

Ventureinvestorerernes pre-investeringsproces

- Et empirisk studie iblandt danske ventureinvestorer

Kandidatafhandling

Udarbejdet af:

Morten Richter Heller

Vejleder: Thomas Kaas Selsø

Censor: _____

Afleveringsdato: 1. oktober 2013

Antal anslag/normalsider: 183.257/80,6

Cand. merc. aud.

Institut for Regnskab og Revision

Copenhagen Business School 2013

English title: The venture investors' pre-investment process

Executive summary

This master thesis investigates how Danish venture investors analyze the investment proposals they encounter. The focus is on investment proposals from entrepreneurial firms which provide the investors with a lot of uncertainties. The objective of this master thesis is also to make comparisons between the formal and informal Danish venture investors. The investigation is based on case studies of seven Danish venture investors. Four of which are formal investors and three who are informal investors. The investors were asked about their overall analysis strategy when investigating the investment proposals, and they were also asked to deliver examples from concrete investments.

The results of the investigation point towards that the investors as a group put a lot of emphasis on several aspects about the entrepreneurial firm in their analysis. The main aspects are: the entrepreneur and his qualifications, the product and the technology, the market potential, financial needs and exit opportunities. It is important for the investors that the product or the technology has a high level of innovation which potentially can give the entrepreneurial firm a unique position in the market. In five of the seven case examples the contact between the investor and the entrepreneurial firm has been established through network contacts, which suggests that the investors have a preference for entrepreneurial firms who have come to their attention through this source. Especially in their screening process the investors also puts a lot of emphasis on the investment proposals' financial needs and whether or not the proposal fits the investors' strategy. During the pre-investment process¹ the investors do not make any predictions about the investment proposals value using the recognized valuation models such as the DCF-model, multiples etc. The reason for this is that the future profits and cash flows of these entrepreneurial firms is too uncertain to be predicted and that they have no or little historical financial records. Instead all seven investors try to find comparable deals concerning similar firms and at least one of the investors use some "homemade"-models to make the valuations. Because of these difficulties the investors to a great extend rely on their gut feeling and dialogue with for example trade experts, potential customers etc. The investigation has unveiled a few differences between the formal and informal investors. The most noticeable of these differences is that the formal investors use considerably more resources during their due diligence. The investigation also suggests that the formal investors use more extensive investment agreements and receives more investment proposals than the informal.

¹ The proces from the initial contact with the investment proposal and until the investment agreement has been signed.

Indholdsfortegnelse

1. Indledning	6
1.1 Motivation.....	7
1.2 Problemformulering.....	7
1.3 Arbejdsspørgsmål og analysestrategi.....	8
1.4 Afgrænsning.....	9
1.4.1 Begrebsafklaringer	11
2. Metode	12
2.1 Teoretisk forankring.....	12
2.2 Empiriindsamling.....	13
2.2.1 Interviewprocessen.....	15
2.2.2 Validitet og reliabilitet	16
3. Ventureinvestorenes investeringsproces.....	18
3.1 Faserne i investeringsprocessen	18
3.1.1 Kontaktskabelse	20
3.1.2 Screening.....	21
3.1.3 Due diligence	24
3.1.4 Forhandling	29
4. Analyse.....	32
4.1 Ventureinvestorenes karakteristika.....	32
4.2 Proces	35
4.2.1 Fra henvendelse til investering	38
4.3 Kontaktskabelse	39
4.4 Screening.....	41
4.4.1 Firm-specific screen.....	42
4.4.2 Generic screen.....	44

4.4.3 Sammenligning af investorerne	47
4.5 Due Diligence	48
4.5.1 Plan.....	49
4.5.2 Produkt og teknologi.....	49
4.5.3 Marked	51
4.5.4 Entreprenøren og teamet	53
4.5.5 Omverden.....	56
4.5.6 Finansiering og exit.....	57
4.5.7 Værdiansættelse	59
4.5.8 Sammenligning af investorerne	64
4.6 Forhandling	66
4.6.1 Investeringsaftalen	66
4.6.2 Finansieringsform og ejerandele.....	68
4.6.3 Milepæle.....	72
4.6.4 Sammenligning af investorerne	74
5. Konklusion	76
6. Perspektivering.....	81
7. Kildeliste	83
7.1 Litteraturliste.....	83
7.4 Internethenvisninger.....	85
7.5 Bilag.....	85
8. Appendix.....	87
8.1 Redegørelse for arbejdsspørgsmål	87
8.2 Udviklingsfaser i venturefinansierede virksomheder	87
8.3 Venturefeltet – entreprenører og investorer	89
8.3.1 Entreprenørerne.....	90

8.3.2 Ventureinvestorerne	94
8.4 Post-investeringsaktiviteter	99
8.5 Exit.....	100
8.6 ”Høker kalkulen”	102
8.6.1 Refleksioner omkring ”Høker kalkulen”	102

1. Indledning

Alle taler i disse år om den økonomiske krise, som har givet en opbremsning i verdensøkonomien. Politikerne i bl.a. Danmark prøver med diverse (vækst)tiltag/pakker at stimulere økonomien, for på den måde at få sat gang i væksten. Innovation udgør ifølge Søren Hougaard² den væsentligste drivkraft bag økonomisk vækst i vores del af verden. Venture kapitalens betydning for de innovative iværksættere er altafgørende, da den oftest er den eneste mulige finansieringskilde for dem (Hougaard 2010: 12).

Venture kapital består overordnet af to kategorier af investorer, henholdsvis formelle og uformelle ventureinvestorer³. Ifølge Vækstfondens opgørelser foretog de danske venture selskaber (de formelle investorer) i 2011 investeringer for 1,7 mia. kr. (Vækstfonden 2012: 6-7)⁴. Til forskel fra de formelle investorer så er de uformelle investorer typisk ret diskrete omkring deres investeringer, hvilket giver visse udfordringer bl.a. i forhold til at komme i kontakt med dem og herunder få opgjort, hvor mange midler de investerer i entreprenørvirksomheder. På baggrund af en undersøgelse foretaget af netværket "Business Angels Copenhagen" (BAC) samt deres egne opgørelser over forretningsengle og deres aktiviteter har DVCA (Danish Venture Capital and Private Equity Association) vurderet, at danske forretningsengle i 2012 bidrog med investeringer for omkring 1 mia. kr. i de danske iværksættervirksomheder⁵. Søren Hougaard vurderer, at dette estimat er forholdsvist lavt, og at det reelle tal med stor sandsynlighed er det dobbelte (Jasper 2013). Der er derfor ikke nogen tvivl om, at begge grupper af investorer bidrager med væsentlige kapitalsummer til de danske entreprenørvirksomheder, som de kan have svært ved at skaffe hos andre finansieringskilder. Investorerne spiller derfor en vigtig rolle for samfundsøkonomien, selvom de formentlig har andre motiver. Det er derfor interessant at undersøge, hvilke faktorer og analyser de foretager, når de undersøger de entreprenørvirksomheder, som er interesseret i at modtage investeringer fra dem.

² Adjungeret professor på CBS, selv investor og forfatter til flere bøger omkring venture kapital og iværksætteri.

³ For begrebsafklaring se afsnit 1.4.1.

⁴ Nyere tal udkommer formentlig ultimo 2013.

⁵ DVCA estimerer at der findes omkring 1.000 forretningsengle på landsplan i Danmark, og BAC har i deres undersøgelse fundet frem til, at deres medlemmer i snit har investeret 1 mio. kr. pr. person i danske iværksættervirksomheder. Det må forudsættes at investeringer fra familie, venner og andre nært tilknyttede personer ikke er medregnet i denne opgørelse.

1.1 Motivation

Nærværende afhandling udspringer af en nysgerrighed omkring, hvordan investorerne udvælger de virksomheder, som de foretager investeringer i. Dette er der en del andre, som også har undersøgt bl.a. Mörch og Wassermann (2002). De har set på hvilke dele af informationsgrundlaget, i den strategiske analyse og i værdiansættelsen, der har størst betydning i praksis ved investeringer i nyopstartede virksomheder. Det er nogle af de samme aspekter, jeg godt kunne tænke mig at undersøge nærmere igennem casestudier af forskellige ventureinvestorerers konkrete investeringer, og selve den proces de går igennem, samt hvilke faktorer ved virksomhederne de lægger vægt på.

Nærværende afhandling vil afdække, hvordan de unoterede entreprenørvirksomheder værdiansættes i de konkrete cases. Det, som jeg finder mest interessant, er at blive klogere på, hvilke faktorer investorerne lægger vægt på i deres analyse af virksomhederne og herunder også, hvordan denne analyse kommer til udtryk i den investeringsaftale, som indgås med den pågældende entreprenørvirksomhed. Ved at undersøge nogle konkrete investeringer er det dermed håbet, at jeg vil kunne komme endnu mere i dybden og på den måde bidrage med noget, som kan supplere den statistik, der allerede findes på området, bl.a. ved at få afdækket endnu flere detaljer omkring investorernes analysearbejde.

Jeg har valgt at inddrage de uformelle investorer i denne undersøgelse, da de som skitseret i indledningen udgør en væsentlig del af det danske venture marked. Viden om danske forretningsengle er forholdsvis begrænset, hvilket sammen med deres betydning for det danske venture marked gør det oplagt at inddrage dem i nærværende afhandlings undersøgelse. Det er derfor interessant at undersøge nærmere, hvordan de formelle og de uformelle ventureinvestorer griber deres investeringsproces an på, samt indenfor hvilke områder de adskiller sig fra hinanden.

1.2 Problemformulering

Nærværende afhandling vil på baggrund af ovenstående betragtninger undersøge følgende problemformulering:

Hvilke faktorer og analyser lægger danske ventureinvestorer vægt på, når de skal vurdere en entreprenørvirksomhed, og hvilke forskelle kan identificeres imellem hvordan de uformelle ventureinvestorer og de formelle ventureinvestorer griber processen og analyserne an på?

Med det første led af problemformuleringen er det sigtet at undersøge de specifikke faktorer ved iværksætterprojekterne, som de danske ventureinvestorer lægger vægt på, når de vil træffe beslutning, om de vil investere i et projekt eller ej. Her tænkes på faktorer såsom projektets ledelse (entreprenøren), strategisk analyse af markedet for ydelsen/produktet, og diverse ydre faktorer, der kan tænkes at påvirke den pågældende branche (f.eks. lovgivning) m.fl. Derudover er der så de analyser (f.eks. brancheanalyse), analysemodeller (SWOT, Porters Five Forces m.fl.) og værdiansættelsesmodeller, som investorerne benytter sig af, når de skal systematisere deres viden om det pågældende projekt. Specifikt i forhold til værdiansættelsesmodellerne så skal de skabe grundlaget for at vurdere, hvor stor en investering investorerne vil foretage, og om investeringen har udsigt til at give et tilfredsstillende afkast. Med værdiansættelsesmetoder tænkes her på modeller såsom DCF-modellen (discounted cash flow), APV-metoden (adjusted present value), diverse multipler (såsom EBIT, EBITDA og P/E) og substansværdien (likvidationsværdien) m.fl. Værdiansættelsesmodellerne kan være med til at sætte de valgte faktorer og øvrige analyser i perspektiv, såsom om vurderingerne af de enkelte faktorer er realistiske. Hvordan faktorerne påvirker investeringsaftalen vil ligeledes blive belyst.

Andet led af problemformuleringen sigter imod at undersøge, hvilke forskelle der kan identificeres imellem de to overordnede grupper af investorer og deres måder at gribe ovennævnte analyser og investeringsaftaler mv. an på.

1.3 Arbejdsspørgsmål og analysestrategi

For bedre at kunne operationalisere problemformuleringen har jeg valgt at udarbejde nedenstående arbejdsspørgsmål. I forhold til hvert af arbejdsspørgsmålene vil analyserne forholde sig til andet led i problemformuleringen, hvor der er fokus på forskellene imellem de formelle og de uformelle

ventureinvestorer og deres investeringsprocesser⁶. Der vil i rapporten blive lagt mest vægt på arbejdsspørgsmål 3.

1. Hvordan kommer ventureinvestorerne i kontakt med de virksomheder, som de ender med at investere i?
2. Hvilke faktorer ved entreprenørvirksomhederne lægger de danske ventureinvestorer vægt på, når de screener disse og træffer beslutning om, at de vil undersøge disse virksomheder nærmere?
3. Hvilke faktorer lægger de danske ventureinvestorer vægt på, når de vælger at undersøge entreprenørvirksomhederne nærmere (foretage due diligence), inden der træffes beslutning om at indgå i forhandlinger med personkredsene bag virksomhederne?
4. Hvilke analysemodeller benytter de danske ventureinvestorer sig af for at systematisere og kvantificere de faktorer, som de har fundet frem til igennem deres undersøgelser af entreprenørvirksomhederne?
5. Hvordan kommer den viden, som de danske ventureinvestorer har opnået igennem deres hidtidige undersøgelser af entreprenørvirksomhederne til udtryk i investeringsaftalerne?

Nærværende afhandling tager udgangspunkt i, at forløbet, hvor en investor er involveret i en entreprenørvirksomhed, kan opdeles i følgende seks faser: kontaktskabelse (skabe et deal-flow⁷), screening (overfladisk analyse af virksomheden), due diligence (dybere analyse af virksomheden), forhandling (indgåelse af investeringsaftale mm.), post-investeringsaktiviteter (f.eks. monitorering og tilførsel af ikke-finansielle kompetencer) og exit (salg eller likvidation)⁸.

1.4 Afgrænsning

De fire faser, kontaktskabelse, screening, due diligence og forhandling er dem, der vil blive undersøgt nærmere i nærværende afhandling. Det er kun danske ventureinvestorer, som er genstandsfeltet for de kvalitative undersøgelser udført i forbindelse med afhandlingen. Der kan

⁶ For nærmere beskrivelse af baggrunden for hver af de fem arbejdsspørgsmål se appendix 8.1.

⁷ Begreb som beskriver, med hvilken hyppighed den pågældende investor modtager investeringsforslag fra entreprenører.

⁸ Se afsnit 3.1 for nærmere definitioner og begrundelse for opdelingen.

derfor godt være forskelle imellem danske ventureinvestorer og ventureinvestorer fra andre lande. Det er ikke sigtet at undersøge disse forskelle nærmere. Forfatteren er opmærksom på, at nogle af de teorier og undersøgelser, som benyttes, bygger på undersøgelser af venture investorer fra andre lande. Fokus vil være på ventureinvestorer, som investerer i entreprenørvirksomheder i de tidlige udviklingsfaser, hvorfor afhandlingen afgrænser sig fra investorer, som investerer i mere etablerede entreprenørvirksomheder. Interviews med porteføljevirksohmederne omkring deres oplevelser med investorerne er fravalgt for at give plads til at tale med så mange investorer som muligt. Sådanne interviews kunne muligvis have bidraget med nyttig viden bl.a. i relation til forhandlingsfasen. Afhandlingen afgrænser sig således fra selve forhandlingssituationen.

Fokus er på de analyser, som investorerne foretager, inden de indtræder i selskabets ejerkreds og ikke de analyser, som de senere hen i investeringsfasen måtte foretage. Det forudsættes, at læseren har kendskab til de mest anerkendte værdiansættelsesmodeller (såsom DCF, multipler, EVA osv.) og analysemodeller (såsom SWOT og Porters Five Forces). Udgangspunktet for nærværende afhandling er, at førnævnte modeller er universelle på tværs af brancher (Plenborg & Gruelund 2002: 14).

Eftersom de kvalitative studier af de udvalgte cases ikke er statistisk repræsentative for den samlede population af danske ventureinvestorer, vil afhandlingens konklusioner kun kunne sige noget om de investorer og de cases, som er genstand for afhandlingens undersøgelse. Det kan selvfølgelig ikke udelukkes, at konklusionerne er generaliserbare i forhold til den fulde population, men dette vil ikke være muligt at udtale sig om med tilstrækkelig statistisk nøjagtighed. De skattemæssige forhold for investorerne og andre politiske tiltag, der kan have indflydelse på investorerens beslutninger, vil der ikke være fokus på i denne afhandling. Det er heller ikke sigtet at se på selve investeringsaftalen og dens juridiske indhold, men nærmere at se på selve substansen af den aftale der indgås imellem investor og entreprenør.

1.4.1 Begrebsafklaringer

- **De danske ventureinvestorer:** investorer såsom uformelle investorer (forretningsengle) og formelle investorer herunder innovationsmiljøerne og de private venture fonde (inkl. corporate venture capital fonde), som har base i Danmark og foretager investeringer i danske entreprenørvirksomheder.
- **De formelle investorer (også kaldet institutionelle venture kapitalister):** er typisk organisationer, som har professionelle folk ansat til at investere og administrere de penge, som de får til forvaltning fra f.eks. pensionskasser, rige enkeltpersoner m.fl. Som en speciel del af den store gruppe af formelle investorer kan også nævnes ”corporate venture capital”, som adskiller sig fra de øvrige formelle investorer ved, at det er en virksomhed eller et datterselskab af en virksomhed med en etableret forretning, der foretager investeringer direkte i iværksættervirksomheder (Landström 2007: 5f)⁹.
- **De uformelle investorer:** dækker over en række forskellige investortyper, men fælles for dem er, at de er private individer, som investerer deres egne penge direkte i unoterede virksomheder (evt. igennem en selskabskonstruktion). Der er flere forskellige definitioner på, hvad der kendetegner uformelle investorer og ikke mindst, hvad der kan karakteriseres som forretningsengle (”business angels”), hvilket ofte er to begreber der bruges i flæng om den samme gruppe mennesker (Landström 2007: 8-9)¹⁰.
- **Entreprenørvirksomheder:** Begrebet dækker over en rimelig bred population af virksomheder og selskaber, som grundet deres innovative karakter er interessante for ventureinvestorerne. Der kan således være tale om en entreprenør med en god ide, som har brug for hjælp til at komme i gang, men også virksomheder der har brug for kapital f.eks. til at få markedsført deres produkt. Begrebet ekskluderer bl.a. etablerede virksomheder, som ønsker at rejse kapital til udvidelsen af deres forretninger¹¹.
- **Produkter:** Begrebet vil blive brugt som en samlet betegnelse for fysiske varer, tjenesteydelser osv.
- **Pre-investeringsproces:** Består af alle de aktiviteter som investorerne foretager ind til den endelige investeringsaftale er underskrevet¹².

⁹ For grundigere præsentation se appendix 8.3.2.1.

¹⁰ For grundigere præsentation se appendix 8.3.2.2.

¹¹ For uddybning af entreprenørbegrebet se appendix 8.3.1.

¹² For uddybning se kapitel 3.

2. Metode

I dette kapitel vil der blive redegjort for afhandlingens metodemæssige overvejelser og valg, samt hvilke konsekvenser disse må formodes at have for afhandlingen. Kvalitative interviews med udvalgte danske ventureinvestorer (cases) er den primære kilde til empiri i nærværende afhandling. Der vil derfor i dette kapitel blive redegjort for, hvordan udvælgelsen har fundet sted, hvordan kvalitetsvurdering af undersøgelsen er foretaget, samt hvordan interviewsituationen er blevet grebet an. Derudover vil afhandlingens teoretiske fundament kort blive præsenteret og kritisk reflekteret. Størstedelen af både de danske og udenlandske undersøgelser indenfor samme felt, som nærværende afhandling også beskæftiger sig med, har primært en kvantitativ tilgang til at undersøge feltet. I forbindelse med afhandlingens udarbejdelse er det derfor blevet valgt at foretage en kvalitativ undersøgelse for at kunne bidrage på en lidt mere nuanceret måde til den viden, der er om feltet.

2.1 Teoretisk forankring

Nærværende afhandling trækker på en række teorier både i forhold til den overordnede investeringsproces, men også mere specifikt omkring de faktorer som ventureinvestorerne analyserer, når de forholder sig til et investeringsforslag. I forhold til selve ventureinvestorenes investeringsproces fra de kommer i kontakt med entreprenørvirksomheden og til de sælger/likviderer deres ejerandel, benytter afhandlingen primært en ældre model udviklet af Tyzoon Tyebjee og Albert Bruno tilbage i 1984. Artiklen, hvori denne model fremgår, er en af de mest citerede indenfor feltet, hvilket understreger dens fortsatte relevans og store indflydelse på den efterfølgende forskning. I 1994 præsenterede Vance Fried og Robert Hisrich en opdateret version af Tyebjee og Bruno's model, der også vil blive benyttet i afhandlingen som supplement til netop Tyebjee og Bruno's model.

I forhold til de faktorer som ventureinvestorerne analyserer, når de forholder sig til et investeringsforslag, så benytter afhandlingen sig af flere forskellige teorier for at afdække de forskellige faktorer. Der er dog en del af faktorerne, som går igen i undersøgelseerne. Af kilder til

disse faktorer kan bl.a. nævnes: Tyebjee & Bruno (1984), Fried & Hisrich (1994), Landström 2007, Maxwell et al. (2011) og Van Osnabrugge (2000). Van Osnabrugge har foretaget et af de få komparative studier af formelle og uformelle investorer som findes, hvilket gør hans undersøgelse meget relevant for nærværende afhandling, da den ligeledes undersøger forskellene imellem de formelle og de uformelle investorers tilgang til investeringsprocessen.

Et oplagt kritikpunkt ved et par af de inddragede teorier er, at de er af ældre dato, men som nævnt er der tale om meget anerkendte teorier, som fortsat er relevante i vores nutid. I litteraturen er der en del strid om, hvilke undersøgelsesmetoder som har mulighed for at indfange investorernes overvejelser bedst muligt. Flere af de undersøgelser, der benytter sig af ”live”-eksperimenter¹³, kritiserer de retrospektive undersøgelser¹⁴ for at lide under hukommelsesbias. Dette henfører til, at ”live”-eksperimenterne kommer frem til en anden prioriteringsrækkefølge af faktorerne (såsom entreprenøren, markedet for produktet osv.), end tilfældet er for de retrospektive undersøgelser. Da de fleste, af de i afhandlingen benyttede teorier, bygger på retrospektive undersøgelser, vil denne kritik være rettet imod disse teorier (Landström 2007: 180-181). Dette anses dog ikke som noget væsentligt problem, da afhandlingen ikke har sigte på at få verificeret en decideret prioriteret liste over faktorerne. Hovedparten af de anvendte teorier bygger på udenlandske data, hvilket grundet bl.a. kulturforskelle ikke kan udelukkes at besværliggøre benyttelsen af disse i forhold til en dansk kontekst. Tidspunktet for, hvornår de forskellige publikationer er udgivet, fortæller noget om, hvilken kontekst de skal bedømmes ud fra. Et eksempel på dette kan være, om de er publiceret før eller efter at den økonomiske krise startede, som vi nu befinder os i.

2.2 Empiriindsamling

Undersøgelsen til nærværende afhandling bygger på en kvalitativ interviewundersøgelse med udvalgte respondenter/cases. Formålet med undersøgelsen er primært eksplorativt, men til dels også forklarende/forstående, hvilket betyder, at formålet er at udforske de faktorer, som investorerne analyserer. Ydermere er det formålet at forklare/forstå, hvordan de benytter denne viden i forhold til

¹³ Af disse metoder kan nævnes ”verbal protocol analysis” (investorerne fortæller, hvad de tænker, imens de analyserer den pågældende virksomhed), ”conjoint analysis” (investorerne skal foretage en række vurderinger, og på den baggrund kan deres præferencer identificeres)

¹⁴ Undersøgelser som f.eks. en spørgeskemaundersøgelse.

bl.a. værdiansættelse og investeringsaftale (Andersen 2002: 22-27). Udvælgelsen af respondenterne har været formålsbestemt ud fra afhandlingens problemstilling (Neergaard 2007: 11). Udvælgelsen af ventureinvestorerne (casene) har primært været ud fra, at det skulle være personer, som er involveret i pre-investeringsfaserne¹⁵ af investeringsprocessen. Målet med udvælgelsen af investorerne er at dække de traditionelle typer af danske ventureinvestorer, dvs. uformelle investorer og formelle investorer. Denne tilgang blev valgt for at få indsigt i de forskellige typer af ventureinvestorerens måde at gribe pre-investeringsfaserne an på og for at kunne foretage sammenligninger imellem dem. Et vigtigt kriterium er også, at investorerne skulle foretage investeringer i de helt tidlige faser af entreprenørvirksomhedernes udviklingsproces. Det er her, at usikkerheden er størst, og hvor virksomhederne endnu ikke har nået at vise deres fulde potentiale f.eks. i forhold til at sælge deres produkt eller få det klinisk godkendt (hvilket er specielt aktuelt i life science). Investorerne skulle have foretaget størstedelen af deres investeringer i danske entreprenørvirksomheder. Alle syv respondenter lever op til de ovennævnte krav.

Udover at fortælle generelt om deres pre-investeringsproces blev respondenterne også bedt om at udvælge en konkret virksomhed fra deres portefølje, som de kunne bruge til at komme med nogle håndfaste eksempler fra. Nedenstående er en oversigt over respondenterne og udvalgte karakteristika ved disse, deres investeringsstrategi og deres udvalgte virksomhedseksempler. For respondenterne 1-4 (de formelle ventureinvestorer) er der tale om informationer omkring den organisation, som de er ansat i, og for respondenterne 5-7 (de uformelle ventureinvestorer) er der tale om deres personlige informationer eventuelt påvirket af diverse investeringspartnere¹⁶.

¹⁵ For nærmere definition se kapitel 3.

¹⁶ I afsnit 4.1 er der en oversigt over de interviewede investorers personlige karakteristika.

Øversigt over afhandlingens cases/respondenter (nøgleinformationer)

Case/respondent (interviewnr.)	Investortype ¹⁷	Investeringsstrategi (fokusbrancher ¹⁸)	Investeringsstrategi (primære udviklingsfaser ¹⁹)	Virksomhedseksempels branche, udviklingsfase (ved initial investering)
1	Innovationsmiljø	Clean tech og IKT	Seed og Start-up	IKT, Seed/Start-up
2	Innovationsmiljø	Life science og IKT	Pre-seed og Seed	Life science, Seed
3	Venturefond	Alle	Seed, Start-up og Ekspansion	Life science, Seed
4	CVC	Life science	Seed og Start-up	Life science, Seed
5	Forretningsengel	Alle	Seed og Start-up	Underholdning, Start-up
6	Forretningsengel	Life science	Seed og Start-up	Life science, Start-up
7	Forretningsengel	Alle	Alle	IKT, Start-up

Kilde: Egen tilvirkning efter interview 1-7 (Bilag 1-7)

Det kan godt kritiseres at lade respondenterne selv vælge, hvilke konkrete virksomheder de vil fortælle om, men da det i sidste ende er dem, der bestemmer, hvor meget de ønsker at fortælle, blev denne tilgang valgt ud fra, at flere informationer og detaljer kunne forventes at blive delt med interviewerens. Flere af respondenterne har da også indrømmet, at det er nogle af deres bedre eksempler, de har valgt at fortælle om, dvs. virksomheder der efter, at investeringen blev foretaget, har klaret sig godt. Af væsentlig sekundær empiri kan nævnes Mörch & Wassermann (2002) og Vækstfonden (2002). Begge disse undersøgelser bygger overvejende på kvantitative data og er mere end 10 år gamle. Alderen på disse to undersøgelser gør, at nyere data ville være at foretrække, men da sådanne ikke forefindes er disse to undersøgelser benyttet med forbehold for, at de er af ældre dato.

2.2.1 Interviewprocessen

Tilgangen til de foretagne interviews er inspireret af Steinar Kvaales (1997) betragtninger omkring det semistrukturerede livsverdensinterview. Kvale beskriver interviewet som en samtale, der har en struktur og et formål, og som er en omhyggeligt udspørgende og lyttende metode, der har til hensigt at bidrage med en grundigt efterprøvet viden. Det semistrukturerede forskningsinterview er dog

¹⁷ Se appendix 8.3.2 for nærmere beskrivelser af de forskellige investortyper.

¹⁸ IKT = Informations- og kommunikationsteknologi, Life science = består bl.a. af virksomheder som udvikler og producerer lægemidler, vacciner og andre medicinske præparater og apparater, Clean tech = består bl.a. af produkter og forbedrede processer indenfor optimering af energiforbruget og reducere af miljøbelastningerne.

¹⁹ Se appendix 8.2 for nærmere redegørelse for de forskellige udviklingsfaser.

ikke en samtale imellem ligestillede parter, eftersom forskeren definerer og kontrollerer situationen samt kommer med kritiske opfølgende spørgsmål på respondentens svar (Kvale 1997: 19). Da jeg ikke ønsker, at rapporten skal være fortrolig, har jeg aftalt med informanterne, at de fremstår anonymt i denne. De foretagne interviews er blevet transskriberet (fem fuldstændigt og to i referatform²⁰) og er kun tilgængelige for afhandlingens vejleder og censor. Fire af interviewene er foretaget pr. telefon eller Skype-telefoni, og de resterende tre interviews er foretaget ved personligt fremmøde. Det har derfor ikke været muligt at tolke på respondenternes ansigtsudtryk ved fire af interviewene, hvilket ikke kan udelukkes at have haft en betydning.

Steinar Kvale er i sin tilgang til det semistrukturerende forskningsinterview inspireret af den videnskabsteoretiske retning, som kaldes hermeneutikken. En af grundantagelserne i hermeneutikken kaldes for ”den hermeneutiske cirkel”. Den hermeneutiske cirkel betegner den vekselvirkning, der løbende foregår mellem del og helhed. Rationalet bag denne vekselvirkning er, at delene kun kan forstås, hvis helheden inddrages, og omvendt kan helheden kun forstås i kraft af delene (Højberg 2004: 312-314). Da nærværende interviewundersøgelse, ligesom flere af de teorier som afhandlingen trækker på, indhenter retrospektive data fra respondenterne, kan også denne undersøgelse kritiseres for, om den indfanger de præcise data omkring faktorerne og specielt deres indbyrdes prioritering. Da de retrospektive metoder generelt er anerkendte og benyttet i mange undersøgelser, anses dette ikke som noget væsentligt problem i forhold til konklusionerne i afhandlingen. Pga. usikkerheden omkring prioriteringen af de respektive faktorer imellem de forskellige undersøgelsesformer, vil dette element ikke være særligt i fokus i afhandlingen.

2.2.2 Validitet og reliabilitet

Ved stort set enhver akademisk undersøgelse er det væsentligt at forholde sig til begreberne validitet og reliabilitet. Det er min vurdering, at validiteten i den til afhandlingen foretagne undersøgelse er høj, dvs. at den har undersøgt det, som den har haft til hensigt at undersøge. Dette begrundes med, at den semistrukturerede tilgang til interviewene har givet respondenterne mulighed for at komme med deres egne fortolkninger af fænomenerne, uden at disse på forhånd er afgrænsede, som det typisk er tilfældet i spørgeskemaundersøgelser. På denne måde sikres det, at

²⁰ Af praktiske årsager blev det valgt at to af interviewene skulle gengives i referatform (bilag 3 & 5).

undersøgelsen på fyldestgørende vis afdækker problemstillingen. Ifølge Neergaard styrker flere cases resultaternes præcision, validitet og stabilitet i forhold til en enkelt case, da der opnås større tiltro til resultatet. Ved at foretage flere casestudier elimineres tilfældige (u)overensstemmelser med den eksisterende teori eller tidligere cases (Neergaard 2007: 21-22).

Reliabiliteten, dvs. om populationen er repræsentativ for alle danske ventureinvestorer og derfor kan reproduceres med en helt anden population, hvorved de samme resultater vil opnås, er svær at bedømme, da målet med undersøgelsen ikke har været at opnå repræsentativitet. Målet har i stedet været at opnå dybde i afdækningen af problemformuleringen. Kvale benytter begrebet interviewreliabilitet, som primært har fokus på, hvorvidt det kan tænkes, at ledende spørgsmål har påvirket de svar, som respondenterne kommer med (Kvale 1997: 231). Igennem samtlige interviews har der været fokus på at undgå ledende spørgsmål, hvorfor denne ”del” af reliabiliteten anses som værende god.

3. Ventureinvestorerens investeringsproces

I dette kapitel vil der blive set nærmere på nogle af undersøgelserne og teorierne omkring de forskellige ventureinvestorerens proces i forbindelse med deres investeringer. Pga. afhandlingens fokus vil der primært blive set nærmere på den del af processen, som kan kaldes *pre-investeringsprocessen*. Med pre-investeringsproces forstås forløbet fra den indledende kontakt skabes, til investeringsaftalen er indgået med entreprenøren. Processen er typisk inddelt i nogle faser/aktiviteter, som investorerne kommer igennem som led i deres analyse af virksomheden. Hvis investorerne er tilfredse med de analyser, som de kommer frem til i løbet af processen, vil de indlede forhandlinger med entreprenøren, men ellers kan de vælge at droppe projektet, inden de når til forhandlingerne med entreprenøren²¹.

3.1 Faserne i investeringsprocessen

I en artikel fra 1984²² beskrev Tyzoon T. Tyebjee og Albert V. Bruno de fem faser, som de formelle ventureinvestorer, ifølge deres undersøgelser²³, typisk kommer igennem i investeringsprocessen. Den *første* fase valgte de at kalde for ”deal origination” (kontaktskabelse²⁴), hvilket er den fase, hvor kontakten til entreprenørvirksomheden opstår. Dette kan bl.a. ske ved, at entreprenøren selv tager kontakt til ventureinvestoren, eller investoren tager kontakt til virksomheden. Kontakten kan ligeledes komme i stand igennem netværksforbindelser. I denne fase er investoren interesseret i at skabe sig et deal-flow. Jo større deal-flow jo flere virksomheder at vælge imellem og dermed også et større sammenligningsgrundlag. Den *anden* fase kalder de for ”screening” (ditto), og i denne fase skimmer investoren typisk de modtagne papirer igennem (f.eks. forretningsplanen) og/eller overværer en præsentation af entreprenørvirksomheden. Der er i denne fase tale om en forholdsvis overfladisk analyse af entreprenørvirksomheden, hvilket gør fasen oplagt til at skimme/overvære en hel del investeringsforslag (Tyebjee & Bruno 1984: 1055-1057).

²¹ For definition og redegørelse for de typiske karakteristika ved entreprenørerne se appendix 8.3.1.

²² Titel: ”A model of venture capitalist investment activity”. Amerikansk undersøgelse.

²³ En af de mest citerede artikler indenfor venture kapital forskningen og en af de første til at kortlægge de formelle investorers investeringsproces (Landström 2007: 21-22).

²⁴ Den danske betegnelse, som nærværende afhandling har valgt at bruge for hver af faserne, står i parentes efter Tyebjee og Bruno’s begreber.

Den *trede* fase benævnes ”evaluation” (due diligence), og i denne fase gransker investoren investeringsforslaget nærmere og ser på aspekter såsom entreprenøren og dennes kompetencer, produktet og dets marked osv. Det er nogle af de samme aspekter, udover f.eks. om investeringen passer til investorens investeringsstrategi, der typisk bliver vurderet i screeningsfasen. I due diligence-fasen er det et fåtal af de screenede virksomheder, der bliver valgt ud til mere grundig undersøgelse, da investoren har fundet dem mest interessante ud fra sine kriterier. Den *fjerde* fase i processen er ”structuring” (forhandling), og det er i denne fase, at investoren indleder forhandlinger med entreprenøren selvfølgelig forudsat, at han har fundet virksomheden interessant nok. Det er i denne fase, at betingelserne for investeringen såsom samlet indskud, pris og diverse andre aspekter, som ønskes aftalt på forhånd, bliver fastlagt. Den *femte* og sidste fase kalder de for ”post-investment activities”. Denne fase indbefatter bl.a. de aktiviteter, som investoren bidrager med til virksomheden, efter investeringsaftalen er indgået f.eks. bestyrelsesarbejde, sparring om konkrete udfordringer mm., samt exit. Denne fase er i nærværende afhandling delt op i to faser (post-investeringsaktiviteter og exit) for at understrege, at der er tale om to væsentlige og forskellige faser i investerningsprocessen (Tyebjee & Bruno 1984: 1053-1054 & 1057f). De seks faser kan grafisk illustreres på følgende måde:



Kilde: Egen tilvirkning inspireret af Tyebjee & Bruno (1984)

Fried og Hisrich (1994) har arbejdet videre med Tyebjee og Brunos model, og deres teori vil blive inddraget til at supplere Tyebjee og Brunos model, når dette findes relevant. Stuart Paul et al. (2007) har med inspiration fra Tyebjee og Bruno og Fried og Hisrich udarbejdet en model over de uformelle investorers investeringsproces. Denne model afviger lidt fra de to andre modeller, som tager udgangspunkt i de formelle investorers investeringsproces. Af forskelle kan nævnes følgende. Den første fase i Paul et al.’s model kalder de for ”familiarisation stage”, hvor den indledende kontaktskabelse finder sted, og de første personlige relationer skabes. Paul et al.’s model indeholder heller ikke en decideret due diligence-fase, hvilket også adskiller deres model fra de to øvrige og er med til at understrege, at de uformelle investorer griber investeringsprocessen lidt anderledes an end

de formelle investorer. Da afhandlingen primært har fokus på de faktorer, som investorerne ser på, når de analyserer en virksomhed og ikke så meget selve processen, og hvilke faser der kan identificeres, vil denne model for de uformelle investorer ikke blive beskrevet yderligere men blot brugt som supplement til Tyebjee og Brunos model.

De efterfølgende afsnit er delt op i de fire første af de seks identificerede faser²⁵. Forskelle på, hvordan de forskellige typer af investorer griber de enkelte faser i processen an, vil ydermere blive fremhævet. Af hensyn til afhandlingens længde og CVC-investorenes vægtning i nærværende undersøgelse vil disse investorer i de følgende afsnit blive set sammen med de institutionelle investorer, under den tidligere nævnte fællesbetegnelse ”de formelle investorer”.

3.1.1 Kontaktskabelse

I deres undersøgelse finder Tyebjee og Bruno frem til, at der typisk er tre måder, hvorpå de formelle investorer kommer i kontakt med potentielle investeringsprojekter. Den *første* måde er, at entreprenøren uopfordret tager kontakt til investoren. Den *anden* måde er, at investeringsprojektet/entreprenøren bliver henvist til investoren af f.eks. andre indenfor venture branchen (såsom andre investorer, tidligere porteføljevirkksomheder m.fl.) eller eksterne aktører f.eks. banker. Den *tredje* måde er, at investorerne selv opsøger investeringsprojekterne f.eks. igennem løbende kontakt med diverse netværk og besøg på forskellige fagmesser. Størstedelen af de potentielle investeringsprojekter bliver ifølge undersøgelsen henvist til investorerne (Tyebjee & Bruno 1984: 1055-1056). Vance F. Fried og Robert D. Hisrichs undersøgelse iblandt amerikanske formelle ventureinvestorer viser ligeledes, at hovedparten af investeringerne bliver foretaget i entreprenørvirkksomheder, som er blevet henvist til dem fra forskellige personlige relationer (Fried & Hisrich 1994: 31-32).

²⁵ Pga. afhandlingens fokus på pre-investeringsprocessen vil læseren, hvis det har interesse, kunne læse lidt om post-investeringsaktiviteter og exit i appendix 8.4 og 8.5.

Antallet af henvendelser fra entreprenører til de formelle investorer kan svinge en del, hvilket nedenstående figur med statistik for innovationsmiljøerne tydeligt illustrerer²⁶.

Antal henvendelser fra potentielle iværksættere årligt (2010)

INNOVATIONSMILJØ	CAT	DSI	IMV	NOVI	SDTI	ØI
Antal henvendelser	200-300	450	120-140	80-100	150	250-325

Kilde: Oxford Research 2012, s. 28

Som det kan ses, er der stor forskel på, hvor mange henvendelser DSI²⁷ får, og hvor mange henvendelser NOVI får, selvom tallene er behæftet med en vis usikkerhed. Til sammenligning modtager de danske forretningsengle, ifølge Vækstfondens undersøgelse fra 2002, i gennemsnit ca. 3 forretningsplaner om måneden, hvilket på årsbasis giver ca. 35 forretningsplaner, som de bedømmer. De forretningsengle som har deltaget i Vækstfondens undersøgelse må derfor siges at have et fornuftigt deal-flow. Resultatet er dog ikke generaliserbart for alle forretningsengle eller uformelle investorer, da undersøgelsen er lavet iblandt forretningsengle registreret hos DBAN²⁸. Vækstfondens undersøgelse peger på, at størstedelen af forretningsenglene bliver henvist til entreprenørvirksomhederne igennem netværk, forretningsforbindelser osv. Der er dog stadigvæk en del virksomheder, som selv henvender sig til de danske forretningsengle (Vækstfonden 2002: 24).

3.1.2 Screening

Som det blev påvist i ovenstående afsnit, modtager de fleste ventureinvestorer en hel del henvendelser fra potentielle investeringsprojekter, og det ville derfor være meget ressourcekrævende at undersøge dem alle nærmere. Derfor vil næste fase i pre-investeringsprocessen typisk bestå i, at de indkomne investeringsforslag løbende screenes for at vælge dem ud som den enkelte investor finder interessante. Da de enkelte investorer typisk har forskellige investeringsstrategier (f.eks. brancher de fokuserer på), finansielle midler, investeringskriterier (såsom entreprenøren, teknologien, produktet osv.) osv. kan et

²⁶ Tallene bygger primært på estimer og til dels på registreringer.

²⁷ Se hvad forkortelserne står for og læs mere om de danske innovationsmiljøer under appendix 8.3.2.1.1.

²⁸ Forkortelse for "Danish Business Angel Network". DBAN eksisterer ikke længere, men aktiviteterne er blevet ført videre i DVCA og de fem danske netværk for forretningsengle.

investeringsforslag sagtens være interessant for én investor men ikke for en anden. Ifølge Tyebjee og Bruno er der fire kriterier som er væsentlige for screeningen af investeringsforslagene. Det *første* kriterium er ”størrelsen på den enkelte investering og ventureinvestorens investeringsstrategi”, hvilket skal forstås ud fra, at mange investorer foretrækker ikke at binde for store summer af deres disponible midler i et investeringsprojekt, samt at projektet skal passe til investorens investeringsstrategi (Tyebjee & Bruno 1984: 1056).

Det *andet* kriterium er ”Teknologien og virksomhedens branche-tilhørsforhold”. Da det ofte er ligeså meget en teknologi, som et egentligt produkt investorerne investerer i, er det vigtigt, at investoren forstår teknologien og kan se mulighederne i den. Ligeledes kan det være en fordel, hvis investoren har et kendskab til den branche, som virksomheden opererer indenfor. Investoren har måske præferencer for nogle brancher frem for andre. Det *tredje* kriterium er ”investeringsprojektets geografiske placering”. Baggrunden for dette er, at en del investorer godt kan lide, at virksomheden, de har investeret i, ligger forholdsvist tæt på deres egen base. De kan dermed holde rejseomkostninger nede samt nemmere interagerer med ledelsen i virksomheden. Det *fjerde* og sidste kriterium er ”udviklingsfasen”, som investeringsprojektet befinder sig i. Af de tidligere undersøgelser af ventureinvesteringer, som Tyebjee og Bruno henviser til, er der et mønster, som peger på, at virksomheder i seed-faserne primært bliver finansieret af uformelle investorer, og at de formelle investorer først investerer i virksomhederne, når de når start-up- og ekspansionsfaserne (Tyebjee & Bruno 1984: 1057).

Grænsen imellem de forskellige faser i pre-investeringsprocessen er forholdsvist flydende, hvilket også bevirker, at det er svært at afgrænse screeningsfasen præcist fra due diligence-fasen. Definitionen af hvad der hører til hvilken fase kan være forklaringen på, at Tyebjee og Bruno ikke nævner aspekter som entreprenøren og dennes kompetencer eller markedspotentialet for det pågældende produkt i deres gennemgang af screeningskriterierne. Disse kriterier bliver også ofte nævnt som væsentlige screeningskriterier. Tyebjee og Bruno kommer dog ind på disse kriterier i deres beskrivelse af due diligence-fasen. Investorer som fokuserer på bestemte brancher vil også typisk have fokus på forskellige kriterier. F.eks. kan det tænkes, at en investor, der fokuserer på biotek investeringer, har et screeningskriterium, som fokuserer på, om virksomheden har nogen

patenter indenfor den teknologi og/eller produkt, de producerer. Patenter er en god ting at have i de fleste brancher, men i nogle brancher kan de være svære at få eller ikke give særlig meget mening. Investorer med fokus på virksomheder, som er på forskellige udviklingsstadier, kunne ligeledes have mere fokus på nogle aspekter frem for andre (Landström 2007: 177-178).

Fried og Hisrich, hvis model over pre-investeringsprocessen bygger videre på Tyebjee og Brunos model, har valgt på baggrund af deres studier at opdele screeningsfasen i to faser, ”*VC Firm-Specific Screen*” og ”*Generic Screen*”. I den første af de to faser (VC Firm-Specific Screen) ser investorerne på de fire kriterier, som Tyebjee og Bruno har identificeret. I den anden af de to faser forholder investorerne sig til kriterier vedrørende entreprenøren, produktet osv., hvilket ifølge Fried og Hisrich er nogle generiske kriterier, som går igen igennem processen²⁹ (Fried & Hisrich 1994: 32).

Hvilke af førnævnte kriterier, som investorerne ligger mest vægt på i deres screening af investeringsforslagene, er der noget uenighed om imellem de forskellige studier, som igennem tiden er blevet foretaget. De retrospektive studier såsom Tyebjee og Bruno (1984) og MacMillan et al. (1985) kommer frem til, at entreprenøren og dennes team i virksomheden er det vigtigste kriterium, når investorerne skal vurdere et investeringsprojekt. ”Real time”-eksperimenterne, som bl.a. Hall og Hofer (1993) har foretaget kommer frem til, at de vigtigste kriterier i screeningsfasen er markedet for produktet og produktets egenskaber. Mitteness et al. (2012: 244, 259), som også foretog et ”real time”-studie, opstillede en hypotese i deres undersøgelse, hvor de formodede, at entreprenørens egenskaber var vigtigere end produktets (”opportunity strength”). De benyttede afvejningen af, om et investeringsforslag kom videre fra den indledende screening til en mere grundig due diligence-undersøgelse til at bedømme deres hypotese. Denne hypotese fandt de ikke noget belæg for, hvorfor den måtte forkastes. Forskellene på de forskellige studiers resultater kan skyldes, at ”real time”-eksperimenterne i højere grad kan isolere screeningsfasen fra due diligence-fasen, hvorimod i de retrospektive studier er dette sværere. De retrospektive studier kræver, at informanterne kan huske tilbage på processen og dele den op i faser og løbende analyser, hvilket kan være meget svært for informanterne (Landström 2007: 179-180). Van Osnabrugge finder i sin undersøgelse belæg for

²⁹ Disse vil blive behandlet i næste afsnit om due diligence-fasen.

hypotesen om, at formelle investorer er mere selektive end uformelle investorer i deres initiale screening af investeringsforslagene bl.a. pga. et større deal flow med en højere kvalitet (Van Osnabrugge 2000: 103).

3.1.3 Due diligence

Når den indledende screening af investeringsforslagene er blevet foretaget, træffer investorerne beslutning om, hvilke investeringsforslag de finder interessante nok til at undergå en nærmere granskning. Denne nærmere granskning skal sandsynliggøre, om forslagene har potentiale nok til, at investorerne vil indlede forhandlinger om en investering i virksomheden. Det er, som tidligere nævnt, nogle af de samme kriterier, der bliver analyseret i screeningsfasen. Typisk vil der dog være forskel på, hvor grundigt tingene bliver undersøgt i screenings- og due diligencefaserne.

En stor del af de virksomheder, som er ude for at skaffe venture kapital, har meget begrænset eller slet ingen forretningshistorik, hvilket er de virksomheder, som er interessante for nærværende undersøgelse. Investorerne bliver derfor nødt til at foretage subjektive vurderinger af virksomhedernes potentiale baseret på egne analyser og informationer fra virksomheden f.eks. i form af en forretningsplan. Investorerne foretager i den forbindelse en afvejning af risiciene og mulighederne for afkast, men det er sjældent, at disse overvejelser fører til fastlæggelsen af nogle konkrete afkastkrav eller fastlægning af sensitiviteten overfor fremtidige usikkerheder. Investeringsforslaget bliver i stedet for evalueret ud fra en subjektiv vurdering af en række kriterier (Tyebjee & Bruno 1984: 1053). Nedenstående tabel giver et samlet overblik over de evalueringskriterier, som udvalgte studier er kommet frem til, at ventureinvestorerne typisk ser på hos entreprenørvirksomhederne. Listen rummer kriterier identificeret både iblandt formelle og uformelle investorer og er ikke udtømmende.

Tabel over evalueringskriterier for venture investorer

Hovedkategorier	Underkategorier	Beskrivelse³⁰
Entreprenøren/ledelsen	Personlig integritet	Bl.a. det at personen lever op til, hvad vedkommende har stillet andre (investorerne) i udsigt.
	Track record	Hvad personen hidtil har opnået i sit professionelle liv og primært med fokus på tidligere bedrifter med venture virksomheder.
	Fleksibilitet	Det kræver meget arbejde at bygge en ny virksomhed op, hvorfor personen skal være arbejdsom og fleksibel.
	Ledelseserfaring	Erfaring fra tidligere bedrifter med at lede en virksomhed og drive den fremad.
	Tekniske kompetencer	Personens tekniske kompetencer ift. produktet og den benyttede teknologi.
	Kemi	Er der en god kemi imellem investor og entreprenør?
Produkt	Unikhed	Hvor unikt er produktet? Er der tale om noget, der ikke er lavet før, eller er der tale om en videreudvikling af noget eksisterende?
	Patentsituation	Hvilke patenter har virksomheden, eller hvilke patenter har den mulighed for at få. Vigtigt konkurrenceparameter i flere brancher.
	Behov	Hvilket behov opfylder produktet? Er det et produkt, der er rart at have, eller er det et produkt, der løser et vigtigt problem?
Marked	Adgang til markedet	Er der tale om et marked, der er let at komme ind på, eller et der er svært at komme ind på? Er der mange eller få substituerende produkter?
	Distributionskanaler	Hvordan skal produktet nå ud til slutbrugeren (direkte salg eller via eksterne distributører)? B-B el. B-C?
	Størrelse og vækstmuligheder	Hvor stort er markedet, og hvor stort har det potentiale til at blive?

³⁰ Denne kolonne er ikke udtømmende for alle aspekter af ”Hovedkategorierne” og ”Underkategorierne”, men skal ses som en kort beskrivelse af væsentlige aspekter ved disse.

Omverden	Lovgivning/staten	Er der lovgivning, der fremmer eller forhindre produktets egenskaber, marked osv.? Støtteprogrammer eller andre tiltag fra staten som kan fremme eller besværliggøre produktets tilbliven.
	Ny teknologi	Er der andre nye teknologier under udvikling, der kan påvirke mulighederne for produktet?
Finansiering og exit	Finansieringsbehov	Hvor stort et kapitalbehov har projektet for at kunne nå frem til et stadie, hvor investoren kan tænkes at kunne sælge sin ejerandel?
	Andre investorer	Er der andre investorer, som allerede har investeret i projektet, eller kan/skal der findes syndikeringspartnere?
	Exit-muligheder	Hvilke potentielle salgsmuligheder for investorens ejerandel kan identificeres (tilbagesalg til entreprenøren, salg til anden virksomhed, børsnotering osv.)?
	Investorinvolvering	Evt. krav til investorens aktive involvering for at projektet kan udvikle sig tilstrækkeligt.
	Geografisk placering	Hvor er virksomheden placeret ift. investorens base?
	Afkastpotentiale	Hvor stort et afkastpotentiale kan sandsynliggøres (ROI)?

Kilde: frit efter Fried & Hisrich 1994, Landström 2007, Maxwell et al. 2011 & Tyebjee & Bruno 1984.

Listen af kriterier, som ventureinvestorerne typisk undersøger i forbindelse med pre-investeringsprocessen, er, som det kan ses, forholdsvis omfattende. Det er da heller ikke alle investorer, som undersøger alle kriterierne, da det er individuelt, hvordan investorerne griber denne del af processen an, selvom der selvfølgelig er nogle fællestræk. I forhold til de uformelle investorer peger en del undersøgelser på, at denne gruppe af investorer lægger mest vægt på aspekter omkring entreprenøren (eller teamet) og dennes kompetencer, integritet og formåen samt markedspotentialet for virksomhedens produkt. De formelle investorer har også mest fokus på kriterierne omkring entreprenøren, produktet og dets markedspotentiale (Landström 2007: 178, 338).

Van Osnabrugge når i sine studier af engelske ventureinvestorer frem til, at de uformelle investorer ligger lidt mere vægt på entreprenøren end produkt/marked, hvorimod det forholder sig omvendt, når han ser på de formelle investorer. Dette mener Van Osnabrugge at kunne forklare med de to gruppers tilgang til investeringsprocessen og deres krav til, hvad der aftales på forhånd i investeringsaftalen. Disse aspekter vil blive behandlet yderligere i næste afsnit. Ifølge Van Osnabrugge udfører de formelle investorer væsentligt mere due diligence end de uformelle investorer, hvilket han bl.a. mener at kunne forklare med deres forskellige betingelser. De uformelle investorer investerer deres egne midler og skal ikke stå til regnskab overfor andre, som de formelle investorer skal. Samtidig har de formelle investorer typisk flere ressourcer til at udføre due diligence. De engelske uformelle investorer er også mindre sofistikerede og mere ad hoc-orienterede i deres tilgang til due diligence-processen end deres formelle kollegaer. Van Osnabrugge går så langt som til at sige følgende: *"they [de uformelle investorer] can invest on a gut feeling rather than based on comprehensive research"* (Van Osnabrugge 2000: 104). Noget kunne derfor tyde på, at de uformelle investorer i nogen udstrækning bruger deres "mavefølelse" til at afgøre, om de skal foretage den pågældende investering eller ej. En undersøgelse blandt canadiske uformelle investorer kommer frem til tilnærmelsesvis den samme konklusion om de uformelle investorers due diligence-proces. De har fokus på at skabe sig et overblik over forretningspotentialet og få et indblik i personerne bag projektet. I nærværende afhandlingsundersøgelse giver nogle af respondenterne også udtryk for, at "mavefølelse" spiller en rolle i deres investeringsbeslutning (Landström 2007: 336-337), (Van Osnabrugge 2000: 103-104).

Af danske undersøgelser omkring, hvilke faktorer investorerne ser på i deres analyser af entreprenørprojekterne, kan bl.a. nævnes Mörch og Wassermanns undersøgelse blandt danske formelle investorer³¹. I deres undersøgelse finder de frem til, at ledelsen er den væsentligste faktor ved et entreprenørprojekt, når investorerne vurderer, om de vil investere i projektet eller ej. Mere specifikt peger deres undersøgelse på, at ledelsen skal være troværdig, have erfaring og ambitioner. Den næst mest væsentlige faktor er know how, hvilket Mörch og Wassermann begrundes med, at de fleste entreprenørprojekter er vidensbaserede og derfor er afhængig af den know how, der er i

³¹ I deres tilfælde dækker begrebet over ventureselskaber, corporate finance afdelinger og investeringsbanker på det danske marked.

virksomheden. Den tredje mest væsentlige faktor ifølge Mörch og Wassermanns undersøgelse er forretningsplanen. Forretningsplanen er en indikator for, hvor gennemtænkt idéen er, og hvor langt entreprenøren er i processen. De fjerde og femte mest væsentlige faktorer er henholdsvis markedets udvikling, dvs. virksomhedens vækstpotentiale, og adgangsbarrierer som bl.a. kan være muligheden for immateriel beskyttelse af produktet (Mörch & Wassermann 2002: 94-95).

En undersøgelse iblandt danske forretningsengle foretaget i forbindelse med en afhandling på Århus Universitet peger på, at ”topscorene” over faktorerne hos de uformelle investorer er iværksætterens engagement og dennes/ledelsens kompetencer. Af øvrige faktorer kan nævnes virksomhedens budget, kapitalgrundlag og virksomhedens kapitalbehov. Faktorer såsom strategi og forretningsplan, og om produktet er salgbart bliver ligeledes vægtet højt. (Kristensen 2012: 16-17).

3.1.3.1 Værdiansættelse

En værdiansættelse er oftest en vigtig del af pre-investeringsprocessen, men den er også vigtig senere i investeringsprocessen, f.eks. hvis investoren vælger at sælge sine ejerandele i det pågældende selskab (exit). På baggrund af deres undersøgelser kommer Mörch og Wassermann (2002) frem til, at jo mere moden en virksomhed er, målt ud fra faserne i en virksomheds typiske livscyklus, jo mere betydning får de kapitalværdibaserede modeller (f.eks. EVA- eller DCF-modellerne) i forhold til den strategiske analyse (af f.eks. markedet, teknologien osv.). I unge virksomheder med ingen eller begrænset historik er det derfor den strategiske analyse, som investorerne ligger mest vægt på (Mörch & Wassermann 2002: 93-94). Som det vil fremgå senere af afhandlingens analyse-kapital (afsnit 4.5.7), er der ingen af de interviewede i denne afhandling, som i pre-investeringsprocessen benytter sig af deciderede værdiansættelsesmodeller såsom DCF-modellen, multipler osv. Nogle af dem undersøger, om der er lavet nogen handler indenfor de sidste par år med virksomheder, der tilnærmelsesvis ligner den virksomhed, de er ved at analysere. Senere hvis ejerandelene i virksomhederne skal sælges, foretager de typisk en værdiansættelse. Da det er pre-investeringsprocessen, der er i fokus i nærværende afhandling, er det på denne baggrund valgt ikke at have en beskrivelse af de gængse værdiansættelsesmodeller som en del af afhandlingen. For en indføring i de mest udbredte værdiansættelsesmodeller henvises til Koller et al. (2010) og Elling og Sørensen (2005).

3.1.4 Forhandling

Når investoren har gennemført de due diligence-undersøgelser, som vedkommende finder nødvendige, træffes en beslutning, om der skal indledes forhandlinger med entreprenøren vedrørende en mulig investering i dennes virksomhed. Investeringsprojektet kan også sagtens blive afvist i løbet af due diligence-fasen, hvis investoren ikke finder det interessant længere. At investeringen rent faktisk bliver til noget kræver, at investoren kan blive enig med entreprenøren om kapitalindskuddets størrelse, kursen på anparterne/aktierne (ejerandelen i selskabet) og de øvrige betingelser omkring investeringen og selskabets virke. Som eksempel på disse betingelser kan nævnes klausuler, som skal beskytte investorens indskudte midler såsom klausuler omkring et loft over selskabets kapitalforbrug og ledelsens lønninger. Andre eksempler kunne være investorens position i bestyrelsen samt vedkommendes bemyndigelse til at afsætte den siddende ledelse i selskabet. Eventuelle warrant-programmer vil typisk også være en del af investeringsaftalen. Disse warrant-programmer kan f.eks. være rettet imod entreprenøren/selskabets ledelse for at give dem et endnu større incitament for at drive selskabet fremad (Tyebjee & Bruno 1984: 1053-1054).

3.1.4.1 Milepæle

Et aspekt, som ofte vil være en del af investeringsaftalen, er ”milepæle”. Ved milepæl forstås et eller flere på forhånd fastlagte mål for, hvad virksomheden skal have opnået på et givent tidspunkt. Den aftalte investeringssum vil typisk blive erlagt løbende, når disse milepæle opnås indenfor tidsrammerne. På det givne tidspunkt laves en status over virksomhedens fremdrift, og hvis virksomheden har levet op til målene, så er investoren forpligtet til at tilføre en del af den på forhånd aftalte investeringssum til virksomheden. Hvis virksomheden derimod ikke kan leve op til de opstillede milepæle, så er investoren ikke forpligtet til at tilføre flere midler til virksomheden. Vedkommende kan naturligvis stadigvæk vælge at tilføre flere midler, da der kan være en god grund til, at en milepæl ikke er opnået. Investoren er på denne måde sikret imod, at virksomheden ikke udvikler sig så godt som forventet. Der er selvfølgelig ikke nogen garantier for, at venturevirksomheden bliver en succes på den lange bane alligevel, men investoren får i hvert fald mulighed for at trække sig, hvis virksomheden ikke præsterer som forventet i milepælsperioden.

Ifølge Paul A. Gompers og Josh Lerner er den milepælsopdelte tilførsel af kapital den mest virkningsfulde kontrolmekanisme, en ventureinvestor kan benytte sig af. Ved at foretage investeringen på denne måde holder investoren entreprenøren i kort snor og reducerer potentielle tab som et resultat af dårlige beslutninger. Når investoren skal beslutte sig for, hvor ofte han vil evaluere virksomhedens præstationer, bliver han nødt til at afveje potentielle agent- og monitoreringsomkostninger. Agentomkostningerne relaterer sig til, om investoren kan stole på, at entreprenøren handler i overensstemmelse med investorens interesser. Investoren kan ikke være sikker på, at entreprenøren f.eks. vil lukke virksomheden, hvis det går dårligt, da entreprenøren kan have private fordele af at fortsætte virksomhedens drift. Dette kan skyldes, at det giver ham mulighed for at udvikle en teknologi eller et produkt, han synes er interessant, og som måske vil skaffe ham anerkendelse i f.eks. forskningsmiljøet. Da det er ressourcekrævende at monitorere entreprenøren, er det ikke muligt for investoren at gøre dette hele tiden, hvorfor der er behov for at indlægge nogle passende intervaller imellem milepælene (Gompers & Lerner 1999: 139-140).

Igennem deres undersøgelser finder Gompers og Lerner ud af, at virksomheder i de tidlige udviklingsfaser modtager færre midler pr. investeringsrunde end virksomheder i de senere udviklingsfaser. Så snart virksomhederne bliver lidt mere modne, vil de typisk også få flere materielle aktiver, hvilket bevirker, at tiden imellem hver finansieringsrunde bliver længere og dermed også, at monitoreringen aftager. Jo flere materielle aktiver der findes i virksomheden, jo mindre er risikoen for tab ved likvidation for investoren, hvilket giver mulighed for at slække på monitoreringen. Udover at virksomheder i de senere udviklingsstadier i højere grad har vist deres værd, og investorerne derfor typisk ikke vil monitorere virksomhederne så ofte, så kræves der typisk også flere penge, når virksomheden for alvor skal ekspanderes i de senere faser (Gompers & Lerner 1999: 140, 143f).

3.1.4.2 Sammenligning af investorerne

Van Osnabrugge kommer i sin komparative analyse af de formelle og de uformelle investorer frem til, at de formelle investorer er mere håndfaste og bruger mere tid på forhandlingerne om en investeringsaftale med entreprenøren end de uformelle investorer. Dette mener Van Osnabrugge kan være en måde at vise autoritet på fra de formelle investorers side. Den investeringsaftale, som

de formelle investorer indgår med entreprenørerne, er typisk mere omfattende og derigennem regulerende for det indbyrdes forhold end de investeringsaftaler, som de uformelle investorer indgår med entreprenørerne. Dette giver de formelle investorer en større grad af kontraktmæssig kontrol overfor entreprenøren i forhold til de uformelle investorer (Van Osnabrugge 2000: 105-106). Igennem sin undersøgelse finder Van Osnabrugge belæg for sin hypotese om, at de formelle investorer ligger større vægt end de uformelle investorer på at få undersøgt investeringsprojektet grundigt og få forhandlet en omfattende investeringsaftale på plads, inden de endeligt forpligter sig til at investere. De uformelle investorer foretrækker i højere grad en model, hvor der er fokus på, hvordan magten og kontrollen er, efter at investeringsaftalen er underskrevet. De har ikke helt så meget fokus på analyser af virksomheden og udfærdigelse af omfattende aftaler som de formelle investorer, inden de endeligt forpligter sig. Ved at fokusere på post-investeringsprocessen opnår de uformelle investorer kontrol og indflydelse på entreprenørvirksomheden igennem en aktiv involvering i virksomhedens virke. Disse forskelle forklarer Van Osnabrugge bl.a. med, at de formelle investorer er ansvarlige overfor de personer og organisationer, som de investerer på vegne af, og derfor bliver nødt til at udvise mere ansvar, før de forpligter sig til en investering. Endvidere kan der også stilles spørgsmålstegn ved, i hvor høj grad at omfattende investeringsaftaler løser særligt mange af de problemer, der kan opstå i forholdet imellem investor og entreprenør sammenlignet med de omkostninger, der er ved at udarbejde dem (Van Osnabrugge 2000).

4. Analyse

I dette kapitel vil resultaterne fra den kvalitative undersøgelse, udført i forbindelse med nærværende afhandling, blive præsenteret og analyseret. Resultaterne vil blive sammenholdt med de allerede præsenterede teorier, og løbende igennem kapitlet vil resultaterne også blive diskuteret i forhold til deres implikationer for teorien og genstandsfeltet. Formålet med kapitlet er endvidere at besvare samtlige af afhandlingens arbejdsspørgsmål. Kapitlet er opdelt i et indledende afsnit, hvor investorernes karakteristika, strategier og motiver vil blive belyst, og de efterfølgende afsnit vil følge den fase-opdeling, som er beskrevet i afhandlingens teori-kapitel³². Specielt imellem faserne screening og due diligence kan grænserne være noget flydende, men denne opdeling er valgt, da teorierne tyder på, at investorerne i større eller mindre grad arbejder ud fra en opdeling i disse to faser.

4.1 Ventureinvestorerens karakteristika

I dette afsnit vil de interviewede ventureinvestorerens personlige karakteristika og tidligere erfaringer blive præsenteret. Denne præsentation adskiller sig fra oversigten, som fremgår af afhandlingens metode-kapitel³³ ved at have fokus på den interviewedes personlige karakteristika, hvor den tidligere oversigt havde fokus på nogle overordnede nøgleinformationer. Nedenstående tabel fremstiller disse karakteristika i oversigtsform og efterfølgende vil disse karakteristika blive yderligere analyseret.

³² Se afsnit 3.1.

³³ Se afsnit 2.2.

Øversigt over ventureinvestorerens personlige karakteristika

Case/respondent (interviewnr.)	Titel	Arbejdsfokus	Baggrund	Investerings- strategi (overordnet) ³⁴	Investerings- motiv ³⁵
1	Investeringsdirektør	Porteføljeansvar for nogle virksomheder og ansvarlig for forundersøgelserne (due diligence)	Mangeårig erfaring fra forskellige ledende stillinger indenfor primært marketing	Specialiseret (dog i et par brancher)	Økonomisk og samfundsmæssig gevinst
2	Investeringsdirektør	Porteføljeansvar for nogle virksomheder og involveret i forundersøgelserne (due diligence)	Har 11 års erfaring som ventureinvestor og har tidligere arbejdet i forskellige stillinger som primært projektleder	Specialiseret (dog i et par brancher)	Økonomisk og samfundsmæssig gevinst
3	Investeringsdirektør	Porteføljeansvar for en række virksomheder og involveret i due diligence	Mangeårig og bred erfaring indenfor økonomi og finansiering	Differentieret (investerer kun i syndikat med andre)	Økonomisk gevinst
4	Investeringsdirektør	Porteføljeansvar for en række virksomheder og involveret i due diligence	Ph.d. i bio-kemi og har arbejdet i forskellige operationelle stillinger i forskellige bio-teknologiske virksomheder	Specialiseret (i en branche)	Økonomisk gevinst og interesse
5	Selvstændig konsulent og forretningsengel	Arbejder med finansiering, match-making og forretningsudvikling i nystartede virksomheder. Hobby som forretningsengel	Uddannet svagstrømsingeniør og har en MBA fra USA. Har tidligere arbejdet mange år som ingeniør i en større dansk produktionsvirksomhed	Differentieret (mulighed for at bidrage på den ene eller anden måde)	Økonomisk gevinst og interesse

³⁴ Med overordnet investeringsstrategi menes om investoren spreder sin risiko ved at investere i forskellige virksomheder indenfor forskellige brancher og udviklingsstadier (differentieret strategi), eller vedkommende har specialiseret sig i en branche (og evt. et udviklingsstadium), som vedkommende har et indgående kendskab til og eventuelt har tidligere erfaringer med (specialiseret strategi).

³⁵ Med investeringsmotiv skal forstås, hvilke primære motiver investoren har for sine investeringer såsom økonomisk gevinst, samfundsmæssig gevinst (skabe vækst og arbejdspladser) eller interesse (med til at skabe noget nyt).

6	Forretningsengel og konsulent	Forskellige konsulent-opgaver men bruger mest tid på forretningsudvikling i hans eneste nuværende investering	Uddannet speciallæge i kirurgi og har i mange år arbejdet med klinisk forskning og udvikling i forskellige stillinger	Specialiseret (har pt. kun en virksomhed i sin portefølje men har tidligere foretaget andre investeringer)	Økonomisk gevinst og interesse
7	Forretningsengel	Porteføljepleje af hans og partners investeringer i forskellige virksomheder	Oprindeligt bankuddannet og har altid arbejdet med investeringer	Differentieret	Økonomisk gevinst og interesse

Kilde: Egen tilvirkning ud fra interviewene (bilag 1-7)

De formelle investorer (respondenterne 1-4) er, som det fremgik af tabellen i afsnit 2.2, primært fokuserede imod områderne life science og IKT. Udover at de alle fire har titel af investeringsdirektør, så arbejder de også alle sammen med porteføljepleje og screening/due diligence. Dette betyder, at de alle fire har erfaring med stort set hele investeringsprocessen. I forhold til deres baggrund så adskiller investor 4 sig fra de øvrige formelle ventureinvestorer, da vedkommende har en uddannelse og baggrund indenfor bio-kemi, hvorimod de tre øvrige formelle investorer har brede forretningsmæssige baggrunde. I forhold til deres overordnede investeringsstrategi er der noget mere forskel på de fire investorer, da en benytter sig af differentieringsstrategien, to af dem af en overvejende specialiseret strategi og en af en rendyrket specialiseret strategi. Investor 3 har yderligere et punkt, hvor deres strategi er lidt anderledes end de øvrige formelle investorer, og det er, at de kun investerer i projekter, hvor de samarbejder med andre investorer (syndikat). Grundlæggende er der ikke den store forskel i forhold til motiverne iblandt de fire formelle investorer udover, at de to innovationsmiljøer også har nogle samfundsmæssige hensyn at tage.

De tre forretningsengle har derimod tre vidt forskellige baggrunde, hvilket i en vis udstrækning påvirker deres overordnede investeringsstrategi. To af dem benytter sig af en overvejende differentieret strategi, og den tredje benytter sig af en specialiseret strategi. Motiverne for deres investeringer er dog stort set ens. Den ene af forretningsenglene har dét at være forretningsengel

som en form for hobby (investor 5³⁶), og den anden er primært beskæftiget med aktiviteter, der relaterer sig til hans virke som forretningsengel (investor 6). Den sidste af forretningsenglene (investor 7) bruger fuld tid på, at lede efter nye investeringer og pleje de øvrige investeringer han og hans partnere har gang i. Investor 7 ejer et holdingselskab sammen med et par partnere, hvor de sammen foretager investeringer. Det kan derfor diskuteres, om de er ”rene” forretningsengle, men eftersom de investerer deres egne midler sammen, vil denne afhandling anse dem som værende forretningsengle. Ud fra dataene kan der ses en tendens til, at størstedelen af de uformelle investorer i nærværende undersøgelse har en differentieret investeringsstrategi, og at hovedparten af de formelle investorer har en overvejende specialiseret investeringsstrategi. Grundet populationens størrelse skal der nok ikke lægges for meget vægt på denne tendens, men den er ikke desto mindre interessant. En forklaring kan være, at de formelle investorer har ressourcerne til i højere grad at være specialiserede, hvorimod de uformelle investorer ikke har de samme ressourcer og derfor bliver nødt til i højere grad at sprede deres risici. Medmindre de pågældende uformelle investorer har en baggrund indenfor et specifikt fagområde.

4.2 Proces

I dette afsnit vil nogle overordnede betragtninger, som vedrører hele investeringsprocessen blive belyst, inden de følgende afsnit vil se nærmere på de enkelte faser i processen. Bl.a. vil der blive redegjort for, hvor lang tid pre-investeringsprocessen med de forskellige virksomhedseksempler varede, og hvor stort et timeforbrug der blev brugt på processen. Derudover vil forskellige overvejelser såsom omkostninger vs. sikkerhed, som ventureinvestorerne har givet udtryk for i interviewene blive analyseret.

Af nedenstående tabel fremgår det, hvor lang tid investeringsprocessen varede for hvert af de udvalgte virksomhedseksempler, som respondenterne omtalte i interviewene. Derudover fremgår hvor mange arbejdstimer, investoren vurderede, at der var blevet brugt på processen fra indledende kontakt og til underskrivelsen af investeringsaftalen.

³⁶ Når der refereres til den enkelte investor, som det er tilfældet her, henvises også til interviewtransskriptionen/interviewreferatet som forefindes i bilagene til afhandlingen. Bilagsnr. og investornr./interviewnr. er identiske.

Oversigt over pre-investeringsprocessens længde og anvendte arbejdstimer

Virksomhedseksempel (interviewnr.)	Investeringsprocessens varighed	Antal arbejdstimer (estimeret)
1	Max. 3 måneder	n/a
2	3 måneder	Ca. 100 timer
3	n/a	n/a
4	Ca. 6 måneder	Min. 100 timer
5 ³⁷	3 – 6 måneder	Varierer meget
6	3 – 4 måneder ³⁸	Arbejdede 3 måneder på fuld tid for at få virksomheden i gang ³⁹
7	1 måned	20 – 30 timer

Kilde: Egen tilvirkning ud fra interviewene (bilag 1-7),

n/a = ingen tilgængelige data

Der er ikke ret mange undersøgelser, som forholder sig til varigheden af investeringsprocessen, og antallet af arbejdstimer der bliver brugt på processen, hvilket bl.a. kan skyldes, at det er svært præcist at gøre op, da de færreste investorer laver præcise registreringer af dette. Derudover er det umiddelbart også mere interessant at undersøge, hvad investorerne rent faktisk ser på i deres analyser af investeringsforslagene. Der skal derfor ikke lægges så stor betydning i ovenstående tabel, men den er medtaget for at give læseren et indtryk af tidsperspektiv og arbejdsomfang, som kan være med til at sætte tingene i en ramme.

På nær investor 7 så er der en generel tendens blandt investorerne til, at investeringsprocessen i forbindelse med virksomhedseksemplerne har taget fra omkring tre måneder og op til seks måneder. Så når investor 5 udtaler, at investeringsprocessen generelt tager 3 – 6 måneder, forekommer det ikke helt forkert i forhold til, hvad de øvrige investorer oplever. Investor 7 har ikke brugt så mange arbejdstimer på denne investering, hvilket også hænger meget godt sammen med, at der kun er gået

³⁷ Generelle betragtninger og har ikke direkte noget med virksomhedseksemplet at gøre.

³⁸ Havde sagt god for investeringen efter 3 – 4 måneder, men aftalen blev først formelt indgået tre måneder derefter, da nogle betingelser først skulle være opfyldt, inden aftalen var en realitet.

³⁹ Kunne ikke give et præcist timeantal for processen, da vedkommende samtidig også arbejdede for at få virksomheden i gang og få tilknyttet en nøglemedarbejder.

en måned, fra den indledende kontakt til investeringen var på plads. Investor 7 giver selv udtryk for, at det havde en forholdsvis stor betydning, at investor 1 havde foretaget den første investering i den pågældende virksomhed ca. halvandet år, før de kom med i ejerkredsen. Behovet for at foretage den helt store undersøgelse af virksomheden anså investor 7 derfor ikke som værende nødvendig, da de godt er klar over det arbejde, Investor 1 udfører inden beslutningen om en investering træffes. Investor 5 kommer med et eksempel på en investering, hvor han og hans forretningspartner i nogen udstrækning også baserede deres investeringsbeslutning på baggrund af et par andre investorers due diligence. Så der er ikke tale om et enestående fænomen.

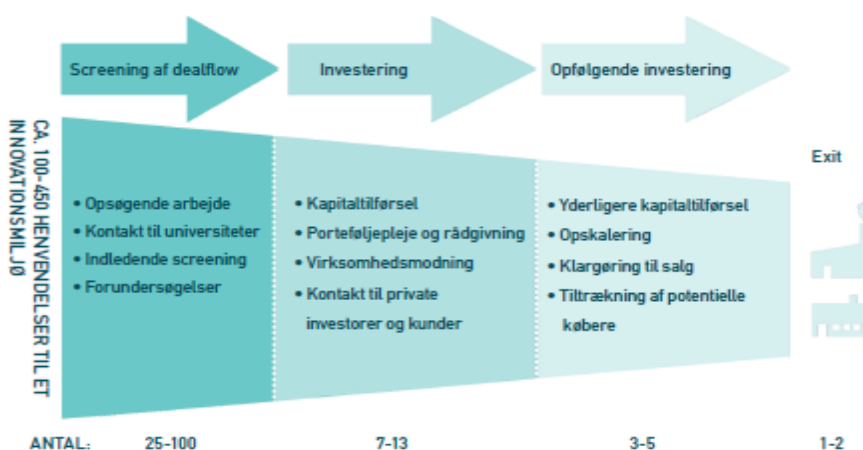
Der er kun tre af de syv investorer, som har kunnet/villet udtale sig om det antal timer, de bruger på at analysere virksomheden og få forhandlet en investeringsaftale på plads. To af de formelle investorer er rimelig enige om, at det har taget ca. 100 arbejdstimer at få det hele på plads, og den ene af de uformelle investorer har kun brugt 20 – 30 timer på hele processen. I litteratursøgningen til nærværende afhandling er der fremkommet en kilde, som oplyser resultater for, hvor mange dage de danske forretningsengle bruger på due diligence. Små 30 % af disse bruger 1 – 3 dage (8 – 24 timer⁴⁰) på due diligence, ca. 27 % bruger 3 – 7 dage (24 – 56 timer) på denne øvelse, ca. 21 % bruger 7 – 14 dage (56 – 112 timer) på det, og de sidste ca. 23 % bruger mere end 14 dage (> 112 timer) på at foretage en due diligence-undersøgelse (Staun & Stieper 2008: 98). En sammenligning med oplysningerne i ovenstående tabel vil ikke give særlig meget mening, da det primært er de formelle investorer, som har udtalt sig om antallet af arbejdstimer i afhandlingens undersøgelse. Samtidig er dataene i Staun og Stiepers undersøgelse kun for due diligence-processen og ikke for hele pre-investeringsprocessen. Investor 4 giver udtryk for, at der kan være stor forskel på, hvor i processen de bruger mest tid, men de ender altid med at bruge lang tid på at få lukket investeringsaftalerne. Igen så giver det et indtryk af processen og dens omfang, og hvor forskellig den kan være afhængig af situationen, og den enkelte investors tilgang til investeringsprocessen.

⁴⁰ Under forudsætning af at en dag svarer til otte arbejdstimer.

4.2.1 Fra henvendelse til investering

Oxford Research har på baggrund af tal indrapporteret fra de danske innovationsmiljøer udarbejdet nedenstående figur, som giver et indtryk af investeringsprocessen, samt hvor få investeringer der bliver foretaget blandt innovationsmiljøerne i forhold til antallet af henvendelser.

Figur over investeringsprocessen for innovationsmiljøerne (fra henvendelse til succesfuld exit)



Kilde: Oxford Research 2012, s. 26.

Investor 2 fra et af de danske innovationsmiljøer kommer med nogle supplerende kommentarer, der uddyber ovenstående figur. De får hvert år ca. 400 – 500 henvendelser, og de ca. 80 % af disse kan de sortere fra med det samme, da det ikke er virksomheder, der passer til deres koncept (firm-specific screen). Derefter er der ca. 100 virksomheder tilbage, som bliver screenet ud fra de generiske kriterier, og omkring de 20 af disse virksomheder bliver udvalgt til en nærmere granskning i form af en due diligence-undersøgelse. Af de 20 virksomheder vil innovationsmiljøet typisk investere i de 10 – 12 af dem. Chancerne for at slippe igennem nåleøjet og modtage en investering fra et af innovationsmiljøerne er derfor forholdsvis små. Investor 4 fortæller, at de typisk ser på omkring 200 projekter hvert år, og det bliver ofte ikke til mere end 3 – 4 investeringer, hvilket yderligere bekræfter, at nåleøjet hos de formelle investorer er forholdsvis lille.

De uformelle ventureinvestorer i undersøgelsen til nærværende afhandling er ikke blevet bedt om at forholde sig til, hvor mange henvendelser de får hvert år, og hvor mange investeringer det ender ud i. I deres undersøgelse fra 2002 finder Vækstfonden ud af, at de danske forretningsengle i gennemsnit modtager 3,2 forretningsplaner til bedømmelse hver måned, og at de investerer i 4 % af virksomhederne bag disse forretningsplaner (dvs. ca. 1,5 investeringer pr. forretningsengel pr. år). Forretningsenglenes acceptrate er typisk højere, hvis de ikke har kontakt til en formidlingsorganisation, som kan skabe kontakt imellem forretningsenglene og entreprenørvirksomhederne (Vækstfonden 2002: 24-25).

Investor 2 kommer med nogle interessante udtalelser i forhold til pre-investeringsprocessen, men også omkring denne del af processens relation til de øvrige faser i den samlede investeringsproces:

”Man kan jo bruge oceaner af tid på det her, og hvis man gør det alt for grundigt, så bliver det hurtigt alt for dyrt ift. de penge, vi reelt kan komme med, så derfor er det lidt en proces, som er delt i flere lag, hvor man kan sige, at for de første penge vi kommer med, der laver vi noget, men vi laver ikke noget så dybdegående, at vi kan lukke alle huller.” (Interview 2: 21)

Denne udtalelse kan ses som et udtryk for, at investoren selvfølgelig undersøger investeringsforslaget, inden investeringen bliver foretaget, men det er i høj grad også en afvejning imellem afdækning af risici og omkostninger. I forlængelse af denne udtalelse introducerer investoren også et begreb, han kalder for *live-due diligence*, som dækker over en strategi, hvor investoren selvfølgelig undersøger investeringsforslaget, før investeringen bliver gennemført, men i lige så høj grad bruger den indledende investering og milepælene til, at få af- eller bekræftet om potentialet er til stede i virksomheden og dens produkt. Investoren får derigennem indsigt i om konceptet holder eller ej, og samtidig bliver en del af risiciene afdækket, før der tilføres endnu større investeringssummer til virksomheden.

4.3 Kontaktskabelse

I dette afsnit vil der blive beskrevet og analyseret, hvordan de interviewede ventureinvestorerne kommer i kontakt med potentielle investeringer, og hvordan de konkret er kommet i kontakt med virksomhedseksemplerne.

Iblandt de formelle investorer (1-4) er der en overvejende tendens til, at de fleste af de potentielle investeringsprojekter, de kommer i kontakt med, selv har henvendt sig til dem. For investor 3's vedkommende er hovedparten af de investeringer, de har endt med at foretage, blevet til igennem netværkskontakter indenfor venture branchen. Investor 3 fortæller endvidere, at det typisk er en af de branchespecifikke investorer, der stikker en føler ud i deres netværk for at se, om nogle af de øvrige ventureinvestorer kunne være interesserede i at se nærmere på projektet sammen med dem. At investor 3 typisk kommer i kontakt med deres investeringsprojekter på denne måde skyldes formentlig deres strategi om kun at foretage investeringerne, hvis de kan gøre det i et syndikat med andre investorer. Ingen af de formelle investorer giver udtryk for, at de bruger særlig meget tid på selv at opsøge potentielle investeringsprojekter. Det er dog noget, de gør en gang imellem bl.a. ved at tage ud på universiteterne og holde foredrag og ved selv at holde øje med, om nye investeringsmuligheder dukker op. Investor 4 giver udtryk for, at kendskabet til dem i Danmark er rigtig stort indenfor life science-branchen, hvilket bevirker, at de ser størstedelen af projekterne indenfor denne branche.

For de tre uformelle investorers (5-7) vedkommende er der for virksomhedseksemplernes vedkommende tale om, at der i hvert tilfælde har været en tredje person eller en organisation som har formidlet kontakten imellem dem som investorer og virksomhederne. I Vækstfondens undersøgelse blandt de danske forretningsengle giver forretningsenglene udtryk for, at de ofte skaber deres deal flow via forretningsforbindelser, netværk eller ved personlig søgning, mens det ikke i nær så høj grad er entreprenørvirksomhederne, som selv henvender sig (Vækstfonden 2002: 24). Derfor er måden, hvorpå de uformelle investorer i afhandlingens undersøgelse er kommet i kontakt med virksomhederne, ret typisk for danske uformelle investorer. En forklaring, på at de uformelle investorer oftest kommer i kontakt med investeringsprojekterne på denne måde, kan være, at de er forholdsvis diskrete omkring deres eksistens. Dette står i kontrast til de formelle investorer, som gør en del ud af at være kendt i de miljøer, hvor deres investeringer typisk udspringer fra. Derfor virker det til at være et godt initiativ, at der i Danmark er en række netværk, hvor forretningsenglene kan mødes og blive præsenteret for udvalgte virksomheder. Nedenfor er en oversigt over, hvordan de syv interviewede investorer er kommet i kontakt med deres respektive virksomhedseksempler.

Oversigt over kontaktskabelse (virksomhedseksempler)

Investornr.	1	2	3	4	5	6	7
Kontaktform	Entreprenøren henvendte sig selv	Henvisning fra anden investor	Henvisning fra anden investor	Henvendte sig selv til virksomheden	Henvisning fra netværk	Kontakt igennem netværks- organisation	Henvisning fra netværk

Kilde: Egen tilvirkning ud fra interviewene (bilag 1-7)

Af oversigten fremgår det, at kun i forbindelse med et af virksomhedseksemplerne har entreprenøren selv henvendt sig direkte til investoren. I de seks øvrige eksempler er virksomhederne blevet henvist til investoren igennem en tredjepart eller ved selv at have opsøgt entreprenørerne. Da der bliver foretaget mange ventureinvesteringer hvert år, bør disse resultater ikke overfortolkes, men det er en smule tankevækkende, at det kun er i et af tilfældene, at virksomheden selv har henvendt sig. Tidligere undersøgelser har peget på samme tendens (Tyebjee & Bruno 1984, Fried & Hisrich 1994 og Vækstfonden 2002). Et bud på en forklaring kunne være, at investorerne har en forkærlighed for investeringsforslag, som bliver henvist til dem af kilder, de tidligere har haft kontakt til i større eller mindre grad. Dette ville være oplagt at efterprøve for en anden undersøgelse, hvor populationen er betydeligt større.

4.4 Screening

I dette afsnit vil den indledende screening af investeringsprojekter blive analyseret. Det er i denne fase, at de indkomne projekter bliver screenet ud fra den enkelte investors parametre, og de projekter, investoren finder mest interessante, kommer videre til en nærmere granskning (due diligence).

4.4.1 Firm-specific screen

Som nævnt i gennemgangen af teorien omkring investeringsprocessen vil første skridt i screeningsfasen typisk være, at foretage det der hedder et "firm-specific screen", som i teorien opdeles i fire kriterier⁴¹.

Alle syv interviewede investorer giver udtryk for, at de foretager et "firm-specific screen", hvor de ser på, om investeringsprojektet ligger indenfor deres investeringsrammer og strategi. Der er derfor ikke den store tvivl om, at de forholder sig til det første af de kriterier, som Tyebjee og Bruno har opstillet (*størrelsen på den enkelte investering og venture investorens investeringsstrategi*). Investor 4 kommer med et praktisk eksempel på det første kriterium fra deres hverdag:

"Vi har et ugentligt deal flow møde, hvor vi diskuterer de nye projekter, der er kommet ind. Nogen kan afvises straks, da det er i periferien af, hvad vi kigger på eller noget andet, der gør, at det åbenlyst ikke passer til os." (Interview 4: 53)

Investor 4 fortæller også, at de har en fast defineret investeringsramme på x-antal mio. euro, som de max. kan investere pr. virksomhed.

Investor 2 kommer med et godt eksempel på, hvorfor det er vigtigt at forholde sig til, hvilket kapitalbehov virksomheden har for at kunne blive til noget, der er interessant for en senere køber af investorens ejerandel:

"Det er også vigtigt, at når vi investerer i noget, så skal det også være noget, som ikke koster 10 mia. kr. at udvikle for, så kan vi kun være med et meget lille stykke ad vejen... Vi vil også gerne være med til exit, for det er der, hvor pengene tjenes, og hvis vi ikke har penge til at være med helt til exit, så vil dem der har, sørge for at vi får mindre ud af det." (Interview 2: 18)

Citatet afslører en af grundene til, at investeringsprojektets kapitalbehov skal være fornuftigt i forhold til de rammer, som investoren arbejder indenfor, for hvis det ikke er det, så vil investoren blive udvandet og derfor ikke få en særlig stor del af et eventuelt succesfuldt exit. Derfor er det

⁴¹ For uddybning se afsnit 3.1.2.

vigtigt for investor 2, at de med deres økonomiske formåen kan få bragt virksomheden frem til nogle værdiskabende milepæle, hvor virksomheden er interessant for potentielle købere.

Det andet kriterium, *teknologien og virksomhedens branche-tilhørsforhold*, er vigtigere for nogle af investorerne end for andre. De investorer, der har en differentieret investeringsstrategi, giver ikke udtryk for, at dette kriterium er så vigtigt, som de investorer der har en specialiseret investeringsstrategi. Dette skyldes formentlig, at de investorer, som har en specialiseret investeringsstrategi, kun investerer i en eller få brancher, hvorfor deres kendskab til branchen og teknologien er et meget vigtigt element for at kunne udvælge de rette investeringer. For investorer med en differentieret investeringsstrategi vil det stort set være umuligt at have et indgående kendskab til de forskellige brancher og teknologier, som de investerer i. Investor 3, som har en differentieret investeringsstrategi, kommer med deres syn på virksomhedernes branchetilhørsforhold:

”Hvilken branche projektet ligger indenfor er for os mindre væsentligt, da vi stort set altid investerer i syndikater, hvor en dedikeret fond indenfor det pågældende segment påtager sig lead rollen.” (Interview 3: 46)

Denne udtalelse kan tolkes som et udtryk for, at investor 3 godt er klar over, at de ikke besidder specifikke kompetencer indenfor bestemte brancher eller teknologier, og derfor investerer de kun sammen med nogen, som har disse kompetencer. Dette kan virke som en fornuftig måde at gribe den differentierede investeringsstrategi an på. Forskellen imellem den differentierede og den specialiserede investeringsstrategi illustreres meget godt af følgende udtalelse fra investor 1, der benytter sig af en overvejende specialiseret investeringsstrategi:

”... Vi fokuserer først og fremmest på fysiske produkter og indenfor energi, miljø og velfærdsteknologi... Det er et vigtigt screeningskriterium, så hvis der kommer et projekt som f.eks. med software, altså et software-program som er gemt langt væk inde i en maskine, som vi slet ikke kan gennemskue hvad laver, jamen så siger vi nej til det...” (Interview 1: 7)

Sådan ville investor 3 formentlig ikke have forholdt sig til det pågældende investeringsprojekt, såfremt der er en branchespecialiseret investor med i investeringen også.

Det tredje kriterium, *investeringsprojektets geografiske placering*, er et kriterium, der er en implicit del af de interviewede investorers screeningsproces. Alle på nær en (investor 4 – de nordiske lande) investerer stort set kun i virksomheder, der er geografisk lokaliseret i Danmark (Interview 1-7). Ca. en fjerdedel af de adspurgte investorer i Tyebjee og Brunos undersøgelse peger på dette kriterium som værende væsentligt. Dette begrundes af Tyebjee og Bruno med, at investorerne gerne vil kunne besøge deres porteføljevirkksomheder uden for store ressourcemæssige omkostninger. En anden mulig forklaring kan være, at investorerne sjældent aktivt begrænser sig til et bestemt geografisk område, men nærmere fordi entreprenørerne typisk søger efter kapital i deres nærområde (Tyebjee & Bruno 1984: 1057).

Det fjerde kriterium, *udviklingsfase*, er, som det fremgik af tabellen i afsnit 2.2, også noget investorerne har fokus på⁴². Hvor langt den pågældende virksomhed er nået i sin udvikling har en stor betydning for, hvor meget den typisk allerede har præsteret, hvilket vil give investorerne nogle flere håndfaste informationer at bygge deres analyser på. På nær investor 7 så er der rimelig bredt sammenfald i de udviklingsfaser, som de seks øvrige investorer primært investerer i (seed og start-up). Der er ikke noget i nærværende undersøgelse, som peger på, at det er de uformelle investorer, der primært investerer i virksomheder i seed-faserne, og de formelle investorer der overvejende investerer i de senere udviklingsfaser, såsom Tyebjee og Bruno finder frem til. Dette kan muligvis forklares med, hvilke formelle investorer der er med i den pågældende undersøgelse, da nogle formelle investorer fokuserer på de senere faser, men disse er ikke en del af afhandlingens undersøgelse.

4.4.2 Generic screen

Den anden del af screeningsfasen kalder Fried og Hisrich som nævnt for ”generic screen”. Overordnet er der en bred enighed imellem de syv investorer om, at nogle af de mest væsentlige aspekter, når de screener et investeringsforslag, er entreprenøren (teamet) og dennes (disses) kompetencer, produktet og/eller teknologien, en klar plan for projektet (evt. en forretningsplan) samt markedspotentialet for produktet (Interview 1-7).

⁴² For uddybning af de enkelte udviklingsfaser se appendix 8.2.

4.4.2.1 Entreprenøren og teamet

Selvom det ikke er formålet med nærværende undersøgelse at bidrage til forskningen omkring prioriteringen imellem de forskellige aspekter, er der et par af investorerne, som kommer med klare udtalelser om, hvad de finder allervigtigst:

"Hellere en halv god ide og så det rigtige team end omvendt" (Interview 1: 5)

"Det vigtigste for os hver gang, det er personerne bag selskabet... hvis du har indtrykket af, at kemien med de mennesker du møder ikke er der, så vil vi altid trække os tilbage med det samme."
(Interview 7: 86)

Der er ikke nogen tvivl om, at for disse to investorer er entreprenøren det vigtigste aspekt, når de analyserer et potentielt investeringsprojekt. Ovenstående udtalelser stemmer også overens med, hvad mange andre undersøgelser af investorenes analyser peger på, er det vigtigste parameter, selvom billedet ikke er entydigt (Landström 2007: 179). Udover at entreprenørens tekniske kompetencer skal være i orden, så afslører investor 7 med sin udtalelse, at et mere "blødt" element som kemi også spiller en væsentlig rolle. Investor 7 begrundede dette med, at han skal kunne arbejde sammen med entreprenøren om projektet, da relationerne imellem investor og entreprenør ved disse ventureinvesteringer ofte bliver ret tætte. Dette skyldes, at investoren typisk sidder i bestyrelsen i virksomheden, men ofte også fordi han er sparringspartner i det daglige for entreprenøren. Investor 7 konstaterer, at vurderingen af kemien imellem investor og entreprenør afhænger af, hvilken "mavefornemmelse" investoren har i forhold til interaktionen med entreprenøren. Investor 4 og 5 er inde på det samme, da de også fra første møde med entreprenøren har fokus på, om vedkommende er en person, som de vil kunne arbejde sammen med.

En del entreprenører har en god teknisk viden, hvilket er grunden til, at de er kommet på et nyt produkt, som de gerne vil have hjælp til at få udviklet og/eller kommercialiseret. Hvis den tilførte kapital udelukkende skal bruges på at udvikle produktet som f.eks. et lægemiddel, og investoren regner med at sælge sin ejerandel, inden produktet når på markedet, så er entreprenørens forretningsmæssige kompetencer knapt så vigtige. Er det derimod planen, at entreprenøren med hjælp fra investoren skal markedsføre produktet, er det vigtigt, at entreprenøren har visse forretningsmæssige kompetencer, medmindre investoren selv vil bidrage aktivt til arbejdet med at få produktet kommercialiseret. En tredje løsning kan være, at en del af den tilførte kapital benyttes

til at ansætte en person, som kan tilføre virksomheden de nødvendige forretningsmæssige kompetencer. Alle syv investorer giver udtryk for, at det er et klart plus, hvis entreprenøren har nogle forretningsmæssige kompetencer, som kan supplere de tekniske kompetencer. Investor 5, der til daglig arbejder som konsulent bl.a. med forretningsudvikling og kommercialisering i nystartede virksomheder, giver udtryk for, at han faktisk helst vil investere i projekter, hvor der er mulighed for, at han kan bidrage til virksomheden med sine kompetencer. Det virker derfor ikke til, at investor 5 vil blive skræmt væk, hvis entreprenørernes forretningsmæssige kompetencer er begrænsede. En af måderne, hvorpå investorerne kan få et indtryk af entreprenørens kompetencer, kan være ved at forholde sig til, hvad vedkommende tidligere har beskæftiget sig med specielt i forhold til opstart af andre entreprenørvirksomheder ("track record"). Dette giver alle investorerne udtryk for, at de forholder sig til i enten screenings- og/eller due diligencefasen.

4.4.2.2 Teknologien/produktet og markedet

En af grundforudsætningerne indenfor venturekapital er, at investeringsprojekterne skal bygge på nye og innovative ideer, og at de derigennem kan differentiere sig fra det som allerede er på markedet. Det er selvfølgelig ikke alle projekter, der er lige revolutionerende. Alle de interviewede investorer ligger i større eller mindre grad vægt på nyhedsværdien ved projekterne, og nogle af dem går så langt som til at få et eksternt konsulentfirma til at undersøge nyhedsværdien i projekterne. Nyhedsværdien vil typisk blive undersøgt mere overfladisk i screeningsfasen og mere dybdegående i due diligence-fasen.

Et vigtigt element, som investor 4 kommer ind på i forhold til produktet, og de købere som skal aftage produktet, er, hvorvidt produktet vil opfylde et relevant behov, samt om produktets forventede pris er en pris, som de tilsigtede kunder også vil betale. Investorerne bliver nødt til at være rimelig sikre på, at de potentielle kunder til produktet vil betale en fornuftig pris for produktet, så investoren har mulighed for at få sin investering tilbage med forrentning. Hvis prisen, kunderne vil betale eller kan tænkes at ville betale, er for lav, vil entreprenørvirksomheden få svært ved at blive profitabel. Investor 4 understreger, at det selvfølgelig også er vigtigt, at produktet kan forventes at blive efterspurgt i en tilstrækkelig stor udstrækning. Som investor 7 beskriver i nedenstående citat, havde de i virksomhedseksemplet fokus på produktets salgspotentiale:

”... Vi koncentrerede os i virkeligheden om det, de havde udviklet, var salgbart overfor kommunerne... Vi kiggede meget på om kommunerne kunne have fordel af at købe dette [produkttypen].” (Interview 7: 87)

Investor 3 er også inde på, at de havde fokus på, at der var et voksende marked indenfor det udvalgte virksomhedseksempels branche, samt at deres produktionsteknologi var renere og billigere, end de eksisterende løsninger konkurrenterne benyttede.

4.4.2.3 Plan

Naturligt nok så ligger samtlige syv investorer stor vægt på, at der er en klar plan for projektet, men hvilken type plan kan variere noget afhængig af projektets karakter. Investor 4, som investerer i biotek virksomheder, ser typisk projektplaner og ikke så tit forretningsplaner, da der oftest er tale om langstrakte udviklingsprojekter, hvor vejen til markedet er lang. Ydermere er det oftest forskere, som investor 4 får henvendelser fra, og disse har sjældent den store markedsindsigt. Investor 2 fortæller, at han modtog en gennemarbejdet projektplan i forbindelse med analysen af hans virksomhedseksempel. Ofte får investor 2 en decideret forretningsplan fra de entreprenører, som henvender sig til dem. Investor 1 fortæller, at det kan være meget forskelligt, hvilke dokumenter, og generelt hvor mange informationer, de får fra entreprenørerne før det indledende møde, hvor det bliver afgjort, om projektet i sin nuværende form er så interessant, at de vil se nærmere på det. I forhold til investor 1's virksomhedseksempel havde de lavet nogle få planer, men samtidig havde de en prototype, som de kunne fremvise.

4.4.3 Sammenligning af investorerne

I forhold til screeningsfasen er der ikke noget i interviewundersøgelsen, der peger på de store forskelle imellem, hvilke faktorer de formelle og de uformelle investorer har fokus på, eller hvordan de griber denne fase an i investeringsprocessen. Den mest udtalte forskel i screeningen er i forhold til teknologi og branchetilhørsforhold, men her er det ikke de forskellige investortyper, der er afgørende, men i stedet deres individuelle investeringsstrategi.

Resultaterne fra interviewene giver ikke belæg for at kunne konkludere, at de formelle investorer er mere selektive end de uformelle investorer i deres initiale screening af investeringsforslagene, som Van Osnabrugge konkluderer. Ifølge Vækstfondens undersøgelse (2002) ser de danske forretningsengle i gennemsnit 35 forretningsplaner (investeringsprojekter) om året, hvilket er nogle færre end f.eks. innovationsmiljøerne ser på hvert år. Hvis innovationsmiljøernes acceptrate beregnes ud fra Oxford Researchs tal, så ligger deres acceptrate på 3 – 7 % pr. år (Oxford Research 2012: 26). Investor 4 giver udtryk for, at de har en acceptrate på ca. 2 %. Som tidligere nævnt er de danske forretningsengles acceptrate, iflg. Vækstfonden (2002), på omkring 4 % pr. år så ud fra disse tal er der ikke den store forskel at spore imellem de formelle og de uformelle investorer. Tallene viser selvfølgelig ikke noget om, hvor mange af henvendelserne der slipper igennem den initiale screening, men i sidste ende er der ikke den store forskel på, hvor mange af henvendelserne der bliver til reelle investeringer. At de uformelle investorer ser færre investeringsprojekter hvert år end de formelle investorer kan ikke overraske, da de sjældent er ligeså synlige, selvom de er med i et forretningsenglenetværk.

4.5 Due Diligence

I dette analyseafsnit vil der blive set nærmere på due diligence-fasen, hvor de investeringsforslag, som er fundet mest interessante i screeningsfasen, typisk bliver gransket yderligere, inden investoren tager stilling til, om han vil indlede reelle forhandlinger med entreprenøren. Det er ikke til at udelukke, at investor og entreprenør løbende forhandler om prisen på et eventuelt kapitalindsud, men at tolke ud fra teorierne og de foretagne interviews er den typiske ventureinvesteringsproces anderledes end køb og salg af mere velkonsoliderede virksomheder. Ved køb og salg af mere velkonsoliderede virksomheder vil der typisk blive afgivet et indledende købstilbud, før due diligence-undersøgelsen starter, som forudsætter, at der ikke forefindes nogen aspekter, der væsentligt kan siges at påvirke virksomhedens værdi. Ved ventureinvesteringer vil due diligence-undersøgelsen typisk danne grundlag for, om investoren vil investere i virksomheden eller ej, og i givet fald på hvilke betingelser.

I due diligence-fasen vil investorerne typisk analysere på nogle af de samme faktorer, som de gør i forbindelse med den generiske screening. Der vil dog typisk være tale om en mere grundig

granskning. Ligesom tilfældet var i forbindelse med screeningsfasen, er der derfor også en overordnet enighed blandt de syv investorer om, at nogle af de væsentligste aspekter, når de undersøger et investeringsforslag nærmere, er entreprenøren (teamet) og dennes (disses) kompetencer, produktet og den bagvedliggende teknologi, en klar plan for projektet, der virker holdbar, samt markedspotentialet for produktet. Derudover bliver der også sat fokus på nogle yderligere aspekter såsom potentielle exit-muligheder på sigt (Interview 1-7).

4.5.1 Plan

Som tidligere nævnt i forbindelse med analysen af den indledende screening, er investorerne optaget af, at entreprenøren har en klar plan for projektet. Om det er en projektplan med primært fokus på færdigudviklingen af projektet, eller om der er tale om en decideret forretningsplan, er ikke så afgørende, bare der er en plan for, hvordan projektet kan bringes videre i processen. Aspekterne i den fremlagte plan bliver typisk gransket yderligere i due diligence-fasen med udgangspunkt i den allerede gennemførte indledende screening. I forhold til de planer, som bliver lagt for virksomheden i løbet af investeringsprocessen, er det ifølge de syv investorer entreprenøren selv eller en anden person med tilknytning til virksomheden, som skal formulere disse planer, men investorerne hjælper gerne til igennem sparring. Da projektplanen eller forretningsplanen typisk indeholder elementer omkring teknologi/produkt, marked osv., vil analysen af de forskellige elementer i planerne blive analyseret hver for sig i de kommende afsnit.

4.5.2 Produkt og teknologi

For investor 1 er første trin i en forundersøgelse af et potentielt investeringsprojekt at få foretaget en nyheds- og markedsundersøgelse. Denne undersøgelse får de udført af en ekstern leverandør, som vender tilbage med en rapport over deres resultater. Den eksterne leverandør undersøger både, hvad der kunne være af patenter på området, samt om der bliver markedsført nogen relaterede produkter på markedet allerede. I forbindelse med investor 1 og 7's virksomhedseksempel viste det sig, at produktet havde en høj nyhedsværdi, men ikke særligt stærke patentmuligheder. Investor 1 og 7 havde derfor i større udstrækning fokus på, at nyhedsværdien var stor, samt at der var tale om et nichemarked med et fornuftigt potentiale. Investor 2, som ligeledes er et innovationsmiljø, starter også typisk deres due diligence-undersøgelse med at undersøge nyhedsværdien af det potentielle

investeringsprojekt. Investor 2 begrundes deres fokus på nyhedsværdien med, at de kun kan investere mange penge i et projekt, hvis de besidder en vis eneretsposition på produktet og/eller teknologien. Også investor 2 benytter sig af en ekstern patentkonsulent.

I investor 2's virksomhedseksempel lykkedes det at få udtaget nogle patenter, som er væsentlige for den forretning, de driver, men da der er tale om et produkt, som allerede inden da fandtes i en lignende form på markedet, er der ikke mulighed for at få en eneretsposition, hvilket investor 2 normalt foretrækker. Grunden til, at investor 2 alligevel valgte at investere i projektet, er, at der er tale om et rigtig stort marked, hvor adgangsbarriererne er forholdsvist omfattende, og derfor er risikoen for yderligere konkurrence på markedet begrænset. Investor 3 har også fokus på nyhedsværdien, men har en lidt anden indgangsvinkel end investor 1 og 2, da han formulerer det sådan, at de har fokus på, om produktet eller teknologien som investeringsprojektet satser på, kan gøre en forskel eller ej. Investor 3 udtaler i forlængelse heraf: "*... Vil du kunne positionere dig som noget unikt eller som noget kosteffektivt*" (Interview 3: 45). Positioneringen på markedet er derfor central for investor 3.

Investor 4 taler typisk med 4 – 5 kliniske eksperter, der beskæftiger sig med det område, som det potentielle investeringsprojekt befinder sig indenfor. Det, de taler med de kliniske eksperter om, er, hvilke nøgleparametre der er indenfor det pågældende område, hvad behovet er, hvilke mangler de eksisterende produkter har, samt hvad der vil kunne udvikle området yderligere. Hvilken pris, de fremtidige kunder kan tænkes at ville give for produktet, vil også være et aspekt, som investor 4 vil tale med eksperterne om. Investor 4 undersøger aspekterne nærmere, som han har talt med eksperterne om, bl.a. patentsituationen, der ofte involverer brugen af en ekstern konsulent. Investor 4 og flere af hans kollegaer har alle en Ph.d.-grad og en del forskningserfaring, hvorfor de også ofte selv har mulighed for at tage stilling til de informationer, som de får fra de kliniske eksperter. Investor 5 har, som det også vil fremgå af den værdiansættelsesmodel, han har været med til at udvikle, fokus på hvilke patentrettigheder virksomheden har eller har mulighed for at få, samt hvilket behov det pågældende produkt dækker i markedet. Her skelner investor 5 imellem, om produktet løser et væsentligt behov i markedet, eller om produktet blot er "*nice to have*".

I forhold til investor 6's virksomhedseksempel er patentsituationen også meget afgørende, da virksomheden bygger på udnyttelsen af en bestemt teknologi, som virksomheden har patent på. Virksomheden producerer ikke egne produkter, men benytter sin teknologi til at producere produkter for kunder. Så i sin due diligence-proces havde investor 6 fokus på patentets samt teknologiens styrke, hvilket, han ret hurtigt blev overbevist om, var rigtig gode.

4.5.3 Marked

Markedet er ofte en størrelse, som kan være svær at bedømme for ventureinvestorer, hvilket også er tilfældet for de syv ventureinvestorer, der indgår i nærværende interviewundersøgelse. Forståeligt nok er samtlige syv investorer mere eller mindre optaget af at få belyst, hvilket markedspotentiale investeringsprojektet har. Da det ofte kan være svært at finde konkrete data over det pågældende markeds størrelse osv., som projektet stiler imod, må investorerne finde andre kilder, som kan give dem et indtryk af produktets markedspotentiale. Investor 1 fortæller om, at de i forbindelse med analysen af virksomhedseksemplet talte med en relevant person fra det offentlige system (potentielt kunde), som overbeviste investor 1 om, at denne virksomheds produkt havde et godt potentiale. Da investor 7 senere investerede i samme virksomhed som investor 1, havde virksomheden allerede solgt deres produkt til en forholdsvis stor kunde. Dette så investor 7 som et udtryk for, at de havde bevist "proof of concept". Investor 7 talte også med to politikere fra to forskellige kommuner, som yderligere overbeviste dem om virksomhedseksemplets potentiale.

De øvrige seks interviewede investorer giver ligesom investor 1 udtryk for, at de ofte forsøger at finde potentielle kunder eller andre kilder, som kan give dem en indsigt i markedet for det pågældende produkt. Investor 2 kommer med følgende udtalelse, omkring hvilke informationer det at tale med potentielle kunder typisk giver:

"Det er oftest den negative information, man får frem på den måde, og det er nyttig viden for os, at der er nogen andre, der har forsøgt, og de er måske stødt på nogle modstande, der gør, at det ikke er så god en ide, som den umiddelbart synes at være." (Interview 2: 29)

Som det fremgår, er det typisk de kritiske oplysninger og betragtninger, investor 2 får ud af at tale med potentielle kunder, men som han giver udtryk for, så er det nyttig viden for ham som investor.

Ifølge investor 2 er der ofte også en grund til, at den gode ide, entreprenøren har fundet på, ikke er så god, som den umiddelbart ser ud til at være, hvilket kan være forklaringen på, at der ikke findes noget lignende på markedet allerede.

I forhold til det virksomhedseksempel, som investor 2 har valgt, var der mulighed for at skaffe en del data omkring markedet for produktet, da markedet havde eksisteret i en del år. Det fremgår ikke af interviewene, at det er hovedreglen, at der er mulighed for at identificere et etableret marked for det pågældende produkt snarere tværtimod. Investor 3 og 4 udtaler, at de konsulterer eksperter indenfor den pågældende branche, som har et indgående kendskab til de eksisterende teknologier og markederne for relaterede produkter. Der kan være fordele og ulemper ved, om der allerede eksisterer et marked for lignende produkter eller ej. Hvis der allerede findes et marked for lignende produkter, er det selvfølgelig nemmere at få et overblik over markedets forventede størrelse, men samtidig er der så også en direkte konkurrence til det produkt, som entreprenørvirksomheden har udviklet. Det er derfor vigtigt, at det nye produkt har en profil, der giver mulighed for at få en plads på markedet. Det kan være i forhold til, hvilken pris det har, og hvor unikt det er, som bl.a. investor 3 og 4 er inde på. Hvis der derimod ikke findes direkte konkurrerende produkter, kan det være sværere at vurdere markedets potentielle størrelse, men samtidig er muligheden der også for at blive "first mover". Dette kan give mulighed for at opnå en større fortjeneste på produktet i hvert fald på kort sigt.

Markedsanalysen er iflg. investor 5 meget afgørende for de mange forretningsengle, han taler med hvert år. Dette skal ses i lyset af, at forretningsenglene iflg. ham foretrækker at investere i produkter, som er kommet på markedet eller er meget tæt på at komme på markedet. Dette kan formentlig forklares med, at de fleste forretningsengle ikke har så store midler at tilføje hvert projekt, hvorfor tidshorisonten for, at det enkelte projekt kan blive selvfinansierende, ikke må være for lang. Investor 7 støtter op om investor 5's udtalelser, da de også lagde stor vægt på at skabe sig en overbevisning omkring markedspotentialet, inden de foretog investeringen i det pågældende virksomhedseksempel. Da investor 5 selv skulle analysere sit virksomhedseksempel, lagde han også stor vægt på, at virksomheden havde modtaget en del positiv feedback både fra slutbrugerne men også fra distributørerne, hvilket gav en overbevisning om, at der var plads på markedet for

produktet. I sit virksomhedseksempel kunne investor 6 godt se et stort markedspotentiale for virksomhedens teknologi, men identificerede samtidig, at der var alvorlige mangler i forhold til de forretningsmæssige og markedsføringsmæssige kompetencer i virksomheden, hvilket vil blive analyseret yderligere i det følgende afsnit. Investor 6 fortæller også, at ledelsen i virksomhedseksemplet havde kraftigt undervurderet den mængde kapital, der skulle bruges på markedsføring af deres teknologi.

4.5.4 Entreprenøren og teamet

Som i screeningsfasen er det i due diligence-fasen også vigtigt for investorerne at forholde sig til entreprenøren og dennes eventuelle team og deres kompetencer. Ventureinvestoren vil oftest mødes med og/eller tale i telefon med entreprenøren løbende igennem due diligence-fasen og derigennem danne sig et endnu bedre indtryk af vedkommendes personlighed og kompetencer. Ventureinvestoren har formentlig allerede i screeningsfasen dannet sig et indtryk af personen/personerne, men i due diligence-fasen er der mulighed for at lære dem endnu bedre at kende (Interview 1-7).

Alle syv interviewede investorer giver mere eller mindre direkte udtryk for, at deres ”mavefornemmelse” for entreprenørens personlighed, kompetencer osv. spiller en væsentlig rolle, når de skal træffe deres investeringsbeslutning. Som tidligere nævnt giver et par af investorerne udtryk for, at kemien imellem entreprenør og investor spiller en vigtig rolle. Dette er en vigtig del af den ”mavefornemmelse”, investoren har. Investor 2,4, 5 og 7 nævner selv, at ”mavefornemmelsen” for personerne i projektet spiller en væsentlig rolle i deres investeringsbeslutning. De tre øvrige investorer fortæller, efter de er blevet spurgt til det, at de også i en vis udstrækning ligger vægt på deres ”mavefornemmelse” for personerne. Investor 2 bryder sig ikke om ordet ”mavefornemmelse” men mener i stedet, at ”erfaring” er en mere korrekt betegnelse. I nærværende afhandlings optik er erfaring en utrolig vigtig del af ”mavefornemmelsen”, da ”mavefornemmelsen” i udstrakt grad bygger på tidligere erfaringer med forskellige typer af mennesker og deres adfærd. Investor 7 fortæller følgende om ”mavefornemmelsen” i forhold til samarbejdet med entreprenøren:

”Vi er på mavefornemmelsesstadiet, hvor vi vurderer, om det er nogle mennesker, vi tror, vi kan arbejde sammen med de næste 5 - 10 år...” (Interview 7: 86-87)

Det specielle ved ”mavefornemmelsen” er, at den ikke ligesom f.eks. salgstallene for en virksomhed kan kvantificeres og samtidig også er subjektiv, da entreprenøren kan opleve, at vedkommende har en god kemi med en investor, men ikke har en god kemi med en anden. Selve projektet kan derfor sagtens være lovende, men alligevel blive valgt fra pga. investorens ”mavefornemmelse” for kemien med entreprenøren.

Det kan være vanskeligt at danne sig et fyldestgørende indtryk af entreprenøren på det antal møder, investorerne holder med vedkommende, inden beslutningen omkring investering bliver truffet. Dette vidner nedenstående citat fra investor 2 om:

”Der må vi af erfaring sige, at der er vi tit gået fejl af personer, som har virket meget tilgængelige, og hvor vi havde indtrykket af, at det kunne sagtens lykkes det her, og når vi så er kommet i gang, så har det vist sig, at de havde en eller anden brist som gjorde, at det ikke kunne lykkes.” (Interview 2: 19)

Investor 2 fortæller endvidere, at det sker sjældnere og sjældnere, at de fejlvurderer en entreprenør, hvilket vidner om, at erfaringen med at arbejde med forskellige entreprenører har en vis effekt bl.a. på ”mavefornemmelsen”. Det er ikke muligt at efterprøve, om de rent faktisk er blevet bedre til at bedømme entreprenørerne, men noget kunne tyde på, at investoren har lært noget af de tidligere erfaringer.

En af måderne, hvorpå investoren kan få af eller bekræftet sin ”mavefornemmelse” i forhold til entreprenøren, er ved at indsamle yderligere baggrundsinformation om vedkommende. Dette kan f.eks. ske ved at tale med forskellige personer, som entreprenøren igennem tiden har haft en relation til, såsom tidligere eller nuværende arbejdsgivere, samarbejdspartnere, øvrige forretningsforbindelser m.fl. Investor 4 fremhæver i denne forbindelse, at de typisk spørger andre personer indenfor det pågældende felt om deres oplevelse af personen, samt folk de kender, som har arbejdet sammen med personen. Et eksempel på dette er, at de normalt kontakter en af de andre større ventureinvestorer, hvis de kan se, at entreprenøren tidligere har arbejdet i en af deres porteføljevirksomheder. Ifølge investor 7 er en af måderne, hvorpå han prøver at finde frem til nogle personer, som kan kende noget til entreprenøren, at søge på de sociale medier såsom

LinkedIn. At foretage et baggrundstjek på entreprenørerne virker ret udbredt blandt investorerne og som en fornuftig foranstaltning. Investor 2 fortæller, at de i hans virksomhedseksempel var lidt bekymrede, da den ene af grundlæggerne havde et mindre godt rygte, da han indenfor de senere år havde måttet lukke flere af de virksomheder, han havde været med til at starte. Som investor 2 selv erkender, så er det, hvad der kan ske for en iværksætter, og der var ingen tvivl om, at entreprenøren var dygtig i forhold til det tekniske. Noget af udviklingen af virksomhedens produkter skulle udføres af en af entreprenørens andre selskaber, hvilket i løbet af investeringsprocessen viste sig at være et problem, da der opstod diskussion om, hvor meget selskabet skulle have for disse ydelser. Dette blev til et lidt større problem end oprindeligt vurderet, hvilket investor 2 også virker til at fortryde, at de ikke gjorde noget mere ved tidligere i processen. Problemet blev dog løst, og virksomheden driver en sund forretning i dag.

Det kan være, at investoren i løbet af sin due diligence finder ud af, at vedkommende ikke mener, at entreprenørens kompetencer er tilstrækkelige på centrale parametre til at drive virksomheden videre på kort sigt. Det antages i denne forbindelse, at de fleste entreprenørvirksomheder, hvis de bare er rimeligt succesfulde, har brug for på længere sigt at få suppleret de kompetencer, som allerede er i virksomheden. Da det er stort set umuligt for investorerne og entreprenørerne at forudsige, hvordan virksomheden udvikler sig, er det derfor også naturligt, at investorerne i første omgang fokuserer på virksomhedernes kortsigtede kompetencebehov. Udover at investor 1 har et eksempel på en virksomhed (ikke virksomhedseksempel), hvor de åbenlyst kunne se, at der manglede forretningsmæssige kompetencer, så har der i forhold til investor 5 og 6's virksomhedseksempler også manglet tilstrækkeligt med kompetencer på kort sigt.

Investor 5 fortæller i forhold til sit virksomhedseksempel, at entreprenøren, som havde udviklet produktet, var teknisk rigtig dygtig, men manglede markeds- og produktionsmæssig indsigt, hvilket investor 5 og hans fem syndikatpartnere⁴³ kunne bidrage med. Ret hurtigt måtte investor 5 og hans syndikatpartnere indse, at en af dem blev nødt til at dedikere sig til projektet på fuld tid, hvilket en af syndikatpartnerne derfor gjorde. For investor 6 var der i hans virksomhedseksempel behov for en person, som kunne udvikle og markedsføre virksomheden. Derfor var det et krav fra investor 6's

⁴³ Fem andre uformelle investorer.

side, at den rette person skulle findes, før han ville tilføre det aftalte beløb til virksomheden. Denne person blev fundet og derudover, var investor 6 også med til at opbygge virksomhedens forretningsgange, da disse stort set ikke var eksisterende, før han kom ind i projektet. På denne måde kunne investor 6 bidrage til virksomheden med noget væsentligt udover kapitalen, hvilket han fandt interessant bl.a. for at maksimere sit mulige afkast. Som det ses af de tre eksempler, er det typisk ikke tekniske kompetencer, der er behov for at få suppleret entreprenørvirksomhederne med, men forretningsmæssige kompetencer og primært markedsføringsmæssige kompetencer.

4.5.5 Omverden

Umiddelbart er det vanskeligt på baggrund af de syv interviews at fremhæve mange eksempler på, at omverdensaspektet fylder særlig meget i investorernes analyser. Det kan diskuteres om aspektet omkring ”andre nye teknologier” ikke hører til under analysen af teknologien, som produktet bygger på eller aspektet omkring, hvad der ellers findes på markedet. Investorernes analyse af ”andre nye teknologier” anses derfor for belyst i afsnit 4.5.2. Hvis denne del af analysen ikke bliver taget alvorlig, kan det have store konsekvenser for projektet, da det kan risikere at blive overhalet indenom af en konkurrent, som hverken virksomheden eller investoren kendte til. Indtrykket er dog, at alle syv investorer godt er klar over betydningen af denne del af analysen.

Aspektet omkring lovgivningens og statens påvirkning af investeringsprojekternes eksistensgrundlag (teknologi, marked osv.) bliver ikke nævnt som noget, der har en særlig stor betydning i investorernes analyser. Aspektet bliver ikke nævnt særlig ofte eller fremhævet som specielt væsentligt i de undersøgelser og teorier, som er blevet præsenteret i afhandlingens teoriafsnit 3.1.3. På trods af at det ikke umiddelbart fylder særligt meget i investorernes analyser, er det et aspekt, som er vigtigt at være opmærksom på, da konsekvenserne for entreprenørvirksomheden kan være ret alvorlige. Et eksempel kunne være en ny afgift, som kunne risikere at ramme virksomheden i nær fremtid. Det er ikke muligt at gardere sig imod alt, men aktuelle politiske drøftelser om en lovændring, der kan ramme entreprenørvirksomheden, bør indgå i investorernes analyser.

4.5.6 Finansiering og exit

Det er også vigtigt for investorerne at forholde sig til de forskellige aspekter omkring virksomhedens hidtidige og fremtidige finansiering i due diligence-fasen, samt hvilke forventninger der er realistiske i forhold til at "exite" investeringen senere i forløbet. Det er naturligt for investorerne at forholde sig til det fremtidige finansieringsbehov, da det er dem og eventuelle syndikeringspartnere, der skal levere den nødvendige kapital, så virksomheden kan udvikle sig. Det er derfor vigtigt, at der er et fornuftigt match imellem investorens/investorerens kapitalformåen og virksomhedens kapitalbehov. Samtlige syv investorer peger på, at det er vigtigt, at de kan se, at de kan bringe entreprenørvirksomhederne frem til et værdiskabelsespunkt med de midler, de har til rådighed. Derigennem vil der være udsigt til, at virksomheden kan blive interessant for fremtidige købere.

Investor 3 fortæller, at en vigtig del af deres due diligence-proces er at se på, hvilke investorer der allerede ejer en andel af virksomheden, og hvilke muligheder der er for at få yderligere investorer med i en eventuel fremtidig ejerkreds. Grunden, til at det er vigtigt for investor 3 at forholde sig til, hvilke investorer der allerede har en ejerandel i virksomheden, er, at det er vigtigt, at investorkredsen kan enes om, hvilken fremtid de ser for virksomheden. Det kunne f.eks. være, hvor hurtigt den skal udvikle sig og ikke mindst, hvad der kan tænkes at komme af senere finansieringsrunder, og hvor store de skal være. Da investor 3 altid syndikerer med andre investorer i deres investeringer, så er det naturligvis væsentligt, om andre investorer kunne være interesseret i at investere i virksomheden sammen med dem. Disse muligheder bliver typisk også afsøgt i due diligence-fasen. Det er klart, at investor 3 med sin strategi har fokus på nuværende og potentielle syndikeringspartnere, men det er et aspekt, som de fleste investorer med fordel kan forholde sig til. Ifølge investor 3 kan et par af fordelene ved at syndikere med andre investorer typisk være, at der er flere kompetencer, som virksomheden kan trække på, samt en større samlet kapitalsum til eventuelle fremtidige finansieringsrunder.

Det er ligeledes vigtigt for investor 4 i due diligence-fasen at se nærmere på, hvilke investorer der eventuelt allerede har en ejerandel i virksomheden. I virksomheder, hvor en eller flere andre investorer allerede har en ejerandel, benytter investor 4 en hel del tid på at undersøge, hvad det er

for investorer, de skal samarbejde med. Specielt hvis der er tale om forretningsengle. Investor 4 oplever, at der kan være problemer i forhold til, hvilke forventninger forretningsenglene har til virksomhedernes værdi, hvilke tidsrammer der er for virksomheden, samt hvor meget der skal investeres i virksomheden. I den økonomiske henseende er det forståeligt, hvis forretningsenglen ikke ønsker at blive udvandet, men samtidig kan der endnu være en lang og dyr udviklingsproces foran virksomheden. Derfor bliver investorer, som investor 4, der investerer i bio-tekvirksomheder, typisk nødt til at tilføre virksomhederne en del kapital løbende.

Investor 4 vil også meget gerne investere i entreprenørvirksomhederne sammen med andre investorer, hvorfor de typisk er opsøgende omkring at finde andre investorer, som kunne være interesseret i projektet. Dette arbejde finder sted fra due diligence-fasen og frem til den endelige investeringsaftale bliver underskrevet. I investor 4's virksomhedseksempel lykkedes det da også at få en anden formel ventureinvestor med i investorkredsen fra starten af investeringsforløbet. I investor 5's virksomhedseksempel gik han også sammen med fem andre uformelle investorer om investeringen i den pågældende virksomhed, hvilket er noget, investor 5 meget gerne gør i sine investeringer. Det virker sådan set fornuftigt nok, at investorerne gerne vil gå sammen med andre investorer, når de finder en interessant virksomhed, da det typisk kan være ret omkostningsfuldt at udvikle en ny teknologi og/eller bygge en virksomhed op fra bunden, og ifølge de syv investorer ofte dyrere end først antaget. Det kan måske lyde ulogisk, at investorerne gerne vil "dele" en lovende virksomhed med andre investorer, men pga. at risiciene typisk er ret store, kan de vælge at samarbejde med andre investorer om projektet.

For de danske innovationsmiljøer forholder det sig sådan, at de har til opgave at forsøge at tiltrække private investorer til deres virksomheder (Oxford Research 2012: 34). Det er derfor vigtigt for dem at forholde sig til dette aspekt i due diligence-fasen. I alle virksomhedseksemplerne på nær i forhold til de to innovationsmiljøer (investor 1 og 2) var der allerede enten en eller flere investorer, der havde investeret i virksomheden, eller hvor investoren købte sig ind i virksomheden sammen med en eller flere andre investorer. De syv interviewede investorer giver da også udtryk for, at det er meget udbredt at investere sammen med andre investorer i løbet af den periode, hvor de har ejerandele i de respektive selskaber.

Det fremgår af interviewene, at alle syv investorer overvejer, hvilke exit-muligheder der kunne være, når de på et senere tidspunkt kunne tænke sig at sælge deres ejerandele i investeringsprojekterne. Den exit-mulighed, der virker til at være den, som investorerne primært kigger på i deres due diligence, er muligheden for et salg til en større virksomhed indenfor samme eller relaterede brancher. De to innovationsmiljøer (investor 1 & 2) og investor 4 giver også udtryk for, at et salg, til en investor der investerer i virksomheder, som ikke længere er i de tidlige udviklingsstadier, er en oplagt exit-mulighed. Der er ingen af investorerne, som nævner noget om børsnotering. Dette kan skyldes, at de ikke regner med at være en del af ejerkredsen i selskaberne så langt hen i virksomhedens udvikling, at det kunne blive aktuelt. Ydermere er det meget begrænset, hvad der har været af (succesrige) børsnoteringer af unge virksomheder de senere år, hvorfor denne mulighed formentlig virker meget teoretisk for investorerne.

Alle syv investorer fortæller, i forhold til deres virksomhedseksempler, om mulige købere, de overvejede i deres due diligence. Investor 4 havde bl.a. en viden om, at en anden investor havde solgt en virksomhed, der mindede en del om investor 4's virksomhedseksempel, men hvor der var en del interesserede købere. De interesserede købere, som ikke fik erhvervet den pågældende virksomhed, håber investor 4, vil være interesseret i virksomhedseksemplet, når det er nået lidt længere i sin udvikling.

4.5.7 Værdiansættelse

Værdiansættelsen af den pågældende entreprenørvirksomhed forholder investorerne sig til løbende igennem pre-investeringsprocessen og bl.a. også i forbindelse med deres exit fra investeringen. Af interviewene til nærværende afhandling fremgår det, at investorerne i pre-investeringsprocessen primært vurderer værdiansættelsen i due diligence-fasen. Værdiansættelsen bruges bl.a. til at opstille nogle rammer, som investorerne kan forhandle ud fra i forhandlingsfasen. At få estimeret værdien af en virksomhed er vigtigt, men i sidste ende handler det om at blive enige med entreprenøren omkring prisen på den ejerandel, som investoren ønsker at opnå. Det er vigtigt for alle investorerne i nærværende undersøgelse, at den aftalte pris er realistisk og derigennem afspejler risikoen. Der findes rigtig mange forskellige værdiansættelsesmodeller, men fælles for dem er, at de

kræver en del input. Input som kan være svære at sandsynliggøre særlig præcist, når der er tale om entreprenørvirksomheder i de tidlige udviklingsfaser. Dette er da også den primære årsag til, at ingen af de interviewede investorerne i deres pre-investeringsproces foretager en konkret værdiansættelse ud fra de anerkendte modeller⁴⁴.

Investor 2 og 3 udtaler bl.a. følgende i forhold til værdiansættelse af unge entreprenørvirksomheder:

”Vi bruger ikke nogen avancerede værdiansættelsesmodeller i starten. Jeg vil næsten sige det på den måde, at hvis vi skulle det, så er det ikke et projekt, der ligger indenfor vores investeringsmandat at gå ind i nogen projekter, hvor det vil give mening at lave nogen egentlig DCF-analyser, fordi der ikke vil være noget cash-flow i de første mange år.” (Interview 2: 29)

Der er ingen af de virksomheder i pre-seed, seed, start-up faserne, hvor det giver mening at lave DCF-analyser eller multipler.” (Interview 3: 44)

Citaterne dækker meget godt over, hvad samtlige syv investorer giver udtryk for i forhold til værdiansættelse af denne type virksomheder i de tidlige udviklingsfaser. Investor 5 fortæller også, at det er hans erfaring, at ingen tror på den budgetterede omsætning for en virksomhed, medmindre den tidligere har præsteret en sammenlignelig omsætning. Flere af de interviewede investorer giver dog udtryk for, at de benytter sig af værdiansættelsesmodellerne, når de på et tidspunkt ønsker at sælge deres ejerandel.

4.5.7.1 Sammenlignelige virksomhedshandler

Investorerne giver udtryk for, at de benytter sig af sammenlignelige virksomhedshandler, når sådanne findes. Dette vil typisk være muligt, når der er tale om en virksomhed med en sammenlignelig teknologi eller produkt, som er blevet solgt. Investor 4 kommer med nogle interessante betragtninger i denne forbindelse. For det første har de, når de ser på sammenlignelige virksomhedshandler, fokus på, hvor mange penge køberen har betalt kontant ved handlens indgåelse. Ifølge investor 4 indgår der ofte forskellige earn-out aftaler i handlerne, og det er derfor tvivlsomt, hvor meget sælgeren får ud af disse aftaler, når det kommer til stykket. For det andet er det også vigtigt at holde sig for øje, hvor langt den pågældende virksomhed var nået i sin udvikling,

⁴⁴ Disse modeller blev omtalt i afsnit 3.1.3.1.

inden den blev solgt, for at kunne foretage en valid sammenligning. Dette skal så holdes op imod, hvor meget det vil koste at få bragt entreprenørvirksomheden til nogenlunde samme stadie. Hvis investoren ikke har midler til at støtte virksomheden så langt, skal det forventede salgsprovenu justeres i forhold til det.

Investor 1 betegner sig selv som *fødselshjælper*, og da det ikke giver mening for dem at tale om værdiansættelse i traditionel økonomisk forstand, ser de på om ideen, teamet osv. har potentiale. Hvis de har det, repræsenterer det i sig selv en værdi, som det senere vil vise sig størrelsen på. Investor 6's virksomhedseksempel er et andet interessant eksempel på de overvejelser, der kan tænkes at ligge til grund for en potentiel købers bud. Virksomheden er i skrivende stund ikke solgt, men ifølge investor 6 er det virksomhedens teknologi, der kunne være interessant for en køber. Pt. udnytter virksomheden sin teknologi til at producere for flere forskellige kunder, men investor 6 ser en klar mulighed for, at en af disse kunder ønsker at få eksklusivrettighederne til teknologien og derfor køber virksomheden. Teknologien kombineret med det rigtige produkt vil kunne blive en indbringende forretning for en potentiel køber, hvilket bevirker, at de formentlig vil betale en stor kapitalsum for virksomheden og rettighederne. Investor 6 har kendskab til et par indbringende sammenlignelige virksomhedshandler indenfor samme branche.

4.5.7.2 Alternative værdiansættelsesmetoder

De syv investorers udtalelser afslører, at der er et behov for alternative værdiansættelsesmetoder, som i højere grad er tilpasset de karakteristika, som entreprenørvirksomheder typisk har. Der er derfor ingen tvivl om, at de syv investorer ligger mest vægt på den strategiske analyse af de unge entreprenørvirksomheder, som Mörch og Wassermann (2002) også kom frem til i deres analyse. Rie Larsen finder i sin kandidatafhandling frem til, at realoptionsværdiansættelsesmodellen er den teoretisk set mest korrekte værdiansættelsesmodel, når det drejer sig om nystartede entreprenørvirksomheder. Hun kommer i sine empiriske studier frem til, at ingen af de adspurgte investorer benytter sig af realoptionsmodellen, men i stedet benytter sig af egne skønnede beregninger, sammenlignelige virksomhedshandler og i nogen udstrækning også relativ værdiansættelse og DCF-metoden. Metoden "egne skønnede beregninger" bliver ikke uddybet nærmere (Larsen 2010).

Både nærværende undersøgelse, Mörch og Wassermanns undersøgelse (2002) og Larsens undersøgelse (2010) peger på, at anvendeligheden af de anerkendte værdiansættelsesmodeller afhænger af, hvor langt den enkelte virksomhed er nået i sin udvikling. Derudover peger alle tre undersøgelser på, at der er et klart behov for udvikling af værdiansættelsesmodeller, som tilfredsstiller ventureinvestorerens behov i den daglige praksis. Et parameter, som oplagt kunne få en væsentlig betydning i sådanne modeller, kunne være sammenlignelige virksomhedshandler, da ventureinvestorerne ligger stor vægt på disse, når de skal vurdere værdien og potentialet for den pågældende virksomhed. Investor 3 fortæller, at han minimum skal kunne sandsynliggøre, at de vil kunne få deres investerede beløb tilbage med en faktor på fem, før de vil overveje at foretage investeringen⁴⁵. Grunden, til at faktoren minimum skal være fem, er, at det er hans erfaring, at projekterne altid strækker sig over længere tid end planlagt og dermed også skal bruge yderligere kapital. Investor 6 fortæller, at han havde kendskab til lignende virksomhedshandler indenfor samme branche som hans virksomhedseksempel, hvor investorerne havde fået deres penge igen med en faktor på 6 – 7. Dette er en pragmatisk måde at forsøge at tackle problemstillingen omkring at vurdere den potentielle værdi af et investeringsprojekt. Som den eneste af investorerne giver investor 6 udtryk for, at han i sin pre-investeringsproces så potentiale til, at virksomhedseksemplet kunne komme til at generere et overskud på længere sigt, så der var en alternativ afkastmulighed til at sælge hans ejerandel. For de investorer, som er med i en 10-årig fond, er dette ikke et særligt sandsynligt alternativ til at sælge virksomheden, men for specielt de uformelle investorer kan udbytteudlodninger være et oplagt alternativ til et salg af deres ejerandele.

Investor 5 har udviklet en værdiansættelsesmodel, som han har valgt at kalde "Høker kalkulen". Modellen er ikke færdigudviklet, men kommer alligevel med nogle spændende perspektiver. Ideen bag er, at den skal give et estimat på virksomhedens pre-money værdi⁴⁶. Modellen fremgår af appendix 8.6. Investor 5 fortæller, at modellen er blevet testet på en lang række af de virksomheder, som han har et indgående kendskab til eller selv været investor i, og her viste den sig at være ret præcis. Modellen er opstået, som et værktøj investor 5 udviklede til en række seminarer, som han holdt for en lang række entreprenørvirksomheder rundt omkring i Danmark. Nærværende

⁴⁵ Dvs. at hvis de skal investere samlet 10 mio. kr. i virksomheden, skal der være en vis sandsynlighed for, at de får 50 mio. kr. tilbage igen.

⁴⁶ Dvs. værdien før investorerne har købt sig ind i virksomheden.

afhandling har af ressourcemæssige årsager ikke haft mulighed for at efterprøve denne model yderligere. Grundlæggende er der tale om en pragmatisk model og ikke en særlig videnskabelig model, selvom den kunne være interessant at teste og videreudvikle, så den kunne få et bedre teoretisk fundament⁴⁷.

Investor 5 præsenterede også en anden model/formel, han kaldte for ”Vækstfondens model”, som er en måde at beregne hele virksomhedens nutidsværdi på for en investor⁴⁸. Formlen er som følger:

$$\text{Nutidsværdi af hele virksomhed X for investor Y} = (\text{forventet exit-værdi} * \text{sandsynligheden for dette udfald}) / (\text{Investors afkastkrav}^{49})$$

Hvor videnskabeligt velfunderet denne model er vides ikke, men den er også ret interessant, selvom den opererer med ret store usikkerhedsfaktorer. Fordelen ved denne model er, at den er meget enkel men kræver dog, at investoren har undersøgt parametrene grundigt for at opnå et validt værdiestimat. Den forventede exit-værdi og sandsynligheden for den kan være ret svære størrelser at estimere, men ikke desto mindre er det nogle af de eneste parametre, som investorerne i nærværende undersøgelse opfatter som tilgængelige og valide. Så denne model vil formentlig være relevant for de interviewede investorer at se nærmere på. Den vil i hvert fald være et interessant supplement til de øvrige beregninger, investorerne foretager.

Som det ses af ovenstående fremlæggelse af de to alternative værdiansættelsesmodeller, er der i praksis forskellige spæde forsøg på at kompensere for de anerkendte værdiansættelsesmodellens udfordringer i forhold til at værdiansætte entreprenørvirksomheder. Der er dog lang vej endnu til denne udfordring er løst, hvis den da nogensinde vil kunne løses helt. I sidste ende vil det altid være et spørgsmål om, hvad køberen (i dette tilfælde en ventureinvestor) vil betale for den påtænkte ejerandel. Den rette værdiansættelsesmodel vil selvfølgelig give investoren et bedre grundlag for sit investeringstilbud.

⁴⁷ For kritik af denne model (”Høker kalkulen”) se appendix 8.6.1.

⁴⁸ For at nå frem til nutidsværdien af den enkelte investors ejerandel skal resultatet af beregningen multipliceres med investorens forventede ejerandel i procent.

⁴⁹ Dvs. hvilken faktor investoren forventer at få sine penge igen med.

4.5.7.3 Øvrige analysemodeller

Da ventureinvestorerne giver udtryk for, at de ikke kan lave nogen traditionel værdiansættelse ud fra de anerkendte modeller, er det nærliggende at tænke, at de så benytter sig af andre anerkendte analyseværktøjer i deres strategiske analyse. Det er kun investor 4, som giver udtryk for, at de altid udarbejder SWOT-analyser for de virksomheder, som de undersøger, og derudover benytter investor 4 sig også af forskellige interne dokumentværktøjer. Når de øvrige seks investorer bliver spurgt om det samme, giver de ikke udtryk for, at de eksplicit benytter nogle af de anerkendte strategiske analyseværktøjer såsom SWOT og Porters Five Forces. Dette kan undre lidt, men en mulig forklaring kan være, at de implicit indgår i deres analyser, og investorerne ikke længere tænker på, at analyserne bygger på disse modeller. Der er ingen tvivl om, at investorerne forholder sig til mange af de aspekter, som er en del af førnævnte modeller. Investor 4 har ikke en forretningsmæssig baggrund, hvilket kan være årsagen til, at han er mere opmærksom på, hvilke analysemodeller deres undersøgelser bygger på. Mörch og Wassermann kommer frem til en lignende konklusion i deres undersøgelse. Af deres interviews fremgår det også, at de strategiske analyseværktøjer ikke bruges eksplicit, men til gengæld ligger til grund for mange af tankerne bag de analyser, som investorerne foretager af virksomhederne (Mörch & Wassermann 2002: 96).

4.5.8 Sammenligning af investorerne

Van Osnabrugge (2000) finder i sin undersøgelse bevis for, at de uformelle investorer lægger mest vægt på entreprenøren og dennes kompetence i deres pre-investeringsproces, hvorimod de formelle investorer lægger mest vægt på produkt og marked. En lignende konklusion kan ikke drages på baggrund af afhandlingens interviewundersøgelse. Indtrykket er snarere, at både de uformelle og de formelle investorer lægger mest vægt på entreprenøren i deres pre-investeringsproces. Produktet og markedet er dog også faktorer, som de to grupper af investorer vægter tungt i deres pre-investeringsproces. Disse resultater er overensstemmende med resultaterne i Mörch og Wassermanns undersøgelse (2002) og Kristensens undersøgelse (2012), hvor entreprenøren og dennes kompetencer ligeledes vægtes højest af både formelle og uformelle investorer.

I forhold til omfanget af due diligence, som Van Osnabrugge også har undersøgt, er der i afhandlingens interviewundersøgelse en del indikationer på, at de formelle investorer udfører væsentligt mere due diligence-arbejde sammenlignet med de uformelle investorer. Van Osnabrugge kommer i sin undersøgelse frem til samme konklusion. Et eksempel på dette er, da Investor 5 fortæller, at han i forbindelse med investeringen i sit virksomhedseksempel stort set ikke lavede nogen form for due diligence-undersøgelse, men primært screenede virksomheden, inden han besluttede sig for at investere. Hvor meget investor 5 generelt undersøger, inden han foretager sine investeringer, kan variere, men han giver udtryk for, at han i vid udstrækning også benytter sig af ”løbende” eller ”live” due diligence. Dette betyder, at han løbende vurderer, om han skal indskyde mere kapital i den pågældende virksomhed eller ej. Investor 6 brugte en del tid på at analysere sit virksomhedseksempel, hvilket står noget i kontrast til investor 5 og 7, idet de foretog begrænsede undersøgelser af deres virksomhedseksempler. En oplagt forklaring på, hvorfor investor 6 brugte en del tid på at undersøge sit virksomhedseksempel, før han besluttede sig for at investere, er, at der var tale om et forholdsvist stort kapitalindskud imod det, som investor 6 kalder for ”de normale ventureregler” (hvor investoren spreder sin risiko). Derudover har hver individuel investor også deres præferencer, og nogle er formentligt mere forsigtige og undersøger projekterne grundigere end andre. Der er ingen tvivl om, at de fire formelle investorer i nærværende interviewundersøgelse benytter en del tid på den samlede pre-investeringsproces og due diligence-fasen i særdeleshed, hvilket bl.a. understøttes af investor 1 og 4’s timeantalsestimer⁵⁰.

At de formelle investorer har flere ressourcer til at gennemføre en grundigere due diligence-undersøgelse, som Van Osnabrugge også peger på, er der ikke noget i nærværende undersøgelse, der afkræfter snarere tværtimod. Tre af de fire formelle investorer (1, 2 og 4) giver udtryk for, at de ofte får en eller flere eksterne leverandører til at udføre en nyhedsundersøgelse samt en patentundersøgelse. Derudover har nogle af de formelle investorer en fast godkendelsesprocedure, hvor der f.eks. skal udarbejdes en ansøgning til et internt investeringsudvalg, som træffer den endelige beslutning, om en investering kan gennemføres (Interview 1, 2 & 4). Som beskrevet i teori-kapitlet⁵¹ er der udover Van Osnabrugges undersøgelse også en canadisk undersøgelse, der peger på, at de uformelle investorers due diligence-proces er ad hoc-præget og uformel. Dette er hverken til at af- eller bekræfte på baggrund af afhandlingens undersøgelse, men en del tyder på, at de

⁵⁰ Se afsnit 4.2.

⁵¹ For uddybning se afsnit 3.1.3.

formelle investorers due diligence-proces ofte vil være mere formel og omfangsrig. Van Osnabrugge går så langt som til at konkludere, at britiske uformelle investorer kan finde på at foretage en investering stort set kun på baggrund af deres mavefornemmelse. På baggrund af resultaterne i nærværende undersøgelse er der ikke klare beviser for, at de tre uformelle investorer kun investerer på baggrund af deres mavefornemmelse. Mavefornemmelsen for specielt entreprenøren og dennes eventuelle team spiller en væsentlig rolle for både de uformelle og de formelle investorer. Da de uformelle investorer typisk ikke har de samme ressourcer til f.eks. at få foretaget en nyhedsundersøgelse eller har netværk iblandt eksterne eksperter osv., kommer deres mavefornemmelse for personerne og projektet som helhed naturligt nok til at fylde mere. Da ingen af de syv investorer giver udtryk for, at de kan udarbejde traditionelle værdiansættelser i deres pre-investeringsproces, vil mavefornemmelsen naturligt komme til at fylde mere for dem alle, da der ikke er nogen særligt pålidelige tal at træffe beslutningen ud fra. Estimering af en potentiel salgsværdi for det pågældende selskab forsøger både de formelle og de uformelle investorer at skabe sig et overblik over igennem sammenligning med lignende virksomhedshandler.

4.6 Forhandling

I dette afsnit vil der blive set nærmere på forhandlingsfasen i investeringsprocessen. Det er i denne fase, at aftalerne omkring den enkelte investering kommer på plads. Som tidligere illustreret er det kun en mindre andel af de projekter, som investorerne foretager en due diligence-undersøgelse af, der resulterer i en konkret investering. Det er indtrykket ud fra de syv interviews, at der løbende igennem pre-investeringsprocessen bliver talt om investeringens størrelse, betingelserne osv. Det er først efter, at due diligence-undersøgelsen er gennemført, at der bliver truffet endelig beslutning, om investoren er interesseret i at foretage investeringen, og de egentlige detaljer omkring investeringen derefter kan komme på plads. Det kan også ende med, at entreprenørvirksomheden vælger at sige fra overfor investorens investeringstilbud.

4.6.1 Investeringsaftalen

Omfanget af de dokumenter, som typisk bliver udarbejdet i forbindelse med den enkelte investering, kan variere en del, hvilket umiddelbart kan relateres til typen af investor. De fire formelle investorer i nærværende undersøgelse benytter sig ved hver investering af et ret

omfattende sæt af aftaledokumenter, hvor størstedelen af indholdet i disse dokumenter er standard og derfor ikke bliver tilpasset til den enkelte investering. Investor 3 skitserer i interviewet omfanget og indholdet i de dokumenter, som typisk bliver benyttet ved deres investeringer⁵². Først udarbejdes et såkaldt "*term sheet*", hvor de aspekter omkring investeringen, som investoren er blevet enige med virksomheden om, og i nogle tilfælde også de(n) øvrige investorer, typisk nedfældes i punktform eller lign. På baggrund af de aspekter, som investor(erne) er blevet enige med hinanden og entreprenøren om i "*term sheet*'et", udarbejdes det egentlige juridiske dokument, investeringsaftalen. Ifølge investor 3 indeholder investeringsaftalen en beskrivelse af følgende elementer: Hvad er fokus for investeringen, hvem investerer hvornår og hvordan og på hvilke betingelser, samt en beskrivelse af evt. warrantprogram, beskrivelse af milepælene og forpligtelsen til at erlægge de aftalte kapitalsummer, hvis milepælene opfyldes. Derudover udarbejdes også en aktionæroverenskomst imellem aktionærene i selskabet, som definerer rammerne for deres fælles ejerskab af selskabet. I denne forbindelse fremhæver investor 3 også en række punkter, som typisk er en del af aktionæroverenskomsten: En klausul om at entreprenørerne ikke må sælge deres aktier i selskabet, en klausul om en såkaldt "lock-up"-periode hvor investorerne ikke må sælge deres aktier i selskabet, en klausul om at investorerne ikke må sælge deres ejerandel uden de øvrige aktionærers samtykke, samt en aftale omkring bestyrelsessammensætning, generalforsamling og hvilke beslutninger der skal behandles i hvilke fora.

Investor 4 fortæller, at der, i forbindelse med de investeringer de foretager, altid udformes en særlig aktiestruktur i selskabet. Denne aktiestruktur betyder, at investorerne får tildelt præferenceaktier, som er stillet bedre, end de aktier stifterne (entreprenørerne) får tildelt, når f.eks. proventet fra et eventuelt salg af selskabet skal deles. I praksis betyder det, at investor 4 får deres investering tilbage med en årlig forrentning på 8 %, hvorefter den resterende del af proventet fordeles imellem alle aktionærene. Typisk er der indarbejdet nogle optionsordninger i de investeringer, som f.eks. investor 4 foretager, for ikke at risikere, at entreprenørernes ejerandele løbende bliver alt for udvandet, og de derfor ikke får så meget ud af et eventuelt provent fra salget af selskabet. Ifølge investor 4 er værdien af en god ide i sig selv ikke særlig stor, hvilket er en udfordring, når de forhandler med entreprenørerne. Derfor bliver optionerne brugt som en motivationsfaktor for entreprenørerne.

⁵² De omtalte dokumenter skal ikke ses som en udtømmende oversigt over alle de dokumenter, investorerne kan vælge at benytte sig af.

Investor 2 fortæller, at der i deres standarddokumenter er indsat nogle ret omfangsrige investorbeskyttelsesparagraffer. Som eksempel på disse paragraffer fortæller investor 2 om begrebet ”anti-dilution” (anti-udvanding). Anti-udvandingsparagraffer beskytter investoren imod, at deres ejerandel bliver udvandet f.eks. som resultat af en anden investors indtræden i aktionærkredsen til en lavere kurs end den, som investoren oprindeligt købte sine ejerandele til. Dette kan typisk skyldes, at selskabets markedsværdi er faldet, hvorfor en ny investor ikke vil betale den samme pris, som den oprindelige investor betalte. Den oprindelige investor har så krav på en kompensation, typisk i form af aktier til en meget favorabel kurs, for denne værdiforringelse af selskabet. Derudover fortæller investor 2, at de også typisk har paragraffer i deres investeringsaftaler, som sætter loft over, hvor store investeringer ledelsen i det pågældende selskab må foretage uden deres accept.

I forhold til de uformelle investorer er indtrykket af omfanget af de nedskrevne aftaler, de indgår med virksomhederne og hinanden, noget mere broget. Det er ikke et aspekt, de uformelle investorer i nærværende undersøgelse fortæller særligt meget om. Investor 5 fortæller, at han har kendskab til investeringsaftaler indgået af uformelle investorer, som spænder så vidt som fra et håndslag og til mere formelle dokumenter, der minder om de aftaler, de formelle investorer indgår med virksomhederne og hinanden. Generelt er der aftalefrihed, så det er muligt at forestille sig en lang række af forskellige måder at sammensætte en investeringsaftale og eventuelle øvrige dokumenter på.

4.6.2 Finansieringsform og ejerandele

Størrelsen på ejerandelen i det enkelte selskab og ikke mindst prisen herfor kan variere meget fra investor til investor og fra investering til investering. Af nedenstående tabel fremgår det, hvilken ejerandel hver af de syv interviewede investorer generelt har i deres investeringer fra start. For de, der har villet oplyse det, fremgår også den ejerandel, de har haft fra starten af i det pågældende virksomhedseksempel.

Tabel over investorernes ejerandele

Investornr.	Typisk ejerandel (fra start)	Typisk (fra finansierings- instrument ⁵³)	Ejerandel virksomhedseksempel (fra start)	Finansierings- instrument virksomhedseksempel
1	Min. 25 %	Ejerandele og lån	25 %	Ejerandel og lån
2	20 – 30 %	Ejerandele	n/a	Ejerandel
3	10 – 25 %	Ejerandele og lån	Ca. 25 %	Ejerandel og konvertible lån
4	Variere en del	Ejerandele	n/a	Ejerandel (konvertible lån)
5	n/a	Ejerandele	10 %	Ejerandel
6	n/a	n/a	n/a	Ejerandel
7	10 – 50 %	Ejerandele og lån	n/a	Ejerandel og lån

Kilde: Egen tilvirkning ud fra interviewene (bilag 1-7)

n/a = ingen tilgængelige data

Udfordringen i forhold til at lave statistik over investorernes ejerandele er, at de varierer fra investering til investering, men også fordi de kan ændre sig hen ad vejen, når der f.eks. bliver behov for at indskyde yderligere kapital, og andre investorer måske også træder ind i projektet. De to innovationsmiljøer (investor 1 & 2) giver udtryk for, at de går ret meget op i at få en vis ejerandel fra starten af investeringen, hvilket kan skyldes deres forpligtelse til at forvalte statens penge på en ansvarlig måde. Det kan dog også skyldes, at de gerne vil have en fornuftig ejerandel, inden de eventuelt kan tiltrække yderligere privat kapital, og i den proces ikke ønsker at blive helt udvandet. Investor 4 har ifølge eget udsagn ikke særlig meget fokus på, hvilken procentvis ejerandel de får. De har i stedet fokus på at blive enige med entreprenørerne om den rette værdiansættelse og dermed også prisen på de aktier, som de køber. Dette bør ifølge investor 4 i sig selv give en fornuftig procentvis ejerandel. Ud fra ovenstående tal for de formelle investorers typiske ejerandele kunne det tyde på, at de formelle investorer har imellem 10 – 25 % af ejerskabet af det pågældende selskab, når de indtræder i investeringen. Ifølge investor 2 skal investorerne også passe på, at entreprenøren

⁵³ Med finansieringsinstrument menes, hvilken form for finansiering investoren benytter, dvs. om der er tale om ejerandele (anpart/aktier), konvertible lån, almindelige lån eller andre instrumenter.

igennem de respektive finansieringsrunder ikke bliver for udvandet, da entreprenøren typisk ikke har mulighed for at bidrage med ny og væsentlig kapital. Hvis entreprenørens ejerandel bliver for lille, risikerer investorerne, at vedkommende mister interessen for projektet og derfor bliver svær at bibeholde i virksomheden. Dette er selvfølgelig primært et problem, når entreprenørens tilknytning til virksomheden er af væsentlig betydning for denne. Investor 2 mener også, at hvis investorerne kan bibeholde entreprenøren, indtil et exit finder sted, har de også noget mere at sælge end bare et "førerløst fly" (Interview 2: 9). Warrant-programmer benytter investor 2 en del for at motivere entreprenørerne. Disse er konstrueret, så hvis en bestemt pris opnås ved salg af selskabet, får entreprenørerne mulighed for at købe yderligere ejerandele til en favorabel kurs. Investor 2 fortæller endvidere, at entreprenørerne i deres porteføljevirkomheder typisk har en ejerandel på 10 – 20 % af selskabet, når de når frem til investor 2's exit.

Procenttallene for de uformelle investorer er for mangelfulde til, at det giver mening at lægge større betydning i dem. I Vækstfondens undersøgelse fandt de frem til, at ca. 1/3 af forretningsenglene foretrak en ejerandel på 10 – 25 %, mens knap 25 % ønskede en ejerandel på mellem 25 – 50 %. De fandt også frem til, at 21 % af de adspurgte forretningsengle ikke mente, at ejerandelen var af væsentlig betydning (Vækstfonden 2002: 17). Så når investor 7 generelt gerne vil have en ejerandel på 10 – 50 %, virker det til at være et meget godt billede på de uformelle investorers generelle ejerandel. Ifølge investor 5 vil forretningsengle gerne have minimum 5 – 25 %'s ejerskab, da det giver dem en følelse af et reelt medejerskab.

Fem af de syv investorer foretrækker, så vidt det er muligt, kun at have ejerandele i deres porteføljevirkomheder. Investor 1 og 7 benytter sig også i en vis udstrækning af normale lån, hvilket de også har gjort i deres fælles virksomhedseksempel. De øvrige fem investorer benytter sig også af forskellige låntyper, men typisk vil det være som en midlertidig løsning. Et eksempel på det kan være, at den pågældende virksomhed mangler kapital til at drive virksomheden videre, imens der skabes enighed om en kapitalforhøjelse mellem aktionærerne. Der vil derfor sjældent være tale om længerevarende lån, som investorerne ønsker at få tilbagebetalt, hvilket er tilfældet i investor 1 og 7's virksomhedseksempel. Der kan sikkert være mange årsager til, hvorfor den enkelte investor vælger at benytte sig af lige netop den pågældende sammensætning af finansieringsformer i

forhold til den enkelte virksomhed. Det har ikke været fokus for nærværende afhandling at undersøge nærmere, hvorfor dette er tilfældet, men udgangspunktet må være, at hver investor benytter den form for finansiering, vedkommende mener, giver den bedste balance imellem potentielt afkast og risiko.

En af fordelene ved at vælge lånefinansiering for de formelle investorer frem for egenkapitalfinansiering er, at investorerne afhængigt af ejerstrukturen kan få skattemæssigt fradrag for lån, som porteføljevirksohederne ikke kan tilbagebetale⁵⁴. Derudover skaber almindelige lån ikke direkte udvanding i den eksisterende ejerkreds, hvilket kan blive konsekvensen af en kapitalforhøjelse. Til gengæld kan afkastet fra et lån ikke blive højere end de tilskrevne renter⁵⁵, hvorimod afkastet fra en ejerandel som udgangspunkt er ubegrænset. Et lån vil heller ikke give den samme indflydelse på virksomhedens virke, som en ejerandel typisk vil, medmindre der er aftalt en speciel aktiestruktur med f.eks. forskellig stemmeret for aktieklasserne.

Investor 1 er den eneste af de syv investorer, der fortæller, at det er et vigtigt princip for dem, at entreprenørerne selv har ”hånden på kogepladen”⁵⁶, da det er med til at engagere entreprenørerne og få dem til at yde lidt ekstra. Omvendt skal det økonomiske pres, ifølge investor 1, heller ikke være for stort, da det kan betyde, at entreprenørerne mister fokus i forhold til projektet.

⁵⁴ Hvis der er tale om selskaber og fonde, vil disse ikke få fradrag for tab på datterselskabsaktier, eller porteføljeaktier efter de nye regler som trådte i kraft d. 1. januar 2013, jf. ABL § 4 A, 4 C & 8. Dette forudsætter bl.a., at porteføljeaktierne ikke er børsnoterede. I de fleste tilfælde vil der formentlig være tale om ikke børsnoterede aktier/anpartar, når det drejer sig om ejerandelene i entreprenørselskaberne. Personer vil blive beskattet af aktieavancer eller tab (ABL § 7) som aktieindkomst, jf. PSL § 4a stk. 1, nr. 4, medmindre der er tale om næringsaktier iht. ABL § 17 stk.1. Tabet på fordringen vil kunne fradrages skattemæssigt på det tidspunkt, hvor fordringen uerholdelighed er konstateret som f.eks. ved debtors konkurs (Pedersen et al. 2013: 40-43, 380f)

⁵⁵ Teoretisk set er der selvfølgelig mulighed for at sælge fordringen til en højere kurs og derfor også tjene noget på at videresælge den, men det er svært at forestille sig, at det er særlig udbredt i forhold til fordringer i entreprenørselskaber.

⁵⁶ Begrebet ”hånden på kogepladen” bliver ofte benyttet i forhold til de investorer, som investerer andre personers og/eller organisationers midler. De personer og/eller organisationer, som investorerne investerer på vegne af, vil ofte kræve, at investorerne også selv investerer nogle midler sammen med dem, for at investorerne også selv kan mærke konsekvenserne af deres dispositioner (<http://www.dvca.dk/index.php/medlemmer/om-kapitalfonde/>, besøgt d. 15-07-2013).

4.6.3 Milepæle

Som beskrevet i teori-kapitlet⁵⁷ er opdelingen af investeringen i milepæle den mest virkningsfulde kontrolmekanisme, en investor kan benytte sig af ifølge Gompers og Lerner (1999). Det er da også et instrument, som samtlige syv investorer benytter i de fleste af deres investeringer i entreprenørvirksomhederne. I forhold til virksomhedseksemplerne er det kun investor 7, som ved deres investering i den pågældende virksomhed ikke benyttede sig af opdeling af investeringssummen i milepæle. Investor 7 giver udtryk for, at de i andre investeringer benytter sig af milepæle og generelt bedst kan lide at benytte sig af milepæle, når de investerer i entreprenørvirksomheder. Investor 7 kommer ikke med nogen decideret forklaring på, hvorfor der ikke blev benyttet milepæle ved denne investering, men taler om, at det var det "*muliges kunst*", og at de var i konkurrence med andre investorer om at få lov til at investere i virksomheden. En oplagt fortolkning kan være, at det var en betingelse for at indtræde i ejerkredsen, da de konkurrerende investorer tilbød noget tilsvarende. Virksomhedseksemplet havde allerede vist deres berettigelse ved den indledende investering fra innovationsmiljøet, hvilket også kan tænkes at have betydet, at de kunne stille lidt større krav end normalt.

Som flere af de interviewede investorer kommer ind på, handler det om at finde frem til nogle milepæle, som giver mening, og som er forholdsvist konkrete. Der kan derfor godt være en god forklaring på, hvorfor den pågældende investors investering ikke er opdelt i milepæle, da det ikke vil give mening, da alle midlerne f.eks. skal bruges på at opnå noget bestemt. I de fleste tilfælde kan der dog indarbejdes nogle delmål, som så bliver udgangspunkterne for milepælsopdelingen. Investor 3 kommer med lidt kritik af milepælsopdelingen. Han mener ikke, at det altid er en fordel at opdele finansieringen på denne måde, da selskabet risikerer at blive underfinansieret, og i aktionærgruppen risikerer de at bruge for meget tid på at rejse yderligere kapital. Dette kan i hvert fald være en af konsekvenserne af, at investorerne vil have kontrol med, hvad deres penge går til, hvilket måske nogle gange kan gøre, at de bliver for forsigtige.

For bedre at kunne opnå indsigt i de milepæle, som investorerne typisk opstiller for virksomhederne, blev respondenterne bedt om at komme med eksempler på milepæle fra deres

⁵⁷ Se afsnit 3.1.4.1.

virksomhedseksempler. I litteratursøgningen til nærværende afhandling var det ikke muligt at finde nogen artikler, der nærmere undersøger, hvilke overordnede former for milepæle investorerne og entreprenørerne bliver enige om. De milepæle, som de syv investorer i nærværende undersøgelse fortæller om, kan opdeles i tre overordnede kategorier. Den første kategori er *udviklingsmål*, som typisk relaterer sig til udviklingen af det eller de pågældende produkter, som virksomheden arbejder med. Investor 4 kommer med et par eksempler fra bio-tek branchen, hvor en oplagt milepæl kan være gennemførelsen af et specifikt forsøg eller indlevering af ansøgning til lægemiddelsmyndighederne til at foretage et fase 1-studie. Et andet eksempel kunne være at få færdigudviklet en prototype af virksomhedens produkt.

Den anden kategori, som milepælene kan deles op i, er *patentmål*⁵⁸, hvilket er med til at understrege, hvor vigtigt et aspekt det er for mange af entreprenørvirksomhederne. Eksempler på oplagte milepæle indenfor denne kategori kunne være nærmere undersøgelse af patentmulighederne, indlevering af en patentansøgning eller udstedelse af et eller flere patenter. Den tredje og sidste kategori er *forretningsmæssige mål*, hvilket er en forholdsvis bred kategori. Dette bevirker, at mængden af de forskellige milepæle er ret omfangsrig. Oplagte eksempler kunne være introduktion på et givent marked eller geografisk afgrænset område, opnåelse af et bestemt antal kunder eller opnåelse af en vis omsætning. Mål for det samlede resultat af virksomhedens aktiviteter kunne også være et forretningsmæssigt mål for de virksomheder, der er nået over i opstartsfasen eller senere faser. Investor 2 kommer med et eksempel på en milepæl indenfor denne kategori, som de benyttede i forhold til virksomhedseksemplet. Det var afgørende for virksomhedseksemplets succes, at det opnåede en samarbejdsaftale med en konkret underleverandør i forhold til, om virksomheden kunne få sat sit produkt i produktion. Grunden, til at dette var afgørende for virksomheden, var, at virksomheden fremstiller et produkt, som kun kan produceres få steder i verden, hvorfor det var en milepæl at få en samarbejdsaftale i hus med den konkrete underleverandør. I relation til samarbejdspartnere kommer investor 5 med et eksempel fra sit virksomhedseksempel, hvor milepælen var, at produktet skulle være ude hos den første distributør inden en bestemt dato.

⁵⁸ Kunne også være kaldt *beskyttelsesmål* men for at understrege patenternes betydning, så blev dette udtryk valgt i stedet for.

I investor 6's virksomhedseksempel var en afgørende milepæl, at virksomheden sammen med investorerne fik lokaliseret og ansat en kompetent person til at stå for forretningsudviklingen i virksomheden. Derudover fortæller investor 6 om en milepæl, som umiddelbart kan virke lidt atypisk, da den gik ud på, at virksomhedseksemplet i løbet af et par år skulle have publiceret et antal artikler i diverse videnskabelige tidsskrifter. Grunden, til at dette eksempel på en milepæl bliver betragtet som et forretningsmæssigt mål, er, at rationalet bag var, at artiklerne skulle skabe interesse og derigennem kunder til virksomheden. Investor 4 giver også et eksempel på en generel forretningsmæssig milepæl, som er, at den pågældende virksomhed skal tiltrække en ny investor til syndikatet. Ifølge investor 5 kan de virksomheder, som han har haft noget med at gøre ofte ikke leve op til milepælene. Denne påstand kan være noget svær at få verificeret, da det er indtrykket, at investorerne ofte alligevel vælger at tilføre yderligere midler til virksomheden. Dette kan skyldes, at der var en god grund til, at virksomheden ikke nåede milepælen, men at den fortsat har et godt potentiale. Blandt de interviewede investorer er der flere eksempler på milepæle, der ikke er blevet opnået helt til tiden, men i sidste ende er det op til den enkelte investor, om vedkommende fortsat vil finansiere virksomhedens videre drift.

4.6.4 Sammenligning af investorerne

Som illustreret tidligere i afsnittet "investeringsaftalen" er der nogle indikationer i nærværende undersøgelse, som understøtter Van Osnabrugges (2000) konklusion om, at de formelle investorer, i højere grad end de uformelle, benytter investeringsaftalen og de relaterede dokumenter til at kontrollere deres samarbejde. Nærværende undersøgelse har klart påvist, at de formelle investorer benytter sig af en lang række dokumenter og paragraffer til at styre rammerne for samarbejdet med entreprenørerne. Resultaterne for de uformelle investorer er knapt så klare, men ikke desto mindre er indtrykket, at de benytter sig af mindre kontraktmæssig kontrol. Van Osnabrugge finder ud af, at de uformelle investorer primært har fokus på at få aftalt fordeling af magt og kontrol, inden investeringen gennemføres, hvilket giver dem mulighed for at føre kontrol med deres investering igennem aktiv involvering bl.a. i bestyrelsen. Som det fremgår af de syv interviews, aftaler investorerne typisk med deres porteføljevirkomheder (og de øvrige investorer i ejerkredsen), at de får en plads i bestyrelsen i forbindelse med, at de indtræder i ejerkredsen. Der er derfor ikke forskel på dette punkt mellem de to overordnede grupper af investorer, men hvor aktivt involveret, de ellers er i deres porteføljevirkomheder, er ikke blevet undersøgt nærmere i nærværende undersøgelse.

Som det tidligere blev påvist tyder meget på, at de uformelle investorer ikke udfører ligeså omfattende screenings- og due diligence-undersøgelser som de formelle investorer, hvorfor den aktive involvering virker som en logisk måde at kompensere for den knapt så omfattende pre-investeringsproces. Forklaringen på denne forskel kan, ifølge Van Osnabrugge, være det faktum, at de formelle investorer investerer andres midler, hvorimod de uformelle investorer investerer deres egne midler. De formelle investorer skal derfor på en helt anden måde retfærdiggøre deres valg. Van Osnabrugge stiller også spørgsmålstejn ved, om omfattende investeringsaftaler kan løse de problemer, der kan opstå imellem investor og entreprenør også set i relation til omkostningerne. Dette kan Van Osnabrugge have en pointe i, men eftersom de formelle investorer i nærværende undersøgelse giver udtryk for, at de tager udgangspunkt i nogle standarddokumenter, som de foretager mindre ændringer i, er det umiddelbart ikke derfor, at det kan være ressourcekrævende. Som investor 4 giver udtryk for, er deres tidsforbrug i forhold til at få detaljerne omkring investeringen på plads forholdsvist omfattende. Derfor kunne det være nærliggende at tænke, at omfanget af investeringsaftalen sagtens kan betyde, at der bruges en del tid på at få den på plads, da entreprenøren vil være sikker på, hvad han skriver under på. Det vil derfor kræve en nærmere undersøgelse, hvis Van Osnabrugges påstand omkring omkostningerne ved at benytte omfattende investeringsaftaler skal kunne af- eller bekræftes.

I relation til finansieringsformerne og milepælene er der ikke noget, der tyder på, at der er nogen væsentlige forskelle imellem de formelle og de uformelle investorers udnyttelse af disse.

5. Konklusion

Overordnet peger teorien på, at investorerne og entreprenørerne kan komme i kontakt med hinanden på tre måder: Ved at entreprenøren henvender sig uopfordret til investoren, investoren henvender sig selv til entreprenøren (evt. efter at være blevet gjort opmærksom på entreprenøren igennem en personlig relation), eller at entreprenøren bliver henvist til investoren. Generelt har de formelle investorer et større deal flow end de uformelle investorer. Der er forholdsvis mange entreprenører, der selv henvender sig til de formelle investorer, men knapt så mange entreprenører der selv henvender sig til de uformelle investorer. Kontakten kommer ofte for begge investorgrupper vedkommende i stand igennem netværksrelationer, hvilket også er tilfældet for fem af de syv virksomhedseksempler. I et af virksomhedseksemplerne har investoren selv henvendt sig til entreprenøren, og i det sidste eksempel henvendte entreprenøren sig selv til investoren. Det vil derfor være nærliggende at antage, at investorerne har en forkærlighed for projekter, som er blevet henvist til dem fra forskellige netværksrelationer, som et par andre undersøgelser også har peget på. Det vil kræve yderligere undersøgelser for at kunne konkludere noget mere præcist herom.

I praksis er der to overordnede former for screeninger, som investorerne typisk benytter sig af, hvilket også viste sig at være tilfældet for respondenterne i nærværende undersøgelse. Investorerne foretager det, som i teorien betegnes som et ”firm-specific screen”, hvor investorerne forholder sig til, om projektet ligger indenfor deres investeringsrammer og investeringsstrategi. Investorerne forholder sig bl.a. til, hvilken branche virksomheden opererer indenfor, hvor langt virksomheden er nået i sin udvikling, og hvilket kapitalbehov virksomheden har. Hvilken investeringsstrategi investoren har (differentieret eller specialiseret) påvirker, hvor vigtigt virksomhedens teknologi og branche-tilhørsforhold er. En investor med en specialiseret strategi er mere fokuseret på virksomhedens teknologi og branchetilhørsforhold end en investor med en differentieret strategi.

Den anden del af screeningsfasen kaldes i teorien ”generic screen”, og her er der typisk fokus på, hvordan entreprenøren er, hvilke kompetencer vedkommende har, hvad produktet og/eller teknologien kan, hvordan planen for projektet ser ud, samt hvilket markedspotentiale produktet har eller kan tænkes at få. Et par af investorer er meget afklarede om, hvilke faktorer de vægter højest i

deres analyse. De giver udtryk for, at entreprenøren, herunder dennes kompetencer og kemien med vedkommende, er allervigtigst for dem. Investorerne skal naturligvis også kunne se et potentiale i resten af faktorerne ved projektet, men entreprenøren er den vigtigste faktor. De øvrige investorer er ikke helt så kategoriske i deres prioritering af de respektive faktorer. Investorerne forholder sig overfladisk til markedet for produktet i screeningsfasen og undersøger typisk først dette grundigere i due diligence-fasen. En stor del af screeningen og for den sags skyld også due diligence-undersøgelsen tager udgangspunkt i den plan, som entreprenøren har udarbejdet for projektet, og det er derfor et vigtigt dokument for investoren at analysere. Der er i nærværende undersøgelse ikke fundet væsentlige forskelle imellem de formelle og de uformelle investorer i forhold til screeningsfasen. Der findes derfor ikke noget direkte belæg for, at de formelle investorer skulle være mere selektive end de uformelle investorer i deres screening, såsom Van Osnabrugge peger på.

I due diligence-fasen analyserer investorerne på nogle af de samme faktorer som i screeningsfasen, men typisk vil de undersøge faktorerne grundigere i due diligence-fasen. De fleste af de formelle investorer betaler en ekstern leverandør for at udarbejde en nyheds- og/eller patentundersøgelse, og i få tilfælde foretager de dem selv. De uformelle investorer foretager ofte selv de nødvendige analyser på disse områder og betaler sjældent en ekstern leverandør for at gøre dette. Denne forskel kan skyldes, at de uformelle investorer ikke har de samme ressourcer til at undersøge entreprenørvirksomhederne. For at en virksomhed for alvor skal være interessant for en investor, skal nyhedsværdien ved projektet være høj, og ellers skal virksomheden på en anden måde illustrere, at den er differentieret fra de allerede eksisterende produkter på markedet. For at kunne beskytte det unikke, som virksomheden har udviklet og for at bevare nyhedsværdien så længe som muligt, er det ofte altafgørende, at virksomheden får patenteret nogle essentielle aspekter ved produktet og/eller teknologien.

Det kan være meget besværligt, hvis ikke mere eller mindre umuligt, for investorerne at danne sig et konkret billede af produktets markedspotentiale, da produktet ofte er nyt og innovativt. Det kan også være, at der ikke allerede eksisterer et marked for produktet med direkte konkurrerende produkter. Den forventede pris for produktet er i denne sammenhæng meget central, for selvom der måske ikke er nogen direkte konkurrerende produkter, kan det være begrænset, hvor høj prisen kan

være, før kunderne ikke er interesserede. For at kompensere for de begrænsede/manglende markedsdata forsøger investorerne at komme i kontakt med potentielle kunder og/eller brancheeksperter, som kan give dem et indtryk af produktets markedspotentiale. Det kan også være, at investoren ved at tale med disse personer finder ud af, at der er en god grund til, at produktet ikke allerede findes, og at projektet derfor ikke er så godt, som det umiddelbart virker til at være.

I gennem due diligence-fasen forsøger investoren at få nuanceret sit billede af entreprenøren yderligere. For alle investorerne er der et element af mavefornemmelse, når de forholder sig til entreprenøren, og hvorvidt de tror på, at entreprenøren kan gennemføre projektet, og ikke mindst om vedkommende virker til at være samarbejdsvillig. En af investorerne indrømmer, at det kan være svært ud fra de indledende møder at danne sig et ordentligt billede af, hvordan samarbejdet med entreprenøren vil forløbe. For at få verificeret deres mavefornemmelse opsøger investorerne typisk forskellige personer, som på et tidspunkt har samarbejdet med den pågældende entreprenør. I due diligence-fasen er det også vigtigt for investorerne at forholde sig til, om der på kort sigt er behov for at få suppleret kompetencerne i entreprenørvirksomheden. Fordi entreprenøren har udviklet et produkt, behøver vedkommende ikke at være den rette til f.eks. at få det sat i produktion og markedsført. Investorerne analyse af entreprenørvirksomhedernes omverden udover nyhedsværdien virker ret begrænset, hvilket derfor kunne være et aspekt, som de kan gøre mere ud af at få belyst.

Udover at analysere entreprenørvirksomhedens kapitalbehov yderligere er det også meget vigtigt for et par af investorerne at forholde sig nærmere til, hvilke investorer der allerede er en del af entreprenørselskabets ejerkreds. Derudover er det også væsentligt at få afklaret, om andre investorer kunne være interesserede i at investere i virksomheden. Ligesom tilfældet er med entreprenøren, så fortæller et par af investorerne, at det ligeledes er vigtigt, at de har en overbevisning omkring, om de vil kunne arbejde sammen med den eksisterende ejerkreds. Alle investorerne overvejer i løbet af deres due diligence-undersøgelse, hvilke potentielle exit-muligheder eller andre indtjeningsmuligheder, der kunne være for at skabe et afkast af deres investering.

Der er ikke noget i nærværende undersøgelse, der peger på forskelle imellem, hvilke faktorer de formelle og de uformelle ventureinvestorer lægger vægt på i deres due diligence-undersøgelse. Det virker som om entreprenøren og dennes kompetencer er den faktor, som flest af både de formelle og de uformelle ventureinvestorer lægger mest vægt på, tæt forfulgt af produktet og dets markedspotentiale, teknologien, finansieringen og exit-mulighederne⁵⁹. Det er vurderingen, at de formelle investorer benytter en del flere ressourcer end de uformelle på at foretage deres due diligence-undersøgelse, hvilket formentligt skyldes de formelle investorers forpligtelser overfor dem, hvis midler de administrerer. De uformelle investorers due diligence-undersøgelser er i de fleste tilfælde mere overfladiske. I forhold til investorernes investeringsstrategi er der en tendens til, at flertallet af de formelle investorer benytter sig af en specialiseret investeringsstrategi, hvorimod de uformelle investorer overvejende benytter sig af en differentieret investeringsstrategi. Endvidere peger intet på, at entreprenørvirksomhedens branchetilhørsforhold har en væsentlig betydning for, hvordan investorerne griber pre-investeringsprocessen an.

Der er ingen af de syv ventureinvestorer, der benytter sig af de anerkendte værdiansættelsesmodeller i deres pre-investeringsproces. Dette skyldes primært, at ingen af dem ser sig i stand til at estimere den fremtidige indtjening eller cash flow med en tilstrækkelig stor grad af sikkerhed til, at det vil give mening for dem at benytte disse modeller. Nogen nævneværdig finansiell historik har entreprenørvirksomhederne typisk heller ikke. Når virksomhederne befinder sig i især pre-seed og seed-faserne og til dels også start-up-fasen, er det vanskeligt for ventureinvestorerne at estimere de førnævnte parametre. De må derfor finde alternative måder, hvorpå de kan skabe sig et overblik over den pågældende virksomheds potentiale og nutidsværdi. Investorerne benytter bl.a. i vid udstrækning sammenlignelige virksomhedshandler til at skabe sig et indtryk af den pågældende virksomheds potentiale. Der er ikke nogen tvivl om, at der mangler værdiansættelsesværktøjer til at hjælpe investorerne, når de vil vurdere entreprenørvirksomheders værdi.

Det er begrænset, hvad investorerne benytter eksplicit af andre analyseværktøjer i deres pre-investeringsproces. Deres analyser bygger på nogle af de samme grundelementer som f.eks. SWOT-

⁵⁹ Denne opremsning skal ikke ses som et udtryk for den præcise rækkefølge af de faktorer, som udover entreprenøren og dennes kompetencer er vigtige for investorerne.

modellen og Porters Five Forces, men det er ikke noget, de virker så bevidste om, måske fordi de indgår implicit i deres analyser, og de derfor ikke længere tænker særlig meget over dem. Udover at investorerne, og især de formelle, benytter sig af en lang række paragraffer i investeringsaftalerne med entreprenørerne, er der to aspekter, som kan indkapsle risikoen ved den pågældende investering. Det er prisen for aktierne og den trancerede udbetaling af kapitalen i forbindelse med milepælene, som er væsentlige dele i investeringsaftalen. De opdagede risici vil investorerne have afdækket i forbindelse med deres screenings- og due diligence-undersøgelser. Inddelingen af kapitaltilførslerne i milepæle er meget ofte brugt af investorerne og er formentlig den mest effektive kontrolmekanisme i samarbejdet med entreprenørerne. Milepælene giver investorerne mulighed for at foretage en form for "live-due diligence", som et par af investorerne er inde på. Afhandlingen fandt frem til, at milepælene kan inddeles i de tre overordnede kategorier: udviklingsmål, patentmål og forretningsmæssige mål. Milepælene bygger typisk på kritiske målepunkter identificeret i forbindelse med analyserne i pre-investeringsprocessen. Noget kunne tyde på, at de formelle investorer benytter sig af en større grad af aftalemæssig kontrol i form af investeringsaftalens omfang og udformning i forhold til de uformelle investorer i deres samarbejde med entreprenørerne. Dette kan skyldes, at de formelle investorer ikke i samme udstrækning som de uformelle investorer deres egne midler.

Overordnet kan det således konkluderes, at investorerne lægger stor vægt på faktorer såsom entreprenøren og dennes kompetencer, produktet og teknologien, markedspotentialet, finansieringen og exit-mulighederne. Der findes forskelle på, hvordan de formelle og de uformelle investorer griber pre-investeringsprocessen an, og de mest udtalte er omfanget af deres respektive deal flows, omfanget af de ressourcer, de typisk benytter i due diligence-fasen, og til dels også i hvor vid udstrækning de anvender aftalemæssig kontrol.

6. Perspektivering

Grundlæggende er det interessant at se på, hvilke forskelle der er i måden, hvorpå de forskellige investortyper griber pre-investeringsprocessen og for den sags skyld også resten af investeringsprocessen an. De fleste af forskellene kan, som det blev diskuteret igennem analysen, tilskrives de forskellige rammer, som investorerne opererer under. Her tænkes primært på de ressourcer, som investorerne har til rådighed, og hvorvidt de investerer egne og/eller andres midler. Forskellene giver bl.a. entreprenørerne et indtryk af, hvordan de forskellige investorer typisk agerer. Derudover giver de mulighed for samfundet og specielt staten til at tage initiativer til at støtte eller opstille restriktioner for aktørerne på venturemarkedet. Samfundet og staten har en interesse i venturemarkedet grundet dets betydning for entreprenørvirksomhederne, som er en af de væsentlige kilder til vækst og udvikling.

Som det er blevet nævnt tidligere i afhandlingen, hersker der en strid om, hvordan de mest korrekte data indsamles i forhold til de faktorer, investorerne lægger mest vægt på. En måde at få afklaret disse stridigheder på kunne være at gennemføre et retrospektivt studie og et "real time"-studie ud fra den samme population. På den måde vil det kunne afklares, om forskellene kan forklares med hukommelsesbias, eller om de skyldes andre faktorer. I det hele taget kunne det have været interessant at lave et "real time"-studie, da det formentlig ville give en endnu dybere indsigt i investorernes analysearbejde. Det vil dog formentlig kræve en del ressourcer og nogle meget samarbejdsvillige investorer. Et oplagt supplement til den gennemførte kvalitative undersøgelse kunne være en kvantitativ undersøgelse i form af en spørgeskemaundersøgelse. I en sådan kunne en større population af investorer have været spurgt om nogle af de samme spørgsmål, som respondenterne i interviewundersøgelsen har været udsat for. På denne måde ville resultaterne af undersøgelsen potentielt kunne være generaliserbare i en anden målestok. Yderligere interviews ville formentlig også have styrket afhandlingens konklusioner.

Igennem afhandlingen er forskellige perspektiver dukket op, som kunne have været interessante at undersøge nærmere. Bl.a. kunne det have været interessant at undersøge investorernes investeringsstrategi og bevæggrundene for disse nærmere, de forskellige former for milepæle, samt

hvor mange henvendelser investorerne hver især får pr. år, og hvor mange af disse der bliver til investeringer og efterfølgende til succesfulde exits. Det sidste punkt er specielt interessant i forhold til de uformelle investorer, da der så vidt vides ikke forefindes statistiske data omkring danske uformelle investorers exit-succes. Det kunne ligeledes være interessant at undersøge nærmere, om de danske investorerne har en forkærlighed for investeringsprojekter, som diverse netværksrelationer har henvist til dem, såsom resultaterne fra afhandlingens undersøgelse og et par andre undersøgelser kunne tyde på. En af de formelle investorer giver udtryk for, at han er ekstra skeptisk, når der allerede er en eller flere uformelle investorer i virksomhedens ejerkreds, da de har dårlige erfaringer med samarbejdet med nogle uformelle investorer. Det kunne derfor være interessant at undersøge samarbejdet imellem de formelle og uformelle investorer nærmere for at se hvilke gnidninger der er, og hvor udbredte de er.

Afhandlingen tilslutter sig de, der mener, at der er behov for at få udviklet nogle værdiansættelsesmodeller, som kan rumme de forholdsvist store usikkerhedsmomenter, der er typiske for unge entreprenørvirksomheder. Umiddelbart kan denne opgave virke meget svær, og kun tiden vil vise, om det er et grundvilkår investorerne og andre, der har behov for at værdiansætte disse virksomheder, må affinde sig med. På denne baggrund kan det også vække undren, at investorerne i nærværende undersøgelse, samt også i Mörch og Wassermanns undersøgelse (2002), ikke benytter sig af eller har det store kendskab til andre analyseværktøjer end SWOT-modellen og Porters Five Forces. Omstændighederne gør, at de bliver nødt til at lægge mere vægt på disse analyseværktøjer, hvilket de også gør, men ikke i den udstrækning, som ellers virker oplagt. Revisorer, banker m.fl. som en gang imellem får til opgave at værdiansætte entreprenørvirksomheder står med samme udfordring som investorerne, og ligesom de formelle investorer kan de blive stillet til regnskab for deres dispositioner af en tredjepart.

Der er, som det kan ses af ovenstående, en række forskellige aspekter, som andre studerende samt forskere kunne undersøge nærmere, herunder specielt hukommelsesbiasen og værdiansættelsesproblematikken.

7. Kildeliste

7.1 Litteraturliste

- Andersen, Ib (2002): *Den skinbarlige virkelighed*. Samfundslitteratur.
- Audretsch, David B. et al. (2006): *Entrepreneurship and Economic Growth*. Oxford University Press.
- Drucker, Peter F. (1985): *Innovation and Entrepreneurship – Practice and Principles*. William Heinemann Ltd.
- Elling, Jens O. & Sørensen, Ole (2005): *Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang*. Gjellerup.
- Finansministeriet (2012): *Aftaler om Finansloven for 2013*. Finansministeriet.
- Fried, Vance H. & Hisrich, Robert D. (1994): *Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making*. Financial Management, Vol. 23, nr. 3, 28-37.
- Gompers, Paul A. & Lerner, Josh (1999): *The Venture Capital Cycle*. The MIT Press.
- Heller, Morten Richter (2012): *Venture kapital og kompetencer – Bidrager de danske ventureinvestorer med andet end kapital?*. Afhandling på Cand. soc. (Virksomhedsledelse), Roskilde Universitet.
- Hougaard, Søren (2010): *Dansk venture kapital 1984 – 2009 - Hvad skete og hvem fik det til at ske?*. Copenhagen School of Entrepreneurship.
- Højberg, Henriette (2004): *Hermeneutik – Forståelse og fortolkning i samfundsvidenskaberne*. I Fuglsang, Lars & Olsen, Poul Bitsch (red.), Videnskabsteori i samfundsvidenskaberne – På tværs af fagkulturer og paradigmer. Roskilde Universitetsforlag, s. 309-347.
- Jasper, Morten (2013): *Business Angels investerer for over en milliard*. Publiceret d. 5/2 – 2013 i Berlingske Business (<http://www.business.dk/vækst/business-angels-investerer-for-over-en-milliard>), (besøgt d. 27/2 – 2013).
- Koller, Tim et al. (2010): *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*. 5. udgave. John Wiley & Sons Inc.
- Kristensen, Jacob D. T. (2012): *Business Angel investering – Aktiv involvering og konflikter mellem kapitalejere*. Afhandling på Cand. merc. jur., Århus Universitet.

- Kvale, Steinar (1997). *Interview – En introduktion til det kvalitative forskningsinterview*. Hans Reitzels Forlag.
- Landström, Hans (red.), (2007): *Handbook of Research on Venture Capital*. Edward Elgar Publishing Limited.
- Large, David & Muegge, Steven (2008): *Venture capitalists' non-financial value-added: an evaluation of the evidence and implications for research*. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*. Vol. 10, nr. 1, s. 21-53.
- Larsen, Rie (2010): *Problemstillinger ved værdiansættelse af entrepreneur virksomheder*. Afhandling på Cand. merc. aud., Handelshøjskolen i København.
- Maxwell, Andrew L. et al. (2011): *Business angel early stage decision making*. *Journal of Business Venturing*, Vol. 26, s. 212-225.
- Mitteness, Cheryl R. et al. (2012): *Horse vs. Jockey? How stage of funding process and industry experience affect the evaluations of angel investors*. *Venture Capital*: Vol. 14, nr. 4, s. 241-267.
- Mörch, Ernst & Wassermann, Nicolai (2002): *Investering i og værdiansættelse af nyopstartede virksomheder – en empirisk undersøgelse*. *Ledelse & Erhvervsøkonomi* 2/2002, s. 85-102.
- Neergaard, Helle (2007): *Udvælgelse af cases i kvalitative undersøgelser*. Samfundslitteratur.
- Nielsen, Suna L. et al. (2009): *Entreprenørskab i teori og praksis – Paradokser i spil*. Syddansk Universitetsforlag.
- Oxford Research (2012): *Evaluering af innovationsmiljøerne*. Styrelsen for Forskning og Innovation.
- Paul, Stuart et al. (2007): *Towards a Model of the Business Angel Investment Process*. *Venture Capital*, Vol. 9, nr. 2, s. 107-125.
- Pedersen, Jan et al. (2013): *Skatteretten 2*. Karnov Group Denmark A/S.
- Plenborg, Thomas & Gruelund, Jacob (2002): *Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele*. FSR.
- Sexton, Donald L. & Landström, Hans (2000): *The Blackwell Handbook of Entrepreneurship*. Blackwell Publishers Ltd.

- Staun, Flemming & Stieper, Simon (2008): *ABC of Danish business angels*. Afhandling fra Aalborgs Universitet.
- Styrelsen for Forskning og Innovation (2012): *Performanceregnskab for innovationsmiljøerne 2012*. Rådet for Teknologi og Innovation og Styrelsen for Forskning og Innovation.
- Søndergaard, Erik et al. (2010): *Finansiering af innovativ virksomhed*. Academica.
- Tyebjee, Tyzoon T. & Bruno, Albert V. (1984): *A model of venture capitalist investment activity*. Management Science, Vol. 30, nr. 9, s. 1051-1066.
- Udvalget for risikovillig kapital (2010): *Udvalget om risikovillig kapital, juni 2010*. Økonomi- og Erhvervsministeriet.
- Van Osnabrugge, Mark (2000): *A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis*. Venture Capital, Vol. 2, nr. 2, s. 91-109.
- Vækstfonden (2002): *Business Angels i Danmark*. Vækstfonden.
- Vækstfonden (2012): *2012: Det danske marked for venturekapital*. Vækstfonden.
- Wickham, Philip A. (2006): *Strategic Entrepreneurship*. Pearson Education.

7.4 Internethenvisninger

- <http://www.dvca.dk/index.php/medlemmer/om-venturefonde/>, besøgt d. 19-05-2013.
- <http://www.dvca.dk/index.php/medlemmer/om-business-angels/>, besøgt d. 19-05-2013.
- <http://www.dvca.dk/index.php/medlemmer/om-business-angels/business-angel-netværk/>, besøgt d. 23-05-2013.
- <http://www.dvca.dk/index.php/medlemmer/om-kapitalfonde/>, besøgt d. 15-07-2013.

7.5 Bilag

Bilagene til nærværende afhandling er vedlagt i en separat indbinding. Disse bilag vil *kun* være tilgængelige for afhandlingens vejleder og censor, da interviewpersonerne er lovet anonymitet omkring deres udtalelser (interview nr. og bilagsnr. er identiske).

- Interview 1 – foretaget d. 12-04-13

- Interview 2 – foretaget d. 17-04-13
- Interview 3 – foretaget d. 18-04-13
- Interview 4 – foretaget d. 27-05-13
- Interview 5 – foretaget d. 02-05-13
- Interview 6 – foretaget d. 22-04-13
- Interview 7 – foretaget d. 29-04-13

8. Appendix

8.1 Redegørelse for arbejdsspørgsmål

Det *første* arbejdsspørgsmål har til formål at belyse, hvordan de danske ventureinvestorer kommer i kontakt med de virksomheder, som de ender med at investere i. Dette arbejdsspørgsmål benyttes til at få et indblik i, hvordan kontakten mellem investor og entreprenør opstår (henvender virksomhederne sig selv, eller opsøger investorerne dem osv.). Det *andet* arbejdsspørgsmål har fokus på screeningsfasen, og de faktorer som gør, at investoren finder den pågældende entreprenørvirksomhed interessant og værd at bruge tid på at foretage en nærmere due diligence-undersøgelse af. Det *tredje* arbejdsspørgsmål retter sig imod due diligence-fasen, og hvilke faktorer investorerne undersøger nærmere og ligger mest vægt på i denne fase. Faktorerne kan bruges ved værdiansættelse af entreprenørvirksomheden og til brug ved forhandlingerne med personen/personerne bag entreprenørvirksomheden om en investeringsaftale. Det *fjerde* arbejdsspørgsmål relaterer sig også til due diligence-fasen og skal være med til at sætte fokus på, hvordan investorerne systematiserer den opnåede viden, de har fra den indledende screening og den efterfølgende due diligence-undersøgelse. Her tænkes primært på de førnævnte analyse- og værdiansættelsesmodeller.

Det *femte* arbejdsspørgsmål relaterer sig til forhandlingsfasen. Igennem den udførte kvalitative undersøgelse er det kun den ene part (investorerne) i forhandlingerne om en investeringsaftale, der bliver hørt, hvilket naturligvis gør, at der vil være fokus på denne parts overvejelser og synspunkter. Dette er helt bevidst, da det ikke er selve forhandlingssituationen, der er interessant for nærværende afhandling, men selve den viden som investorerne går ind til forhandlingerne med, og hvordan de bruger denne viden til at sætte rammerne for investeringen.

8.2 Udviklingsfaser i venturefinansierede virksomheder

Alle typer af virksomheder gennemgår nogle forskellige udviklingsfaser, og tiden de er i de forskellige faser varierer utrolig meget. I forhold til venturefinansierede virksomheder benyttes der typisk forskellige betegnelser for de enkelte udviklingsstadier, som hver har deres kendetegn. Der

findes lidt forskellige definitioner på de forskellige stadier, men nærværende afhandling har valgt at lægge sig op af Erik Søndergaard et al.'s (2010) stadietopdeling og definitioner på de forskellige stadier. Nedenstående er en grafisk fremstilling af de forskellige stadier og deres definitioner⁶⁰.

Virksomhedens tidlige udviklingsfaser

Pre-Seed	Seed	Start-Up	Ekspansion	Etableret virksomhed
Overvejelser og udvikling af ide.	Udvikling af forretningskoncept og/eller prototype.	Produktion eller etablering samt introduktion på markedet.	Hurtig vækst med mulighed for stadigt flere markedssegmenter.	Den etablerede virksomhed har nået et modenhedsniveau, hvor det bliver stadigt sværere at nå ud til flere kundesegmenter.

Efter: Søndergaard et al. (2010: 29)

I *Pre-Seed-fasen* sker der typisk det, at iværksætteren, som har fået en ide til et nyt produkt/ydelse eller en forbedring af noget eksisterende, bruger tid på at udvikle sin ide og gøre sig nogle overvejelser omkring, hvilket forretningskoncept han vil bruge. Når virksomheden når til *Seed-fasen*, er produktet eller serviceydelsen ikke færdigudviklet, og der er heller ikke påbegyndt en egentlig produktion. Det er bl.a. derfor, at iværksætteren har brug for finansiering i denne fase, da målet er at få ideen kommercialiseret, hvilket kan koste en del kapital. Der skal bruges kapital til at kunne designe og udvikle produktet, ansøge om patenter, gennemføre markedsundersøgelser og opbygge organisation og netværk. Innovationsmiljøerne investerer ofte deres midler i virksomheder, som befinder sig i denne fase, og typisk er innovationsmiljøerne de første aktører til at komme med egentlig venture kapital. Der er en række andre aktører såsom Vækstfonden, som også kunne finde på at investere i virksomheder i denne fase. Der kan både være tale om investeringer i egenkapital i virksomhederne eller lån til virksomhederne f.eks. som ansvarlig lånekapital (Søndergaard et al. 2010: 29 – 31).

⁶⁰ Dette afsnit er taget fra min tidligere afhandling (Heller 2012).

Den næste fase, *Start-up-fasen*, er karakteriseret ved typisk to milepæle. Den første milepæl er det tidspunkt, hvor produktet er færdigtestet, og det endelige design er blevet udviklet. Den anden milepæl drejer sig om at få produktet introduceret på markedet. Det er derfor i denne fase, at forretningskonceptet realiseres og den indledende produktudvikling er afsluttet. Som en konsekvens af at disse aspekter er kommet på plads, er usikkerheden omkring projektet faldet, hvilket kan tiltrække nye og mindre risikovillige investorer såsom private ventureinvestorer, da virksomheden stadigvæk har brug for kapital, indtil den begynder at skabe overskud. I den fjerde fase, *Ekspansionsfasen*, vil der typisk ske det, at virksomheden forsøges skaleret op, således at produktionen svarer til den endelige efterspørgsel. Denne opskalering af virksomheden vil typisk kræve endnu en investeringsrunde med de nuværende investorer og/eller nye investorer. Hvis markedsintroduktionen bliver en succes, er projektets levedygtighed dokumenteret, og det kan tænkes, at virksomheden skal bruge yderligere kapital til intensivering af markedsføringen, ansættelse af mere personale, ansættelse af en professionel ledelse og til indkøb af udstyr. Virksomheden får bevist sit værd, hvilket gør risikoen mindre for investorerne. Dette kan åbne op for nye investorer. Typiske milepæle i denne fase vil være, at virksomheden gradvist påbegynder markedsføring i et større geografisk område eller et nyt markedssegment. Den sidste af de tidlige udviklingsfaser, *Etableringsfasen*, er kendetegnet ved, at virksomheden giver et overskud, der gør det muligt at påbegynde tilbagebetalingen af den risikovillige kapital. En indikation på, hvornår virksomheden går over i etableringsfasen, er, når den likviditet, driften generer, ikke længere udelukkende bliver brugt på indkøb af nye anlæg, udvikling af produkter osv. Likviditeten bliver af en størrelsesorden, så der også kan blive midler til at betale renter og afdrag eller udbytte til ejerne. I etableringsfasen kan der være mulighed for at emitte nye aktier til mindre risikovillige investeringsfonde såsom ATP (Søndergaard et al. 2010: 32 – 34).

8.3 Venturefeltet – entreprenører og investorer

I de følgende afsnit vil de forskellige aktører indenfor venturefeltet og deres forskellige karakteristika kort blive skitseret. Dette er valgt for at give læseren et indblik i venturefeltet og dets aktører men også for at give læseren en forståelse for, hvilken tilgang og forståelse afhandlingen har af aktørerne. Overordnet består venturefeltet af to primære aktører, entreprenørerne (virksomhederne) og investorerne, hvilket er de aktører, som nærværende kapitel vil fokusere på.

Der kan også argumenteres for, at den brede offentlighed (befolkning) og staten på vegne af disse har en interesse i venturefeltet og derigennem også er en aktør i feltet. Udover at staten har en specifik økonomisk interesse i innovationsmiljøernes virke og resultater, så vil denne aktør ikke blive behandlet yderligere, da det som nævnt i afgrænsningen (afsnit 1.4) til nærværende afhandling er et aspekt ved venture kapital-konteksten, som afhandlingen ikke vil beskæftige sig med.

8.3.1 Entreprenørerne

I dette afsnit vil der blive set nærmere på, hvilke kendetegn entreprenøren typisk har, og hvilke udfordringer og risici vedkommende står overfor. Først vil entreprenøren og teoretiseringen omkring dette begreb blive skitseret i en historisk og definitions-mæssig kontekst.

8.3.1.1 Historik

Begrebet entreprenørskab har i en økonomisk kontekst en lang historie. Tilbage i det 18. århundrede skrev Richard Contillon (1680-1734) om entreprenørskab, og han beskrev begrebet som det at indkøbe produkter, give dem en ny indpakning, og så markedsføre dem til en uforudsigelig pris. Tidligt i det 19. århundrede beskrev Jean Baptiste Say (1767-1832) entreprenøren som en ”mægler”, der producerede og solgte et produkt. Begge disse teoretikere havde øje for den usikkerhed og den risiko, som er indlejret i begrebet entreprenørskab. Joseph Schumpeter (1883-1950) er også en af de berømte teoretikere indenfor feltet, og han beskrev entreprenørskab som en proces, han valgte at kalde ”creative destruction”. Schumpeter havde den tilgang til det økonomiske system, at der var ligevægt imellem udbud og efterspørgsel, indtil en entreprenør ødelagde denne ligevægt ved at indføre innovationer i systemet i form af nye produkter, nye produktionsmetoder eller nye markeder. Usikkerheden i økonomien blev i Schumpeters definition båret af kapitalisten, som var personen der allokerede midler til entreprenøren. I nyere tid har Israel Kirzner introduceret sin teori om, at økonomien er i ubalance, og at entreprenøren er en person som identificerer disse ubalancer og udnytter dem. At entreprenøren foretager denne handling gør, at processen nærmer sig ligevægt igen. Ifølge Kirzner er entreprenøren også med til at stimulere efterspørgslen på markedet igennem sin markedsføring, hvilket skaber yderligere ubalance på markedet. Entreprenøren er derfor ikke bare en person som bliver opmærksom på og udnytter mulighederne, men også en person der skaber andre muligheder (Sexton & Landström 2000).

8.3.1.2 Definition

Der findes en hel del definitioner på, hvad en entreprenør er, og hvad det er der gør vedkommende speciel. I det følgende vil kun de definitioner, som nærværende afhandling er inspireret af blive beskrevet. Peter F. Drucker beskriver i sit værk fra 1985, ”Innovation and Entrepreneurship”, entreprenøren på følgende måde: *”Entrepreneurs see change as the norm and as healthy. Usually, they do not bring about the change themselves. But – and this defines entrepreneur and entrepreneurship – the entrepreneur always searches for change, responds to it, and exploits it as an opportunity”* (Drucker 1985: 25). Drucker er endvidere af den opfattelse, at grunden til at entreprenørskab har ry for at være risikabelt er pga. at få af disse entreprenører ved, hvad det er de laver. De mangler simpelthen forståelse for og indsigt i metodikken omkring at drive entreprenørskab. Det specifikke karakteristikum, som ifølge Drucker gør entreprenører specielle, er, at de innoverer, hvilket er en handling, hvor ressourcer udstyres med en ny kapacitet til at skabe velstand. Innovation skaber en ressource, men betingelsen, for at det kan blive en ressource, er, at man finder en afvendelse for den pågældende nyskabelse, og den derigennem får en økonomisk værdi (Drucker 1985: 26-27).

I deres værk, ”Entreprenørskab i teori og praksis”, fremlægger Suna L. Nielsen et al. deres definition af entreprenørskab som en tredelt proces, der involverer tilblivelse, evaluering og organisering af muligheder. De ser ikke denne proces som noget lineært, hvorfor processen ikke udgøres af nogen klare og definerbare faser, som naturligt bygger videre på hinanden. Der vil derfor ofte være en masse sideløbende og overlappende aktiviteter i løbet af processen. Suna L. Nielsen et al. har i deres tilgang til entreprenørskabsprocessen særligt fokus på fire faktorer, der påvirker denne proces. Disse fire faktorer er: individ, ressourcer, netværk og forretningsplanen. Individet eller den gruppe af personer der er gået sammen om at gennemføre processen er helt centrale, da det er den/dem der skal drive processen fremad og bidrage med de kreative inputs til processen. At der er tilstrækkeligt med ressourcer tilstede, både menneskelige, sociale og finansielle, er nødvendigt for at levere input til opdagelsen eller skabelsen af en mulighed og til at organisere denne. Netværk er afgørende for at få adgang til viden, ressourcer osv., som er vigtige inputs i processen. Netværk skabes igennem interaktion med andre personer, som for entreprenøren f.eks. kunne være investorer, potentielle kunder, rådgivere, andre entreprenører m.fl. Forretningsplanen skal ses som

et værktøj til bl.a. at planlægge og evaluere på entreprenørskabsprocessen men ikke nødvendigvis som et element i alle dele af processen. I forhold til nærværende afhandlings fokus kan forretningsplanen også ses som et væsentligt element, når entreprenøren har brug for yderligere ressourcer i form af primært kapital men også diverse kompetencer fra investorer (Nielsen et al. 2009: 40-43). En forretningsplan kan have forskelligt omfang og indhold men vil typisk indeholde aspekter omkring mission og mål, marked, strategi, finansiering, team m.fl. (Wickham 2006: 377-379)⁶¹.

8.3.1.3 Personen bag

Mange har igennem tiden forsøgt at lave en karakteristik af, hvilke personlighedstræk der kendetegner en entreprenør. Dette har de bl.a. gjort igennem psykologiske studier af entreprenører. Nogen er af den opfattelse, at entreprenør-egenskaberne ligger i generne, og som man derfor ikke kan tillære sig, hvorimod andre teoretikere er knapt så kategoriske i deres konklusioner. David B. Audretsch et al. har en alternativ tilgang til denne problemstilling, da de fokuserer på den kontekst, hvori mulighederne for innovation opstår og knapt så meget på entreprenørens personlighedstræk. De ser derfor entreprenøren, som et rationelt individ der vælger at handle på den viden, som opstår i den pågældende kontekst (Audretsch et al. 2006: 97). Der er igennem tiden blevet fremført en lang liste af personlighedstræk, som kan knyttes til entreprenørens person: tilbøjelighed til at tage risiko, behov for at præstere, uafhængig, aggressiv, leder, har troen på egne evner, er handlings- og målorienteret, fornyende, intelligent, kreativ, har tolerance for usikkerhed og et ønske om at tjene penge. Studier af den typiske danske entreprenør har vist, at vedkommende er en mand, midaldrende, højtuddannet og barn af selvstændige erhvervsdrivende (Nielsen et al. 2009: 56-57).

Nielsen et al. beskriver seks forskellige grupper, som entreprenører typisk opdeles i (Nielsen et al. 2009: 54):

- ”Novice” – en person uden entreprenøriel erfaring.
- ”Habitual” – en person med tidligere entreprenøriel erfaring.
- ”Nascent” – en person der befinder sig i processen med at forme en ny organisation (vedkommende kan både være ”novice” og ”habitual”).

⁶¹ For en uddybelse af hvad en forretningsplan kan indeholde af elementer se eksempelvis Wickham 2006 s. 374f

- ”Serial” – en person som konstant etablerer og sælger organisationer.
- ”Portfolio” – en person der ejer flere organisationer samtidig.
- ”Intraprenør” – en person der handler entreprenant inden for rammerne af en eksisterende organisation.

Selvom det er lykkedes tidligere forskning at karakterisere en typisk dansk entreprenør, så kan vedkommendes erfaring og tilgang til entreprenørfaget være forskellig, hvilket ovenstående seks grupper meget godt illustrerer. Der kan derfor være stor forskel på entreprenører, og bl.a. hvor dygtige de er, hvilket ikke altid behøver at have noget at gøre med erfaring, men som med så meget andet er det jo sjældent en negativ ting.

8.3.1.4 Asymmetri og risiko

I relationen mellem entreprenør og ventureinvestor kan der let opstå asymmetri imellem den viden, som entreprenøren har om virksomheden, og den viden som investoren har om virksomheden, da entreprenøren kan vælge at filtrere den viden, som vedkommende giver videre til investoren. Dårlige nyheder eller vanskelige udfordringer for virksomheden kan f.eks. tænkes at blive holdt skjult eller bagtaltiseret overfor investoren. Asymmetrisk information bliver først for alvor et problem på det tidspunkt, hvor entreprenøren (agenten) vælger at bruge denne information til egen fordel og ikke til fordel for virksomheden og investoren (principalen). Principal-agent teorien beskæftiger sig i stor udstrækning med netop dette problem, som kan blive aktuelt i det øjeblik, hvor der er en person (principalen), der uddelegerer opgaver og ansvar til en anden person (agenten). Overvågning af og indgåelse af specifikke kontrakter med agenten bliver derfor centralt for, at principalen kan sikre sig, at agenten agerer efter hensigten. Der findes også asymmetrisk risiko, da investoren kun får den investerede kapital tilbage med afkast, hvis projektet lykkes, men mister alle sine penge, hvis projektet går konkurs. Entreprenøren kan ligeledes typisk se frem til et pænt afkast, hvis projektet bliver en succes, men lykkes projektet ikke og virksomheden går konkurs, vil han typisk ikke miste så mange midler som investoren, der ofte er den part, der har skudt mest kapital ind i selskabet (Søndergaard et al. 2010: 22-23), (Van Osnabrugge 2000: 93-94).

Risikoen ved den enkelte entreprenørvirksomhed kan være svær at vurdere, da flere aspekter, herunder markedsforhold, finansieringsmuligheder m.fl., kan påvirke, hvorvidt virksomheden på

sigt klarer sig godt eller ikke så godt. Selvom det er kompetente personer, der har vurderet virksomheden som investeringsværdig, er der ikke nogen garantier for, at virksomheden klarer sig godt. En måde at sandsynliggøre risikoen ved entreprenørvirksomheder er ved at se på, hvor mange af dem der overlever på sigt. Performance-regnskaberne for innovationsmiljøerne er nogle af de få kilder, der findes omkring overlevelseshraten for danske entreprenørvirksomheder. I det seneste performanceregnskab fra 2012 har de forprojekter⁶², der blev etableret i perioden 1998 – 2006 hos innovationsmiljøerne en gennemsnitlig overlevelseshrate på 48 % over en femårig periode (Styrelsen for Forskning og Innovation 2012: 12). Det er derfor lidt over halvdelen af de virksomheder, som innovationsmiljøerne er med til at finansiere, der ikke stadigvæk eksisterer efter fem år. Overlevelseshraten iblandt innovationsmiljøernes porteføljevirkomheder siger ikke noget om, hvordan andre investorer på venture markedet og deres porteføljevirkomheder klarer sig. Det siger dog noget om den risiko, som er en del af betingelserne for nystartede entreprenørvirkomheder. Et aspekt ved innovationsmiljøerne, som gør, at det kan være svært at antage, at overlevelseshraten for deres virksomheder kan projekteres over på andre venture investorer, er, at innovationsmiljøerne skal være ekstra risikovillige. Statistik fra USA viser, at kun mellem 35 og 47 % af alle nystartede virksomheder stadig eksisterer efter 10 år. Der er derfor en ret stor risiko for, at investorerne mister deres penge på den enkelte investering, hvilket stiller krav til afkastet på de øvrige investeringer, som investoren typisk har i sin portefølje (Søndergaard et al. 2010: 24-25).

8.3.2 Ventureinvestorerne

Som nævnt i indledningen til nærværende afhandling så inddeles venture investorerne typisk i to grupper, de formelle og de uformelle investorer. Denne inddeling vil også være styrende for de kommende afsnit, hvor der vil blive set lidt nærmere på karakteristikaene ved disse to grupper af investorer. Fælles for begge grupper af investorer er, at de er særligt risikovillige i modsætning til f.eks. bankerne, hvor det kan være meget vanskeligt for nystartede virksomheder med en innovativ ide at opnå finansiering⁶³.

⁶² Den indledende investering som innovationsmiljøerne foretager i entreprenør-virkomhederne. Derefter har innovationsmiljøerne mulighed for at komme med en efterfølgende sekundær investering (Oxford Research 2012: 14-15).

⁶³ De følgende afsnit som redegør for de forskellige typer af ventureinvestorer er taget fra min tidligere afhandling (Heller 2012)

Forløbere, for det vi i dag kender som venture kapital, kan findes langt tilbage i historien. Som et ekstraordinært eksempel på dette kan nævnes Dronning Isabellas (fra Spanien) beslutning om at finansiere Christopher Columbus' opdagelsesrejse tilbage i det 15. århundrede. En egentlig institutionalisering af venture kapitalen kom først i gang i 1940'erne bl.a. pga. oprettelsen af ventureselskabet American Research and Development, der blev oprettet pga. at der var et ønske om at kommercialisere nogle af de teknologier, der blev opfundet under anden verdenskrig. Venture kapital markedet begyndte først for alvor at vokse i 1980'erne, hvilket også bevirkede, at forskerne for alvor begyndte at finde feltet interessant at undersøge nærmere. Efter dette korte historiske tilbageblik vil der nu blive redegjort for karakteristikaene ved de forskellige typer af formelle ventureinvestorer (Landström 2007).

8.3.2.1 De formelle venture investorer

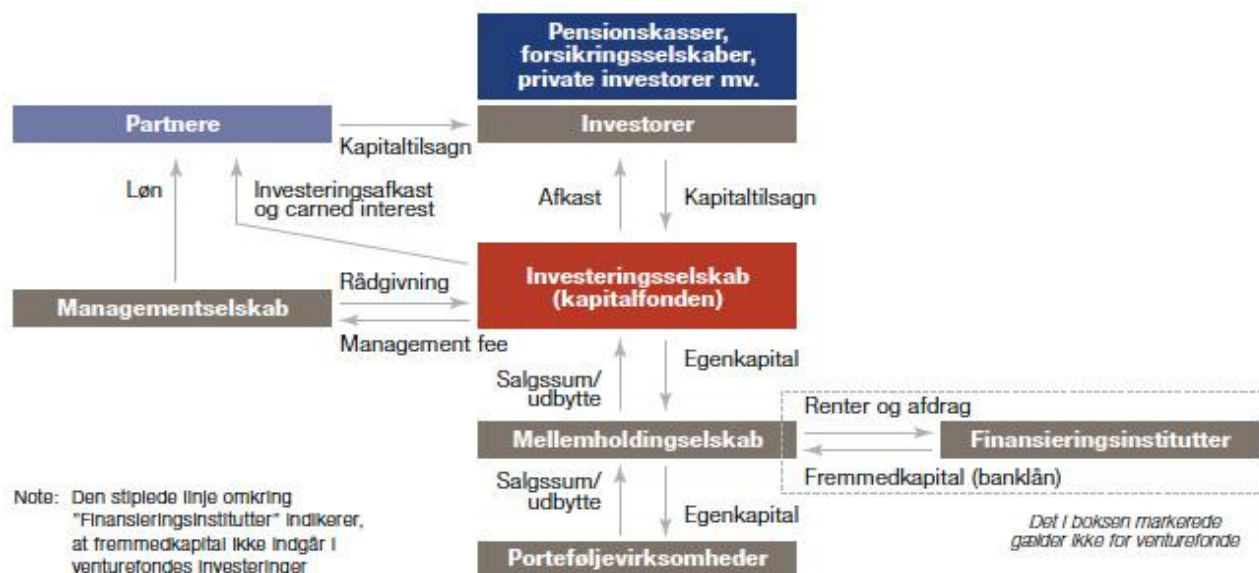
Som beskrevet i indledningen er de danske formelle investorer formentlig den investor-gruppe, som investerer flest penge i danske entreprenør-virksomheder. Landström deler de formelle investorer op i to konstellationer, "institutionelle investorer" og "corporate venture capital" (Landström 2007: 5-8). Der eksisterer forskellige andre formelle investor-konstellationer, men da disse ikke er relevante for nærværende afhandling, vil der ikke blive redegjort for disse⁶⁴.

8.3.2.1.1 Institutionelle ventureinvestorer

Den typiske fællesnævner for konstellationen af de institutionelle investorer er, at der oprettes et kapitalselskab, som investorerne (pensionskasser, forsikringsvirksomheder, banker m.fl.) overfører de midler, de ønsker at investere til. Dette kapitalselskab administreres af et management-selskab, som har et team af medarbejdere der står for at udvælge investeringerne for kapitalselskabet og som derigennem har ansvaret for at investere investorernes indskudte midler. Disse management-selskaber bliver typisk aflønnet igennem faste administrationsgebyrer, og en bonus som afhænger af, hvor godt det går med investeringerne. Ofte organiseres denne investeringskonstellation i det som kaldes "independent limited partnerships", hvor investorerne er "limited partners", hvilket betyder, at de kun hæfter med den kapital, som de har indskudt i kapitalselskabet. Management-selskabet kaldes i denne sammenhæng for "general partner", hvilket vil sige, at det er management-

⁶⁴ Se evt. Landström 2007, s. 5-7

selskabet der hæfter for de forpligtelser, som kapitalselskabet indgår, da det er dem der træffer beslutning omkring forvaltningen af kapitalselskabets midler. I Danmark vil disse "independent limited partnerships" typisk være organiseret med en kommanditselskabsstruktur (Landström 2007: 5-6). Typisk vil disse "independent limited partnerships" være organiseret som illustreret nedenfor.



Kilde: DVCA⁶⁵

En anden for denne afhandling relevant formel venture kapital-konstellation er "Government venture capital organizations", som er virksomheder der er finansierede og kontrollerede af offentlige institutioner (Landström 2007: 5-7). De danske innovationsmiljøer kan placeres i denne underkategori af institutionelle investorer, da de primært er finansierede og kontrollerede af staten i skikkelse af Styrelsen for forskning og innovation. Nogle af innovationsmiljøerne har dog også privatfinansierede fonde, som de administrerer og f.eks. DTU Symbion Innovation har et tæt samarbejde med SEED Capital, som de bl.a. deler medarbejdere med og investerer sammen med. Der er seks statsgodkendte innovationsmiljøer i Danmark på nuværende tidspunkt. Disse seks innovationsmiljøer råder samlet over en statslig bevilling på 95 mio. kr. i 2013 (Finansministeriet 2012: 60). De seks innovationsmiljøer er (forkortelse, kontoradresse): CAT Innovation A/S (CAT, Roskilde), DTU Symbion Innovation A/S (DSI, Kgs. Lyngby), Innovation Midtvest A/S (IMV, Herning), NOVI Innovation A/S (NOVI, Aalborg), Syddansk Teknologisk Innovation A/S (SDTI, Odense) og Østjysk Innovation A/S (ØI, Århus). Innovationsmiljøerne blev skabt på baggrund af

⁶⁵ <http://www.dvca.dk/index.php/medlemmer/om-venturefonde/>, besøgt d. 19-05-2013.

Innovationsmiljøprogrammet fra 1998. Det overordnede formål med innovationsmiljøerne er at fremme kommercialiseringen af ny viden, opfindelser og forskningsresultater ved at understøtte innovative iværksættere med at modne risikobetonede, videnbaserede kommercialiseringsidéer til et niveau, hvor det bliver lettere at tiltrække private investorer til virksomhederne. Dette indbefatter bl.a. at innovationsmiljøerne skal opsøge, rådgive og investere i lovende idéer mm. (Oxford Research 2012: 21-22).

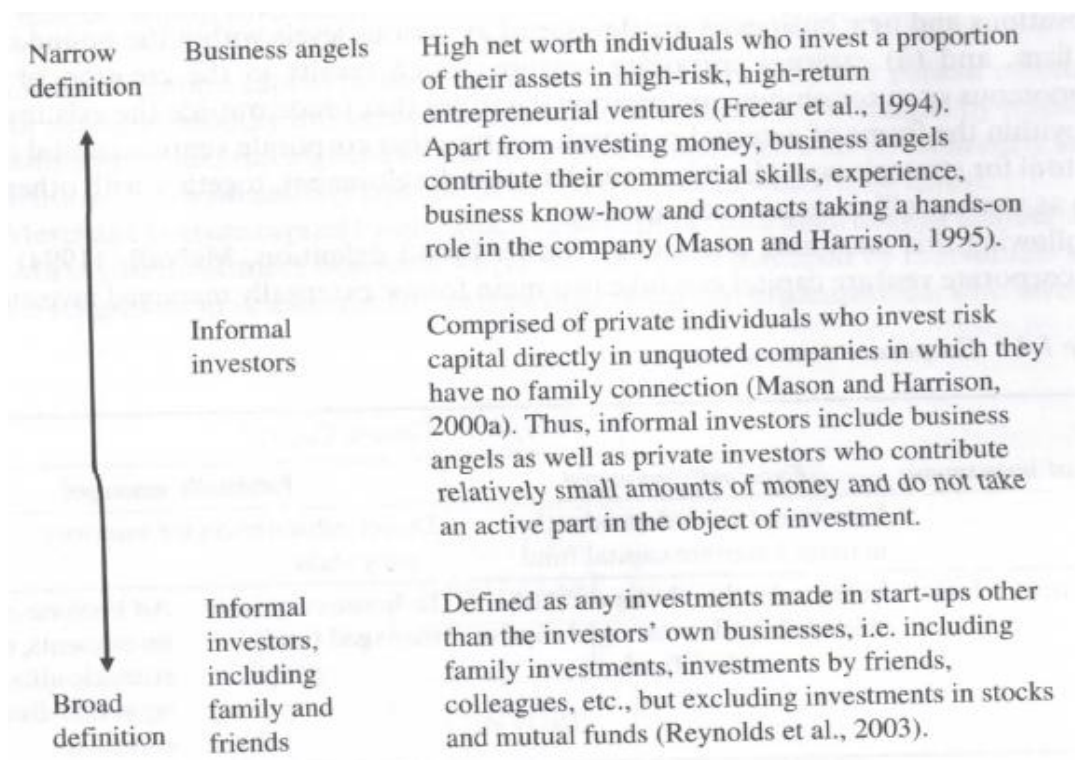
8.3.2.1.2 Corporate venture capital

Den anden overordnede form for formel venture kapital, som Landström identificerer, er den såkaldte "corporate venture capital" (CVC), som tidligere nævnt egentlig er en underkategori af den institutionelle venture kapital, men som pga. sin lidt anderledes organisering skiller sig ud fra de andre former for institutionel venture kapital. Landström læner sig op ad Maula's definition af CVC ved at definere det som en investering i en ung privatejet virksomhed igennem at købe ejerandele i denne eller noget lignende foretaget af et datterselskab i en ikke-finansiell koncern. CVC kan udover et ønske om profit også ses som et strategisk værktøj, hvor der bliver investeret i udviklingen af nye idéer igennem ejerandele i innovative eksterne virksomheder. Det er selvfølgelig også en mulighed, at der skabes et 100% ejet datterselskab, som arbejder på at udvikle idéerne og derfor er et rent internt anliggende (Landström 2007: 7-8). Nogle større danske virksomheder som f.eks. Novo Nordisk og Grundfos har CVC-datterselskaber, som investerer i nystartede innovative virksomheder.

8.3.2.2 De uformelle venture investorer

Den anden overordnede gruppe af venture investorer er de såkaldte uformelle ventureinvestorer, som i mange år primært har været forbundet med de såkaldte "business angels" (forretningsengle). Forretningsenglene bliver ofte defineret som en lidt smallere gruppe af individer end den bredere betegnelse uformelle ventureinvestorer. Disse engle er typisk personer med en vis formue, som investerer en del af denne formue i entreprenørvirksomheder med en høj risiko, og som også aktivt bidrager til virksomhederne igennem de kompetencer og de erfaringer, de har. Da forretningsenglene typisk ikke har så stort et samlet beløb at investere for, går de tit sammen med andre forretningsengle, når de laver investeringer. Der vil derfor ofte også være tale om

investeringer i virksomheder med et knapt så stort kapitalbehov⁶⁶. Udover at omfatte forretningsengle så omfatter uformel venture kapital også en lang række andre personer, som investerer noget af deres formue i entreprenørvirksomheder men på en knap så professionel vis som forretningsenglene. Det kunne f.eks. være investeringer lavet af familie, venner, kollegaer osv. Mason og Harrison definerer ”informal investors” som værende private individer, som investerer direkte i ikke-børsnoterede virksomheder og i projekter, hvor de ikke har nogen familiemæssige relationer. Nedenstående figur opsummerer de tre primære afgrænsninger af de uformelle venture investorer, hvor forretningsenglene er den mest snævre definition, og ”Informal investors, including family and friends” er den bredeste definition på denne gruppe af investorer (Landström 2007: 8-9).



Kilde: Landström 2007, s. 8

En del af de danske uformelle investorer er tilknyttet et af de 5 regionale netværk for forretningsengle⁶⁷, udover at de også har mulighed for at være medlem af DVCA. På denne måde

⁶⁶ <http://www.dvca.dk/index.php/medlemmer/om-business-angels/>, besøgt d. 19-05-2013.

⁶⁷ De 5 regionale netværk er: Business Angels Copenhagen, BAN Invest (Århus), BA Syddanmark, Investormidt (Midtjylland), Switzz (Århus/Ålborg).

kan de få kontakt til andre uformelle investorer og blive præsenteret for udvalgte kapitalsøgende virksomheder på de møder, som bliver afholdt i netværkene⁶⁸.

8.3.2.3 Sammenligning af venture investorerne

Der er en række ligheder og forskelle imellem de tre hovedkategorier af venture kapital investorer, institutionelle venture investorer, CVC og uformelle venture investorer, som gør, at de supplerer og konkurrerer med hinanden i forhold til deres relationer til entreprenørvirksomhederne. Investorerne har en tendens til at supplere hinanden, ved at de typisk investerer i virksomhederne på forskellige udviklingsstadier, og med de forskellige midler de typisk har til rådighed, appellerer de også i en vis udstrækning til virksomheder med forskellige kapitalbehov. Investorerne konkurrerer med hinanden om at foretage investeringer i de mest succesfulde projekter, da de alle foretager investeringer indenfor de samme brancher. De samarbejder dog også ofte, da de tit investerer sammen om en virksomhed. Dette kaldes for, at investorerne investerer i syndikater. Den juridiske status iblandt de forskellige investorer varierer en del, men de har alle det til fælles, at de har et økonomisk motiv om at tjene penge på deres investeringer. Iblandt de uformelle venture investorer kan der også være en personlig relation, som spiller ind i motivet for investeringen, og for CVC-investorerne kan der også være nogle strategiske motiver for, at de vælger at foretage den pågældende investering. De uformelle investorer har oftest ikke de samme ressourcer til at lave due dilligence, før de beslutter sig for, hvilke investeringer de vil lave, og har heller ikke de samme ressourcer til at overvåge deres investeringer, som de formelle venture investorer typisk har (Landström 2007: 9).

8.4 Post-investeringsaktiviteter

Når investeringsaftalen er underskrevet, begynder investorens og entreprenørens samarbejde for alvor. En stor del af investorerne vælger at indtage en position i virksomhedens bestyrelse for derigennem at øve indflydelse på virksomhedens virke og følge dens udvikling løbende. I denne del af investeringsprocessen har investoren mulighed for at bidrage til at virksomheden, og dermed også til at hans investering bliver en succes og giver et afkast. Det er forholdsvist sjældent, at investoren deltager i den daglige ledelse af virksomheden i hvert fald over længere perioder, da det ikke vil være hensigtsmæssigt, hvis investoren også har andre investeringer, der kræver hans

⁶⁸ <http://www.dvca.dk/index.php/medlemmer/om-business-angels/business-angel-netvar/>, besøgt d. 23-05-2013.

opmærksomhed. Investorens rolle bliver derfor i højere grad at bidrage igennem løbende sparring i forhold til diverse problemstillinger, der måtte opstå og lade entreprenøren trække på vedkommendes netværk. Graden af, hvor meget investoren kan bidrage med til virksomheden, kan naturligt nok svinge en hel del, da investorerne har hver deres kompetencer og ressourcer, de kan benytte til at hjælpe virksomheden (Tyebjee & Bruno 1984: 1054), (Heller 2012).

David Large og Steven Muegge (2008) har gennemgået en lang række undersøgelser af investorernes kompetencebidrag og er nået frem til, at de kan inddeles i otte hovedkategorier. De to af kategorierne, ”legitimation” og ”outreach”, karakteriserer Large og Muegge som eksternt orienteret, da disse to kategorier har en klar orientering imod porteføljevirkomhedens miljø (såsom forholdene til kunder, forretningsforbindelser, leverandører osv.). De øvrige seks kategorier, ”recruiting”, ”mandating”, ”strategizing”, ”mentoring”, ”consulting” og ”operating”, karakteriserer Large og Muegge som internt orienteret, da de vedrører de interne anliggender og beslutninger i porteføljevirkomheden (såsom sparring om strategi, rekruttering af ledende medarbejdere osv.)⁶⁹.

Forfatteren til nærværende afhandling har selv tidligere undersøgt denne del af investeringsprocessen iblandt danske ventureinvestorer. Konklusionen på denne undersøgelse er, at de respektive formelle investorer bidrager mest i forhold til rekruttering af medarbejdere og bestyrelsesmedlemmer, strategi-udvikling og som en generel sparringspartner. De danske ventureinvestorer bidrager knapt så meget til deres danske porteføljevirkomheder, når det kommer til legitimitet, netværk og decideret konsulentarbejde. Undersøgelsen viser også, at de danske investorer for hovedpartens vedkommende er generalister og derfor har en begrænset viden indenfor de specifikke brancher, som deres porteføljevirkomheder opererer indenfor (Heller 2012).

8.5 Exit

Hovedparten af ventureinvestorerne forsøger på et tidspunkt at få solgt deres ejerandel i den pågældende entreprenørvirkomhed, hvilket i venturebranchen kaldes for ”exit”. De institutionelle investorers fonde har typisk en aftalt eksistensperiode på 10 – 12 år, hvor de gerne skal have nået at

⁶⁹ For uddybelse af disse kategorier se Large og Muegge 2008.

finde de entreprenørvirksomheder, de gerne vil investere i, samt have solgt virksomhederne videre. Dette skulle gerne resultere i et afkast til dem selv og deres investorer. Det er dog langt fra alle investeringerne, der giver et afkast. De mest succesfulde af disse porteføljevirkomheder bliver typisk noteret på en børs, solgt til andre investorer eller solgt til andre virksomheder indenfor samme eller relaterede brancher. De mindre succesfulde porteføljevirkomheder bliver enten likviderede, solgt tilbage til entreprenøren eller drevet videre ved et moderat aktivitetsniveau (Gompers & Lerner 1999: 6).

Der er som sådan ikke væsentlig forskel på de formelle og uformelle investorer i forhold til, at de på et tidspunkt ønsker at "exitte" fra deres porteføljevirkomheder. Nogen af de formelle investorer bl.a. typisk CVC-fondene har det, der i venturebranchen kaldes for en "evergreen"-fond, hvilket betyder, at fonden ikke har nogen på forhånd defineret eksistensperiode. Det samme gør sig gældende for de uformelle investorer, som qua at de investerer deres egne midler ikke skal stå til regnskab overfor andre investorer. Hvor godt ventureinvestorerne klarer sig i forhold til at skaffe dem selv og evt. investorer, hvis midler de administrerer, et afkast af investeringerne, er det svært at sige særligt meget om, da der findes begrænset med statistik på området. Udvalget for risikovillig kapital (under det daværende Økonomi- og Erhvervsministerium) undersøgte i 2010, hvordan de danske venturefonde havde klaret sig siden 1998. Deres undersøgelse viste, at de fonde der blev etableret i perioden 1998 – 2001 havde et gennemsnitligt årligt afkast på -7,3 % for de afhændede porteføljevirkomheder. De venturefonde der blev etableret i perioden 2002 – 2005 havde til gengæld et positivt afkast på gennemsnitligt 12,6 % årligt⁷⁰ (Udvalget for risikovillig kapital 2010: 33-34). Oxford Researchs undersøgelse fra 2012 fandt frem til, at de danske innovationsmiljøer i perioden 2007 – 2010 havde haft tilbageløbsrater på mellem 9 – 33 %⁷¹. Det skal dog nævnes, at innovationsmiljøerne er forpligtede til at være risikovillige ifølge deres aftale med staten. Der findes ingen opgørelser over de danske uformelle investorers afkast, men hvis der ses på de formelle investorer, så har afkastene af de danske ventureinvesteringer ikke været imponerende.

⁷⁰ Korrigeret for administrationsomkostninger dog væsentligt lavere.

⁷¹ Dvs. staten har fået 9 – 33 kr. tilbage hver gang de har tilført 100 kr. til innovationsmiljøerne.

8.6 "Høker kalkulen"

Kategori ⁷² /Værdi	250.000	500.000	2 mio.	4 mio.
Team	Enkelt person	Første virksomhed	Erfarent	Track record
Stadie	Proof of technology of	Proof of concept	Proof of business	Proof of scale
Markedsposition	Svag	OK	God	Stærk
Problem/behov	Nice to have	Et problem	Stort problem	Stort internationalt og
IPR	Nyhedsundersøgelse	Patent indleveret ansøgning	Svar på ansøgning	Patent udstedt

Kilde: Investor 5.

8.6.1 Refleksioner omkring "Høker kalkulen"

Fra et teoretisk synspunkt kan der fremføres forskellige kritikpunkter i forhold til denne model. For det første er det tvivlsomt, om de værdier der bliver kædet sammen med de pågældende kategorier overhovedet har den påpegede værdi. Som en konsekvens heraf virker inddelingen i faste værdiintervaller rigid og ret unuanceret, da de i deres rene form ikke åbner op for fortolkninger af, hvad f.eks. et udstedt patent har af betydning i det enkelte tilfælde. Dette vil bl.a. være afhængigt af, hvor eftertragtet patentet kan tænkes at blive i den pågældende branche. Kategorierne og deres intervalmuligheder er ligeledes noget unuancerede, da det kan være vanskeligt at placere den enkelte virksomhed i en konkret kasse i f.eks. markedspositionskategorien. Kalkulen tager heller ikke højde for den enkelte investors risikopræmie, som er et væsentligt parameter, når den enkelte investor vil beregne, hvad projektet er eller kunne blive værd på baggrund af investorens

⁷² Indenfor hver kategori er der mulighed for at opnå en værdi imellem 0 – 4 mio.kr. Herefter ligges tallene sammen og der fremkommer en pre-money værdi for virksomheden.

risikoprofil. Generelt tager kalkulen kun i begrænset omfang højde for risikofaktorerne i det enkelte projekt og sætter lighedstegn imellem opnåelse af et bestemt parameter og en tilknyttet værdi uafhængigt af, hvilken type virksomhed og branche der er tale om. Indtjeningspotentialer både på kort og langt sigt er indregnet implicit bl.a. igennem markedspositions- og stadietkategorierne, men igen uden mulighed for nuancering i forhold til den enkelte virksomhed og dennes marked. Indtjeningspotentialer er dog en af de vanskelige faktorer at estimere for entreprenørvirksomheder. Aspekter omkring yderligere finansieringsbehov og behovet for supplerende investeringer i f.eks. produktionsudstyr er heller ikke inddraget i modellen. Kalkulen tager heller ikke højde for eventuel konkurrence på markedet for det pågældende produkt, eller hvad andre virksomheder kan være i gang med at udvikle der minder om den pågældende virksomheds produkt.

Den klare styrke ved modellen er, at den er et forfriskende bud på, hvordan problemstillingen omkring at værdiansætte nystartede entreprenørvirksomheder løses. Dermed ikke sagt at den er løsningen på problemstillingen, men det, at den forsøger at sætte værdi på nogle faktorer, som for de flestes vedkommende kan være svære at kapitalisere, er interessant. Til trods for ovennævnte kritik så er de fleste af inddelingerne forholdsvis håndgribelige. Nogle af inddelingerne er dog ikke særligt præcise og efterlader en del til subjektiv vurdering såsom inddelingen af markedspositionerne. En måde at gøre inddelingen i markedspositionen mere objektiv kunne være ved at inddele i markedsandele på f.eks. det danske marked. På denne måde tages højde for at omsætningen på nogle markeder er højere end på andre.

Der er som allerede nævnt nogle forskellige muligheder, som potentielt vil kunne gøre kalkulen mere præcis og derigennem forhåbentlig bedre. Helt grundlæggende er det nogle gode kategorier, som modellen bygger på, også hvis udtalelserne fra de seks øvrige investorer tages med i betragtning. Nuancegraden vil altid kunne diskuteres, og f.eks. vil en opdeling i teamets tekniske og forretningsmæssige kompetencer være oplagt at indarbejde i modellen. Modellen er udformet, som den er for ikke at gøre den for avanceret, hvilket i en akademisk kontekst ikke behøver at være negativt, men i denne sammenhæng savner den klart nuanceringsmuligheder og beregningsmæssig finesse (risikopræmie, finansieringsbehov, indtjeningspotentialer, fremtidige investeringer osv.).

Et ændringsforslag kunne være, at i stedet for at hver inddelingen har en specifik værdi, så kunne hver inddeling f.eks. give en bestemt pointscore. Dette vil give mulighed for en større nuancegrad og samtidig give bedre mulighed for at vægte kategorierne indbyrdes forskelligt. Den samlede pointsum for den enkelte virksomhed kunne så eventuelt blive multipliceret med den enkelte investors afkastkrav/risikopræmie. Det fremkomne tal (antal point) ville så kunne kædes sammen med en konkret kapitalværdi ved at inddele kapitalværdierne i pointintervaller. Vægtningen af de forskellige kategorier kunne f.eks. være bestemt af, hvilken branche den enkelte virksomhed kunne placeres indenfor, da det ikke er sikkert, at f.eks. IPR-situationen er ligeså væsentlig i en branche som i en anden. Ikke desto mindre vil de fleste investorer som investerer i unge entreprenørvirksomheder med fordel kunne forholde sig til modellen om ikke andet for at få systematiseret analyserne af de forskellige kategorier. Kalkulen vil selvfølgelig ikke kunne stå alene men vil skulle suppleres af andre analyser og modeller.