Note: 2014 indeholder enkelte lån udbetalt i 2013
Kilde: Vækstfonden



FALDENDE KAUTIONSVOLUMEN

Virksomheder, der ikke kan stille tilstrækkeligt med sikkerheder til at få en finansiering i banken, kan anvende en Vækstkaution til at afdække risikoen. Vækstkautionen er et supplement til de sikkerheder, virksomheden selv stiller, og giver dermed lettere adgang til den nødvendige finansiering. Vækstfonden kautionerer årligt for over 400 mio. kr. Kautionsaktiviteten er reduceret en anelse siden 2014, mens volumen til gengæld er øget på Vækstfondens øvrige produkter.

Indgåede Vækstkautioner
Kilde: Vækstfonden



KREDITSTANDARDE LEMPES I PENGEINSTITUTTERNE

Pengeinstitutterne har siden 2014 kontinuerligt lempet kreditstandarde for mindre virksomheder, hvilket – alt andet lige – bør øge virksomhedernes finansieringsmuligheder.

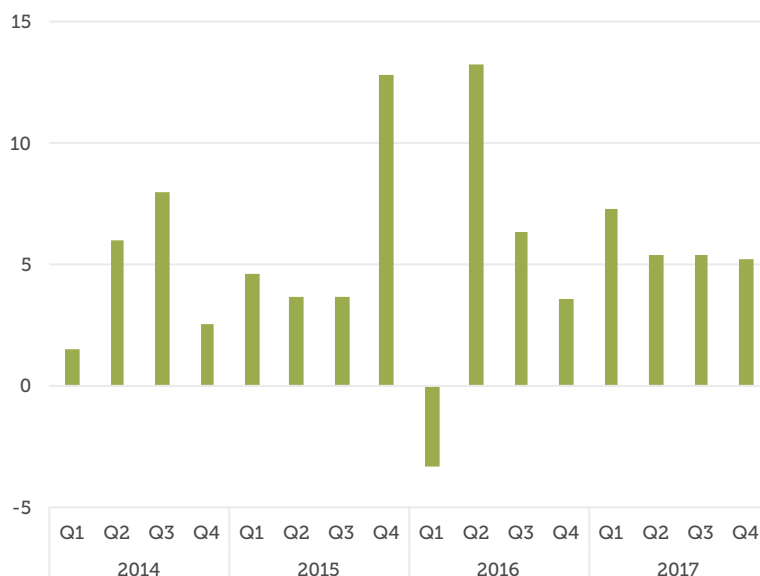
PENGEINSTITUTTER ØGER IGEN UDLÅN

Pengeinstitutterne begyndte ved udgangen af 2016 igen at øge det samlede udlån til SMV'er efter mange års fald i udlånet. Dette skyldes formentlig dels, at pengeinstitutterne har lempet kreditstandarde, og dels at mindre danske virksomheder har bedre kreditværdighed som følge af den gunstige økonomiske udvikling i perioden.

Udvikling i kreditstandarde

Note: Hvert kvartal besvarer kreditchefene spørgsmål om ændringer i deres kreditpolitik. Spørgsmålene har fem svarmuligheder, som hver har en værdi: -100, -50, 0, +50 og +100. Svarene vægtes sammen til et nettotal efter institutternes andel af det samlede udlån. Et negativt (positivt) tal viser, at kreditpolitikken er strammet (lempet)

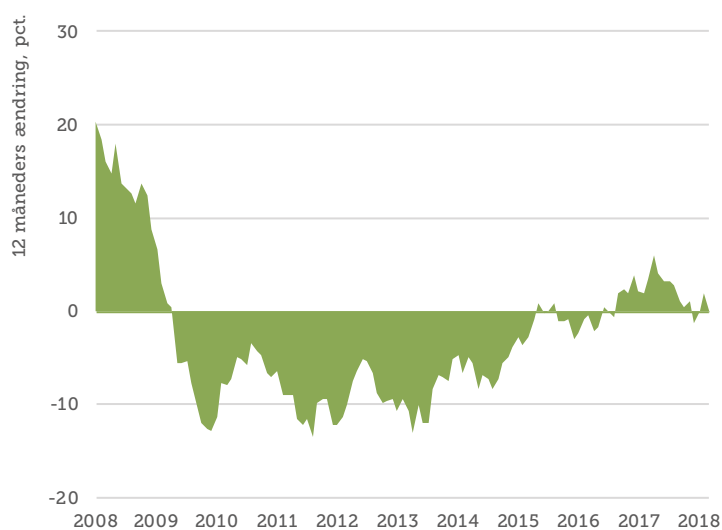
Kilde: Danmarks Nationalbank



Udvikling i pengeinstitutternes udlån til SMV'er

Note: Beregnet som år til år udvikling i det samlede udlån til SMV'er

Kilde: Danmarks Nationalbank



Overlevelsesrater i danske selskaber

Når et nyt selskab ser dagens lys, så går det ind i en række risikofyldte år i sin første levetid. Efter to år er 24 pct. af de nystartede selskaber ikke længere aktive – og syv år efter opstarten er næsten halvdelen (45 pct.) af de nystartede selskaber i Danmark ikke længere aktive.

I 2009 blev der etableret 11.859 selskaber, henholdsvis som anpartsselskaber eller aktieselskaber, der er de selskabsformer, som indgår i analysen. To år senere var 8.975 af disse fortsat aktive som selvstændige selskaber, og syv år senere i 2016 var alene 6.490 aktive som selvstændige selskaber. Det giver en overlevelsesrate på 55 pct. for nyetablerede selskaber i 2009 i Danmark.

Et er fortsat at være aktiv, noget andet er at skabe vækst. Derfor ser analysen også på vækstberegninger for de selskaber, som blev etableret i 2009. Omkring hvert fjerde selskab har oplevet høj eller meget høj vækst i balancen, mens godt fire ud af ti selskaber efter syv år ikke har vist vækst i balancen. Ses der på egenkapitalen har lidt over en tredjedel oplevet høj eller meget høj vækst, mens knap fire ud af ti selskaber har haft ingen eller negativ vækst i egenkapitalen.

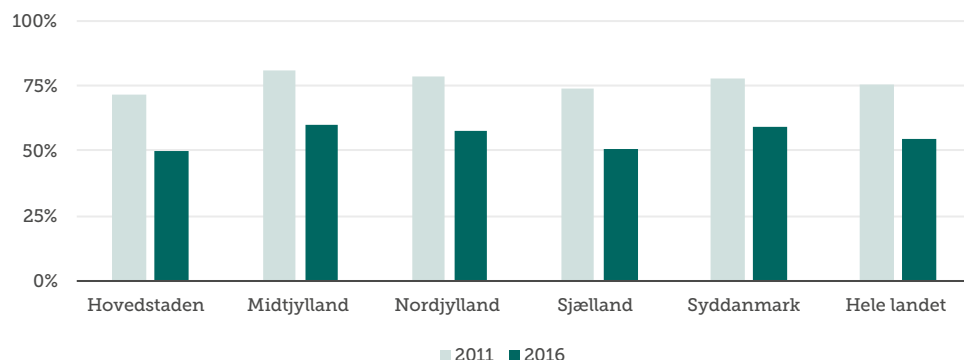
Overlevelsesraten for danske selskaber

I det følgende ser vi på, hvordan overlevelsesraten har været på tværs af landet. Når vi i analysen vurderer overlevelsesraten, ser vi på, om et selskab har indberettet et årsregnskab til Erhvervsstyrelsen, hvilket er lovpligtigt for danske selskaber. Region Hovedstaden havde i 2016 den laveste overlevelsesrate, mens Region Midtjylland og Region Syddanmark havde de højeste overlevelsesrater.

Enkeltmandsvirksomheder mv.

Der er i Danmark et stort antal virksomheder, som ikke drives i selskabsform. Disse selskaber skal ikke indberette årsregnskaber til Erhvervsstyrelsen, hvorfor de ikke indgår i analysen af overlevelsesrate og vækst.

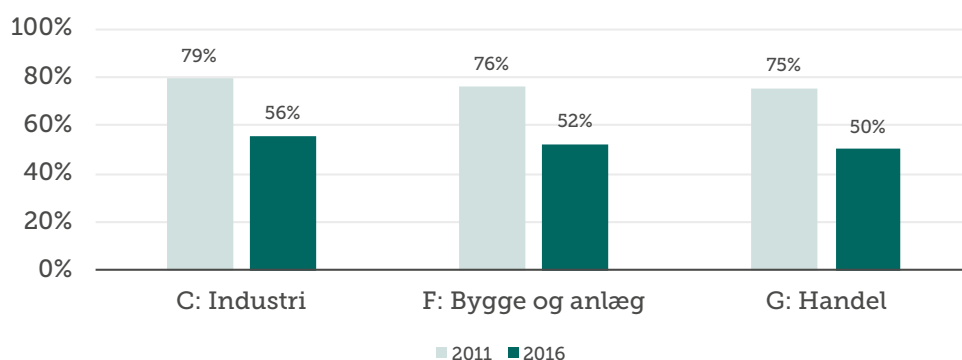
Figur 1
Overlevelsesrater på selskaber etableret i 2009 fordelt på regioner (pct.)
Kilde: Experian og FSR-beregninger



Kapitaltunge brancher har bedre overlevelsesrater

Der er forskel på overlevelsesraten på tværs af brancherne. Det kan skyldes, at relativt kapitaltunge brancher ser ud til at have højere overlevelsesrater. Eksempelvis overlever flere selskaber inden for branchen Industri i forhold til virksomheder inden for Bygge og anlæg samt Handel. Analysen viser samtidig, at Bygge og anlæg samt Handel er blandt de brancher, hvor der blev etableret flest selskaber i 2009, hvilket indikerer at lave opstartsbarrierer giver flere virksomhedsetableringer, men også en højere andel, som ikke overlever.

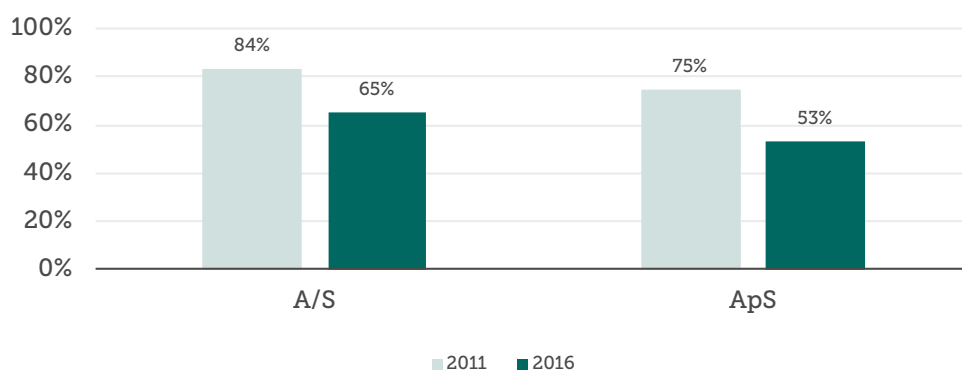
Figur 2
Overlevelsesrater på selskaber etableret i 2009 fordelt på udvalgte brancher (pct.)
Kilde: Experian og FSR-beregninger



Højere selskabskapital giver bedre overlevelse

At kravet til startkapital har betydning ses også afspejlet i, at overlevelsesraten er højere i aktieselskaber (A/S) end i anpartsselskaber (ApS). At stifte et aktieselskab krævede i 2009 minimum en startkapital på 500.000 kroner, mens anpartsselskabet kunne stiftes for 125.000 kroner. I dag er kapitalkravene, for begge selskabstyper, reduceret til henholdsvis 400.000 kroner for aktieselskaber, 50.000 kroner for anpartsselskaber, og der er indført mulighed for at etablere et iværksætterselskab med et kapitalkrav på bare én

Figur 3
Overlevelsesrater på selskaber etableret i 2009 fordelt på selskabsform (pct.)
Kilde: Experian og FSR-beregninger



Iværksætterselskaber

Det var i 2009 endnu ikke muligt at etablere iværksætterselskaber.

Iværksætterselskaberne blev først indført i 2014. Denne analyse kan således ikke sige, hvordan overlevelsesraten for selskaberne er blevet påvirket af muligheden for at oprette iværksætterselskaber.

Tabel 1
Antal aktive selskaber fordelt på selskabsform (antal)
Kilde: Experian og FSR-beregninger

	2009	2011	2016
A/S	1.299	1.085	848
ApS	10.560	7.890	5.642
I alt	11.859	8.975	6.490

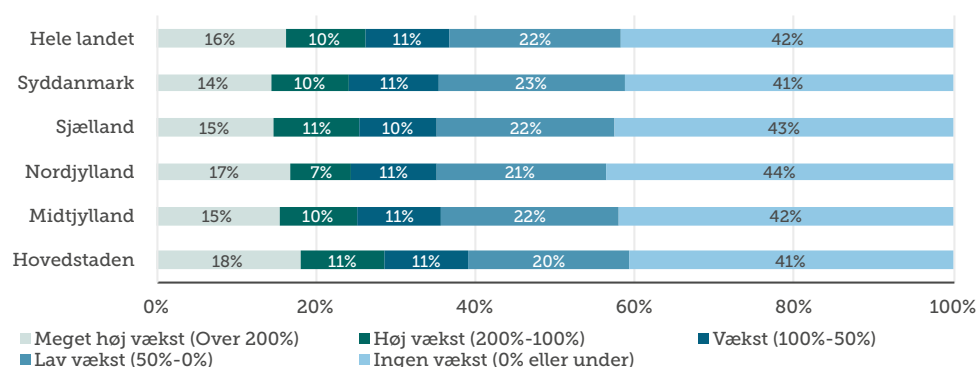
krone. Igen ses samme billede som på tværs af brancherne. Der blev etableret mange flere anpartsselskaber i forhold til aktieselskaber, hvilket indikerer at lavere kapitalkrav giver flere selskabsetableringer.

Hvert fjerde selskab har høj eller meget høj vækst

I forhold til vækst ser analysen på to parametre; vækst i balancen og vækst i egenkapitalen.

Ses der på vækst i balancen, som giver et billede af om selskaberne har udbygget deres aktiver, kan vi se, at 16 pct. af de selskaber, som er etableret i 2009 har vækstet mere end 200 pct. fra 2011 til 2016. På modsatte side havde 42 pct. af selskaberne ingen vækst eller negativ vækst.

Figur 4
Vækst i balancen 2011-2016 fordelt på regioner (pct.)
Kilde: Experian og FSR-beregninger



Vækst i den regnskabsmæssige balance

Balancen er den samlede værdi af selskabets aktiver (maskiner, varelager, mv.) henholdsvis passiver (egenkapital og gæld eksempelvis varekreditorer, lån mv.)

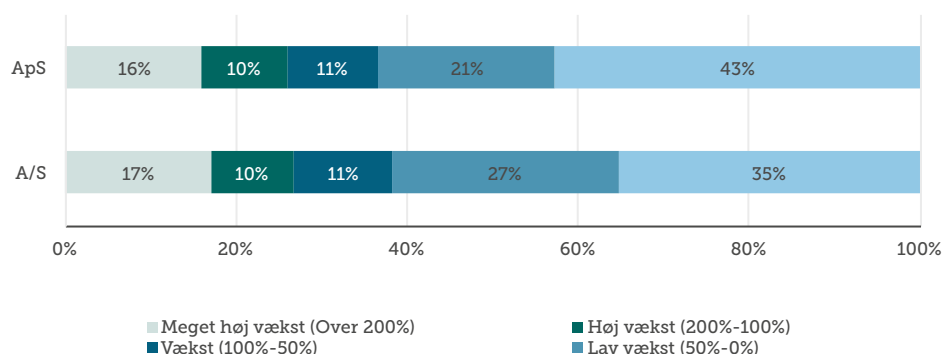
Vækst i egenkapitalen

Egenkapitalen viser, hvor stor en del af virksomhedens samlede aktiver, der ikke er finansieret af fremmedkapital (gæld).

Vækst og selskabsform

I kategorierne Meget høj vækst, Høj vækst og Vækst har aktieselskaberne og anpartsselskaberne nogenlunde samme fordeling. 43 pct. af anpartsselskaberne har dog oplevet ingen eller negativ vækst, hvor det kun er gældende for 35 pct. af aktieselskaberne.

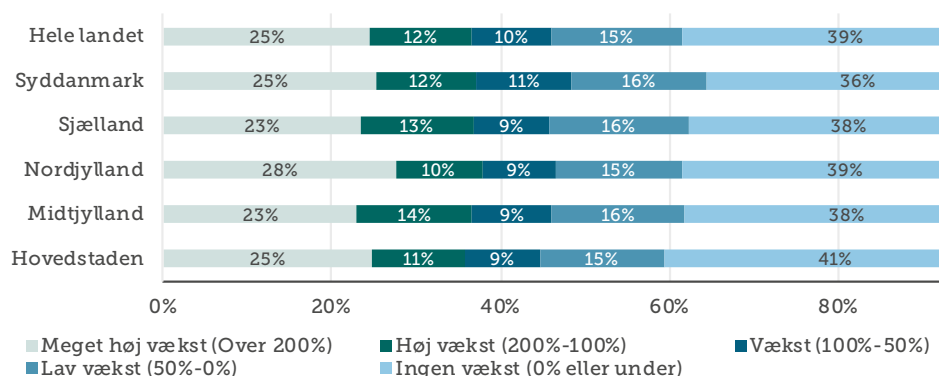
Figur 5
Vækst i balancen 2011-2016 fordelt på selskabsform (pct.)
Kilde: Experian og FSR-beregninger



Vækst i egenkapitalen

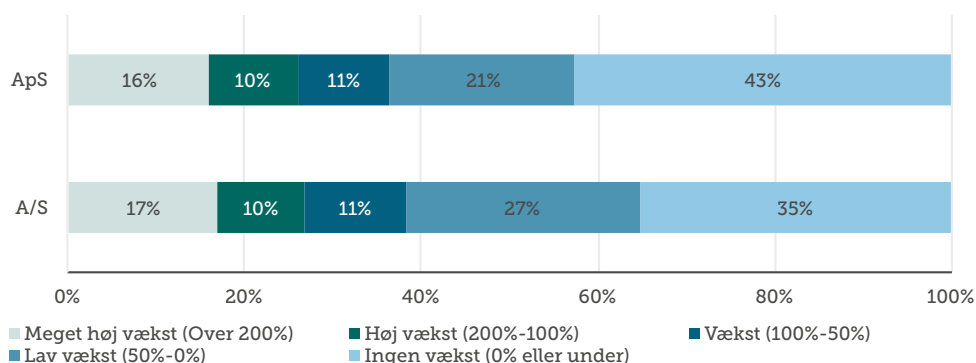
Væksten i egenkapitalen viser, hvor stor en del af virksomhedens samlede aktiver der ikke er finansieret af fremmedkapital, altså gæld, hvilket bør øge dens økonomiske

Figur 6
Vækst i egenkapitalen fordelt på regioner (pct.)
Kilde: Experian og FSR-beregninger



værdi. Tallet skal dog tages med forbehold, da nogle selskaber eksempelvis vælger at udlodde udbytte eller nedbringe egenkapitalen på anden måde, uden at selskabet af den grund ikke er værdifuldt. Et selskab kan altså godt have vækst i egenkapitalen inden for et år, der ikke kan ses af egenkapitalen, som fremgår af det indberettede årsregnskab til Erhvervsstyrelsen. Flere selskaber har oplevet høj vækst i egenkapitalen. 25 pct. af selskaberne havde en vækst i egenkapitalen på mere end 200 pct., mens 39 pct. af selskaberne havde ingen eller negativ vækst. Egenkapitalen kan modsat balancen være negativ, hvilket vil sige, at virksomheden har højere gæld end værdien af dens aktiver.

Figur 7
Vækst i egenkapitalen fordelt på selskabsform (pct.)
Kilde: Experian og FSR-beregninger



Vækst i egenkapital på tværs af selskabsformer

Der er 26 pct. af aktieselskaberne og 24 pct. af anpartsselskaberne, som har en vækst på mere end 200 pct. i egenkapitalen. Igen er det anpartsselskaberne, der har den mindste vækst. Det ses mest markant i kategorien Ingen vækst, hvor fire ud af ti anpartsselskaber ingen eller negativ vækst har, mens det gælder for tre ud af ti aktieselskaber.

Tabel 2
Etablering- og overlevelsesrater på selskaber fordelt på brancher (antal og pct.)
Kilde: Experian og FSR-beregninger

	2009	2011	2016
A: Landbrug, skovbrug og fiskeri	149	89 %	74 %
B: Råstofindvinding	10	80 %	70 %
C: Industri	610	79 %	56 %
D: Energiforsyning	43	98 %	81 %
E: Vandforsyning og renovation	85	96 %	93 %
F: Bygge og anlæg	1.090	76 %	52 %
G: Handel	2.118	75 %	50 %
H: Transport	307	67 %	44 %
I: Hoteller og restauranter	494	63 %	40 %
J: Information og kommunikation	925	86 %	60 %
L: Ejendomshandel og udlejning	1.098	94 %	80 %
M: Vidensservice	1.281	86 %	63 %
N: Rejsebureauer, rengøring og anden operationel service	677	80 %	58 %
O: Off.administration, undervisning og sundhed	3	67 %	67 %
P: Undervisning	90	86 %	57 %
Q: Sundhed og socialvæsen	228	92 %	75 %
R: Kultur og fritid	138	75 %	52 %
S: Andre serviceydelser mv.	117	81 %	61 %
X: Uoplyst aktivitet	2.396	56 %	40 %

Metode

I analysen er der kun medtaget aktieselskaber (A/S) samt anpartsselskaber (ApS), da disse selskaber skal indberette et årsregnskab til Erhvervsstyrelsen, der offentliggør dem. Branchen Finansiering og forsikring er udeladt, da disse selskaber ofte har ekstrem høj vækst eller ingen vækst.

Analysen ser på selskaber, som blev etableret i 2009. 2011 og 2016 er valgt som de to år, hvor analysen ser om 2009-selskaberne stadig eksisterer, altså om de har overlevet. I 2009 blev der etableret 11.859 selskaber, hvor 8.975 selskaber stadig eksisterede i 2011 og 6.490 selskaber i 2016.

Analysen ser på om selskaberne er aktive som selvstændige selskaber. Det vil sige, at ved fusioner og lignende – hvoraf eksempelvis to selskaber fortsætter som ét – indgår kun det fortsættende selskab som aktivt.

Væksten er beregnet ved at tage den relative ændring i henholdsvis balancen og egenkapitalen for hvert selskab fra 2011 til 2016 og bliver præsenteret i pct. Det er kun selskaber, som har overlevet hele perioden, som medtages i denne del af analysen. I vækstberegninger for balancen er der fjernet 24 selskaber grundet manglende tal for balance. I vækstberegninger for egenkapitalen er der fjernet 35 selskaber grundet manglende tal for egenkapitaler samt selskaber med en egenkapital på nul det ene af årene af beregningsmæssige hensyn.



