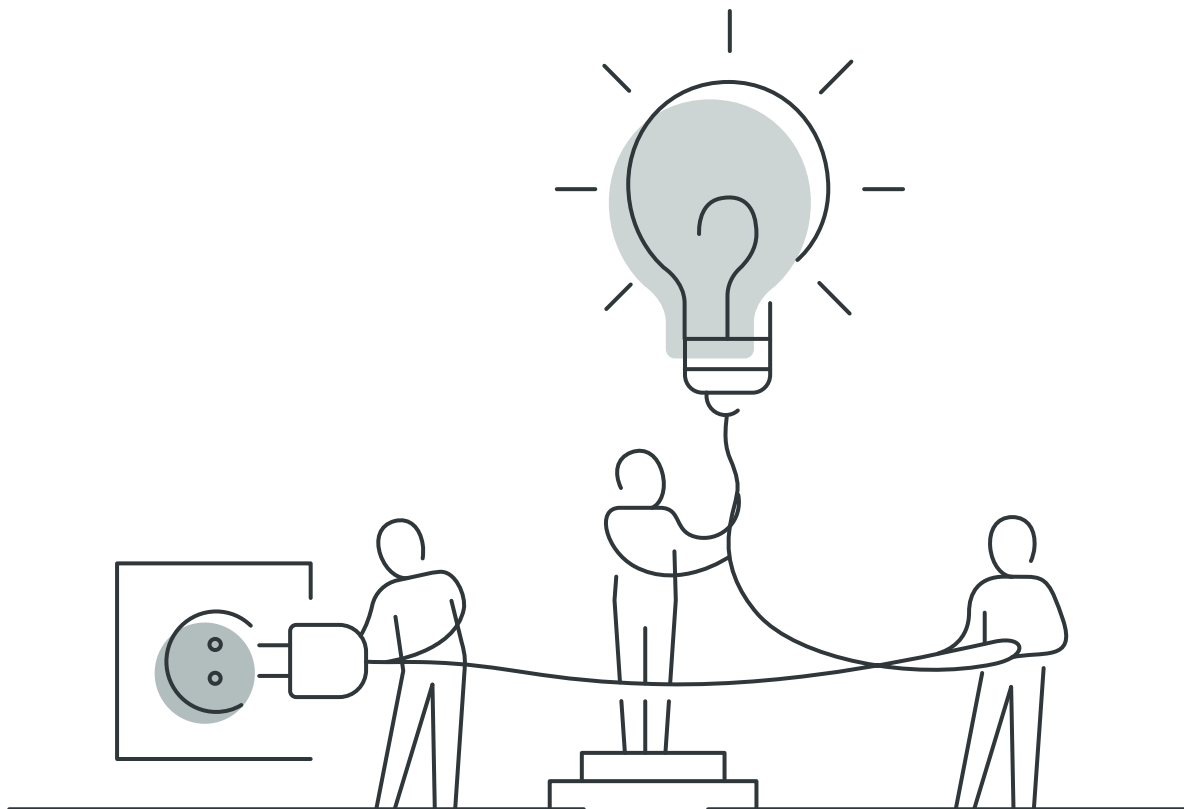


BEST PRACTICE FOR INVESTERINGSBESLUTNINGSPROCESSEN PÅ DET DANSKE VENTUREMARKED



COPENHAGEN BUSINESS SCHOOL

CAND.MERC. FINANSIERING OG REGNSKAB

Kandidatafhandling 2021

Vejleder: Morten Vestengen

Aflevering: 17. maj 2021

YASMIN HOLM LARSEN

Studienummer: 109841

KATHRINE HOLM

Studienummer: 110434

Abstract

The purpose of this thesis is to develop a best practice decision making process for investments in the Danish venture market. The proposed framework provides best practices specific to seed-, early- and late-stage venture financing. This research area is relevant as traditional investment theories do not apply to startups due to the lack of reliable information. The investment decision is therefore influenced by other parameters, which this thesis is motivated to investigate.

The thesis' best practice framework is based on academic theories and a methodological triangulation approach with both qualitative and quantitative analysis of empirical data. The empirical data consist of interviews with six experts from the Danish venture market and a questionnaire survey with responses from 57 Danish venture investors including Business Angels and Venture Capital Funds. Additional empirical data is collected through in-depth interviews with six respondents from the questionnaire.

The best practice framework is structured after screening, valuation, and contracting, which are interdependent in the investment decision making process of a venture investor. In the screening process, the parameters critical to assessing a startups potential are team, traction, technology, transformative, total addressable market, timing, and total return. The results of the analysis indicate the team as the most important parameter for a startups success and the total return being the result of performance on all screening parameters.

The analysis has found that valuation methods on the Danish venture market consists of a combination of negotiation, rules of thumb based on experience and a consideration of a multiple valuation. The relative importance of the three methods varies across the financing stages.

The investment decision making process, is finalized through contracting. The focus regarding the contractual considerations should be on streamlined interests, motivation of founder(s) and investor(s), and protection of minority interests. Negotiation affects the contracting process, why both valuation, risk and return are affected by terms in the final contract. Valuation and contracting can thus be seen as an iterative process in practice.

Validation of the framework has been approached through qualitative and quantitative case studies of more than 100 startups. The validation is furthermore supported by the expert panel's assessment.

Applying this master thesis' best practice framework in an investment decision making process on the Danish venture market is expected to increase the probability of achieving a successful investment.

Indholdsfortegnelse

1. Indledning.....	4
1.1. Motivation	4
1.2. Problemformulering	5
1.3. Afgrænsning.....	6
2. Struktur og definitionsramme.....	7
2.1. Afhandlingens synsvinkel	7
2.2. Afhandlingens struktur	7
2.3. Definitionsramme for essentielle begreber i afhandlingen	8
3. Metode og undersøgelsesdesign.....	10
3.1. Videnskabelig teori	10
3.2. Dataindsamling	11
3.3. Konstruktion og designkriterier for best practice frameworket	16
3.4. Kildekritik og verifikation.....	17
4. Venturemarkedets udvikling, aktører og karakteristika	20
4.1. Udviklingen på det danske venturemarked	20
4.2. Introduktion til venturefonde.....	21
4.3. Introduktion til Business Angels	25
4.4. Venturefonde og Business Angels	27
5. Teoretisk ramme	28
5.1. Introduktion til den teoretiske ramme.....	28
5.2. Egenkapitalorienterede aktionærer	29
5.3. Strategisk analyse ifm. vurdering af investeringsgrundlaget	32
5.4. Værdiansættelse på venturemarkedet	34
5.5. Empirisk udledte metoder til vurdering af startupvirksomheder	39
5.6. Risikofaktorer på venturemarkedet	42
5.7 Litteratur review	50
5.8 Sammenligning af litteratur review, akademiske- og empiriske metoder og ekspertpanelet.....	53

6. Analyse	55
6.1. Specialisering	55
6.2. Screening	57
6.3. Værdiansættelse.....	75
6.4. Kontraktlige forhold	81
6.5. Best practice framework	87
7. Validering af best practice framework.....	89
7.1. Validering ved kvantitative casestudier	89
7.2. Validering ved kvalitative casestudier	92
7.3. Validering ved ekspertpanelets vurdering	96
8. Diskussion	101
8.1. Anvendelse af frameworket og dets parametre	101
8.2. Business Angels mod venturefonde	104
8.3. Team	105
8.4. Afkast.....	107
8.5. Værdiansættelse.....	108
8.6. Kontraktlige forhold	110
8.7. Investors kontekst	111
9. Konklusion	114
10. Perspektivering	118
11. Litteraturliste	120
12. Bilag.....	128

1. Indledning

1.1. Motivation

Venturekapital har ikke altid været et populært investeringsområde for investorer. I en tid med lave renter og færre muligheder for at opnå høje afkast på de regulerede markeder, har venturekapital fundet sit afsæt og vækket interessen hos investorerne. I dag investeres der penge i startupvirksomheder, som aldrig før. Danmark har udviklet sig, som værende et af de førende europæiske lande, ift. antallet af investeringer samt mængden af rejst kapital på venturemarkedet.

En tommelfingerregel på markedet siger, at kun én ud af ti startupvirksomheder bliver en succes. På trods af denne statistik har danske investorer øget deres investeringsaktivitet på venturemarkedet for niende år i træk (Vækstfonden, 2020a). Dette afspejler en stigende interesse for at investere i startupvirksomheder på trods af den lave succesrate - men med høj risiko følger muligheden for høje afkast.

Ventureinvesteringer er ikke kun investeringer af kapital i en startupvirksomhed mod en ejerandel, men går også under navnet investeringer med *klog kapital*. Heri ligger, at ventureinvestorer bidrager med erfaring, netværk og kompetencer i de startupvirksomheder, de investerer i. Dette vil ofte være mere værd end deres investering i kroner og ører.

Fokus på innovation og nytænkning er større end nogensinde. Internationale og etableret virksomheder er gået nedenom og hjem på grund af *disruptive innovation* (Christensen & Bower, 1995) fra startupvirksomheder, som har formået fundamentalt at ændre markedet på kort tid. Eksempler herpå er Nokia, som sagde nej, til det der i dag kendes som *smartphones*. Samme historie er set med Blockbuster, som gik konkurs, da de ikke red med på bølgen af online streaming-tjenester som f.eks. Netflix. Af danske eksempler ses bl.a. Skype, som skabte disruption på markedet for klassisk kommunikation gennem onlinefunktioner for kald, beskeder og video.

Denne udvikling bekræftes af følgende citat: "*Deep pockets do not seem to be either important nor a precondition for success in markets with a high level of innovation*" (Wilkinson, u.d.). Dvs. at ingen virksomheder, heller ikke de største, kan i dag føle sig sikre på deres markedsposition på langt sigt grundet det høje innovationsniveau. Ventureinvestorer er specialister på innovationsområdet, hvilket har vist sig at kunne hive enorme gevinster hjem. Se blot på Trustpilot, Unity, Tradeshift, Vivino, Endomondo og Zendesk, som eksempler på danske ikoner.

Ikke alle startupvirksomheder opnår Unicorn-status¹, og nogle formår aldrig at etablere sig før de lukker ned. Denne risiko medregnes for ventureinvestorer, som søger at udpege og investere i den næste Unicorn-virksomhed. Udfordringen ligger i, hvordan man vurderer hvilke startupvirksomheder, der har det største potentiale for at blive en succes.

Dette område er relevant at undersøge, da traditionelle investeringsteorier ikke gælder for startupvirksomheder pga. manglen på pålidelig information. Investeringsbeslutningen er derfor påvirket af mere subjektive parametre, som denne afhandling er motiveret af at undersøge.

Med baggrund i dette vil afhandlingen, ved et best practice framework, forsøge at afdække relevante parametre, som ventureinvestorer bør være opmærksomme på i en investeringsbeslutningsproces vedrørende startupvirksomheder. Investeringsbeslutningsprocessen vil blive opdelt i screening, værdiansættelse samt kontraktlige forhold, med underliggende parametre for, hvad investor bør fokusere på hos en startupvirksomhed for forventeligt at øge sandsynligheden for at opnå en succesfuld investering.

1.2. Problemformulering

Med afsæt i ovenstående motivation vil denne kandidatafhandling have til formål at undersøge best practice for, hvordan ventureinvestorer bør vurdere processen for screening, værdiansættelse og kontraktlige forhold med henblik på forventeligt at øge sandsynligheden for at opnå succesfulde investeringer inden for finansieringsstadierne seed-, early- og late-stage.

Dette leder til afhandlingens overordnede problemformulering:

Hvad er best practice for investeringsbeslutningsprocessen på det danske venturemarked segmenteret efter seed-, early- og late-stage finansiering?

Ovenstående problemformulering leder til følgende problemstillinger, som vil blive besvaret i afhandlingen.

- Hvad karakteriserer venturefonde og Business Angels, som investorer på venturemarkedet? Herunder hvilke fordele og ulemper der er ved de to aktører?
- Hvilke centrale modeller findes i den teoretiske litteratur til vurdering og værdiansættelse? Hvilke udfordringer opstår der ved anvendelse af disse modeller på startupvirksomheder?

¹ Unicorn-virksomheder er virksomheder, der er vurderet til at være over en milliard dollars værd (Chen, 2021a).

- Hvilke empirisk udledte metoder findes til vurdering- og værdiansættelse af startupvirksomheder?
- Hvilke risikoforhold karakteriserer venturemarkedet? Hvordan forholder investorer sig til disse, og hvilke metoder er de mest anvendte til styring heraf?
- Hvad er best practice for investeringsbeslutningsprocessen for seed-, early- og late-stage finansiering på baggrund af den teoretiske og akademiske litteratur, empirisk udledte metoder samt kvalitativ og kvantitativ empiri?
- I hvilken udstrækning kan best practice frameworket valideres ved kvantitative og kvalitative casestudier samt fra en ekspertsynsvinkel?
- Hvilke temaer giver de analytiske resultater anledning til at diskutere?

1.3. Afgrænsning

Afgrænsningen har til formål at præcisere, hvilket område denne afhandling fokuserer på og hvilke der ikke vil blive berørt. Idet mange perspektiver kunne være blevet inddraget, vil nedenstående punkter fungere som en afgrænsning af de områder, som afhandlingen ikke bør vurderes ud fra.

- Denne afhandling tager et investor-perspektiv. Startupvirksomhedens perspektiv afgrænses af denne grund til kun at inddrages, hvor det understøtter beskrivelsen af investor.
- Denne afhandling fokuserer på professionelle og private ventureinvestorer, hvorfor der afgrænses til kun at fokusere på venturekapitalfonde (herefter venturefonde) og Business Angels. Der afgrænses af denne årsag fra equity crowdfunding, offentlige supportprogrammer, accelerator-programmer og "friends, family and fools" (Nielsen, 2017).
- Afhandlingen fokuserer på seed-, early- og late-stage finansiering på tværs af venturefonde og Business Angels. Der afgrænses fra at undersøge specifikke brancher med det formål at have et brancheneutralt best practice framework. Et branche-perspektiv medtages, hvor det understøtter den generelle forståelse bag specifikke parametre.
- Afhandlingen er baseret på empiri ud fra interviews og et spørgeskema. Disse resultater vil blive analyseret kvalitativt og kvantitativt. Der afgrænses fra at behandle kvantitative data gennem statistisk analyse, hvorved der ikke fokuseres på om resultaterne har en statistisk signifikant effekt.

- Nasdaq First North og andre vækstbørser, har vist sig at være en ny tendens på det danske venturemarked. Der afgrænses i denne afhandling fra yderligere analyse af denne tendens, men perspektivet medtages, hvor det vurderes relevant.
- Der afgrænses fra skattemæssig behandling og konsekvenser for valg af finansieringstyper.
- Der afgrænses fra generelle juridiske forhold ifm. udarbejdelse af en investeringskontrakt mellem investor og founder. Der fokuseres i stedet på en overordnet betragtning af væsentlige overvejelser i det kontraktlige forhold mellem investor og founder samt enkelte udvalgte værktøjer til styring heraf.

2. Struktur og definitionsramme

Dette kapitel har til formål at præsentere og definere relevante begreber samt danne rammen for afhandlingen.

2.1. Afhandlingens synsvinkel

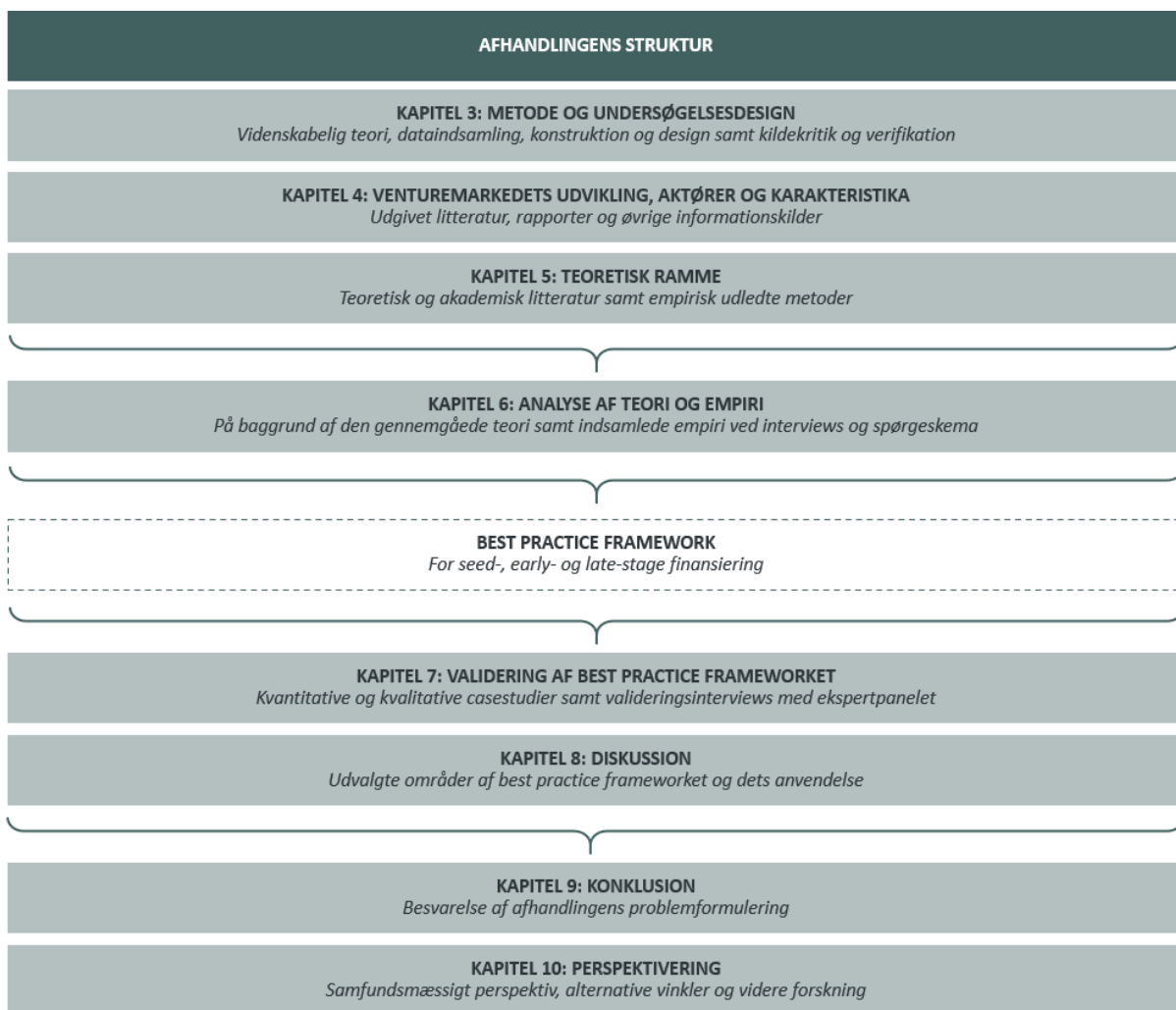
Afhandlingen vil tage investorsynsvinklen, hvor startupvirksomheden betragtes som et investeringsobjekt. Denne synsvinkel stemmer overens med den anvendte litteratur, teori og empiri, hvor virksomheden vurderes med henblik på investering.

2.2. Afhandlingens struktur

Denne afhandling er bygget op efter strukturen illustreret i figur 1. Formålet med denne struktur er at skabe en rød tråd for læser gennem afhandlingen. Udformningen af best practice frameworket for investeringsbeslutningsprocessen er bygget op omkring screening, værdiansættelse og kontraktlige forhold, som er tre grundlæggende dele i investeringsbeslutningsprocessen for ventureinvestorer (Wright & Robbie, 1997, s. xiv).

Frameworket vil blive udledt på baggrund af teoretiske og akademiske udgivelser, empirisk udledte metoder samt indsamling af empiri i form af kvalitative interviews og en kvantitativ spørgeskemaundersøgelse. Afhandlingens framework udformes ud fra empiri fra det danske venturemarked og segmenteres efter finansieringsstadierne seed-, early-, og late-stage.

Frameworket vil forsøges valideret ud fra kvalitative og kvantitative casestudier samt understøttelse heraf ved valideringsinterviews med ekspertpanelet. Diskussionsafsnittet vil have til formål at diskutere udvalgte områder fra afhandlingens best practice framework og dets anvendelse. Afslutningsvis vil perspektivering belyse relevante og samfundsmæssige vinkler på venturemarkedet samt andre perspektiver og muligheder ved yderligere forskning.



Figur 1: Afhandlingens struktur
 Kilde: Egen tilvirkning

2.3. Definitionsramme for essentielle begreber i afhandlingen

Nedenstående tabel 1 definerer essentielle begreber, der benyttes i afhandlingen og, som er med til at skabe et fælles definitions- og forståelsesgrundlag. Venturefonde og Business Angels vil blive defineret og behandlet under kapitel 4.

Begreb	Definition
Best Practice	Begrebet <i>best practice</i> defineres i denne afhandling som et bud på nogle generelle parametre og underparametre, som investor bør overveje som en del af investeringsgrundlaget ifm. investering i en startupvirksomhed. Frameworket kommer med et oplæg til, hvilke parametre samt underparametre, der skal sættes fokus på ved en investeringsbeslutningsproces ifm. screening, værdiansættelse samt kontraktlige forhold inden for de tre finansieringsfaser seed-, early- og late-stage. Best practice frameworket er en opsamling af erfaringer fra aktører i markedet sammenholdt med litteraturens og teoriens metoder og teknikker. Best practice kan dermed ikke anses, som en gennemsnitsbetragtning af succesfulde spillere på markedet, men i stedet som en forbedret metode til vurdering af startupvirksomheder ifm. en investering.
Startupvirksomhed og founder	En <i>startupvirksomhed</i> er en ung virksomhed, stiftet af <i>founder</i> , som netop er begyndt at udvikle sig og ønsker at vokse sig til en større etableret virksomhed. Startupvirksomhederne er ofte mindre virksomheder, som er finansieret via dem, som har startet virksomheden eller med hjælp fra enkelte investorer. Startupvirksomheder er karakteriseret ved deres ønske om at løse et behov/problem i markedet, vækste hurtigt, er agile af natur, udviklingsorienterede og yderst kundefokuserede for at kunne bevise deres værd på markedet. Startupvirksomheder har et målrettet fokus på at vækste deres virksomhed helt fra start.
Venturemarkedet og ventureinvesteringer	<i>Venturemarkedet</i> defineres i denne afhandling til at bestå af aktører, som investerer i startupvirksomheder, som har et højt vækstpotentiale og højt risikopotentiale. <i>Venturemarkedet</i> består i denne afhandling af venturefonde og Business Angels, idet de begge placerer sig som investorer, der investerer i startupvirksomheder. Ligeledes kan markedet for risikovillig kapital sidestilles med denne definition igennem afhandlingen. En <i>ventureinvestor</i> referer i denne afhandling til en given investor på venturemarkedet, hvor der ikke differencernes mellem venturefonde eller Business Angels, medmindre andet eksplicit nævnes. <i>Ventureinvesteringer</i> defineres i denne afhandling som investeringer i startupvirksomheder fra ventureinvestorer. Medmindre andet eksplicit nævnes i afhandlingen, forstås <i>ventureinvesteringer</i> som egenkapitalinvesteringer.
Investeringsbeslutningsproces	<i>Investeringsbeslutningsprocessen</i> består i denne afhandling af screening, værdiansættelse og kontraktlige forhold. Disse tre dele er afhængige af hinanden. Dvs. at screening vil være første del samt afgørende for, om man går videre til værdiansættelsesovervejelser samt kontraktlige forhold. Værdiansættelse og kontraktlige forhold er yderligere afhængige af hinanden. Det er de kontraktlige forhold som gør investeringsbeslutningsprocessen endelig.

Tabel 1: Definition af essentielle begreber
Kilde: Egen tilvirkning

2.3.1 Finansieringsstadier

Afhandlingen ønsker at opstille et best practice framework inden for finansieringsstadierne seed-, early- og late-stage. Af denne årsag er det centralt at have en klar og målbar opdeling af disse finansieringsstadier, for igen at sikre afhandlings fælles forståelsesgrundlag. Definitionerne tager udgangspunkt i Damodarans (2001) og Reiffs (2020) beskrivelse af finansieringsstadierne med bidrag fra egne antagelser vedrørende kvantificering af startupvirksomhedens eksistens.

Finansieringsstadiet	Beskrivelse	Traction	Virksomhedens eksistens
Seed-stage	Dækker startupvirksomheder, som ikke har et færdigudviklet produkt/service. Evt. testning af produkt er påbegyndt. Kapital skal oftest bruges til færdiggørelse af produkt og kompetencer søges f.eks. ift. en go-to-market strategi.	Forsøger at opnå proof-of-concept	0-3 år
Early-stage	Dækker startupvirksomheder, som har opnået et begyndende salg af produkt/service. Kapital bruges til at skabe et forretningsmæssigt grundlag samt planlægning af en langsigtet forretningsplan med fokus på langsigtet overskud. Virksomheder, som tiltrækker kapital på dette stadie, har bevist sit værd i markedet og har potentialet og strategien til at skabe en succesfuld og profitabel virksomhed. Defineres også under navnet "serie A" finansieringsrunden.	Bevis på proof-of-concept og forsøger at opnå proof-of-business	2-6 år
Late-stage	Dækker startupvirksomheder, hvis fokus med kapitalrejsning bl.a. er at vækste virksomheden og ekspandere virksomheden til flere markeder eller geografier, udvikle nye produkter, eller opkøbe andre virksomheder. Defineres også under navnet "serie B og C" investeringsrunderne, samt evt. senere finansieringsrunder.	Bevis på proof-of-business og forsøger at opnå proof-of-scalability	5-10 år

Tabel 2: Definition på finansieringsstadier
Kilde: Reiff (2020), Damodaran (2001), Egen tilvirkning

Traction begreberne kan yderligere defineres på baggrund af definitioner præsenteret i tabel 3. Disse definitioner har til formål at skabe en dybere forståelse af de mål, som hvert ovenstående definerede stadier kan karakteriseres ved.

Traction	Definition
Proof-of-Concept (PoC)	Proof-of-Concept relaterer sig til et bevis på virksomhedens kommercielle potentiale. Konceptet bruges som en verificering af forretningsidéens potentiale og gennemførlighed.
Proof-of-Business (PoB)	Proof-of-Business relaterer sig til, at virksomheden har bevis for at deres forretning har betalende kunder og dermed omsætning. Konceptet bruges som en verificering af, at virksomheden har et forretningsmæssigt potentiale, hvis produkt løser et behov i markedet, som kunder er villige til at betale for.
Proof-of-Scalability (PoS)	Proof-of-Scalability relaterer sig til, at virksomheden har bevist dens forretningsmæssige evne til at tilpasse sig øget arbejdsbyrde, markedskrav og efterspørgsel, hvorved der vil være vækstende antal betalende kunder og dermed vækstende omsætning. Herudover er konceptet og virksomheden i stand til at ekspandere og udvide til nye markeder, geografier eller ved anden vækst.

Tabel 3: Definition på traction begreberne
Kilde: Hayes (2020), Egen tilvirkning

3. Metode og undersøgelsesdesign

Dette kapitel har til formål at skabe rammen samt forklare afhandlingens undersøgelsesdesign ift. videnskabelig teori, dataindsamling, konstruktion og design samt kildekritik og verifikation.

Afhandlingens undersøgelsesdesign er overvejende deduktivt, idet den teoretiske ramme, tidligere forskning inden for området samt de generelle antagelser om virkeligheden, danner rammen for den efterfølgende empiriske undersøgelse. Dette leder til afhandlingens resultat for best practice frameworket.

3.1. Videnskabelig teori

Empiri kommer fra det græske ord "empeira", som betyder erfaring. Denne afhandling vil anvende empiri i form af erfaringsbaserede observationer, som indhentes gennem interviews og en spørgeskemaundersøgelse, dvs. ved kvalitativt og kvantitativt primært data. Disse data vil bruges som grundlag for afhandlingens analyse.

Afhandlingens problemformulering vil blive besvaret ud fra det empiriske datagrundlag sammenholdt med teorien, hvorfor det er essentielt at udarbejde et relevant analysedesign. Et paradigme kan helt forenklet ses som et sæt af grundlæggende principper, som styrer et forskningsfelt. Paradigmet kan yderligere defineres som de *briller*, som afgør, hvordan udøverne af et forskningsfelt ser verden (Presskorn-Thygesen, 2012, s. 23).

Paradigmets bestanddele består af et sæt af ontologiske opfattelser, dvs. *hvad er virkeligheden og hvilke ting eksisterer*, epistemologiske opfattelser, dvs. *hvad er viden, og hvad kan man vide om virkeligheden*, og metodologiske opfattelser, dvs. *hvordan undersøger vi bedst virkeligheden og med hvilke konkrete metoder*. Hvis et

paradigme er afgørende for, hvordan vi ser verden, så bliver valget af paradigme afgørende for de endelige forskningsresultater, som man opnår inden for et videnskabeligt projekt (Presskorn-Thygesen, 2012, s. 23-25).

En klassisk diskussion inden for videnskabsteoriens metodologi går på, om analysen starter i det empiriske datagrundlag eller i det teoretiske. Med andre ord bør man ved *induktion* generalisere sig frem til kategorier, typologier eller lovmæssigheder ud fra observationer, eller man kan ved *deduktion*, rationelt udlede empiriske lovmæssigheder ud fra en teori og så teste den (Pedersen, 1999, s. 23-25). Denne afhandling anvender primært deduktiv metodologi, som også kan spores af de dominerende paradigmer, som kommer til udtryk i den metodiske tilgang til besvarelsen af problemformuleringen.

Kombinationen af kvantitative og kvalitative metoder i afhandlingen samt ved udarbejdelse af den overordnede problemformulering leder til, at metodologien i kritisk teori er relevant for at forstå analysefilosofien i denne afhandling. Kritisk teori anvender en deduktiv metodisk tilgang, som tager udgangspunkt i den eksisterende litteratur, hvilket har været med til at sætte rammen for afhandlingens overordnede empiriske dataindsamling og dermed analyse (Presskorn-Thygesen, 2012, s. 27).

3.2. Dataindsamling

For at sikre at afhandlingens undersøgelse har en høj validitet og reliabilitet, er det en fordel at inddrage flere perspektiver inden for undersøgelsesområdet. Dette kan yderligere bidrage til at reducere potentielle bias inden for undersøgelsesfeltet. Dette kaldes triangulering. Triangulering er en undersøgelsesmetode, hvor man benytter to eller flere datakilder, metodiske tilgange, teoretiske perspektiver eller analytiske metoder inden for samme studie (Thurmond, 2001). Triangulering kan på flere måder bruges til at styrke validiteten i afhandlingen, da der ved metodisk triangulering kan kompenseres for den kvalitative metodes svagheder ved også at anvende en kvantitativ metode og omvendt. Dette bekræfter Kvale & Brinkmann: "*Præcisionen i beskrivelse og stringensen i meningsfortolkning i kvalitative interviews modsvarer eksaktheden i kvantitative målinger*" (2015, s. 51).

Denne afhandling vil til besvarelse af problemformuleringen, benytte metodetriangulering gennem kvalitative interviews med ekspertpanelet samt kvantitative data fra spørgeskemaundersøgelsen. Ydermere vil denne metodetrianguleringstilgang anvendes til validering af afhandlingens best practice framework. Her vil frameworket blive valideret af en kvantitativ og kvalitativ analyse af Løvens Hule, som vurderes at være den bedst mulige informationstilgang til direkte interaktion mellem founder og investor ifm. en investeringsbeslutningsproces. Længden af investeringsbeslutningsprocessen er i dette format kort, og der vil kun blive analyseret på den information som eksplicit nævnes. Fokus i den kvantitative validering vil være på seed- og early-stage investeringer,

da der ikke var data nok fra late-stage til at kunne foretage en meningsfuld validering. De kvalitative casestudier anvendes til at nuancere den kvantitative data og få dybdegående indsigt i de parametre, som investorerne ligger vægt på i investeringsbeslutningsprocessen. Tre casevirksomheder er valgt på baggrund af deres forskellige finansieringsstadier samt ved at være blevet succesfulde virksomheder efter den dokumenterede beslutningsproces. Til understøttelse heraf foretages kvalitative valideringsinterviews med fire ud af seks eksperter fra ekspertpanelet.

3.2.1. Kvalitativ dataindsamling

Anvendelsen af interviews, som metodisk tilgang til indsamling af kvalitative data, er valgt, idet metoden er god til at indsamle nuanceret og detaljeret information om et specifikt område. Dette giver et relevant og pålideligt grundlag at analysere ud fra. Ifølge Kvale & Brinkmann: *"søger det kvalitative interview viden udtrykt i normalt sprog; det stræber ikke efter kvantificering. Interviewet søger nuancerede redegørelser for forskellige aspekter af den interviewedes livsverden; det arbejder med ord og ikke med tal"* (2015, s. 51).

De foretagne interviews er alle blevet gennemført ved en semistruktureret tilgang. Ved brugen af semistrukturerede interviews vil interviewguiden indeholde en oversigt over emner, der skal afdækkes i løbet af interviewet samt forslag til spørgsmål. Dette leder til, at interviewerens fremgangsmåde sætter rammerne for det enkelte interview. Samtidig er der i dette format plads til opfølgning på den interviewedes svar (Kvale & Brinkmann, 2015, s. 185).

De semistrukturerede interviews er foretaget ud fra et forberedt script, som tager udgangspunkt i afhandlingens tematiske ramme. Interviewscriptet fungerer som en tjekliste i løbet af interviewet og sikrer, at alle ønskede spørgsmål besvares gennem interviewet. Derudover sikrer den tematiske ramme samt scriptet, at der er et sammenligningsgrundlag på tværs af de foretagne interviews (Kvale & Brinkmann, 2015, s. 185). Ved hver af de foretagne interviews har interviewerne sat sig ind i, hvem det er, der interviewes, for at kunne tilpasse scriptet til det enkelte interview. Dette har bidraget til at sikre en flydende dialog med alle interviewpersoner samt sikre deres optimale bidrag.

Ved indledningen af samtlige interviews er formålet med interviewet blevet præsenteret samt hvad der vil blive undersøgt i denne afhandling. Ifm. de indledende interviews med ekspertgruppen er samtalen blevet indledt med et åbent spørgsmål om deres perspektiv på best practice inden for undersøgelsesområdet. Derefter har interviewet overordnet taget form ud fra det forberedte script, hvor der er blevet fulgt op med uddybende spørgsmål, når den interviewede person har berørt relevante pointer ift. undersøgelsens tematik. Denne tilgang

med opfølgende spørgsmål leder til, at interviewet kan fortsætte flydende samt bidrage til at kunne besvare forskningsspørgsmålet (Kvale & Brinkmann, 2015, s. 194).

Fire ud af seks fra ekspertpanelet var desuden med til at validere frameworket, som også foregik ved interviews. Disse interviews blev på samme måde foretaget ved en semistruktureret tilgang. Ekspertterne havde fået tilsendt afhandlingens best practice framework og blev bedt om at forholde sig kritisk til frameworket og dets struktur på baggrund af deres praktiske erfaring med investeringsbeslutningsprocesser på det danske venturemarked. På trods af et planlagt script, var det vigtigt, at eksperterne fik mulighed for at gennemgå deres feedback.

3.2.1.1. Udvælgelse af interviewpersoner til ekspertpanelet

Idet afhandlingen ønsker at undersøge best practice på venturemarkedet, har det været relevant at få forskellige perspektiver på afhandlingens undersøgelsesområde. De interviewede personer har forskellige erhvervsmæssige baggrunde og interagerer forskelligt på venturemarkedet, dog alle med en investorvinkel. Eksperternes vinkel er uddybet i tabel 4.

Navn	Profession	Ekspertvinkel	Bilag nr.
Rolf Kjærgaard	CEO hos Vækstfonden	Vækstfonden er ejet af den danske stat og arbejder med finansiering af danske startupvirksomheder, venturefonde samt small-cap fonde. Vækstfonden arbejder analytisk med venturemarkedet og er den finansieringskilde, som har investeret i flest startupvirksomheder i Danmark. Rolf Kjærgaard kan bidrage med dyb indsigt i markedet, hvordan markedet har udviklet sig og hvordan fremtiden kan se ud. Kjærgaard har yderligere givet indsigt i relevansen af at differentiere best practice mellem de forskellige finansieringsstadier.	1
Christian Vintergaard	CEO hos Fonden for Entreprenørskab	Fonden for Entreprenørskab er det centrale nationale videnscenter og omdrejningspunkt for udvikling af undervisning i entreprenørskab på alle uddannelsesniveauer i Danmark. Herudover tildeler Fonden for Entreprenørskab deres såkaldte Mikrolegat, som tilbydes til studerende med iværksætterambitioner. Christian Vintergaard bidrager med indsigt og synspunkter på, hvordan man vurderer iværksætterideer og deres potentiale på de spæde stadier.	2
Kenneth Larsen	CEO hos Keystones	Keystones er Danmarks største netværk for investering af kapital og kompetencer i startupvirksomheder. Netværket består af 500 "virksomhedsbyggere" i form af bl.a. venturefonde og Business Angels. Derudover arbejder Keystones analytisk med venturemarkedet, hvorfor Keystones bidrager med dyb indsigt i markedets udvikling og dynamikker. Hertil har Keystones udarbejdet egne markedshypoteser og analytiske værktøjer til f.eks. værdiansættelse af startupvirksomheder. Kenneth Larsen har bidraget med indsigt i Keystones' analytiske værktøjs anvendelse i praksis samt markedets tendenser og udvikling.	3
Nicolaj Højer	Business Angel, forfatter, serie-iværksætter	Nicolaj Højer har været med til at starte flere virksomheder og har investeret i flere startupvirksomheder, som Business Angel. Højer har bidraget med indsigt i hans rolle som investor, hvordan han vurderer virksomheder, samt hvordan værdiansættelse af virksomheder i de tidlige faser fungerer. Nicolaj Højer har stor erfaring inden for investering i startupvirksomheder og kan dermed bidrage med input til hvilke parametre, der er afgørende for, hvorledes han selv er interesseret i at investere. Ydermere, har Højer et fagligt synspunkt, som underviser på CBS samt forfatter af bl.a. bogen <i>Startup Funding</i> .	4
Michael Thomsen	CFO hos Blazar Capital	Blazar Capital definerer sig selv som en blanding mellem en inkubator og en venturefond. Dermed placerer de sig anderledes på markedet end traditionelle venturefonde og har allerede defineret deres egne metoder og teknikker ifm. deres investeringer. Thomsen har bidraget med indblik i Blazar Capitals best practice samt relevant input ift. ventureinvestorers synspunkt med hans mange års erfaring i branchen.	5
Dorte Thomsen	Fagpolitisk Chef hos Aktive Ejere	Dorte Thomsen er Fagpolitisk Chef hos Aktive Ejere (tidligere DVCA), som er en brancheforening for venturefonde, Business Angels, mm. Dorte har mere end 18 års erfaring inden for venturebranchen. Brancheforeningen Aktive Ejere har over 300 medlemmer, som de hjælper politisk og kommunikativt samt bidrager til at skabe et netværk mellem investorer og omverdenen. Dorte Thomsen bidrager positivt til denne afhandling med hendes dybe brancheindsigt ift. venturefonde og Business Angels, deres incitamenter, strategier og synspunkter.	6

Tabel 4: Præsentation af ekspertpanelet

Kilde: Ekspertpanel, Virksomhedernes hjemmeside, Egen tilvirkning

Alle eksperter præsenteret i tabel 4 er vurderet til at have bidraget med alle med relevante input og perspektiver ift., hvad der er relevant at lægge vægt på vedrørende udarbejdelsen af et best practice framework for investeringsbeslutningsprocessen, som har til formål at ramme så bredt, som muligt blandt ventureinvestorer.

3.2.1.2. Bidrag fra ekspertpanelet

Interviews med ekspertpanelet har haft til formål at bidrage til udviklingen af afhandlingens retning. Flere pointer har været gennemgående gennem de forskellige interviews, hvilket har bidraget til en forståelse for vigtige pointer i den videre dataindsamling og analyse heraf. Tabel 5 giver et overblik over sammenfaldende essentielle fokusområder blandt ekspertpanelet.

Sammenfaldende pointer ved bidrag fra ekspertpanelet	
1. pointe	Det er relevant at opdele finansieringsstadierne i en meget tidlig, tidlig og senere fase, idet forholdende og dynamikkerne for de forskellige stadier og dermed indsats og økonomi fra investorer vil være forskellig.
2. pointe	Teamet er uden sammenligning det vigtigste vurderingsparametre på tværs af de tre stadier. Definitionen på, hvad det "rigtige" team er, er nuanceret hos de forskellige eksperter, men der ses nogle væsentlige ligheder i deres svar. En pointe, alle i ekspertpanelet er enige om er, at der skal være et <i>team</i> .
3. pointe	Det værdimæssige perspektiv på mulige investeringer er baseret på en stor mængde intuition og ikke nødvendigvis direkte definerbare parametre. Dvs. at der er nogle dynamikker i en investeringscase, der kan få det hele til at nå et højere niveau, selvom man ikke præcist kan definere, hvad det er.
4. pointe	Investering i startupvirksomheder er et meget risikofyldt område. Derfor vil afkastkrav ikke være den eneste parameter, som motiverer investor. Grundlæggende vil investor være drevet af andre bagvedliggende faktorer end udelukkende afkastet, som f.eks. at ville hjælpe startupvirksomhederne.
5. pointe	Børsnoteringer af vækstvirksomheder på Nasdaq First North er en trend, der er blevet udbredt det sidste årstid, og er et relevant område at overveje for både venturefonde og Business Angels, da den bidrager til øget exit-muligheder og er attraktiv for founders ift. fastholdelse af kontrol.

Tabel 5: Sammenfaldende pointer ved bidrag fra ekspertpanel
Kilde: Ekspertpanel, Egen tilvirkning

3.2.2. Kvantitativ dataindsamling

Denne afhandlings andet empiriske datagrundlag baserer sig på en spørgeskemaundersøgelse. Ifølge Stavnsager, Østergaard & Beckmann (2006, s. 120) er spørgeskemaet den hyppigste metode til kvantitativ dataindsamling. Afhandlingens indsamling af kvantitative data har haft til formål at skabe et større og mere evidensbaseret grundlag for best practice frameworket. Den kvantitative metode adskiller sig fra den kvalitative metode, idet der som udgangspunkt ikke er mulighed for at få uddybet respondenternes svar. Det er derfor essentielt, at spørgeskemaet er baseret på nogle forudgående overvejelser, som på bedste vis bør matche med respondenternes svarmuligheder (Stavnsager et al., 2006).

Informationsindsamling om venturemarkedet og dets aktører, den teoretiske ramme, tidligere forskning og ekspertpanelet har bidraget til udformningen af spørgeskemaet. Formålet herved var at skabe den bedst mulige konstruktion heraf, så resultatet af empirien var anvendelig til udarbejdelse af et best practice framework. Dette resulterede i, at spørgeskemaet blev opdelt i nogle undergrupper, som anbefales af Stavnsager et. al. (2006, s. 121). Disse undergrupper havde til formål at forstå, investors kontekst samt den tredelte investeringsbeslutningsproces ved screening, værdiansættelse og kontraktlige forhold.

Spørgeskemaet blev kvalitetstjekket af en Senior Analytiker i Vækstfondens analyseafdeling og af en Partner fra Implement Consulting Group. Feedback fra de to personer blev indarbejdet med det formål at opnå højest mulig kvalitet i spørgeskemaet. Her var fokus bl.a. på at skabe et præcist sprogbrug samt definitioner på de begreber, som kunne skabe misforståelser. Dette havde til formål at sikre respondenternes mulighed for at svare ud fra et fælles forståelsesgrundlag. Denne præcision er essentiel i processen med at skabe højest mulig kvalitet i et kvantitativt studie (Stavnsager et. al, 2006, s. 122).

Respondenterne fik mulighed for at uddybe deres svar ved forskellige parametre, gennem åbne spørgsmål, som gav plads til opfølgende kommentarer. Dvs. et kvalitativt element i den kvantitative undersøgelse. De åbne tekstspørgsmål var ikke påkrævede at besvare, hvorfor besvarelser af disse spørgsmål må være kommet fra respondenter, som mener at have haft yderligere relevant information at bidrage med.

Formålet med den kvantitative metode er grundlæggende at skabe en generalisering på markedet ud fra en mindre gruppe af personer. Den totale målgruppe, som ønskes undersøgt, kaldes populationen. Den del af populationen, som deltager i undersøgelsen, kaldes stikprøven. Formålet er at skabe konklusioner ud fra denne stikprøve, som forventes repræsentativ for hele populationen. Dette er forbundet med usikkerheder, som kaldes afvigelser eller stikprøvefejl. Det er muligt at udvælge stikprøvegruppen ud fra en ikke-sandsynlighedsprøveudtagning eller sandsynlighedsprøveudtagning. Uanset hvilken metode der benyttes, skal hele populationen have lige vilkår for at kunne blive udvalgt og dermed svare på spørgeskemaet, for at mindske stikprøvefejlene (Stavnsager et al., 2006, s. 123).

Denne afhandling har benyttet begge metoder. For at sikre størst mulig stikprøvestørrelse og kvalitet i besvarelserne, var første metode at kontakte venturefonde og Business Angels direkte. Målet var at kontakte flest muligt, men ud fra et tilfældighedsprincip, specielt ift. Business Angels. Det var nødvendigt at øge eksponeringen for at øge evidensgrundlaget, hvorfor spørgeskemaet blev gjort offentligt tilgængeligt gennem to opslag på LinkedIn². Der blev her gjort opmærksom på, at spørgeskemaet var henvendt til venturefonde og Business Angels. Dermed blev der først benyttet sandsynlighedsprøveudtagning og derefter ikke-sandsynlighedsprøveudtagning for at skabe så stort et evidensgrundlag som muligt.

Den 11. marts 2021, en måned efter spørgeskemaet først blev sendt ud, var der indsamlet 57 besvarelser totalt. Spørgeskemaet blev *stoppet* på denne dato med baggrund i begrænset tid til behandling og analyse af data. Det ville naturligvis have været en fordel at fortsætte udbredelsesarbejdet af spørgeskemaet for at skabe endnu

² LinkedIn er en social platform for professionelle.

større evidensgrundlag, men den indsamlede data vurderes at være tilstrækkelig. Tabel 6 giver et overblik over besvarelser, populations- og stikprøveandel.

	Besvarelser	Total antal på det danske marked	Stikprøveprocent ift. samlet population
Venturefonde	17	48	35%
Business Angels	40	2.200	2%

Tabel 6: Stikprøveandel ift. populationen
Kilde: Vækstfonden, Egen tilvirkning

3.2.2.1. Afhandlingens spørgeskema

I det følgende vil spørgeskemaet, besvarelserne heraf samt grundlaget for analysen kort blive gennemgået. De samlede besvarelser kan findes i bilag 17. Spørgeskemaet bestod af 33 spørgsmål til venturefonde og 34 spørgsmål til Business Angels. I alt var 21 spørgsmål påkrævede at besvare. Spørgeskemaets indhold bygger på viden erfare fra ekspertpanelet samt teoretiske, akademiske og empiriske udgivelser.

Af de 57 besvarelser, kom 12 fra venturefonde og 38 fra Business Angels. Herudover havde syv identificeret sig som *Andet*. Disse respondenter kunne fordeles under de to investortyper med baggrund i deres investorkarakteristika. Overordnet har alle, der har svaret *Andet* valgt at deltage i spørgeskemaundersøgelsen, hvorfor det trods værende en mulig stikprøvefejl, stadig antages at være relevante besvarelser for undersøgelsen. Efter denne justering bestod respondenterne af 70% Business Angels og 30% venturefonde. Denne fordeling vurderes i afhandlingen som værende repræsentativ for den totale population. Der vil i denne afhandling som udgangspunkt ikke blive differentieret mellem de forskellige aktører på venturemarkedet, da de kategoriseres som ens ifm. investeringsbeslutningsprocessen inden for de tre finansieringsstadier, som vil blive uddybet i kapitel 4.

3.3. Konstruktion og designkriterier for best practice frameworket

Strukturen for denne afhandlings tredelte investeringsbeslutningsproces er bl.a. inspireret af Wright & Robbie (1997) og Gompers, Gornall, Kaplan & Ilya (2021). Selve indholdet er dog udledt på baggrund af flere kilder til information. Screeningsprocessen under best practice frameworket er baseret på det empiriske datagrundlag, teoretiske og akademiske udgivelser samt empirisk udledte metoder på det danske venturemarked. Yderligere er værdiansættelsesovervejelser, udledt på baggrund af investeringsteori fra etablerede virksomheder og de empirisk udledte metoder. For at afslutte en investeringsbeslutningsproces er overvejelser vedrørende de kontraktlige forhold vigtige. De tre dele medtages i den samlede investeringsbeslutningsproces, idet de er iterative.

Konklusionen på analysen af de teoretiske, akademiske og empiriske metoder resulterer i et best practice framework. Designkriterierne for dette framework har primært til formål at skabe et anvendelsesorienteret

rammeverk, idet det er et mål, at den skal kunne anvendes i en relativ kort tidsramme, som ofte er tilfældet ved investeringsbeslutningsprocesser på venturemarkedet (Maxwell, Jeffrey, & Lévesque, 2011). Dette leder til, at frameworket vil være fokuseret frem for at være en bruttoliste af parametre. Formålet med dette er at bidrage til en anvendelig, let forståelig og beslutningsorienteret tilgang til investeringsbeslutningsprocessen på det danske venturemarked. Ydermere vil frameworket være finansieringsstadiespecifikt og branche- og aktørneutralt, jf. afgrænsningen afsnit 1.3.

3.4 Kildekritik og verifikation

Den indsamlede data, som ligger til grund for denne afhandlings analyse og konklusioner skal vurderes ift. dens reliabilitet og validitet (Carmines & Zeller, 2011, s. 3). Dette er to grundlæggende måder, hvorpå den akademiske kvalitet kan vurderes. Formålet med dette afsnit er dermed at vurdere afhandlingens troværdighed ud fra dens videnskabelige kvalitet.

3.4.1. Reliabilitet

Reliabiliteten vedrører hvorvidt en anden tilsvarende afhandling med samme formål ville komme frem til samme resultat med hensyn til en uundgåelig fejlmargen (Carmines & Zeller, 2011, s. 3). Reliabiliteten kan vurderes som høj, hvis der er en tydelig tendens mod et konsekvent resultat gennem gentagende forsøg.

En fejlmargen i en afhandling som denne kan bl.a. opstå på baggrund af definitioner af best practice samt opdeling af finansieringsstadierne. Håndteringen af denne fejlmargen er forsøgt begrænset ved at indarbejde klare definitioner i afhandlingen, både i interviews samt i spørgeskemaet. Dette har været med til at opretholde en høj reliabilitet i dataindsamlingen og dermed afhandlingen.

Reliabiliteten i afhandlingen mindskes ved dens stabilitet, som afhænger af, om samme resultat kunne opnås ved at lave samme undersøgelse på et andet tidspunkt eller et andet sted (Carmines & Zeller, 2011, s. 4). Venturemarkedet er i høj grad påvirket af tendenser inden for brancher og industrier samt udviklingen i markedsmekanismer. Det er dermed ikke forventeligt, at samme resultater for et best practice framework nødvendigvis vil kunne opnås på andre tidspunkter og steder. Yderligere mindskes reliabiliteten, idet spørgeskemaet er blevet delt på sociale medier med det formål at nå ud til relevante respondenter. Dette har mindsket kontrollen over, hvem der har haft adgang til spørgeskemaet og dermed øget risikoen for, at ikke-relevante respondenter har deltaget i undersøgelsen. Denne usikkerhed er forsøgt håndteret gennem dybdegående gennemgang af spørgeskemabesvarelsene.

Reliabiliteten i afhandlingens øges ved anvendelse af standardiserede metoder til indsamling af data gennem spørgeskemaer. Yderligere er et testresultat ikke mere pålideligt end den eller de kilder, som den bygger på. Af denne årsag er der i afhandlingen fokuseret på at anvende troværdige kilder, hvor viden inden for området er stort. Dette gælder ekspertpanelet, som alle har professionel erfaring inden for området. Herudover har professionelle personer inden for området delt spørgeskemaet i deres netværk af venturefonde og Business Angels. Yderligere styrkes troværdigheden, da afhandlingen understøttes med anerkendte udgivelser og markedsundersøgelser fra sekundære datakilder inden for området såsom Vækstfonden, DanBan, Aktive Ejere, Keystones mfl. Afhandlingen har ydermere anvendt videnskabelige artikler, fagbøger og rapporter inden for området.

3.4.2. Validitet

Validitet referer til gyldigheden af denne afhandlings konklusioner. Der findes flere former for validitet. Det er i denne afhandling relevant at diskutere målingsvaliditeten samt den interne og eksterne validitet.

Målingsvaliditeten bruges oftest inden for kvantitative studier og undersøgelser. Her vurderes i hvor høj grad, der rent faktisk bliver undersøgt det, som ønskes undersøgt (Carmines & Zeller, 2011, s. 4). Denne afhandlings kvantitative datagrundlag er empirisk og kan måles. Den målbare validitet skabes ved en repræsentativ deltagelse fra aktører på venturemarkedet. Ydermere bygger spørgeskemaet på den teoretiske og akademiske litteratur, empirisk udledte metoder suppleret med erfaringer fra det definerede ekspertpanel, jf. afsnit 3.2.1.1.

Den interne validitet i afhandlingen sikres ved at analysere og sammenligne vurderingsparametre og mønstre på tværs af den teoretiske og akademiske litteratur, empirisk udledte metoder samt interviews og spørgeskema-besvarelser. Den eksterne validitet vurderes at øges ved spørgeskemaundersøgelsen, idet generaliserbarheden øges. Yderligere styrkes den eksterne validitet, idet afhandlingens framework holdes aktør- og branche neutralt, hvilket alt andet lige må betyde, at resultaterne i højere grad kan generaliseres i praksis (Metodeguiden, u.d.).

En kritik af validiteten i afhandlingen ses ved, at nogle dataindsamlingsmetoder generelt har lav validitet. Dette er f.eks. spørgeskemaundersøgelser, som har været offentligt tilgængelige. Den lave validitet i spørgeskemaets data forsøges opvejet ved semistrukturerede interviews af en række respondenter. Semistrukturerede interviews er en dataindsamlingsmetode som er karakteriseret ved generel høj validitet.

Best practice frameworket er blevet valideret ved trianguleringsmetoden, med det formål at understøtte frameworkets evidensgrundlag. Dette blev udført på baggrund af kvalitative og kvantitative casestudieanalyser med mere end 100 startupvirksomheder fra Løvens Hule, som vurderes værende den bedste mulighed for at observere en live-session mellem investor og founder ift. investeringsbeslutningsprocessen. Validering ved

metodetriangulering vurderes at have høj. Validiteten mindskes dog grundet det format informationen præsenteres i. Disse valideringsanalyser understøttes af valideringsinterviews med fire ud af seks fra ekspertpanelet.

Valideringsmetoden ved interviews med eksperter fra afhandlingens ekspertpanel ses at bidrage med en lav kvalitet af validering, da ekspertpanelet yderligere har deltaget i den indledende proces af informationsindsamlingen til denne afhandling. Der ses alligevel at være argumenter for at anvende denne valideringsmetode, idet ekspertpanelet i første omgang blev kontaktet i afhandlingens begyndelse ift. at skabe retning for afhandlingen. Herudover er ekspertpanelet blevet anvendt til at understøtte spørgeskemarespondenternes besvarelser. Ifm. valideringen blev eksperterne kontaktet efter afhandlingens best practice framework var blevet udformet. Frameworket blev præsenteret for dem, hvorefter de blev bedt om at forholde sig kritisk til dets indhold. Valideringsinterviews med ekspertpanelet anvendes yderligere som en understøttelse af de kvalitative og kvantitative casestudier, hvilket ses at være relevant, da eksperterne har mulighed for direkte at kommentere på frameworkets indhold og udformning.

3.3.3. Tilstrækkelighed

Ovenstående fører til en vurdering af afhandlingens tilstrækkelighed. Med tilstrækkelighed menes, hvorvidt den indsamlede empiri er repræsentativ og tilstrækkelig for at kunne foretage konklusioner og besvare afhandlingens problemformulering (Olsen & Pedersen, 2003). Denne afhandling har til formål at udarbejde et best practice framework på det danske venturemarked. Empirien består af brancherapporter, interviews med eksperter på det danske venturemarked samt en spørgeskemaundersøgelse, hvor 57 respondenter deltog, både Business Angels og venturefonde. Ydermere, blev seks investorer kontaktet ifm. uddybende interviews på baggrund af spørgeskemaundersøgelsen.

Det er vigtigt ikke at skabe konklusioner på baggrund af information, som der ikke er belæg for og som ikke kan understøttes. Dette er forsøgt undgået ved metodetriangulering i dataindsamlingen samt valideringen. Tilstrækkeligheden kunne blive udfordret ved den kvalitative empiri, da der kan være udfordringer ved at skabe en stor markedsforståelse pga. enkelte aktørers erfaringer. Afhandlingen har forsøgt, på baggrund af en større andel interviews, at undgå denne problemstilling. Den kvantitative del, baserer sig på mange besvarelser, hvorfor tilstrækkeligheden også her vurderes som værende høj. Det vurderes, at der på baggrund af den indsamlede empiri fra markedsaktører, er blevet skabt tilstrækkelighed ift. afhandlingens konklusion i form af et best practice framework for investeringsbeslutningsprocessen på det danske venturemarked.

4. Venturemarkedets udvikling, aktører og karakteristika

Dette kapital har til formål at danne grundlag for det danske venturemarked og ventureinvestorerne ved venturefonde og Business Angels.

4.1. Udviklingen på det danske venturemarked

For at skabe en forståelse for det danske venturemarkeds udvikling og historik vil følgende kort opsummere de tendenser, der har været gældende siden venturemarkedets begyndelse. Det vurderes, at venturemarkedet begyndte i 1980'erne. Siden da har dette marked været præget af flere op- og nedture (Erhvervsudvalget, 2010).

Vi er i dag i en periode præget af rentefald, aktiekursstigninger og en generel optimisme i samfundet. Dette skaber et gunstigt grundlag for investering på venturemarkedet. Modsat den tidligere tendens, hvor der er set store udsving i venturemarkedet med konkurser og manglende venturekapital efter optursperioder, er det i 2019 niende år i træk, at investeringsaktiviteten er steget i de danske fonde. Venturemarkedet har gennemgået en udvikling, som i dag har medført færre, men mere specialiserede aktører på markedet, som har bidraget til en øget professionalisme (Vækstfonden, 2020).

Den nyeste tendens på det danske venturemarked er vækstbørsen, Nasdaq First North Growth Market, som opblomstrede i 2020. Dette er med til at skabe nye exitmuligheder og øget likviditet ved handel af startupvirksomheder på et reguleret marked. Denne tendens kan være en understøttende faktor for venturemarkedets fremtidige eksistensgrundlag, hvis den ellers fortsætter. På grund af afhandlingens fokusområde, er der afgrænset for yderligere analyse heraf, jf. afsnit 1.3.

4.1.1. Status på det danske venturemarked

Hvert år benchmarker Vækstfonden det danske venturemarked op mod 15 europæiske lande. Idet afhandlingens best practice framework henvender sig til aktører på det danske venturemarked, er det relevant at medtage de vigtigste informationer herfra. Formålet herved er at skabe et større forståelsesgrundlag for, hvilket marked afhandlingen berører. Den seneste benchmarkanalyse er fra oktober 2020, og analyserer 2019-værdier, hvilket vil være udgangspunktet i dette afsnit (Vækstfonden, 2020a).

Tabel 7 giver indblik i analysens hovedpunkter vedrørende det danske venturemarkeds performance i 2019.

Benchmark på det danske venturemarked	
#1	For niende år i træk stiger investeringsaktiviteten i de danske fonde. Det betyder, at Danmark indtager en 1. plads, når investeringsaktiviteten opgøres som andel af det bruttonationaleprodukt.
1,6 mia.	Danske virksomheder har i 2019 formået at tiltrække DKK 1,6 mia. i early-stage venturekapital. Dette er ca. DKK 300 mio. mere end i 2018 og ca. DKK 1,2 mia. mere end i 2017.
50%	Danske virksomheder tiltrækker ca. 50% af deres venturekapital fra udenlandske fonde. Dette bekræfter, at de udenlandske fonde ser potentiale for vækst i Danmark og danske virksomheder.
70%	Danske fonde placerer ca. 70% af deres midler i virksomheder i de tidlige stadier, hvilket meget ligner den generelle tendens i Europa, hvor stort set alle lande har en overvægt af investeringer i early-stage.
#3	Danske virksomheder bliver dygtigere til at tiltrække venturekapital, og har rykket sig fra en 10. plads til en 3. plads siden 2016, når det gælder om virksomhedernes evne til at tiltrække venturekapital.

Tabel 7: Benchmarking af venturemarkedet 2020

Kilde: Vækstfonden (2020), Egen tilvirkning

Det kan konkluderes, at det danske venturemarked vokster positivt ift. de europæiske benchmark lande. Covid-19 er dog et naturligt emne at vende ift. status på så risikofyldt et marked. Vækstfonden (2020b) analyserer kun første halvår af 2020, hvilket derfor er udgangspunktet. Både ift. investeringsaktiviteten for Business Angels og venturefonde har tilbagegangen været minimal. Tendensen hos begge grupper af aktører har været et stabilt antal ventureinvesteringer, mens størrelsen på de investerede beløb har været lavere end samme periode i 2019 (Vækstfonden, 2020b). Idet Covid-19's påvirkning på venturemarkedet på nuværende tidspunkt vurderes at have været af mindre betydning, vil dette ikke blive behandlet yderligere i afhandlingen.

4.2. Introduktion til venturefonde

Dette afsnit har til formål at skabe en forståelse for venturefonde og deres rolle på venturemarkedet.

4.2.1. Venturefondens opbygning og livscyklus

En venturefond er en investeringsfond, som investerer i startupvirksomheder. Formålet med disse fonde er at investere med kapital, viden, netværk og forretningserfaring. Disse faktorer kan være afgørende for en startupvirksomheds succes. Af denne grund har venturefonde, med deres investeringer i startupvirksomheder, en betydningsfuld rolle ift. at fremme innovation, forskning og udvikling i Danmark (Aktive Ejere, 2021).

En venturefond har typisk en livscyklus på ti til tolv år, som kan deles op i fire vigtige faser. Disse inkluderer fundraising, investering, værdiskabelse og exit (DVCA, 2016).



Figur 2: En venturefonds udvikling

Kilde: DVCA (2016), Egen tilvirkning

Den første fase, fundraising, er processen, hvor investeringsansvarlige partnere skal ud på markedet og indsamle risikovillig kapital fra institutionelle investorer, som f.eks. pensionskasser, banker, forsikringsselskaber, osv. For at skabe strømlinet interesser mellem kontrollerende partnere og øvrige investorer, indskyder partnerne også kapital i fonden. Ved tilstrækkelig opnået kapital er venturefonden klar til at investere i startupvirksomheder, som defineret i afsnit 2.3.

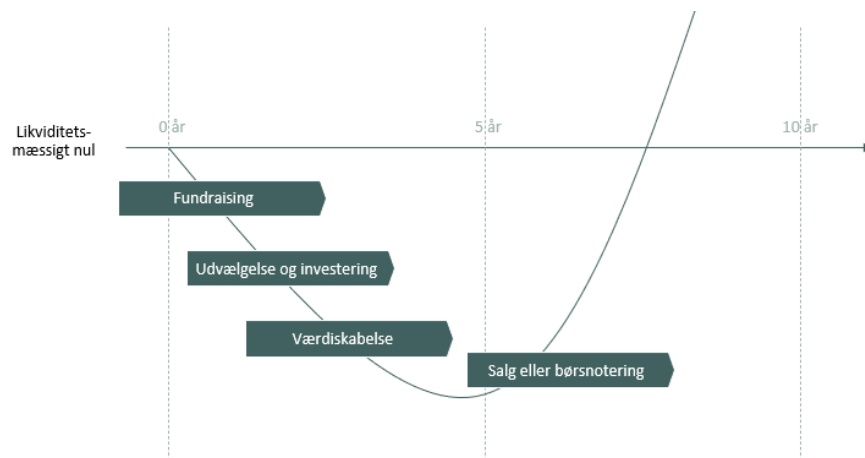
Ved anden fase, investeringsfasen, skal venturefonden udvælge startupvirksomheder, de vil investere i. Dette er en central proces for venturefonden, idet det skaber grundlaget for den videre proces ift. værdiskabelse og forventet exit. Det, der karakteriserer venturefondene i denne proces, er deres grundige due diligence³, hvilket kræver en stor mængde ressourcer.

Den tredje fase, værdiskabelsesfasen, er, hvor det aktive ejerskab indledes, hvorved værdiskabelsen opstår ved udvikling og forbedring af startupvirksomheden. Det aktive ejerskab står i kontrast til aktionærer i børsnoterede virksomheder, som kan beskrives ved passivt ejerskab. Konkret foregår det aktive ejerskab typisk i bestyrelsen, hvor et samarbejde mellem den resterende bestyrelse og ledelsen udarbejder og overvåger strategiske og operationelle mål. Denne type ejerskab kræver dermed aktive investorer med relevant brancheerfaring, operationel erfaring samt et stærk og bredt netværk til ledere og forretningsfolk i industrien. Af denne grund kaldes fondenes midler for *klog kapital* (DVCA, 2016). Den rene kapital er dog stadig essentiel for, at startupvirksomheden kan vækste. Det ultimative formål er at øge startupvirksomhedens værdi med henblik på at skabe et profitabelt exit.

Dette leder til sidste fase, exit, og tilbagebetaling af gevinster. Da mange virksomheder typisk er at finde i en venturefonds portefølje, bliver virksomheder frasolgt løbende til industrielle købere, en anden fond eller ved børsnotering. Afhængelse af virksomheder skaber tilbagebetalingen til fondens investorer. Fondens livscyklus afsluttes, når alle virksomheder i porteføljen er frasolgt eller termineret (DVCA, 2016).

J-kurven viser de dynamikker, der skaber en venturefonds værdi over dens livscyklus. Som illustreret i figur 3, indskydes først investorernes kapital, hvorefter investorer løbende bliver tilbagebetalt i takt med, at fonden fraselger porteføljeverksamheder. Ved exit bliver investorerne betalt ud, og hos succesfulde fonde nås et likviditetsmæssigt nul, hvorefter resterende exit skaber gevinst for fondens investorer. Dette leder til, at fondens succes først kan vurderes, når alle porteføljeverksamheder er frasolgt (DVCA, 2016).

³ Due diligence er en gennemgang og undersøgelse af investeringsemner udført for at bekræfte fakta og virksomhedsspecifikke detaljer (Chen, 2021b).



Figur 3: J-kurven
Kilde: DVCA (2016), Egen tilvirkning

J-kurven kritiseres for, at mange venturefonde i praksis ikke formår at opnå denne effekt i fondens levetid. Der argumenteres derimod for, at denne kurve nærmere ligner en N-kurve, som følger J-kurven, men aldrig opnår gevinsten, da den ved nulpunktet igen bliver nedadgående og ender med at opnå tab. Argumenter herfor inkluderer bl.a., at processen ved at finde startupvirksomheder, modne dem og accelerere væksten ofte tager længere tid end forventet. Dette kan f.eks. påvirke timing for, at virksomheden kan skabe det afkast, der er forventet inden for de opsatte rammer, hvorved den forventede exit forsinkes eller ikke realiseres (Klonowski, 2018). På trods af denne teori, har danske venturefonde oplevet en positiv udvikling i de seneste år, jf. afsnit 4.1, hvilket som udgangspunkt modbeviser dette argument.

Typisk måles en venturefonds succes ved den årlige interne rente (IRR^4), som svarer til investeringens årlige afkast samt ved en multipel, som er forholdet mellem den investerede kapital fra investorer, og det der tilbagebetales ved exit. Disse kan både udregnes for hele fonden og for enkelte investeringer (DVCA, 2016).

Ud over det afkast, fonden kan opnå ved investeringer, opererer de gerne med et *management fee* og et *carried interest*. Management fee relaterer sig til det gebyr, de investeringsansvarlige kræver for at kontrollere fondene. Carried interest anvendes som et incitamentsprogram for de investeringsansvarlige, som udbetales, hvis der skabes et afkast, som er større end den årlige basisforrentning (DVCA, 2016, s. 4).

⁴ IRR står for Internal Rate of Return og er en metode til beregning af en investerings afkast. Udtrykket henviser til det faktum at eksterne faktorer udelukkes fra beregningen (Fernando, 2021a).

4.2.2. Fordele og ulemper ved venturefonde

En hyppig påstand på venturemarkedet er, at innovation går hånd i hånd med venturekapital. Et argument herfor er venturefondes erfaring med innovationsprocesser og heraf følgende blåstempling, som en ventureinvestering tilfører startupvirksomheden. Der er akademiske beviser på, at venturestøttede startupvirksomheder har tendens til at være mere innovative. Kritikken herfor er, at venturefondene blot udvælger de mest innovative startupvirksomheder og dermed ikke er med til at skabe denne innovative dynamik (Klonowski, 2018, s. 19).

Der er på markedet en tendens til, at venturefinansiering er en af de eneste måder, hvorpå startupvirksomheder kan modtage finansiering, da det kan være svært gennem mere klassiske finansieringskilder, som f.eks. banklån, hvor der typisk vil være kapitalbegrænsninger, og hvor vurderingen typisk kræver aktiver. I praksis vil der dog være mulighed for interne og eksterne finansieringsmuligheder, specielt i late-stage. Herudover ses der en tendens til, at venturefinansiering ikke er proportionalt med dets bidrag til startupvirksomheden. Dette er et argument for, at venturefinansiering blot har en lille indflydelse på den samlede startupproces. Derudover er der også en tendens til, at venturefonde "overfinansierer" startupvirksomheder. Herved menes, at der indskydes for meget kapital i startupvirksomhederne for tidligt, idet startupvirksomhederne endnu ikke er modne nok til at accelerere vækst som forventet. Dette kan f.eks. resultere i en forøgelse af deres burn rate⁵ eller forsinkelse af afprøvning af nye produkter/services for betalende kunder (Klonowski, 2018, s. 17).

Venturefinansiering udbetales typisk på en kontinuert basis baseret på forskellige finansielle og operationelle mål. Bliver disse milepæle forsinket, har venturefonden ofte rettighederne til at kunne annullere deres forpligtelser. Dette kan have negative konsekvenser for startupvirksomheden, da udviklings- og andre mål ofte baseres på den kapital, der er til rådighed på bestemte tidspunkter. En forsinkelse eller aflysning heraf kan forsinke startupvirksomhedens udvikling og momentum (Klonowski, 2018, s. 20).

Venturefonde er forventeligt eksperter i den branche, de investerer i. Yderligere har de ledelseserfaring og et bredt netværk. Ofte vil sidstnævnte vægte mere end ekspertisen i de enkelte brancher, idet de ofte har baggrund fra finansielle organisationer eller konsulentindustrien og dermed ikke en tilstrækkelig *hands-on* erfaring. En anerkendelse heraf fører til, at ventureinvestorerne typisk vil være aktive ejere på bestyrelsesniveau og ikke operationelt niveau. Det vil være relevant at have blik for de egentlige operationelle aktiviteter for at kunne skabe de bedst mulige overordnede strategier og mål (Klonowski, 2018, s. 18).

⁵ Burn rate beskriver den hastighed (typisk per måned), hvorved et selskab bruger den modtagne venturekapital til at finansiere overhead-omkostninger, inden der generes positive pengestrømme fra driften (Kenton, 2021a).

Denne kritik forlænges med det argument, at venturefonde forsøger at professionalisere startupvirksomheder. Dette sker ofte ved generiske metoder, som inkluderer en accelerering af startupvirksomhedens udvikling, ansættelse af eksterne ledere m.m. Dette kritiseres bl.a. med udgangspunkt i, hvor moden startupvirksomheden er ift. den accelererende vækst på et overordnet plan, både operationelt og organisatorisk, da startupvirksomheder typisk har unikke mønstre for deres måde at operere og organisere sig på. Undersøgelser har f.eks. vist, at intern rekruttering til CEO-stillingen skaber mere vellykkede startupvirksomheder end eksterne udnævnelser (Klonowski, 2018, s. 19).

4.3. Introduktion til Business Angels

Det følgende vil uddybe Business Angels som investorer på venturemarkedet. Overordnet har Business Angels og venturefonde ens interesser og ambitioner om at investere kapital og kompetencer i startupvirksomheder (DVCA, 2017, s. 3).

Business Angels er risikovillige private investorer, som investerer i unoterede virksomheder i deres tidlige stadier af livscyklussen, primært seed- og early-stage, mod en ejerandel i virksomheden (Vækstfonden, Keystones & DanBAN, 2017, s. 8). Business Angels er typisk personer, der er formuende og har optjent egne midler ved udvikling, drift eller salg af en eller flere virksomheder, og nu ønsker at forvalte sine midler ved at reinvestere i startupvirksomheder (Keystones, 2018a).

Business Angels opererer oftest som aktive ejere, hvilket betyder, at investoren tilføjer startupvirksomheden kapital, men også aktivt bidrager til startupvirksomhedens drift og vækst gennem f.eks. deltagelse i bestyrelsen eller den daglige ledelse. Desuden bidrager Business Angels med deres netværk, erfaring og forretningsmæssige kompetencer (Keystones, 2018a), hvilket er lig venturefondes bidrag.

Tabel 8 giver et overblik over status på Business Angels og deres investeringer i Danmark.

Status på Business Angels og deres investeringer i Danmark	
#2.200	I 2019 vurderes det, at der var 2.200 aktive Business Angels i Danmark. Dette er en stigning på 15% ift. 2018.
93%	Af de virksomheder, som modtager ekstern kapital fra investorer er Business Angels den første investor i 93% af tilfældene.
3x	På baggrund af en analyse foretaget af DanBAN, fik DanBAN's medlemmer i 2019 i gennemsnit deres investering 3x igen.

Tabel 8: Status på Business Angels og deres investeringer i Danmark
Kilde: Vækstfonden (2018b), Sperling & Kidde (2018), Egen tilvirkning

Business Angels investerer ofte i syndikater, da det giver dem en vis indflydelse på virksomheden samtidig med, at flere kompetencer medtages og risikoprofilen reduceres (Botelho & Harrison, 2019). De enkelte Business Angels har generelt en ejerandel på under 10% (Keystones, 2018a).

Business Angels investerer yderligere i flere virksomheder ad gangen ligesom venturefonde, hvor målet er at opnå en overordnet gevinst på porteføljen (Prive, 2016). Enhver investering i de tidligere faser af en virksomheds eksistens er med høj risiko, hvorfor Business Angels, ligesom venturefonde, forventer et højere afkast på deres investeringer. Business Angels investerer typisk mellem DKK 50.000 til 1 mio. per investering, men det er sjældent, at én Business Angel investerer mere end DKK 1 mio. med baggrund i et ønske om risikospredning (Keystones, 2018a).

4.3.1. Fordele og ulemper ved Business Angels

Fordelene ved at søge venturekapital hos en Business Angel ses specielt ved, at Business Angels oftest tager hurtigere beslutninger. Her opnås en hurtigere kapitalindsydelse sammenlignet med venturefonde, da investeringsbeslutningsprocessen kan tillægges at være mere tidskrævende og kompleks grundet venturefondes struktureret og formelle tilgang til bl.a. due diligence.

Business Angels er af denne grund også mere fleksible investorer samtidig med, at de er kategoriseret som yderst risikovillige, grundet deres tidlige investeringstidspunkt samt begrænsede informationsundersøgelse. Udover kapital investerer Business Angels også med stor, ofte praktisk, erhvervserfaring og forretningsforståelse, hvilket er værdifuld viden og kompetencer for startupvirksomhederne.

Ulemperne ved Business Angels som investorer er, at de ikke har samme kompetencemæssige bagland som en venturefond, eller ikke i samme udstrækning har mulighed for at fortage følgeinvesteringer. Derudover kan forhandlingsprocessen vedrørende værdiansættelsen af virksomheden være ufleksibel, idet Business Angels investerer med egne midler og dermed kan det forekomme, at de ikke er lige så forhandlingsvillige.

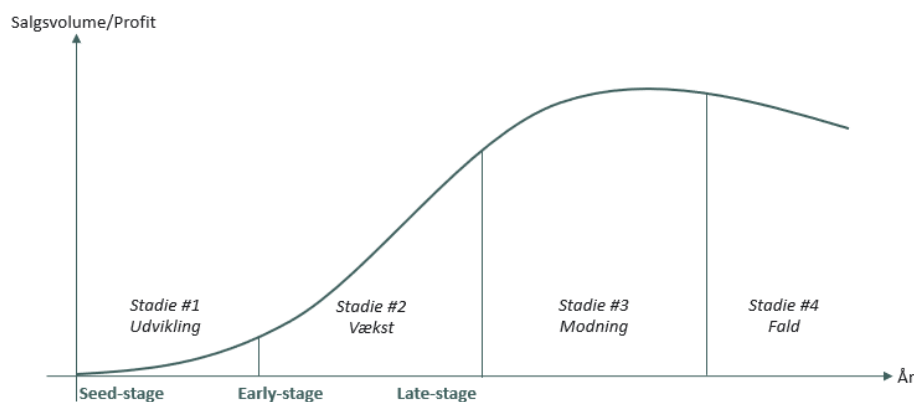
Idet Business Angels indgår som aktive ejere, kan betydningen af god kemi mellem virksomhedens ejere og den pågældende Business Angel være af stor betydning og afgørende for, om der modtages en investering (Keystones, 2018a).

4.4. Venturefonde og Business Angels

Venturefonde og Business Angels investerer i startupvirksomheder på samme finansieringsstadier. Den grundlæggende forskel mellem Business Angels og venturefonde vurderes at være, at Business Angels investerer med egne midler og ofte mindre beløb end venturefonde (Metrick & Yasuda, 2011, s. 4).

De forskellige finansieringsstadier afhænger dermed ikke af investortypen, men af hvor startupvirksomheden befinder sig i sin livscyklus og dermed, hvilke behov, der skal dækkes via ekstern finansiering. De tre finansieringsstadier, som er fokus i denne afhandling, er defineret i afsnit 2.3.1.

Product Life Cycle (PLC) (Levitt, 1965) kan understøtte disse finansieringsstadier, idet produktet (eller servicen) beskrives gennem nogle genkendelige stadier. Første stadie er markedsudvikling, hvor enten produktet skal forberedes til markedet eller netop er kommet på det, men der endnu ikke er vist efterspørgsel. Herudover vil der ofte være flere aspekter, som endnu ikke er klar, f.eks. teknologisk eller organisatorisk. Dette svarer til seed- og første del af early-stage. Andet stadie er markedsvækst, hvor efterspørgsel efter produktet opnås, og der sker en accelerering af salget og penetrering af markedet. Dette stadie kaldes også for *takeoff* stadiet, hvilket svarer til den sene early-stage og late-stage. De to sidste faser er markedsmodning og markedsfald, hvor mere etablerede virksomheder befinder sig. PLC-kurven og afhandlingens finansieringsfaser er illustreret i figur 4.



Figur 4: PLC kurven og finansieringsstadierne
Kilde: Levitt (1965), Egen tilvirkning

Den første fase, udviklingsfasen, er forbundet med en stor mængde usikkerhed. Der er her både et tidsmæssigt aspekt ift., hvor længe det tager at udvikle produktet, men også hvor mange ressourcer, der er nødvendige for at få produktet på markedet. Dette skal specielt tages i mente med henblik på den store mængde startupvirksomheder, der fejler. Der bliver dermed argumenteret for, at denne produktudviklingsfase ikke kan beskrives

ved nogen klassisk livscyklusurve, idet risikoen er så stor ift. mængden af ressourcer og faldgruber, der opstår (Levitt, 1965). Dette er også en af grundene til, at venturekapital kaldes risikovillig kapital.

Anden fase, vækstfasen, beskrives derimod som værende stadiet, hvor man har et produkt, som langsomt begynder at sælge. Der er dermed også en hårfin grænse fra det tidspunkt, hvor produktet langsomt begynder at trænge ind på markedet til der sker en acceleration. Her vil flere og flere konkurrenter også forsøge at indtrænge for at opnå markedsandele. Samtidig vil kundeaccept også stige, først langsomt og herefter accelerere i form af forhøjet efterspørgsel, hvilket ofte resulterer i en øget og vækstende omsætning (Levitt, 1965).

På tværs af Business Angels og venturefonde er det for startupvirksomhederne også vigtigt at overveje, hvilke kompetencer en potentiel investor kommer med (Granz, 2020). Keystones (2018b) deler investors kompetencer op i fire essentielle parametre, før startupvirksomheden bør takke *ja* til investor. Disse inkluderer kompetencer, netværk, tid og kapital. Det er *value-add*, når investor bidrager med kapital og kompetencer, og *capital-add* når investor udelukkende kommer med kapital. Kapital slipper hurtigt op, og når det er sket, så står man tilbage med investoren. Af denne grund er det ifølge Keystones (2018c) afgørende, at man står tilbage med en investor, der excellerer på de fire grundelementer. Der er afgrænset fra yderligere analyse heraf, jf. afsnit 1.3. Det er dog væsentligt, at investor selv overvejer sin kontekst og dermed bidrag, hvilket vil blive diskuteret senere i afhandlingen.

5. Teoretisk ramme

Dette kapitel har til formål at afdække relevante områder inden for den teoretiske og akademiske litteratur samt empirisk udledte metoder, som skal bidrage til afhandlingens analyse og endelige konklusioner.

5.1. Introduktion til den teoretiske ramme

Afhandlingen er grundlæggende baseret på en teoretisk forståelse opnået på cand. merc. Finansiering og Regnskab. De dominerende akademiske områder trækker tråde fra Corporate Finance og Regnskabsanalyse. Følgende kapitel vil afdække den centrale teori inden for området samt dens relevans ift. afhandlingens problemfelt og herudover empirisk udledte metoder til afdækning af de områder, hvor den klassiske teori ikke er fyldestgørende på venturemarkedet, jf. figur 5.



Figur 5: Afhandlingens teoretiske ramme
Kilde: Egen tilvirkning

5.2. Egenkapitalorienterede aktionærer

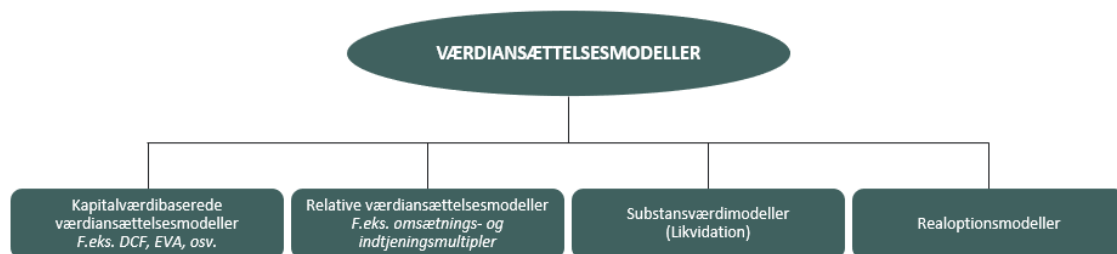
Denne afhandling undersøger, hvordan man vurderer startupvirksomheders fremtidige potentiale ud fra nuværende karakteristika. Dette er interessant ifm. vurdering af, om det er attraktivt at lave en egenkapitalinvestering i virksomheden, som potentielt kan skabe afkast i fremtiden. Set i lyset af de klassiske teorier, kan vurderingen af startupvirksomheder skabe udfordringer, idet de er baseret på en vurdering af etablerede virksomheder. Formålet er dog ens, idet investorer, som investerer i hhv. etablerede- og startupvirksomheder, begge forsøger at vurdere, udvælge og investere i de virksomheder, som kan give et forventet højt afkast.

Generelt benytter egenkapitalorienterede aktionærer finansiell information til at vurdere en virksomheds værdi nu og i fremtiden. På denne baggrund beslutter investorer, hvorvidt de ønsker at købe, holde eller sælge deres aktier i en virksomhed. For børsnoterede virksomheder, vil det typisk være aktieanalytikere, og ved unoterede virksomheder, Corporate Finance huse eller afdelinger, som analyserer selskabers økonomi og fremtidige forventninger for at kunne rådgive kunder herom. Analytikere arbejder gerne inden for specifikke industrier, for at øge deres viden inden for fokuserede områder. Den information, analytikerne indsamler, omhandler industriens markedskarakteristika, dens historiske udvikling samt forventede potentiale. Herefter kommer specialiseringen i specifikke virksomheder. Her vurderes virksomhedens historiske performance, hvilket kan være med til at skabe en forventning om virksomhedens fremtidige indtjeningspotentiale (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017, s. 25).

Egenkapitalorienterede aktionærer ønsker at identificere den *rigtige* værdi af en virksomheds egenkapital, idet en *korrekt værdiansættelse* af en virksomheds aktier kan skabe gevinst, hvis markeds- eller virksomhedens værdi stiger. Værdiansættelsesmodeller er et værktøj, som benyttes til at bestemme værdien af en virksomhed. Der findes forskellige værdiansættelsesmodeller, hvor nogle centrale modeller kort vil blive introduceret i det følgende (Petersen et al., 2017, s. 26-29). Formålet er at skabe forståelse for, at forskellige værdiansættelses-

modeller kræver forskelligt input samt hvor problematikken opstår ift. anvendelse på startupvirksomheder. Et overblik over de centrale grupper af værdiansættelsesmodeller er skitseret i figur 6.

Det skal i denne forbindelse bemærkes, at screening og værdiansættelse ses at være en samlet proces, når det kommer til vurdering af etablerede virksomheder, idet udvælgelsen af virksomheden typisk baserer sig på værdiansættelsesvurdering, som inkluderer forventninger til fremtiden. Denne proces, ved screening og værdiansættelse, er mere todelt ved startupvirksomheder, hvilket vil blive uddybet senere i afhandlingen.



Figur 6: Værdiansættelsesmodeller
Kilde: Petersen, Plenborg, & Kinserdal (2017), Egen tilvirkning

5.2.1. Kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller

Denne gruppe af værdiansættelsesmodeller har det tilfælles, at værdien af virksomheden beregnes ud fra nutidsværdien af fremtidige pengestrømme. Den estimerede værdi af egenkapitalen bestemmes ved at tilbagediskontere forventede fremtidige pengestrømme med ejernes afkastkrav under hensyntagen til penges tidsmæssige værdi og den underliggende risiko i indtægtsstrømmene (Petersen et al., 2017, s. 26).

For at kunne benytte disse kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller, kræver det kendskab til et stort informationsgrundlag for at estimere fremtidig profitabilitet, vækstrater og risiko. Dette er nødvendigt for estimering af fremtidig økonomisk potentiale. Her er en grundig regnskabsanalyse vigtig, idet den kan fastlægge det historiske niveau og tendenser i virksomhedens økonomiske resultater. Dette er et godt udgangspunkt ift. at kunne opstille fremtidige prognoser for virksomhedens performance (Petersen et al., 2017, s. 26-27).

Et vigtigt element i værdiansættelsen er investors afkastkrav, som beskrives ved Capital Asset Pricing Model (CAPM), $r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$. Her står r_f for den risikofrie rente, β for beta på investeringen og $(r_m - r_f)$ for markedsrisikopræmien. Det grundlæggende element i de kapitalværdibaserede modeller ligger i, at investor forventer at blive kompenseret for den tidsmæssige værdi af penge, hvilket sker via den risikofrie rente. Beta og markedsrisikopræmien er mål for, den risiko investor påtager sig ved en investering. De kapitalværdibaserede modeller ses at være de mest anvendte i praksis ifm. værdiansættelse af etablerede virksomheder (Sørensen, 2017, s. 38-41).

Hos startupvirksomheder er modellernes forudsætninger udfordrende at estimere, da startupvirksomheder ifølge Damodaran (2001, s. 13) har ingen eller lav omsætning, ingen eller kort driftshistorik samt ingen eller begrænset mængde af sammenlignelige virksomheder. Startupvirksomheder er gerne unoterede, hvorfor det ikke er muligt at lave en regression af tidligere afkast for dermed at estimere en betaværdi for egenkapitalen eller bruge en markedsrente på gælden. Herudover er der så meget risiko forbundet med investering i startupvirksomheder, at investorer sandsynligvis ikke accepterer, at den eneste risiko, der kompenseres for, er den risiko, der ikke kan diversificeres væk (Damodaran A. , 2009, s. 9-10).

5.2.2. Relative værdiansættelsesmodeller

De relative værdiansættelsesmodeller refererer typisk til multipler. Her er virksomhedens værdi estimeret ved at se på prisen på sammenlignelige virksomheder, også kaldt en *peer* gruppe. Denne sammenligning kan baseres på rapporteret eller forventet regnskabsmæssig indtjening, egenkapital, omsætning eller pengestrømme. At finde en korrekt peer gruppe kan være en udfordring. Først skal de sammenlignelige virksomheder have ens regnskabspraksis, derudover skal beregningen af indtjening være af samme kvalitet⁶. Afslutningsvis skal der være samme forventninger til fremtidig profitabilitet, vækst og risiko (Petersen et al., 2017, s. 28).

Denne fremgangsmåde skaber også udfordringer ift. anvendelse på startupvirksomheder. For det første, skal alle værdiansættelsesmultipler sættes op mod nogle fælles mål såsom indtjening, bogført værdi og indtægter. Alle disse parametre kan give problemer, idet mange startupvirksomheder har ingen eller beskeden omsætning og negativ indtjening de første år af deres livscyklus. Brugen af multipler er derfor en udfordring, både ift. at multiplicere multiplen på f.eks indtjening, samt at skabe et korrekt sammenligningsgrundlag i den anvendte peer gruppe. Ydermere er der oftest en manglende sammenhæng mellem startupvirksomhedens bogførte værdi og markedsværdi (Damodaran A. , 2010, s. 266).

Når der skal findes en peer gruppe, baseres denne typisk på sammenlignelige, børsnoterede virksomheder, idet offentlig information om handelsmultipler er tilgængelige. Der vurderes at være flere forskelle end ligheder mellem startupvirksomheder og etablerede børsnoterede virksomheder, hvilket skaber problemstillinger i anvendelsen af en peer gruppe. Problematikken ved anvendelse af disse opstår ved forskelle i risici-, pengestrømme- og vækstkarakteristika ift. den startupvirksomhed, som multiplerne skal anvendes på. I mangel på de nævnte

⁶ Beregning af indtjening i samme kvalitet kan f.eks. være, at der differentieres mellem tilbagevendende og ikke-tilbagevendende indtjening (Petersen et al., 2017).

betingelser er det problematisk at udføre en korrekt teoretisk baseret multipelværdiansættelse af startupvirksomheder (Damodaran A. , 2009, s. 12).

På trods af de manglende grundlæggende betingelser, som skal være til stede i en teoretisk korrekt udførelse af en relativ værdiansættelse, kan denne metode umiddelbart anses som værende en simpel metode til værdiansættelse af unoterede- og startupvirksomheder. I praksis er det dog kompliceret at leve op til de teoretiske krav, denne tilgang til værdiansættelse sætter. Den øgede sandsynlighed for konkurs, som ses ved startupvirksomheder, er en generel kritisk parameter ift. at benytte relative værdiansættelsesmodeller. Ved multipel værdiansættelse burde man, derfor i teorien øge multiplen relativt med sandsynligheden for overlevelse (Damodaran A. , 2009, s. 13).

5.2.3. Substansværdimodeller (likvidation) og realoptionsmodellen

Ovenstående tilgange til værdiansættelse er de mest anvendte værdiansættelsesmodeller benyttet i praksis (Skat.dk, u.d.). De øvrige to værdiansættelseskategorier fra figur 6 er substansværdi- og realoptionsmodellen, som kort vil blive gennemgået ift. deres anvendelse på startupvirksomheder.

Substansværdimodellen måler værdien af en virksomheds egenkapital, estimeret ved at måle den totale værdi af hvert aktiv og passiv ved vurdering af en markeds- eller fair værdi. Dette svarer til værdien ved likvidation, som er et anslået nettobeløb for en virksomhed, hvor alle aktiver bliver solgt og forpligtelser afviklet i en tvungen salgssituation (Petersen et al., 2017). Ved startupvirksomheder er der tale om virksomheder i deres tidligste stadier, hvorfor man som investor køber ind i potentialet og troen på virksomheden og ikke virksomhedens aktiver og passiver. Dette skyldes, at de typisk ikke vil være eksisterende eller af lav værdi.

Sidste værdiansættelseskategori er realoptionsmodellen. Denne er baseret på de kapitalværdibaserede modeller, med den forskel, at realoptionstilgangen medtager en værdi for fleksibilitet, som er relevant i en virksomhed, hvor aktiver har samme karakteristika som optioner. Optionsfleksibiliteten virker som udgangspunkt godt ift. startupvirksomheder. Teoretisk set er der dog udfordringer ved disse antagelser, idet det er de samme, som de kapitalværdibaserede modeller bygger på, jf. afsnit 5.2.1. Derfor er denne tilgang også udfordret på de grundlæggende forudsætninger (Petersen et al., 2017).

5.3. Strategisk analyse ifm. vurdering af investeringsgrundlaget

En strategisk analyse er en væsentlig faktor ifm. vurdering af investeringsobjektet, da det er en del af den fundamentale værdiansættelsesproces af en virksomhed. Formålet med den strategiske analyse er at identificere de

faktorer, som påvirker værdien af en virksomhed. Dvs. virksomhedens værdidrivere samt de risikofaktorer, som er forbundet med virksomhedens primære aktivitet og dens fremtid (Sørensen, 2017, s. 59). Denne kvalitative analyse er også vigtig, når det kommer til at vurdere investeringsgrundlaget for startupvirksomheder, idet det finansielle informationsgrundlag er begrænset, jf. afsnit 5.2.

Teoretisk set, kan overnormale overskud ikke opretholdes på et effektivt marked, idet konkurrencekræfter vil drive afkastet ned på et sædvanligt niveau. I virkeligheden vil det dog opleves, at konkurrenceprocessen, hvor konkurrenter hurtigt udnytter overnormale overskud ved at træde ind i branchen, ikke altid er friktionsløst. Dvs. der er mulighed for at opnå overnormale overskud og dermed værditilvækst, når virksomheden opstiller forhindringer for konkurrenter og dermed skaber konkurrencemæssige fordele for dem selv. Opretholdelse af en sådan konkurrencemæssig fordel og længden heraf afhænger i høj grad af, hvordan virksomheden tilpasser sin strategi til omverdenen i kombination med interne kompetencer (Sørensen, 2017, s. 59).

SWOT-analysen er en gængs model for analyse af virksomhedens interne styrker og svagheder samt eksterne muligheder og trusler (Whittington, Regnér, Angwin, Johnson, & Scholes, 2019). En sådan analyse starter gerne med en analyse af makromiljøet, hvilket er den ydre ramme for, hvor virksomheden skaber forretning. Til dette formål anvendes typisk PESTLE-analysen (Aguilar, 1967; Doyle, 2016). Denne analyse bidrager til at identificere politiske, økonomiske, sociale, teknologiske, lov- og miljømæssige faktorer. Disse faktorer kan skabe ændringer i det miljø, virksomheden befinder sig på. Modellen analyserer, hvor stor indflydelse evt. ændringer ville have på den fremtidige værdiskabelse. Næste skridt i den eksterne analyse er typisk en brancheanalyse. Her gælder det om at vurdere fremtidige indtjeningsmuligheder for den eller de brancher, som virksomheden operer på. Porters Five Forces er et godt værktøj til at skabe denne ramme omkring industristrukturen og de konkurrencemæssige trusler, som virksomheden står over for (Porter, 1979).

Analysen vedrørende virksomhedens interne styrker og svagheder vil typisk blive analyseret på baggrund af virksomhedens ressourcer. For den eksterne analytiker, er udfordringen at identificere, hvorvidt virksomheden råder over ressourcer og kompetencer, der giver virksomheden unikke kapabiliteter. Et analytisk ressourceperspektiv samt analyse af virksomhedens værdikæde er metoder, hvorpå der kan opnås en forståelse for, hvilke aktiviteter, der er vigtige i værdiskabelsen. Afslutningsvis, vil der i forlængelse af den eksterne og interne analyse, skabes en diskussion om virksomhedens strategiske konkurrence- og vækststrategier. Her er Porters generiske konkurrencestrategier et udgangspunkt for denne diskussion, idet disse strategier kan skabe den konkurrencemæssige fordel, hvis de udføres korrekt (Sørensen, 2017, s. 60).

Ifølge Keystones (u.d.a) er det muligt at skabe en forståelse for, hvad der driver en virksomhed foruden finansielle faktorer ved at analysere eksterne- og interne faktorer ud fra klassiske teoretiske analysemodeller såsom SWOT, PESTLE og Porters Five Forces. Eksempler på værdidrivere i startupvirksomheder er ledelsens styrke, projektets markedspotentiale og skalerbarhed, virksomhedens produkt, teknologi og innovation, industriens attraktivitet og konkurrencemiljø. Herudover kommer forretningsmodel, marketing, salgskanaler, partnerskaber osv. Dvs. grundlæggende parametre for virksomheders ikke-finansielle faktorer går igen for både etablerede- og startup-virksomheder. Dette er med til at understrege, at den store forskel på startup- og etablerede virksomheder er, at startupvirksomheder ikke udelukkende kan vurderes værdimæssigt på baggrund af finansielle nøgletal. Omvendt er der mange parametre omkring og i virksomheden, som netop er med til at skabe startupvirksomhedens værdi og forventninger til potentiel fremtidig værdi, ligesom ved de etablerede virksomheder.

Analyse af startupvirksomheden ud fra kvalitative analysemodeller, som også anvendes på etablerede virksomheder ses derfor at være relevant. Ovennævnte kvalitative modeller har dog de svagheder ift. anvendelse på startupvirksomheder, at der ofte heller ikke her er tilstrækkelig information om startupvirksomhedens planer, strategi, m.m.

5.4. Værdiansættelse på venturemarkedet

Ovennævnte modeller har til formål at bidrage til en relativ præcis teoretisk vurdering af en virksomheds værdi. Som opsummering er fundamentet for værdiansættelse ud fra de gennemgåede modeller; historik, en velfunderet strategi, kvantificering af strategiens konsekvenser og dermed forventet økonomisk performance samt valide sandsynligheder for bestemte udfald.

Anvendelse af den klassiske værdiansættelsesteori til vurdering af startupvirksomheder er, som gennemgået, problematisk. Dette skyldes, at de grundlæggende forudsætninger for meningsfuld anvendelse af ovennævnte modeller ikke er til stede. Startupvirksomheder har ikke nogen historik, strategien er baseret på et yderst usikkert fundament, hvis der ellers er nogen strategi til stede, dårlig eller ingen mulighed for kvantificering og validering af fremtidige økonomiske værdier og ukendte sandsynligheder for fremtidige udfald, dog med en forventning og tro på stor indtjening og omsætningsvækst i den nære fremtid (Hougaard, 2019).

Det er altså tydeligt, at de klassiske værdiansættelsesmodeller, specielt de kapitalværdibaserede modeller, er meget svære at bruge på startupvirksomheder, da de ville kræve store subjektive vurderinger for at skabe et anvendeligt grundlag for beregning. De relative værdiansættelsesmodeller kunne være af større værdi, men idet nogle startupvirksomheder knap nok har vist proof-of-concept i de tidligste finansieringsstadier, og er baseret

på mange usikre antagelser og ikke-målbare faktorer, er det svært at værdiansætte ud fra information om sammenlignelige virksomheder (Keystones, 2021).

Alligevel er det nødvendigt for startupvirksomheder at skabe et kvantificeret billede på værdien af deres virksomhed, idet de ønsker at søge kapital. Omvendt er det relevant for investorerne på venturemarkedet, idet de ønsker at skabe en forståelse for virksomheden, og hvad den er værd ifm. kalkuleret af deres potentielle afkast. For at skabe en større forståelse for sådanne usikre vurderinger af, hvad en startupvirksomhed er værd, giver det mening at tage et skridt tilbage og overveje perspektivet fra founders og investors synspunkt.

En founder vil typisk overveje, hvor meget kapital virksomheden har behov for lige nu, samt hvor stor en ejerandel, de er villige til at afgive. Dette er i sig selv en værdiansættelse, idet f.eks. et behov for DKK 1 mio. med villighed til at afgive 10% af virksomheden, giver en værdiansættelse på DKK 10 mio. En sådan værdiansættelse kan uden yderligere argumentation med stor sandsynlighed skræmme investor væk. Dermed vil der typisk være en kvalificering af den estimerede værdi ved at henvise til afholdte omkostninger eller, hvad deres kategori af virksomheder er værd ift. omsætning, hvilket kan sammenlignes med et forsøg på en multipelanalyse. Der ses typisk omsætningsmultipler på fem til 30 gange med forventning om en eksponentiel indtjeningsvækst, også kaldt *hockey stick* (Hougaard, 2019).

På den anden side vil investors syn på investering af venturekapital være anderledes. Baseret på Hougaards (2019) teori inden for området vedrørende venturekapital, er der ikke en generel værdiansættelsesmodel, når det kommer til Business Angels. De er beskrevet som værende investorer, som handler mere impulsivt og opportunistisk uden en metodisk beslutningsadfærd. Ift. venturefonde argumenteres der teoretisk for, at der skal skabes en mere strømlinet beslutningsadfærd, idet fondene typisk er tidsbegrænsede og har forventninger fra eksterne investorer om at skabe konkrete afkast. I praksis vil det dog typisk være få virksomheder, der satses på, som giver rigtig store afkast, og som dermed kan bære de mindre gode investeringer, idet det er så svært at forudsige udfaldet på dette marked (Hougaard, 2019). Idet venturefondes og Business Angels' formål vurderes at være ens, giver det mening at se på en samlet strømlinet beslutningsadfærd for begge investortyper.

De spørgsmål ventureinvestorer typisk stiller, er: *hvilken exit-værdi vil virksomheden kunne have, hvor meget er man villig til at investere, og hvor mange gange ønsker man sin betaling tilbage?* Dette kan siges at være en relativ simpel beregning. Hvis en mulig exitværdi vurderes at være DKK 100 mio., man vil investere DKK 1 mio. og ønsker investeringen ti gange igen, så vil en pre-money værdiansættelse estimeres til DKK 9 mio. Ligesom founders synsvinkel, har investors synsvinkel også fokus på egne succeskriterier (Hougaard, 2019).

Disse overvejelser vil typisk følges op af overvejelser vedrørende forventninger til følgeinvesteringer og dermed yderligere kapitalindskud eller udvanding. Herudover overvejelser om hvorvidt teamet kan stå distancen og lægge den indsats, som er nødvendig. Dette vil blive uddybet under afsnit 5.6.

Ud fra ovenstående gennemgang kan det vurderes, at tilgangen til værdiansættelse på venturemarkedet bygger på mere simplificerede metoder end dem, der anvendes på etablerede virksomheder. Hougaard (2019) foreslår en alternativ værdiansættelsesmetode, kaldet Discounted Exit Value, som forsøger at kvantificere værdiansættelsen af startupvirksomheder på trods af det begrænsede tilgængelige informationsgrundlag.

5.4.1. Discounted Exit Value

Ifølge Hougaard (2019) er den såkaldte Discounted Exit Value (herefter DEV) en metode, hvorved startupvirksomheder kan værdiansættes ud fra nogle relativt simple kvantificerbare parametre. For bedre at kunne forstå denne metode, opstiller Hougaard (2019) nogle forudsætninger for startupvirksomheder. Forståelsen af disse parametre er væsentlig for anvendelsen af denne metode, men også som generelle forudsætninger for virksomhederne på venturemarkedet. Hougaard (2019) opstiller fem karakteristika, som vil blive defineret i tabel 9.

Karakteristika	Beskrivelse
I. Konkursrisiko	Konkursrisikoen relaterer sig til den risiko, som er forbundet med en virksomheds evne til at finansiere dens egne investeringer og forpligtigelser og kan øges ved manglende salgsaktivitet. Dette kan f.eks. forekomme grundet udfordringer ift. produktet, kunderne, konkurrencen, organisationen eller dens strategi. Startupvirksomheder er oftest i høj finansiell risiko, idet virksomhederne har begrænset kapital, negative cash flows samt investerer alle midler i videre udvikling af virksomheden.
II. Binært udfaldsrum	Det ultimative mål for en startupvirksomhed er at skabe en skalerbar forretningsmodel på et attraktivt marked for ikke at ende i en konkurssituation. Det er dog de færreste startupvirksomheder, der rent faktisk lykkes, hvorfor modellen bygger på, at enten bliver startupvirksomheden en succes eller en fiasko, hvilket kategoriseres som det binære udfaldsrum.
III. Én udbetaling	Når der investeres i en startupvirksomhed, vil det næsten altid være med henblik på et fremtidigt exit modsat forventning om løbende udbytteudbetalinger. Geninvestering er nøgleord for startupvirksomheder, idet eventuelle likvide overskud benyttes til vækst i forretningen. Dermed vil der kun opstå én udbetaling til ejerne, hvilket er ved exit gennem et salg eller en børsnotering af virksomheden.
IV. Købers værdiansættelse	Kvalitative faktorer kan have en stor betydning for startupvirksomheder ifm. værdiansættelse. Kvalitative faktorer er et vidt begreb, som kan inkludere: "markedsposition, markedsadgang, produkt features, patenter (IPR), time to market, first mover fordele, relationer, særlige kompetencer, teknologi, omkostnings- eller skalafordele, konkurrenteliminering og kundebase". Disse faktorer kan skabe høje værdiansættelser og exitværdier, som ikke baseres på regnskaber, budgetter og finansielle nøgletal.
V. Virksomhedens udviklingsfaser	Virksomheder gennemlever forskellige udviklingsfaser. Den afgørende forskel er imidlertid, at det kun er en brøkdel af startupvirksomheder, som når at udvikle sig til en etableret fase. Grunden herfor er gerne et manglende fit mellem de eksterne faktorer, såsom marked og kunder, og de interne faktorer, såsom ressourcer og selvforståelse. Timing er en essentiel faktor, som netop kan være med til at koble de interne- og eksterne faktorer sammen, for dermed at få det hele til at gå op i en højere enhed. Udviklingsfaserne beskriver de værdiskabende faktorer og forhindringer, en startupvirksomhed går igennem.

Tabel 9: Virksomhedens karakteristika
Kilde: Hougaard (2019) & Egen tilvirkning

If. konkursrisikoen vil det fra et investorperspektiv være afgørende, at omsætningen stiger, idet det viser proof-of-concept og indikationer for proof-of-business. Virksomhedens indtjening og usikkerheden for dens fremtidige indtjening er dog noget, som vurderes på et tyndt grundlag, idet der er manglende indikationer herfor. Investorer

på markedet kritiseres for, at de ikke *afliver* nok startupvirksomheder, som ikke leverer på de kommercielle mål i en tidlig fase, da dette er essentielt for en succesfuld investering (Hougaard, 2019, s. 32).

Virksomhedens udviklingsfaser er et argument for, at startupvirksomheden ikke er en miniudgave af en etableret virksomhed, men i stedet en midlertidig organisation, som forsøger at skabe en skalerbar forretningsmodel. Med andre ord, en form for forretningseksperiment, hvilket ifølge Hougaard betyder, at: "*det er en nødvendighed for startups at de vil, kan og tør lære*" (2019, s. 33).

Hvis startupvirksomhederne formår at holde sig i live, går de igennem følgende udviklingsfaser:

- I. Fase I er opdagelsesfasen, hvor der vil opleves interesserede kunder.
- II. Fase II er valideringsfasen, hvor der vil opleves betalende kunder.
- III. Fase III er effektiviseringsfasen, hvor der opstår lønsomme kunder.
- IV. Fase IV er skaleringsfasen, hvor der opbygges en stor kundeportefølje.

Alle faserne har en *raisons d'être*, med specifikke og målbare værdier. Derfor er det ikke muligt at springe faser over, idet en forcering heraf kan nedsætte chancen for succes. En hyppig kommerciel fejl er f.eks. for hurtig skalering (Hougaard, 2019, s. 33). Jo længere hen virksomheden når i faserne, jo større er sandsynligheden for succes.

I et værdiansættelsesperspektiv, bidrager virksomhedens udviklingsfaser til en indikation eller måling af, hvor i modningsforløbet virksomheden befinder sig ved tidspunktet for investeringen. Herudover foretages en kvalificeret bedømmelse af, hvilke mål startupvirksomheden skal opnå i de forskellige udviklingsfaser for at opnå succes. Afslutningsvis giver udviklingsfaserne et grundlag, som forholder sig til risikofaktorer, niveauer og udfordringer, som er tilknyttet de forskellige faser.

Det kan konkluderes, at ovenstående forståelse af virksomhedens udviklingsfaser skaber muligheden for at forstå og sandsynliggøre mulige forløb i henhold til de forskellige faser, deres længde og finansielle forudsætninger (Hougaard, 2019, s. 34).

5.4.2. Anvendelse af DEV-metoden

Referencerammen for DEV-metoden kan på baggrund af ovenstående gennemgang defineres som følgende:

- I. En udbetaling til investor ved exit, hvorfor beregning af forskellige exitscenarier er væsentlig.
- II. To mulige udfald for investeringen, hvorfor der bør ske en kvantificering af konkursrisikoen.
- III. Fire definerede udviklingsfaser vil være med til at skabe struktur over specifikke kritiske punkter, udfordringer, risikofaktorer og mål, som virksomheden går gennem i hver fase.

DEV er defineret som: *"Den forventede fremtidige exitværdi af startup multipliceret med (1 – sandsynligheden for konkurs) justeret for den forventede udvandingseffekt tilbagediskonteret med en faktor svarende til et gennemsnitligt, markedskonformt afkast inden for aktivklassen"* (Hougaard, 2019, s. 34).

Første del af definitionen refererer til den forventede fremtidige exitværdi, som omhandler et vidt omfang af interne og eksterne faktorer, og som samtidig er afhængige af branchen, graden af disruption⁷, strategien, timing, den potentielle køber, osv. Typisk er det muligt at enes om potentielle og mulige exit-scenarier mellem founder og investor. Det er straks værre, når konkursrisikoen skal estimeres. Det vil oftest være investor, som udfører en risikoanalyse, da founder vil have meget subjektive holdninger i denne vurdering. Konkursrisikoanalysen er mulig at strukturere efter udviklingsfasernes interesserede-, betalende- og lønsomme- antal kunder rangeret efter et risikoniveau på hhv. høj, middel og lav (Hougaard, 2019, s. 34).

Tidlige ventureinvesteringer har vist, at det er investeringer forbundet med høj risiko, hvorfor investorer ofte kræver en stor præmie for at påtage sig denne risiko. Afslutningsvis vil startupvirksomheden typisk have brug for flere runders finansiering for i bedste fald at kunne lykkes. Dette leder til en øget risiko for udvanding, hvis man som investor ikke vil eller kan forsvare sin ejerandel i hele processen (Hougaard, 2019, s. 34).

DEV-metoden beskrives teoretisk som en af de mest kvantificerbare værdiansættelsesmetoder for startupvirksomheder, idet den inkluderer en minimal mængde indblanding fra aktørers individuelle og subjektive præferencer og fortolkninger. DEV-metoden er derimod baseret på gængs investeringsteori og investeringsemnets egne muligheder, risici, trusler, styrker og svagheder (Hougaard, 2019, s. 34). Der er dog stadig stor følsomhed forbundet ved DEV-metoden, idet der skal skønnes over størrelsen af risikoparametrene, medianen af

⁷ Disruption er fundamentale ændringer i en industri eller branche (Christensen & Bower, 1995).

exitværdien, tidshorizonten for exit, konkursrisikoen, udvandingsprocenten og IRR. Her er simulering af udviklingsscenarier et stærkt værktøj for startupvirksomheder, for at skabe et nuanceret billede af mulige udfaldsrum og tilknyttet følsomhed.

Det kan konkluderes, at DEV-metoden er en brugbar metode til at estimere værdien af en startupvirksomhed ud fra kvantificerbare informationer, idet den overordnet er baseret på den anerkendte kapitalværdibetragtning. Subjektivitet er et stort kritikpunkt af denne værdiansættelsesmetode, idet mange parametre i beregningen er baseret på subjektive estimater, som investor og founder skal enes om. Netop enigheden vedrørende de forskellige parametre menes at være nødvendig for, at begge aktører forstår virksomheden og dens potentiale samt de tilknyttede risici. Uenigheder om disse parametre opstår oftest vedrørende estimering af risikoforholdene samt grundet den asymmetriske information, som uddybes under afsnit 5.6.

Det konkluderes samtidig, at de førstnævnte spørgsmålsbaserede værdiansættelser vedrørende founders behov for kapital og villighed til afgivelse af ejerandele samt investors exitforventning ift. afkastkrav er afgørende i praksis. Derfor kan DEV-metoden også bruges som et oplæg til at sætte fokus på centrale faktorer ved den forhandling, som finder sted ifm. en investeringsbeslutningsproces på venturemarkedet. Af denne årsag skal en virksomheds værdiansættelse ikke ses som en endelig salgspris, men som et forhandlingsgrundlag, hvor salgsprisen kan afhænge af, hvilke vilkår der aftales i et term sheet⁸.

5.5. Empirisk udledte metoder til vurdering af startupvirksomheder

Ovenstående gennemgang lægger vægt på problematikken i at anvende klassiske værdiansættelsesmodeller til vurdering af startupvirksomheder. På trods af DEV-metodens bud på en metode, hvor kvantificering af værdiansættelsen af startupvirksomheder finder sted, så er der også fokus på kvalitative faktorer (Hougaard, 2019, s. 33).

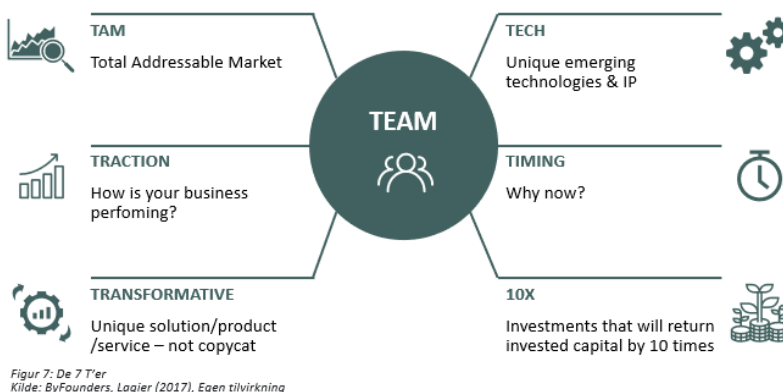
Følgende empirisk udledte metoder vil have til formål at understøtte disse kvalitative faktorer. Disse metoder anvendes til vurdering af investeringsgrundlaget og er udarbejdet af investorer og investeringsnetværk på det danske venturemarked, som benytter disse i praksis. De udvalgte empiriske metoder er De 7 T'er (Lagier, 2017) og Høker kalkulen (Keystones, u.d.b). Fælles for disse metoder er, at fokuset ligger på blødere og til dels mere kvalitative parametre, kombineret med generelle betragtninger for markedet, hvorpå virksomheden befinder

⁸ Term sheet er en ikke-bindende kontrakt mellem founder og investor. Dokumentet udgør skitsen for, hvad investeringsaftalens kan indeholde. Det færdigforhandlede term sheet danner grundlaget for den endelige kontrakt (Ganti, 2020).

sig. De empirisk udledte metoder, lever op til designkriterierne, ved at være anvendelige, let forståelige og beslutningsorienterede, jf. afsnit 3.3.

5.5.1. De 7 T'er

Den danske venturefond, byFounders, opfordrer alle startupvirksomheder, der ønsker at søge investering, til at overveje, hvor mange af De 7 T'er og i hvilken udstrækning, de kan opfylde parametrene. De 7 T'er står for de engelske termer *Team*, *Total Addressable Market (TAM)*, *Traction*, *Technology (Tech)*, *Transformative*, *Timing* og *10x*, som er illustreret i figur 7.



Dette er en specifik og transparent metode for, hvordan en venturefond i Danmark vurderer startupvirksomheder ifm. vurdering af investeringsgrundlaget. Der vil i det kommende derfor være fokus på beskrivelse af de syv parametre, da disse indikerer essentielle områder, som investor bør screene og vurdere potentielle investerings-emner ud fra. De syv parametre vil blive beskrevet i tabel 10. Metoden er med til at skabe større forståelse for en praktisk anvendt analysetilgang, som er bygget specifikt til vurdering af startupvirksomheder. Følgende afsnit vil være baseret på Lagiers (2017) gennemgang af De 7 T'er.

Når byFounders udvælger ca. ti startupvirksomheder ud af op mod tusinder, som søger investering årligt, er det De 7 T'er, der bidrager til at udpege den unikke investeringsmulighed og frasortere startupvirksomheder uden større potentiale. Målet er at identificere de unikke startupvirksomheder, som har unicorn-potentiale.

De 7 T'er	Beskrivelse
Team	byFounders sætter teamet i centrum. Både i deres figur, men også i deres investeringsovervejelse. Et værdifuldt team er ifølge byFounders nogle founders, der har erfaring inden for iværksætteri og ikke mindst inden for den branche som startupvirksomheden opererer på. Ikke nok med relevant erfaring, søger byFounders også et hold, hvor der er kemi mellem dem og virksomheden med det argument, at vejen til succes kan være lang.
Total Addressable Market (TAM)	Et stærkt team er dog ikke nok i sig selv. Derfor søger byFounders efter et produkt, der befinder sig på et marked med milliard dollars potentiale. TAM eller det samlede adresserbare marked, repræsenterer den totale mulige omsætning, der vil kunne opnås, hvis det lykkes at trænge ind på hele markedet. Ved at skabe en forståelse for det problem, der bliver løst på et specifikt marked, kan det give et billede af, hvor stort potentialet er.
Traction	Traction er et begreb for en virksomheds fremskridt og momentum. byFounders søger, at en startupvirksomhed beviser traction ved f.eks. at have fået feedback fra de første kunder, har fået de første betalende kunder eller opnået nogle periodiske finansielle milepæle. Dette er et tegn på, at startupvirksomheden er på vej mod at etablere sig på det totale adresserbare marked (TAM).
Technology (Tech)	Det er afgørende, at startupvirksomheden har en unik kapabilitet. Typisk vil teknologi være en afgørende faktor for en succesfuld virksomhed. Dette er vigtigt, idet det kan være en stor differentieringsfaktor, som andre ikke nemt kan kopiere, hvis den ellers er unik. Er markedet højt konkurrencepræget eller mættet, kan denne unikke løsning, samt sikring heraf, være afgørende.
Transformative	Transformative handler om at kunne ændre noget på det marked, som man befinder sig på. Ifølge byFounders skal det ikke bare være en overfladisk transformation, men en fundamental. Dette eksemplificeres ved Skype, Zendesk, Spotify og Unity, som alle har formået fundamentalt at ændre det marked de trådte ind på, dvs. ved disruption.
Timing	Timing er meget kraftfuldt, hvis man rammer den. Det store spørgsmål er derfor, <i>hvorfor nu?</i> Det er en realitet, at timing på et marked kan ødelægge en forretning. Timing er samtidig meget svært at forudsige. byFounders nævner Skype som et eksempel på en virksomhed, som formåede at have den perfekte timing.
10x	For en venturefond er forrentning af en investering afgørende. Hos byFounders er målet at få investeringen ti gange igen inden for en given periode. Med andre ord betyder det også, at værdiansættelsen bør være afbalanceret, hvilket er en grundlæggende parameter for byFounders, selvom det kan være et af de sværeste aspekter at vurdere.

Tabel 10: De 7 T'er
Kilde: Lagier (2017), Egen tilvirkning

5.5.2. Keystones' Høker kalkule

En anden empirisk udledt analysemetode, som er lavet specifikt til vurdering af startupvirksomheder og deres værdi, er Keystones' (u.d.b) Høker kalkule. Keystones har i 20 år specialiseret sig i at screene, kvalificere og præsentere spændende startupvirksomheder til Business Angels og venturefonde i Danmark. En naturlig del af deres arbejde er derfor at vurdere, hvilke startupvirksomheder, der er interessante investeringsemner. I den forbindelse har de udviklet et praktiske bud på et vurderings- og værdiansættelsesværktøj til brug på startupvirksomheder, som primært bygger på kvantificering af startupvirksomhedens værdi ud fra kvalitative parametre.

Kalkulen bygger på en lang række konkrete ventureinvesteringer i danske startupvirksomheder mellem 2012 og 2017. Keystones beskriver selv denne kalkule, som en *valuation-indikator*. Kalkulen skal ikke anvendes som facitliste for startupvirksomhedens værdi, men i stedet som et dialogværktøj for virksomhedsejere og investorer og kan bruges som et udgangspunkt for evt. videre forhandling.

Metoden er baseret på fem *drivere*, der kan vurderes på en defineret skala fra lav til høj værditilførsel, jf. nedenstående tabel 11. Keystones (u.d.b) vurderer disse drivere som de primære faktorer, der skaber værdi i en startupvirksomhed.

Høker kalkulen: En "værdiansættelsesindikator" for danske startups					
DKK	0	500.000	1.000.000	3.000.000	5.000.000
Problem/ behov i markedet	Problemet/behovet i markedet er uklart	Løsningen er "nice to have" ikke "need to have"	Besparelser/benefits niveau 10% ift. nuværende løsninger	Besparelser/benefits niveau 25-30% ift. nuværende løsninger	"Disruptive" Besparelser/benefits niveau +50%
Teamet	Idéstadie Ingen er fuldtid på projektet	En stifter/ejer, som er fuldtid på projektet	To stiftere/ejere, som er fuldtid på projektet	Tre eller flere med både teknisk og kommerciel erhvervs erfaring	Kapital track-record: Har tidligere genereret exit til investorer
Stadie	Idé og koncept er beskrevet Teknologi under udvikling	Proof-of-technology Det er bevist at løsningen virker, f.eks. på beta niveau	Proof-of-concept X antal kunder og solid kundeinteresse.	Proof-of-business X antal betalende kunder Omsætning X DKK.	Proof-of-scalability Mange betalende kunde Kapitalbehov til skalering
Markedsposition	Intet kendskab i markedet til virksomheden	Første potentielle kunder og beslutningstagere kender virksomheden	Konkret dialog/pipeline og forhandlinger med aktører i markedet	Stærke kunde- og partnerrelationer og væsentlig etableret aktør	Markedsledende i specifik niche og dokumenteret vækst
Rettigheder	Ingen mulighed for patent/beskyttelse/rettigheder/licenses	Vurdering/nyhedsundersøgelse udført med positiv indikation	Ansøgning indleveret/forhandlinger påbegyndt	Positiv respons på ansøgninger/forhandlinger	Patent udstedt, beskyttelse på plads, licensaftale indgået

Tabel 11: Keystones' Høker kalkule
Kilde: Keystones (u.d.b), Egen tilvirkning

Høker kalkulen og De 7 T'er vurderes at være komplementære metoder. Sammen giver de netop en anvendelig, let forståelig og beslutningsorienteret indikation af, hvilke parametre der bør vurderes på, og hvilken værdi de tilfører, når der investeres i virksomheder, som befinder sig på venturemarkedet.

5.6. Risikofaktorer på venturemarkedet

Når en startupvirksomhed og dens potentiale som investeringscase er evalueret, skal risikoen vurderes. Dette er ikke unikt for startupvirksomheder, men det er typisk nogle andre risikoforhold, som investor skal være opmærksom på ved investering i startupvirksomheder end ved etablerede virksomheder. Dette bunder primært i, at startupvirksomheder ifølge Hougaard (2019, s. 32), har høj konkursrisiko og udfaldet for denne type virksomheder kategoriseres som binært.

Ventureinvestorer er specielt udsat for høj grad af usikkerhed og *adverse selection*⁹, når investorer, som principaler, skal vurdere potentielle investeringer (Wright & Robbie, 1997, s. xvi). Vurdering og estimering af den påtagede risiko har bl.a. indflydelse på investors afkastkrav og værdiansættelsen af startupvirksomheden.

5.6.1. Ventureinvestorens risikofaktorer

Fra et investorsynspunkt kan startupvirksomheder have mange forskellige risikoprofiler samt forskellige niveauer af potentielt afkast, hvis startupvirksomheden ender med at få succes. Investoren anvender derfor typisk en simpel risiko- og afkastafvejning ifm. vurdering af potentielle investeringsmuligheder (Nielsen, 2017, s. 16).

⁹ Adverse selection er når asymmetrisk information udnyttes (Hayes, 2021).

Ifølge Nielsen (2017, s. 47) er markedsrisikoen den mest væsentlige risiko, som investor står over for. Dette bekræfter Fiet (1995, s. 555), som siger, at ventureinvestorer anser markedsrisikoen som en større trussel end agentrisikoen. Dette skyldes, at investor til dels kan sikre sig selv over for agentrisiko gennem de kontraktlige forhold, mens investor ikke kan sikre sig mod manglende kunder i markedet. Oftest er det manglen på kunder, som gør, at virksomheden går konkurs. Dette er dog ikke nødvendigvis, fordi virksomhedens produkt ikke er godt nok. Af denne årsag vurderer investor yderligere, at markedsrisikoen er en større trussel end den teknologiske risiko. Dette betyder dog ikke, at den teknologiske risiko skal negligeres, blot fordi der er efterspørgsel på produktet (Nielsen, 2017, s. 48).

Ud over markeds- og teknologisk risiko er alle startupvirksomheder udsat for teamrisiko. Dette definerer Nielsen (2017, s. 49) som risikoen for, at teamet bag startupvirksomheden ikke har de nødvendige kompetencer, erfaring, viljestyrke m.m. til at realisere forretningspotentiallet.

Investorer på venturemarkedet er derfor nødt til at vurdere potentiallet og risikoen ved enhver investering. Idet den traditionelle tilgang gennem analyse af regnskab og performance ikke er muligt med startupvirksomheder, er det nogle andre faktorer, som ventureinvestorer fokuserer på som f.eks. markedet og forretningsmodellen (Nielsen, 2017, s. 21). Disse vurderingsparametre relaterer sig f.eks. til de empirisk udledte metoder til vurdering af startupvirksomheder, jf. afsnit 5.5. Fælles for investorerne på venturemarkedet er, at de er udsat for samme manglende informationsgrundlag og udfaldsrisikoforhold, som de bør forsøge at afdække.

Investor forsøger generelt at indsamle så meget information som muligt for at reducere den risiko, de er udsat for. Idet investorerne ikke omkostningsfrit kan erhverve enhver form for information, må valget af information styres af den risikoform, som de helst vil undgå. For at mitigere risiko ses en høj specialisering af investorerne på venturemarkedet, idet der herved opnås en større grundlæggende viden inden for det specifikke område. Dette gør, at investorerne erhverver information, som er specifikt relateret til det risikoområde, som deres specialiseringsområde er mest truet af, for bedst muligt at kunne håndtere den specifikke risiko (Fiet, 1995, s. 555).

De mest karakteristiske risikoforhold på venturemarkedet samt ventureinvestorers typiske håndtering heraf vil blive gennemgået i det følgende.

5.6.1.1. Agentrisiko og asymmetrisk information

Asymmetrisk information opstår når to parter, som f.eks. er involverede i en transaktion, ikke har adgang til den samme information (Bebczuk, 2003, s. 5; Glücksman, 2020). Den ene part har derfor muligheden for at træffe en

mere informeret beslutning end den anden. Asymmetrisk information leder til ineffektive markeder og ifm. en investeringsproces kan der opstå asymmetrisk information mellem founder (agent) og investor (principal).

Den manglende information mellem founder og investor er generelt en væsentlig årsag til forskellen i deres syn på værdiansættelse af egenkapitalen. Dette skyldes, at founder har mere information om virksomheden, end investoren har eller får. En anden væsentlig årsag er, at founder er for involveret i virksomheden til objektivt at kunne vurdere virksomheden (Waarsenburg, 2017, s. 8). Den omvendte situation indfinder sig, når investoren har mere information om markedet, mulighederne og øvrige kritiske faktorer, som bl.a. kan påvirke startupvirksomhedens succes og dermed vurderingen af dens værdi.

Bebczuk (2003) argumenterer for, at asymmetrisk information har store konsekvenser for finansielle kontrakter, hvorfor denne problematik må siges at være af høj relevans for investeringsbeslutningsprocessen på venturemarkedet. Dette konkluderes i Bebczucs (2003, s. 18) argument vedrørende usikkerheden for et investeringsudfald, det potentielle finansielle tab for investoren og manglen på tilstrækkelig information, der har indflydelse på langt de fleste finansielle kontrakter.

Den asymmetriske information er dog først et reelt problem i den situation, hvor founder vælger at udnytte investorens manglende information til egen fordel eller omvendt. Der kan yderligere opstå risiko for modstridende interesser, hvilket f.eks. kunne være founder og investors ambitioner for startupvirksomheden eller motivationen for at investere eller modtage en investering. En væsentlig faktor vedrørende asymmetrisk information mellem founder og investor er, at founder oftest ikke deler alt information med investoren. Årsagen til dette kan ligge i, at founder frygter afslag fra investor, hvorved problematikken vedrørende asymmetrisk information på venturemarkedet forstærkes (Waarsenburg, 2017, s. 6).

Startupvirksomheder er private virksomheder, hvorfor de af natur har en begrænset mængde offentlig information. Startupvirksomheder forsøger i en kapitalrejsningsproces at *sælge sig selv* til investor, mens investor som udgangspunkt har mange tilbud at vælge imellem. Dette forstærker den asymmetriske information grundet en *fake-it-till-you-make-it*-attitude fra startupvirksomheder, foruden at deres ønske om at tiltrække en investor forstærker deres incitament til at fremstå bedst muligt (Goldman, 2020). Denne pointe kan relatere sig til agentrisikoen, hvor iværksætteren forfølger sin egen interesse på bekostning af ventureinvestorens (Fiet, 1995, s. 552).

Konceptet vedrørende agentrisiko og asymmetrisk information er beskrevet af forskellige økonomer i litteraturen og er anvendt i flere forskningsområder. Fiet (1995, s. 554) opsummerer nogle af de forhold, som relaterer sig til venturekapital i nedenstående tabel 12.

Argumenter	Beskrivelse
1. Argument	Potentielt uærlige founders øger risikoen for, at founders bevidst tilbageholder oplysninger, der er kritiske for en retfærdig kontraktforhandling.
2. Argument	Foundere, som ved mere om virksomheden end ventureinvestorerne, udgør en form for asymmetrisk information, der skaber agentrisiko, når founder er opportunistiske.
3. Argument	Stor afstand at rejse mellem ventureinvestoren og startupvirksomheden øger sandsynligheden for, at mindre hyppig overvågning vil tillade tab pga. agentrisiko.
4. Argument	Kortsigtede egeninteresser, der søges af founder, hæmmer fælles profitmaksimering for både ventureinvestor og founder.
5. Argument	Flere founders, der skal overvåges, øger venturekapitalistens kontrolrækkevidde og reducerer den tid, der kan bruges til at overvåge hver enkelt startupvirksomhed.
6. Argument	Manglende performance, som er aftalt, kan ske pba. uforudsete omstændigheder eller grundet fokus på egeninteresser med bedrageri.
7. Argument	At spille <i>spillet</i> er en form for forsættelig egeninteresse.

Tabel 12: Agent risiko og asymmetrisk information
Kilde: Fiet (1995), Wright & Robbie (1997), Egen tilvirkning

5.6.1.2. Moral hazard risiko

Den asymmetriske information relaterer sig til moral hazard risikoen, hvilket er den risiko, som opstår, når to parter indgår en aftale, hvor den ene part kan påvirke udfaldet af udbyttet uhensigtsmæssigt for den anden part. Problematikken vedrørende moral hazard indtræder, idet en kontraktlig aftale er indgået (Bebczuk, 2003, s. 7).

Inden for moral hazard teorien kan to situationer opstå. Moral hazard med *skjult information* refererer til et kontrolproblem, hvor founders handlinger er observerbare, men informationen, som ligger til grund for handlingen, er skjult. Den anden situation er moral hazard med *skjult handling*, hvor information er tilgængelig, men founders handlinger er skjulte for investor (Gjesdal, 2007).

En teori, som direkte hænger sammen med asymmetrisk information og moral hazard, er den klassiske agent-principal teori, som i klassisk teoretisk forstand handler om, at forsikringsyderen ikke har information om, hvor godt forsikringsmodtageren tager sig af den forsikrede genstand (Waarsenburg, 2017, s. 8). Relateres dette til founder- og investorforholdet, kan det forklares med, at investor ikke har kontrol over- eller information om, hvordan founder *passer på* virksomheden og forvalter de investerede midler, som investor er kommet med. Yderligere argumenterer Wright & Robbie (1997, s. xxi) for, at aktive investorer er udsat for lavere moral hazard risiko end mere passive investorer. Dette henviser til, at investor har bedre kontrol over virksomheden, jo mere investor involverer sig aktivt i ejerskabet.

5.6.1.3. Risiko for kapitaltab

Som følge af konkursrisikoen og den lave succesrate, som Hougaard (2019) pointerer, jf. afsnit 5.4., er der en risiko for kapitaltab. Herudover følger, at selvom virksomheden formår at holde sig i live rent juridisk, kan de

ende som såkaldte *living deads*¹⁰. Dvs. selvom startupvirksomheden rent juridisk er aktiv, vil der hverken være mulighed for realisering af positivt afkast på investeringen eller at få investeringen retur.

I forbindelse med kapitaltab har Keystones (2018c) udarbejdet *10'er reglen*, der dækker over flere sammenfaldende regler på venturemarkedet. 10'er-reglen bygger på fem tommelfingerregler præsenteret i tabel 13.

10'er reglen
Kun hver 10. aktieinvestor kan slå aktiemarkedet.
Kun hver 10. startupinvestor får pengene 10 gange igen.
Ventureinvestorerne afkastkrav er 10 gange investeringen igen.
Den 10. startupvirksomhed i porteføljen skal gerne blive det såkaldte "home-run", der tjener investeringen (eller tabene) fra de øvrige ni investeringer hjem.
På et samfundsmæssigt plan kommer pengene næsten 10 gange igen for hver krone privat risikovillig kapital, der investeres.

Tabel 13: 10'er reglen
Kilde: Keystones (2018), Egen tilvirkning

Der medfølger altid en risiko ved at investere i noterede såvel som unoterede aktier. Risikoen ved investering i unoterede aktier anses dog for højere, idet de ikke er handlet på et reguleret marked og dermed ikke opnår en naturlig prisregulering. Der er dermed større usikkerhed vedrørende aktiens værdiansættelse samt mulighederne for at sælge aktierne igen. Dette er grundet den illikviditet, der følger med unoterede aktier. Denne risiko bliver der typisk kompenseret for gennem en illikviditetsrabat, som teoretisk set svarer til forskellen mellem værdien af en unoteret aktie og dens pris. Rabatten vil typisk ligge på 20-30% af den estimerede værdi (Damodaran A. , u.d.).

Risikoen ved unoterede aktier øges betydeligt jo tidligere i virksomheds livscyklus, der investeres. Dette bekræftes af *10'er reglen*, som siger, at det kun er hvert tiende selskab i en ventureportefølje, som *realistisk* set bliver succesfuld. Der må derfor være 90% chance for, at ventureinvestoren lider et kapitaltab eller ingen gevinst opnår på investeringer i startupvirksomheder.

5.6.1.4. Risiko for udvanding

Som ventureinvestor er man oftest en af de første investorer i en virksomhed. Klassiske ventureinvestorer tager som udgangspunkt en minoritetsposition i de virksomheder, som de investerer i. Når ventureinvestorer investerer i startupvirksomheder, bør de derfor tage højde for udvandingseffekten i deres risikovurdering. Med

¹⁰ Living deads er startupvirksomheder, som ikke præsterer og investor har opgivet, men som rent juridisk er i live (Hougaard, 2019).

udvandingseffekten forstås reduceringen af de nuværende investorers ejerandel som følge af indskud af ny egenkapital fra nye investorer (Kielland, 2017).

Mange startupvirksomheder vil i løbet af deres livscyklus have behov for flere finansieringsrunder. Risikoen for udvandingen opstår således i de situationer, hvor investor ikke kan eller vil forsvare sin ejerandel i de følgende kapitalrejsninger. Udvingseffekten involverer ikke blot udvanding af ejerandele og stemmerettigheder, men også risikoen for, at ventureinvestor mister en vis kontrol over virksomheden. Dette er grundet, at de nye investorer, som regel opnår øget kontrol over virksomheden i form af bestyrelsesposter, vetorettigheder, udbytte m.m. Investorer må dermed acceptere og afveje risikoen for udvanding ifm. at nye investorer og kapitalklasser med evt. særlige privilegier kommer til (Hougaard, 2019, s. 33).

5.6.2 Investors afdækning af risikoforhold på venturemarkedet

Idet startupvirksomheden befinder sig på et ufuldkomment marked, samt at investor er udsat for generel usikkerhed og risiko fra problemstillinger, som relaterer sig til asymmetrisk information, er opdeling af finansiering inden for de forskellige stadier en fordel på venturemarkedet (Wang & Hailan, 2002).

Til grund for dette ligger ønsket om øget kontrol over investeringsrisikoen og begrænsning af moral hazard. Dette kan bl.a. håndteres gennem specialisering, jf. afsnit 6.1. Udover opdeling i finansieringsstadier baseret på startupvirksomhedens livscyklus, investerer investorer gerne over flere runder. Dermed har investor mulighed for at holde øje med, om virksomheden opnår opsatte mål, før de beslutter om de vil investere yderligere. Denne strategi hjælper investorerne med ikke at investere i *dårlige* projekter, reducerer tab fra ineffektiv fortsættelse samt at få muligheder for exit (Wang & Hailan, 2002). Finansiering af startupvirksomheder efter stadier kan konkluderes at være en effektiv metode til at reducere agentomkostninger og kontrollere risikoen ved investering i startupvirksomheder.

Balancen er dermed at lave en kontrakt mellem investor og iværksætter, som motiverer iværksætterne til at gøre en indsats for at drive virksomheden bedst muligt og for hermed at opnå en mulighed for at rejse yderligere kapital i senere finansieringsrunder, hvis virksomheden præsterer efter opsatte mål.

5.6.3 Kontraktlige forhold

Ifølge Norton & Tenenbaum (1992) antyder empirien, at det er ventureinvestor frem for startupvirksomheden, som spiller den primære rolle i beslutningen af prisen og typen af investering, investor foretager. Netop valget af finansieringstype, kan være med til at reducere den risiko investor er eksponeret over for. Ventureinvestorer står overordnet over for at kunne anvende tre finansieringsformer: ordinære aktier, præferenceaktier og gæld.

Norton og Tenebaums (1992) empiriske research fandt, at præferenceaktier¹¹ blev favoriseret af respondenterne som investeringsværktøj. Disse aktier har overordnet til formål at sikre investoren førsteret til betaling i tilfælde af exit eller konkurs (Lewis, u.d.). Overordnet set er ventureinvestors mål at kontrollere og styre risiko for så vidt muligt at kunne beskytte sig mod tab. Kontraktlige forhold mellem founder og ventureinvestor er baseret på en aftale om en pris og andre specifikke vilkår, som har til formål at føre til en optimal afvejning mellem omkostninger, fordele, risici og afkast. De udvalgte investeringstyper er beskrevet ved fordele og ulemper i tabel 14.

	Ordinære aktier	Gældsinvestering	Præferenceaktier
Fordele	Det ses, at mindre og mere specialiserede ventureinvestorer med begrænsede personlige og finansielle ressourcer, ofte ser dem selv som partnere i startupvirksomheden. Her er der strømlinede interesser ift. at få succes med startupvirksomheden i de tidlige stadier. Dette er en måde at styre usystematisk risiko på, ved at have en aktiv rolle i et tæt samarbejde med ledelsesteamet.	Gældsinvesteringer gør investor til långiver og ikke medejer. Dette er et godt finansieringsredskab, når der er en passende styringsstruktur. Gældsfinansiering kan beskytte investorernes krav på faste aktiver og pengestrømme på bekostning af virksomhedens fremtidige levedygtighed. I betragtning af den høje risiko på dette marked samt agentproblemer, kan gæld ses som værende en attraktiv finansieringsform. Det kan dog anvendes som et midlertidigt værktøj til at styrke likviditeten.	Mens præferenceaktier giver investor mulighed for at bevare fordelene ved ordinære aktier samt gældsinvestering, medtages kun få ulemper. Ved at investere i præferenceaktier kan investor udøve en vis kontrol over virksomheden og have et prioritetskrav over ledelsesteamet mht. pengestrøm i tilfælde af succes og mht. likvidation af aktiver i tilfælde af konkurs.
Ulemper	En bekymring for investor er, om den rejste kapital vil blive brugt til at opnå venturesucces. Overskud eller positive pengestrømme kan tildeles ledelsesteamet i stedet for korrekt at returnere det til investorer eller geninvestere for at opfylde virksomhedens mål. Opstilling af ledelsesincitamenter kan være nødvendige for at sikre, at beslutninger der bliver taget, er til gavn for investor. Har investor bekymringer om håndtering af virksomhedens pengestrømme og andre agentproblemer, er det ikke attraktivt, at investor kommer på samme niveau som ledelsen.	Hele gældstrukturens karakteristika er ikke optimal i disse risikovillige transaktioner. Første er der potentiale i startupvirksomhedens aktiver, som gældsinvestorer ikke får del i. Herudover inkluderer de mindre optimale karakteristika en reduceret fleksibilitet til håndtering af afbrydende pengestrømme og andre kriser, det frarøver værdifulde pengestrømme, som ellers burde bruges på forretningsvækst. Yderligere kan gældsinvesteringen gøre det sværere for virksomheden at låne i fremtiden samt gøre fremtidige aktieudstedelser svære at sælge, idet långiver har prioritetskrav på pengestrømme og aktiver.	Det er typisk omkostningsfuldt at gøre krav på præferenceaktier, da man skal betale ekstra for at få denne type aktier frem for de ordinære.

Tabel 14: Finansieringstyper
Kilde: Norton & Tenenbaum (1992), Egen tilvirkning

Norton og Tenenbaum (1992) pointerer, at investorer foretrækker at benytte præferenceaktier, idet de medtager det bedste fra både ordinære aktier samt gældsinvestering, uden at medtage ulemperne i samme grad. Ligesom ved gældsfinansiering giver præferenceaktier mulighed for beskyttelse ift. founder, der handler på egne vilkår, men uden, at virksomheden mister den økonomiske fleksibilitet og positive pengestrømme. Modsat ordinære aktier, giver præferenceaktier mulighed for at håndtere kritiske situationer samtidig med at bevare det positive afkastpotentiale. Præferenceaktier sætter investor i en prioritetsposition, hvorfor præferenceaktier er et effektivt værktøj for investor til at kontrollere risiko samtidig med, at potentialet for store afkast opretholdes.

¹¹ Præferenceaktier er en klasse af ejerskab, der har højere krav på aktier og indtjening end ordinære aktier (Invested DK, 2014).

Gældsfinansiering er, jf. tabel 14, af flere grunde uhensigtsmæssig som finansieringsform i de tidlige finansieringsstadier (Norton & Tenenbaum, 1992), hvorfor det ikke behandles yderligere i denne afhandling. Et alternativ til gældsfinansiering findes dog i konvertible lån, som vurderes at være relativt populære på venturemarkedet (Keystones, 2020a). Denne låntype går ud på, at lånet til startupvirksomheden har tilknyttet særlige rettigheder for investor ifm. indfrielse af lånet. Et konvertibelt lån giver nemlig investor ret til at kunne indfri lånet kontant eller via konvertering til aktier eller anparter. Det typiske salgsargument for brug af konvertible lån i de tidlige finansieringsstadier er, at muligheden for at yde lånet med konverteringsret giver både en god *upsite* og begrænset *downside*. Hvis det går godt, kan investor konvertere lånet til ejerandele. Går det galt, kan investor få skattefradrag af det lånte beløb (Keystones, 2020a). Der er afgrænset for yderligere analyse heraf, jf. afsnit 1.3.

Ud over håndtering af risiko gennem valg af finansieringstype kan investor forsøge at afdække sin risiko gennem øvrige kontraktlige forhold. Typisk bliver et term sheet anvendt. Et term sheet er ifølge Keystones (u.d.c) en ikke-bindende kontrakt, som founder og investor udarbejder tidligt i investeringsprocessen med det formål at have en kontraktlig skitse, som kan anvendes som forhandlingsgrundlag for investeringsaftalen. Her bliver indledende intentioner og hovedvilkår beskrevet i forholdet mellem de to aktørers potentielle samarbejde og evt. uafklarede forhandlingspunkter eller *deal-breakers*.

Ifølge Keystones (u.d.c) indeholder et term sheet overordnede betingelser for transaktionen, herunder finansielle forhold, investeringsbeløb, brug af investeringen, m.m. Netop disse er fokus i denne afhandling. Relevante eksempler på et term sheets indhold kan ses i figur 8. Et term sheet vurderes at være et bredt anerkendt og betydningsfuldt oplæg for investorer ifm. klarlægning af nogle grundlæggende kontraktlige forhold. Der er i denne afhandling fokus på udvalgte kontraktlige betragtninger og ikke generelle juridiske forhold, jf. afgrænsningen afsnit 1.3.

Beskyttelse af minoritetsinteresser ses at være en hyppig anvendt metode af ventureinvestorer til håndtering af påtaget risiko. Minoritetsrettigheder ses at være et standardpunkt i term sheets. Ifølge en undersøgelse foretaget af Antonczyks, Wolfgang & Mark (2007, s. 239) anvendte hhv. 59% og 53% af adspurgte ventureinvestorer

TERM SHEET	
FINANSIELLE FORHOLD	
•	Investeringsbeløb
•	Brug af investeringen
•	Værdiansættelse
•	Warrants
•	Konvertible lån
FORVALTNINGSBEFØJELSER TIL INVESTORER	
•	Minoritets- og vetorettigheder
•	Beslutningsrettigheder
•	Bestyrelsesposter
•	Informationsrettigheder
ØKONOMISKE BEFØJELSER	
•	Fortegningsret
•	Likvidationspræferencer
•	Udvandingsbeskyttelse
•	Indløsningsret

Figur 8: Udvalgte dele af et klassisk term sheet
Kilde: Keystones (u.d.a), Egen tilvirkning

tag-along¹² og drag-along¹³ rettigheder i kontrakten. Herudover er konkurrenceklausuler og informationsrettigheder¹⁴ typisk indarbejdet i venturekontrakter. Minoritetsrettigheder er vigtige, da det typisk er minoriteten, der kommer med kapitalen. Det er yderligere væsentligt at sikre de *første* investorer. Dette gøres bl.a. gennem ventureinvestorers *first right of refusal*¹⁵, som 87% af de adspurgte ventureinvestorer indarbejdede i deres kontrakter, som et værktøj til at sikre de eksisterende investorer. Herudover indarbejdede 96% vetorettigheder for forretningskritiske beslutninger. Øvrige metoder til beskyttelse af minoritetsaktionærer er diverse fortegnings- og udvandingsbeskyttelsesrettigheder (Antonczyks el. al, 2007 s. 239).

Et andet ofte indarbejdet punkt fra term sheets i den endelige kontrakt er warrants. Warrants er et værktøj, som bl.a. anvendes til at sikre fremtidige ejerandele til vigtige medarbejdere. Denne aftale er bl.a. vigtig, da det er en attraktiv måde, en startupvirksomhed kan fastholde og tiltrække dygtige medarbejdere på uden f.eks. at betale lønninger. De ejerandele, som afgives til f.eks. fremtidige medarbejdere, vil investor typisk lade founder *betale* for, hvorfor procentdelen skal være afsat, før investor køber ejerandele (Keystones, u.d.d).

Kapitel 5 vil være det teoretiske udgangspunkt for den videre analyse og endelige resultat af afhandlingens best practice framework. For at få dybere indsigt i undersøgelsesområdet er det relevant at undersøge, hvilken tidligere forskning, der er foretaget inden for området samt hvilke resultater det har ledt til.

5.7 Litteratur review

Følgende afsnit gennemgår udvalgte og relevante dele af den eksisterende akademiske litteratur vedrørende vurdering af startupvirksomheder ved en investeringsbeslutningsproces. Formålet med denne gennemgang er at danne et overblik over det eksisterende bidrag og forskning på området. Afsnittet vil overvejende gennemgå forskningsfeltet, som vedrører evalueringskriterier til vurdering af startupvirksomheder med henblik på at opnå en bedre forståelse for, hvilken tidligere forskning, der findes inden for dette felt.

¹² Tag-along er en bestemmelse eller klausul i en aftale, der gør det muligt for en minoritetsaktionær at deltage i transaktionen og sælge deres minoritetsandel i virksomheden, hvis en majoritetsaktionær sælger sin andel (Chen, 2020a).

¹³ Drag-along er en bestemmelse eller klausul i en aftale, der gør det muligt for en majoritetsaktionær at tvinge en minoritetsaktionær til at deltage i salget af et selskab (Tarver, 2020).

¹⁴ Specielle informationsrettigheder kan bl.a. være rettigheder til adgang til finansiel information (Bird, 2016)

¹⁵ First right of refusal tillader eksisterende investorer i et selskab at acceptere eller nægte køb af aktier, der tilbydes af selskabet, før tredjeparter har adgang til handlen (Chen, 2020b).

Et manglende informationsgrundlag hos startupvirksomheder har, jf. afsnit 5.2., ledt til at det er mere kvalitative vurderingskriterier, som anvendes på venturemarkedet. Ifølge Cusumano (2013, s. 26) skal det være lettere for potentielle ventureinvestorer at evaluere startupvirksomheder mere systematisk. Dette bekræfter Suksriwong (2003, s. 60), som siger, at på trods af enkelte studier inden for området, så er der overordnet manglende konsensus blandt venturekapitalister og akademikere vedrørende vægten af de specifikke evalueringskriterier til vurdering af startupvirksomheder, hvilket opsummeres af Knight (1994).

Fried og Hisrich (1988) mener, at det akademiske forskningsfelt inden for venturekapital var sjælden før 1980. Dog ses en af de første studier, som undersøger venturekapitals investeringskriterier at være fra 1974. Wells' (1974) undersøgelse bestod af interviews af venturefonde, hvor han kom frem til, at venturekapitalister vurderede potentielle investeringsemner ud fra parametre såsom ledelsens vilje og engagement, produktet, markedet samt kompetencer inden for diverse områder relateret til at drive den specifikke forretning.

Tyebjee & Bruno (1984) udvidede dette forskningsfelt ved at interviewe 46 venturekapitalvirksomheder, hvor de udgav et studie over de investeringskriterier, som oftest blev nævnt. Konklusionerne fra denne undersøgelse viste, at de oftest nævnte kriterier var *management skills and history, market size/growth, rate of return, market niche/position, financial history, venture location, growth potential, barriers of entry, size of investment, market/industry expertise, venture stage and stake of entrepreneur*.

MacMillan, Siegel og Subbanarasimha (1985) foretog en lignende undersøgelse på baggrund af Tyebjee & Brunos (1984) resultater. MacMillan et. al. (1985) udarbejdede undersøgelsen, hvor de kom frem til 24 udvælgelseskriterier på baggrund af interviews med 14 amerikanske venturefonde, som blev kategoriseret under fem overordnede kategorier; iværksætterens person og erfaring, karakteristika for produktet eller servicen, karakteristika for markedet samt finansielle overvejelser. På baggrund heraf blev et spørgeskema udarbejdet, der fik 102 besvarelser fra medlemmer af National Venture Capital Association. Her kom de frem til, at de ti investeringskriterier, som oftest blev valgt var *capability for sustained intense effort, familiarity with the market, at least 10x return in 5-10 years, demonstrated leadership, evaluates and reacts well to risk, investment can be made liquid, significant market growth, track-record relevant to venture, articulates venture well and proprietary protection*.

MacMillan et al. (1985) undersøgte bl.a. kompositionen af et founderteam, hvor de kom frem til, at 48% af respondenterne mente, at et balanceret team var essentielt for, at de ville overveje at investere i virksomheden. Dette ville være på trods af, at virksomheden opererede på et attraktivt marked eller med et interessant produkt.

MacMillan, Zemmann & Subbanarasimha (1987) lavede et opfølgende studie, hvor de forsøgte at komme frem til, hvordan brugen af de investeringskriterier, som de kom frem til i 1985, kunne forudsige succesfulde ventureinvesteringer. Her fik de 67 venturekapitalister til at rangere succesfulde og ikke succesfulde startupvirksomheder ud fra 25 screenings- og performancekriterier. Undersøgelsen kom frem til, at de kategorier for evalueringskriterier, som kunne forudsige succes, var *initial insulation from competitors* og *degree of market acceptance of the product*. Herunder var der nogle kritiske punkter, som gik igen blandt de forskellige startupvirksomheder: *high tech venture, well qualified management team, management team staying power, high level of product protection, team with exceptional perseverance og critical distribution skills*.

Khan (1987) foretog indledende interviews med venturekapitalister for at skabe overblik over, hvilke variable de så, som værende brugbare indikatorer for en virksomheds succes. Her var der tydelig vægt på iværksætteren. Efterfølgende foretog Khan (1987) en spørgeskemaundersøgelse, hvor venturekapitalister delte data fra samlet 68 ventureinvesteringer. Her viste undersøgelsens resultater, at iværksætterens *desire for succes* og *uniqueness of product or service relative to competition*, var de to områder venturefonde tillagde mest vægt.

Fried & Hisrich (1994) kom frem til, at venturekapitalister overordnet set vurderer startupvirksomheder ud fra tre generiske kriterier: *concept, management og return*.

Ovenstående forskningsfelt tager udgangspunkt i amerikanske forhold. For at nuancere forskningsfeltet er det relevant at se på studier, som er foretaget i andre geografiske områder. Freeney (1999) kom frem til, at det var de overordnede forretningsmuligheder, som var den vigtigste vurderingsparameter i Canada. Chotigeat & Pandey (1997) lavede en undersøgelse i tre asiatiske lande på baggrund af konklusioner fra forskningsresultater af Tybejee & Bruno (1984), MacMillan et al. (1985) og Pandey (1995), som konkluderede, at taiwankanske og sri-lankanske venturekapitalister vægtede finansielle overvejelser og ledelsesteamets karakteristika som de vigtigste. Samme undersøgelse viste, at thailandske venturekapitalister vægtede ledelsesteamets- og iværksætterens karakteristika som de væsentligste vurderingskriterier.

Knight (1994) var den første til at udvide dette forskningsfelt ved at lave en international undersøgelse inden for vurderingskriterier på venturemarkedet, hvor han sammenlignede amerikanske, canadiske, asiatiske og europæiske venturekapitalister i deres prioritering af vurderingskriterierne defineret af MacMillan et. al (1985).

Manigart & Wright (1997) lavede en tværgående undersøgelse af venturekapitalisters investeringsvurdering af værdiansættelsesprocessen med respondenter i UK, Holland, Belgien og Frankrig. Forskningen viste, at de væsentligste risikofaktorer var ledelsesteamet, ledelsesevner, produktet og markedet. Mindst væsentlige

risikofaktorer sås at være den forventede investeringshorisont, tidshorisont for indløsning af præferenceaktier og status på kapitalmarkedet.

Herudover peger Cusumano (2013) på otte vurderingsparametre, som investor systematisk kan vurdere startup-virksomheder ud fra. Disse er *strong management team, an attractive market, a compelling new product or service, strong evidence of customer interest, overcoming the "credibility gap", demonstrating early growth and profit potential, flexibility in strategy and technology and potential for a large investor payoff*. Yderligere nævner Cusumano (2013, s. 29), at potentielle investorer skal vurdere startupvirksomheder ud fra de otte punkter ved at stille spørgsmålet "*What can I know and how early can I know it*".

Hardymon, Lerner og Leamon (2007) foretog et studie af best practices inden for beslutningstagen hos venture-fonde. Her deltog 56% af top 38 venturefonde i USA. Undersøgelsen kom frem til, at investeringsbeslutningen var en konsensusbeslutning frem for en afstemning. Her var en general opfattelse, at hvis man skulle stemme om at investere i en virksomhed, så var betragtningen "*If you have to vote, you've lost*" (Hardymon et. al, 2007).

5.8 Sammenligning af litteratur review, akademiske- og empiriske metoder og ekspertpanelet

På baggrund af den gennemgåede akademiske litteratur, empirisk udledte metoder og indsamlede empiri fra ekspertpanelet er det tydeligt at spore flere sammenfaldene pointer ved de forskellige informationskilder. Dette har understøttet den videre udformning af afhandlingens dataindsamling i form af spørgeskemaundersøgelsen og strukturen af afhandlingens best practice framework.

Tabel 15 giver et overblik over de sammenfaldende resultater struktureret efter De 7 T'er, da metoden omfavner og kategoriserer de forskellige resultater og pointer fra tidligere forskere, de empiriske metoder og ekspertpanelets udtalelser. Parameteren er kun afmærket ved ekspertpanelet, hvis parameteren eller en af underparametrene eksplicit er blevet nævnt i et af de foretagne interviews. Tabellen og bidraget fra de sammenfaldende pointer fra de forskellige informationskilder har understøttet vigtigheden af fokuset på screeningsparametrene, hvor Høker kalkulen (u.d.b) og Hougaard (2019) bidrager til en forståelse af kvantificeringen af disse ift. værdiansættelsesprocessen. Herudover understøtter Wright & Robbie (1997) og Gompers et al. (2021) vigtigheden af de tre dele; screening, værdiansættelse og kontraktlige forhold ifm. investeringsbeslutningsprocessen på ventu-remarkedet.

De 7 T'er	Team	Traction	Technology & Transformative	Total Addressable Market (TAM)	Timing	Total Return	Andet
Tyebee & Bruno (1984)	Ledelsens evner og historik Markedsekspertise Iværksætterens position	Bevis på vækstpotentiale	Niche position	Niche marked Markedsstørrelse og -vækst Adgangsbarrierer		Afkastgraden	Finansiell historik Virksomhedens lokation Finansieringsstadie Investeringsstørrelsen
MacMillan, Siegel & Subbanarasimha (1985)	Evne til intens vedvarende indsats Kendskab til markedet Demonstreret lederskab Evaluerer og reagerer godt på risiko Tidligere track-record Artikulerer venturemarkedet godt Gode sælgere		Rettighedsbeskyttelse	Betydelig markedsvækst		Afkast på mindst 10x inden for 5-10 år Investering kan gøres likvid	
MacMillan & Subbanarasimha (1987)	Kvalificeret ledelsesteam Ledelsesteamets udholdenhed Team med enestående udholdenhed Gode sælgere	Grad af markedsvalidering	Isolering fra konkurrenter Højt teknologisk niveau Produktbeskyttelse				
Khan (1987)	Ønske og mål om success		Unikt produkt eller service				
Fried & Hisrich (1994)	Ledelsen					Afkast	Koncept
Cusumano (2013)	Stærk ledelse	Demonstreret tidlig vækst Overvundet "credibility gap" Bevis på interesse fra kunder	Overbevisende produkt Overbevisende service	Et attraktivt marked		Profit potentiale Muligt højt afkast til investorer	Fleksibilitet i strategi Fleksibilitet i teknologi
Manigart & Wright (1997)	Ledelsens evner		Produktet	Markedet			
Knight (1994)	Evne til intens vedvarende indsats Kendskab til markedet Tidligere demonstreret lederskab Evaluerer og reagerer godt på risiko Tidlige track record Artikulerer venturemarkedet godt Sans for detaljer	Har opnået proof-of-concept Udviklet prototype	Opnået patent Højt teknologisk niveau	Betydelig markedsvækst Stimulerer det eksisterende marked		Afkast på mindst 10x inden for 5-10 år Investeringen kan gøres likvid	
Høker kalkulen	✓	✓	✓	✓			
Hougaard (2019)	✓	✓	✓	✓	✓	✓	(✓)
Ekspertpanelet	✓	✓	✓	✓	✓	✓	(✓)

Tabel 15: Sammenfold mellem forskningsresultater, empirisk udledte metoder og ekspertpanelet
Kilde: Ovennævnte forskere i tabellen, Egen tilvirkning

6. Analyse

Formålet med dette kapitel er at analysere best practice for investeringsbeslutningsprocessen ved screening, værdiansættelse og kontraktlige forhold. Disse tre dele af processen vurderes at være afhængige af hinanden. Uden screening og udvælgelse af de virksomheder, som vurderes at have størst potentiale, bliver værdiansættelse og kontraktlige forhold ikke relevante. Analysen har til formål at lede til afhandlingens best practice framework for investeringsbeslutningsprocessen på det danske venturemarked på baggrund af den gennemgåede teoretiske og akademiske litteratur, empirisk udledte metoder og analyse af kvalitativ og kvantitativ empiri.

6.1. Specialisering

I dag er venturemarkedet blevet yderst specialiseret ift. tidligere tendenser på markedet, som vurderes at have bidraget til en større professionalisme. Dette bekræftes af CEO for Vækstfonden, Rolf Kjærgaard, der vurderer, at denne specialisering af markedet er en essentiel faktor for nutidens velfungerende venturemarked i Danmark. Dette relaterer sig til best practice, idet det er den retningen, markedet og industrien bevæger sig. Herudover tilføjer Kjærgaard ift. specialisering og opdeling af best practice i finansieringsstadier: *"Der hvor venture rykker hen er bare mere og mere specialiseret og det kan man også se i faserne"* (bilag 1). Dorte Thomsen bekræfter denne tendens, hvor hun nævner, at specialisering er med til at gøre investor attraktiv over for startupvirksomhederne (bilag 6).

Specialisering kan overordnet basere sig på finansieringsstadier og brancher. Ifølge Nicolaj Højer (bilag 4) er best practice meget afhængig af specifikke stadier, idet der er stor forskel mellem f.eks. early- og late-stage. Den betydelige forskel ligger, ifølge Nicolaj Højer, i forskellen på markedsvalideringen. Seed-stage startupvirksomheder har typisk en idé til et nyt produkt eller service, men ikke en større validering heraf. Her siger Højer: *"Da der ikke er nogen markedsvalidering, så er det i bund og grund et ikke-finansielt grundlag. Der er ikke nogen af os, der bruger jeres finansielle modeller og nøgletal i early-stage"* (bilag 4). Modsat har late-stage startupvirksomheder, bevist mere og har dermed større validitet ift. forretningen, produktet og kunderne. Dette eksemplificerer Højer ved startupvirksomheden Labster, som for nylig modtog DKK 60 mio. i late-stage finansiering af venturefonden Andreesen Howitz: *"hvis de sidder og kigger på Labster, så skal de selvfølgelig kunne lide folk og de skal selvfølgelig tro på, at de har gang i noget fedt, men data tæller rigtig meget. Altså kundedata, hvad koster det os at få en kunde, hvad er kunden værd, hvordan churn'er¹⁶ de, osv."* (bilag 4). Specialisering inden for

¹⁶ Churn er en målingsenhed for, hvor mange kunder der stopper med at bruge virksomhedens produkt (Frankenfield, 2021).

finansieringsstadier er dermed nødvendig, da beslutningsprocessen baserer sig på forskellige informationsgrundlag over finansieringsstadierne. Respondenterne fra spørgeskemaundersøgelsen fordeler sig på de tre finansieringsstadier som præsenteret i tabel 16. Finansieringsstadierne er defineret i afsnit 2.3.1.

	Seed-stage	Early-stage	Late-stage	Total
Andel respondenter	40%	49%	11%	100%

Tabel 16: Andel af respondenter ift. investeringsstadier
Kilde: Spørgeskema, Egen tilvirkning

Værdien i specialisering af markedet ses ikke kun inden for finansieringsstadierne, men også inden for branchefokus. Rolf Kjærgaard siger f.eks.: *"Ser man på Seed Capital, så lavede de biotech, tech, it og clean tech investeringer. I dag laver de kun tech investeringer"* (bilag 1). Der vil ikke forekomme yderligere branchespecifikke analyser ift. best practice, idet afhandlingens fokus er på specialisering ved finansieringsstadierne, jf. afgrænsningen afsnit 1.3.

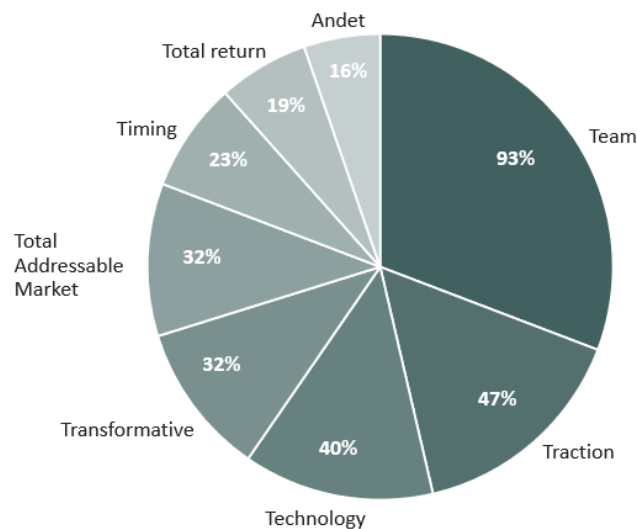
Specialiseringen er ikke kun gavnlig for at højne investors viden og erfaringen inden for området, men er også et redskab til at håndtere og reducere den risiko, som investor påtager sig ved investeringen. Specialiseringen leder til, at investor kan træffe mere informerede beslutninger inden for de specifikke områder.

6.1.1. Delkonklusion på specialisering

Specialisering ses at være et vigtigt redskab på det danske venturemarked. Det vurderes derfor at have betydning for best practice. Specialisering forekommer overordnet inden for brancher og finansieringsstadier. Denne afhandling fokuserer på specialisering inden for finansieringsstadierne, seed-, early- og late-stage. Denne specialisering er væsentlig for investors opnåelse af succesfulde investeringer og håndtering af risiko. Yderligere er specialisering relevant for, at investor kan bidrage med relevante ressourcer, erfaringer og viden til startupvirksomhederne.

6.2. Screening

Screeningsprocessen er i denne afhandling første del af investeringsbeslutningsprocessen. Her vurderes og udvælges potentielle investeringsemner hvilket er grundlæggende for, om en investering kan forventes at blive succesfuld. Væsentligheden heraf bekræftes af nylig amerikansk research fra Havard Business Review (HBR)¹⁷: *"A plurality reported that [...] deal selection was the most critical"* (Gompers et. al, 2021). Screeningsparametrene analyseres i det følgende struktureret efter De 7 T'er, jf. afsnit 5.5.1., som gennemgås i prioriteret rækkefølge ud fra respondenternes besvarelser i spørgeskemaet. Prioriteringen baserer sig på antallet af respondenter, som har valgt den pågældende screeningsparameter som værende en af de vigtigste. Denne prioritering ses i figur 9. Idet respondenterne har kunnet vælge mere end én parameter som den vigtigste, summerer grafens parametre ikke til 100%. Fordelingen af vigtigste screeningsparametre ift. finansieringsstadie kan ses i bilag 19.



Figur 9: Respondenternes valg af vigtigste screeningsparametre
Kilde: Spørgeskema, Egen tilvirkning

6.2.1. Team

Teamet er den suverænt vigtigste screeningsparameter ift. at vurdere en investeringscase på venturemarkedet. Det kan ikke stå alene, men alle informationskilder i denne afhandling har vurderet teamet til at være den vigtigste parameter for forventet succes. Parameteren kan også findes i en klassisk strategisk analyse f.eks. i de interne styrker hos en virksomhed ved en SWOT-analyse, jf. afsnit 5.3. Teamets dominans er understreget i spørgeskemaundersøgelsen, hvor 93% af respondenter valgte *teamet* som en af de vigtigste screeningsparametre.

¹⁷ Havard Business Review (HBR) er et ledelsesmagasin udgivet af Havard Business Publishing, ejet af Havard Business School.

Samtlige aktører i ekspertpanelet bekræftede teamets væsentlighed. Dette bekræftes også af seneste amerikanske studier, som dækker 900 venturefonde, hvor 95% mener, at founderteamet er en væsentlig faktor vedrørende beslutningen om at fortsætte investeringsbeslutningsprocessen med en startupvirksomhed (Gompers et. al., 2021).

Metoder til vurdering af en startupvirksomhed på venturemarkedet, som bl.a. omfattes af De 7 T'er og Høker kalkulen, jf. afsnit 5.5., placerer teamet centralt. De 7 T'er placerer teamet centralt i værdiforståelsen af en virksomhed, jf. figur 7. Ifølge byFounders skal teamet gerne bestå af individer med viden og ekspertise inden for den industri, de opererer i. Yderligere skal der være et match mellem founderteam og investor, dvs. et personligt match (Lagier, 2017). Keystones' Høker kalkule, jf. afsnit 5.5.2, har en mere struktureret fremgangsmåde til vurdering af den værdi, teamet tilfører startupvirksomheden. Her stiger værdien, jo flere founders der er fuldtid idet det er et udtryk for founders seriøsitet for projektet. Yderligere stigning i værdi ses ved teknisk og kommerciel erhvervserfaring samt track-record i form af tidligere exits. Fra idéfasen til at have track-record svinger værdien fra DKK 0 til 5 mio. Teamet og dets kunnen er altså væsentlige faktorer i de empiriske udledte metoder for startupvirksomhedens værdiskabelse på venturemarkedet.

Rolf Kjærgaard, CEO hos Vækstfonden vurderer, at screeningsprocessen er domineret af tre væsentlige parametre: *"Det er teamet. Det er forretningsstrategien og det er markedet. Og i virkeligheden, af de tre, så er teamet det vigtigste. Teamet bærer alt, også selvom der er en klar forretningsstrategi i et attraktivt marked med buldrende vækst. Hvis teamet ikke formår at eksekvere på den forretningsstrategi, så kommer de aldrig til at træde ind i markedet, og så bliver virksomheden ikke til noget"* (bilag 1). Dette bekræfter Michael Thomsen, CFO hos Blazar Capital: *"Man er bare nødt til at have et godt team. Nogle gange køber vi jo ind i virksomheder med et allerede eksisterende team og andre gange sætter vi selv teamet. Og det er bare super vigtigt. Du kan have verdens bedste idé, men hvis du ikke har nogle, som er dygtige til at eksekvere på idéen, så kommer det ikke til at ske"* (bilag 5).

Ifølge antallet af spørgeskemarespondenter mener 100%, 89% og 83% af hhv. seed-, early- og late-stage investorer, at teamet er et af de vigtigste screeningsparametre. Den højeste procentdel svar hos seed-stage investorer vurderes logisk, idet der typisk ikke er bevist et forretningspotentiale på dette stadie, hvorfor teamet er en afgørende parameter at vurdere en startupvirksomheds potentiale ud fra.

6.2.1.1. Teamets underparametre

Respondenterne i spørgeskemaet blev bedt om at rangere forskellige underparametre, som blev vurderet vigtigst ved vurdering af et team. Underparametrene kan ses i tabel 17 opdelt efter finansieringsstadium. Tabellen viser hvert finansieringsstadiums rangering af underparametrene, dvs. en prioritering fra ét (mest vigtigt) til seks (mindst vigtigt). På tværs af finansieringsstadierne valgte 40% af respondenterne *motivation, ambition og drive* som den vigtigste parameter, og 47% valgte *et team man kan lide at være sammen med* som den mindst vigtige parameter for vurdering af et team (bilag 17).

Seed-stage							
Rangering	1	2	3	4	5	6	Total
Erfaring i branchen [uddannelse og/eller arbejdserfaring]	9%	13%	13%	22%	30%	13%	100%
Et team man kan lide at være sammen med	0%	17%	13%	9%	26%	35%	100%
Komplementære kvalifikationer	0%	22%	35%	26%	4%	13%	100%
Motivation, ambition og drive	52%	9%	4%	26%	4%	4%	100%
Skal være et team og ikke blot en enkelt person	26%	17%	22%	0%	13%	22%	100%
Track-record [erfaring med opstart/exit af startups]	13%	22%	13%	17%	22%	13%	100%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
Early-stage							
Rangering	1	2	3	4	5	6	Total
Erfaring i branchen [uddannelse og/eller arbejdserfaring]	7%	4%	21%	29%	18%	21%	100%
Et team man kan lide at være sammen med	7%	7%	14%	18%	7%	46%	100%
Komplementære kvalifikationer	7%	29%	18%	18%	25%	4%	100%
Motivation, ambition og drive	36%	21%	14%	11%	18%	0%	100%
Skal være et team og ikke blot en enkelt person	14%	29%	21%	11%	14%	11%	100%
Track-record [erfaring med opstart/exit af startups]	29%	11%	11%	14%	18%	18%	100%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
Late-stage							
Rangering	1	2	3	4	5	6	Total
Erfaring i branchen [uddannelse og/eller arbejdserfaring]	0%	0%	17%	83%	0%	0%	100%
Et team man kan lide at være sammen med	0%	0%	0%	0%	17%	83%	100%
Komplementære kvalifikationer	0%	50%	33%	17%	0%	0%	100%
Motivation, ambition og drive	17%	0%	0%	0%	67%	17%	100%
Skal være et team og ikke blot en enkelt person	33%	0%	50%	0%	17%	0%	100%
Track-record [erfaring med opstart/exit af startups]	50%	50%	0%	0%	0%	0%	100%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	

Tabel 17: Hvad er vigtigst i et team
Kilde: Spørgeskema, Egen tilvirkning

Tabel 17 viser, at hhv. 52% og 36% af investorer på seed- og early-stage mener, at *motivation, ambition og drive* er den vigtigste parameter, et team bør besidde og vurderes på. Netop denne parameter, ser Nicolaj Højer også som værende afgørende på de to tidligste finansieringsstadier: *"Jeg kigger på om de kan og de vil. Hvis du bryder de to op, så er "vil" en passion for et eller andet og det skal typisk være mere end bare penge, fordi det der sker i startupvirksomheder i de første to til tre år er, at det bliver rigtig rigtig hårdt."* (bilag 4).

Dette understøttes af flere akademikere, som bl.a. bekræfter, at motivationsdrivere som f.eks. entusiasme, forberedthed og engagement har en positiv effekt på investors syn på teamet (Amit, Glosten, & Muller, 1990;

Cardon, Mitteness, & Sudek, 2017). Også Knights (1994) undersøgelse af 195 ventureinvestorer på det europæiske marked understøtter ovenstående vurdering: *"Be capable of sustained intensive effort"* som den anden vigtigste underparameter af i alt 24.

Seed- og early-stage investorerne, har i første og anden rangering, ud over *motivation, ambition og drive* valgt, at teamet skal besidde *komplementære kvalifikationer, skal være et team og ikke en enkeltperson* og have *track-record*. Blandt ekspertpanelet er der også enighed om, at *komplementære kvalifikationer* i et team er væsentligt. Dette uddyber Nicolaj Højer: *"Så har vi "kan" elementet. [...] Det består af rent objektive kriterier. Hvis du skal lave et ultra-sejt software så skal du nok have en ultra-sej software-udvikler på holdet [...]. Du skal nok også have nogen der kan sælge på holdet"* (bilag 4). Rolf Kjærgaard, CEO for Vækstfonden, bekræfter dette: *"Teamet kræver komplementaritet. Det er ned med homogenitet og op med komplementaritet og diversitet. Altså de her tre teknikingeniører, som har fået en rigtig god ide, men ikke har et begrebsomfang om det kommercielle og ikke er voldsomt struktureret anlagt. Sandsynligheden for at de lykkes er lille"* (bilag 1).

Track-record ses at være vigtig hos seed- og early-stage investorerne, men endnu mere væsentlig hos late-stage investorerne, hvor 50% mener, at track-record er den vigtigste parameter at vurdere teamet ud fra. Dette giver intuitivt mening, idet der bliver investeret i mere etablerede virksomheder på dette stadie. Kenneth Larsen, CEO hos Keystones, bekræfter betydningen af track-record med følgende kommentar: *"Når der kommer tre og siger det er os, der lavede Endomondo, og det gik sådan set meget godt – og nu vil vi i gang med denne virksomhed. Jamen så behøver jeg sådan set ikke se ret meget mere – og så betyder det måske mindre, at de ikke er kommet til omsætning endnu"* (bilag 3).

En tredjedel af late-stage investorerne mener desuden, at det at være *et team og ikke blot en enkelt person* også skal rangeres på en førsteplass. Sammenlignes dette med seed-stage investorernes besvarelser, så vurderes det, at der i late-stage er tale om mere etablerede virksomheder, hvilket leder til mere etablerede ledelsesteams, som f.eks. består af en C-niveau ledelse¹⁸ samt evt. en bestyrelse. Dette stemmer overens med, at 50% af late-stage investorerne mener, at *komplementære kvalifikationer* rangeres som anden-vigtigst, idet C-niveau ledelsen gerne skal være kompetent inden for sit specifikke område og kompetencerne skal komplementere hinanden.

Modsat seed- og early-stage investorerne, er *motivation, ambition og drive* prioriteret næst-sidst på late-stage. Dette vurderes igen at relatere sig til niveauet af kompetence, der bør være i en mere etableret startup-

¹⁸ C-niveau ledelse er virksomhedens CEO, CFO, CCO, CTO, m.fl., dvs. Chief Executive Officer, Chief Financial Officer, Chief Commercial Officer, Chief Technological Officer (Bloomenthal, 2021).

virksomheds ledelse, hvorfor disse subjektive og kvalitative faktorer ikke har samme dominans. Dette er modsat hos de tidligste finansieringsstadier, hvor *erfaring i branchen* vurderes næst-sidst af seed-stage investorerne. Indikationen er her, at lysten til at eksekvere bliver vigtigere end uddannelse eller arbejdsmæssig erfaring. 83% af late-stage investorer mener denne underparameter, *erfaring i branchen*, kommer på en fjerdeplads i prioriteringsrækkefølgen. Dette vurderes dog at være et tegn på, at der stadig er tale om startupvirksomheder i de tidlige faser, selvom de i late-stage vurderes at være mere etablerede. Derfor er f.eks. track-record vigtigere end en akademisk baggrund. Yderligere er det netop uddannelse, erfaring og kompetencer inden for ledelse og evt. branchen, som er det, ventureinvestoren bidrager med, jf. kapitel 4.

På tværs af finansieringsstadierne er der enighed om, at det mindst vigtige at vurdere et team ud fra er *et team man kan lide at være sammen med*. Overordnet set indikerer dette en professionalisme i branchen trods mange øvrige bløde og subjektive vurderingsparametre. Trods denne rangering, vurderes det personlige match ikke ubetydeligt af Nicolaj Højer: "[...] er det nogen man har lyst til at arbejde med i ti år? Hvis jeg ikke synes personerne er seje og dejlige at være sammen med, så vil kunderne nok heller ikke, så vil investorerne nok heller ikke, så vil medarbejderne nok heller ikke" (bilag 4). Spørgeskemaundersøgelsens resultater er yderligere i kontrast til De 7 T'ers fokus på et personligt match mellem founderteam og investeringsteamet (Lagier, 2017).

Betydningen af personligt match mellem investor- og founderteam vurderes dog at relatere sig til graden af aktivt ejerskab. 65% af respondenterne bidrager på strategisk niveau på tværs af finansieringsstadierne (bilag 17). Et strategisk ejerskab vil typisk være gennem en bestyrelsespost, og ikke ved den daglige ledelse, og involverer dermed ikke daglig kontakt med founder. Heri er der sammenhæng mellem, at når investorers aktivitet typisk er på strategisk niveau, så bliver *motivation, ambition og drive* det vigtigste på de tidligste stadier, så investor ved, at der er en viljestyrke til eksekvering.

6.2.1.2. Delkonklusion på team

På baggrund af ovenstående analyse kan det konkluderes, at teamet er den suverænt vigtigste parameter i screeningsprocessen på tværs af finansieringsstadierne. Dette er bekræftet af både ekspertpanelet samt aktørerne på venturemarkedet og tidligere forskningsresultater. På finansieringsstadieniveau er et teams *motivation, ambition og drive* det vigtigste på både seed- og early-stage. Den primære grund herfor er det store arbejde, der ligger foran founder, hvorfor det er altafgørende, at teamet har viljestyrke til at eksekvere. På late-stage er *track-record* den vigtigste parameter at vurdere et team ud fra. Idet late-stage virksomhederne vurderes at være mere etablerede, er der fokus på mere målbare parametre frem for de subjektive.

6.2.2. Traction

Traction er den anden vigtigste parameter, idet 47% af respondenterne i spørgeskemaundersøgelsen, har valgt denne parameter som et af de vigtigste i screeningsprocessen. Traction dækker, jf. De 7 T'er, over virksomhedens fremskridt og momentum, hvilket kan defineres ved proof-of-concept (PoC), proof-of-business (PoB) og proof-of-scalability (PoS), som er defineret i afsnit 2.3.1. Respondenternes svar er præsenteret i tabel 18 og viser en klar sammenhæng mellem finansieringsstadierne og afhandlingens traction-definitioner.

Traction	Seed-stage	Early-stage	Late-stage	Total
Proof-of-concept (PoC)	65%	30%	0%	41%
Proof-of-business (PoB)	11%	49%	59%	34%
Proof-of-scalability (PoS)	10%	9%	41%	15%
Andet	14%	11%	0%	11%
Total	100%	100%	100%	100%

Tabel 18: Traction
Kilde: Spørgeskema, Egen tilvirkning

65% af seed-stage investorerne mener, at startupvirksomheder skal have vist PoC, men flere er også villige til at investere uden dette bevis. Kommentarer fra seed-stage investorer inkluderer bl.a.: *"Investerer også i gode ideer jeg tror på, så investerer endda før proof of concept"* og *"Jeg går ind, hvis jeg tror på det uanset (hvad de har bevist)"* (bilag 17). Vigtigheden af PoC beskrives i Knights (1994) undersøgelse, hvor traction vurderes som den tredje vigtigste parameter med underparametrene: *"Has been developed to the point of a functioning prototype"* og *"Enjoys demonstrated marked acceptance"*. Early-stage investorerne vurderer både PoC og PoB som væsentlige, hvor disse investorer bl.a. fokuserer på en: *"tydelig value proposition"* (bilag 17). Late-stage investorerne fokuserer på virksomheder, som har opnået PoB og er på vej mod bevis for PoS.

Ifølge Kenneth Larsen har: *"[...] 80% af de virksomheder vi (Keystones) ejer, har deres første omsætning"* (bilag 3), hvorfor Keystones investerer i virksomheder, som har vist PoC og begyndende PoB. Keystones vurderer, ifølge Kenneth Larsen, meget hårdt på denne parameter, dvs. om virksomheden har opnået salg til kunder, da det beviser, at virksomheden *kan* noget. Rolf Kjærgaard udtaler ifm. *traction*, at startupvirksomhedens fremtidige skalering skal være synlig fra begyndelsen. Yderligere uddyber Kjærgaard: *"Man skal tænke helt fra starten, hvordan denne virksomhed kommer til at se ud, når virksomheden runder 100 medarbejdere og 1.000 medarbejdere [...] selvom dette måske aldrig nogensinde sker, men at du bygger virksomheden til at kunne skalere er vigtigt"* (bilag 1).

Traction er en af de få screeningsparametre, som investor kan vurdere objektivt ud fra kvantitative data. Målingsparametre er bl.a., om virksomheden har testet markedet, f.eks. ved en markedsundersøgelse, har omsætning, betalende og tilbagevendende kunder, osv. I den forbindelse siger Kenneth Larsen: *"Hvis du som*

startupvirksomhed har et produkt som professionelle virksomheder eller kunder vil købe, og det ikke bare er friends, family and fools, så er det et ret hårdt screeningsparameter” (bilag 3). Dette bekræfter dermed besvarelsene i spørgeskemaet, som konkluderer, at investorer på seed- og early-stage screener virksomheders traction ud fra, at de gerne skal have bevist forretningens kommercielle potentiale, og bevist at forretningen formår at generere en omsætning.

6.2.2.1. Forventninger til kunder og omsætning

Respondenterne uddyber yderligere, hvorvidt virksomheden skal have opnået kunder og omsætning, før det er interessant for investor at investere på de forskellige stadier, jf. tabel 19. Igen understøtter fordelingen af respondenternes svar afhandlingens traction-definitioner, jf. afsnit 2.3.1.

Kunder og omsætning	Seed-stage	Early-stage	Late-stage	Total
Testfase	33%	11%	0%	18%
Kunder	30%	30%	10%	28%
Omsætning	21%	32%	10%	26%
Vækstende kundetal	3%	13%	30%	11%
Vækstende omsætning	3%	9%	50%	11%
Andet	9%	6%	0%	7%
Total	100%	100%	100%	100%

Tabel 19: Forventninger til kunder og omsætning
Kilde: Spørgeskema, Egen tilvirkning

Tabellen antyder et øget krav for bevis af at have kunder og omsætning over finansieringsstadierne. F.eks. er det tidligere vurderet, at der ved late-stage skal være begyndende bevis for PoS, dvs. *vækstende kundetal* og *vækstende omsætning*. Dette er netop de dominerende underparametre for late-stage, hvilket er en indikation på, at forretningen har vækstpotentiale og et marked, hvorpå der ses stigende efterspørgsel.

Etableret salgsaktivitet og omsætning bidrager til at mindske sandsynligheden for konkurs (Hougaard, 2019, s. 32). Den asymmetriske information mindskes desuden, når investor får indsigt i virksomhedens reelle performance gennem kundedata og omsætning, hvorfor det er en vigtig screeningsparameter for investoren, når de skal vurdere den risiko, de påtager sig ifm. en investering. Risikoen er alt andet lige større for en investor, der investerer i en virksomhed, som har et produkt/service i testfasen end en investor, der investerer i en virksomhed, som har vækstende kundetal, omsætning og dokumentation heraf.

6.2.2.2. Delkonklusion på traction

På baggrund af ovenstående analyse kan det konkluderes, at seed-stage investorer vurderer traction ud fra proof-of-concept, dvs. produktet kan være i testfasen, men at der er indikatorer for kunder og omsætningspotentiale. Early-stage investorer vurderer traction ud fra opnået proof-of-concept og begyndende indikatorer for proof-of-business, hvor virksomheden har betalende kunder og omsætning. Afslutningsvis vurderer late-stage

investorer traction ud fra opnået proof-of-business samt indikatorer for proof-of-scalability. Herudover vurderes det, at konkursrisikoen og den asymmetriske information falder over finansieringsstadierne grundet virksomhedens præstation og den tilhørende dokumentation heraf.

6.2.3. Technology og transformative

Technology er den tredje vigtigste screeningsparameter, da 40% af respondenterne i spørgeskemaundersøgelsen har valgt denne. Ifølge De 7 T'er (Lagier, 2017) handler technology-parameteren om, hvor unik en kapacitet virksomhedens produkt har, herunder differentieringsfaktorer, ift. at det ikke er nemt at kopiere.

Fokusset på den unikke og spirende teknologi leder til den fjerde vigtigste screeningsparameter *transformative*, som 32% af respondenterne har valgt som en af de vigtigste. Transformative-parameteren relaterer sig til, hvorvidt produktet fundamentalt kan ændre noget på det marked, det befinder sig på, jf. De 7 T'er. Nødvendigheden ved at kigge på produktets niveau af unik teknologisk løsning og transformation er ifølge Christian Vintergaard, CEO for Fonden for Entreprenørskab, vigtigt for at virksomheden kan få succes: "Vi kigger også på idéen - er den unik? Er der noget i den? Findes den 1.000 steder i forvejen eller er der mega meget konkurrence? Så har de ikke [...] en chance for at løbe med det" (bilag 2).

På tværs af finansieringsstadierne har ca. halvdelen af respondenterne valgt en *bedre løsning* (f.eks. mere brugervenlig, hurtigere, bedre kvalitet m.m.) som førstevalg ift. vurdering af, hvilket niveau af transformation, der er vigtigst. 41% har valgt *disruptive løsning* som andet-valg, og 75% har valgt en *billigere løsning* som tredje valg (bilag 17). Overordnet differentierer dette sig en smule fra De 7 T'ers krav til transformation, som peger på, at produktet/serviceen fundamentalt skal kunne ændre noget på markedet, dvs. være disruptive. Nedenstående tabel 20 viser de transformative underparametre fordelt på finansieringsstadierne.

Seed-stage/Rangering	1	2	3	Total
Bedre løsning	52%	43%	4%	100%
Billigere løsning	0%	17%	83%	100%
Disruptive løsning	48%	39%	13%	100%
Total	100%	100%	100%	
Early-stage/Rangering	1	2	3	Total
Bedre løsning	50%	43%	7%	100%
Billigere løsning	4%	14%	82%	100%
Disruptive løsning	46%	43%	11%	100%
Total	100%	100%	100%	
Late-stage/Rangering	1	2	3	Total
Bedre løsning	50%	17%	33%	100%
Billigere løsning	17%	67%	17%	100%
Disruptive løsning	33%	17%	50%	100%
Total	100%	100%	100%	

Tabel 20: Transformative
Kilde: Spørgeskema, Egen tilvirkning

I tabel 20 kan det ses, at en *bedre løsning* er foretrukket af ca. halvdelen af investorerne på alle finansieringsstadier. Samtidig fordeler de resterende respondenter i seed- og early-stage sig på en *disruptive løsning* som førstevalg. Derimod rangerer 50% af late-stage investorerne *disruptive løsning* sidst. Idet der naturligt er større risiko ved at investere i en *disruptive løsning* vurderes det logisk, at der satses mere herpå i de tidligste stadier frem for late-stage, da afkastpotentialet og tilhørende afkastkrav også er højere.

En disruptive løsning er alt andet lige en ny måde at løse et problem i markedet på, som ikke er set før, og som erstatter den eksisterende løsning. Dette niveau af transformation hænger sammen med en unik og spirende teknologi, som hidtil ikke er set, hvorfor det heller ikke er bevist, hvorvidt denne løsning kan få fodfæste i det marked, det forsøger at *disrupte*. Med denne usikkerhed følger et højt niveau af risiko, da dette direkte kan relateres til Houggaards (2019) hypotese om et binært udfaldsrum. Det er dog investeringer i virksomheder med *disruptive løsninger*, at de helt store potentielle finansielle gevinster kan forekomme.

En respondent fra spørgeskemaundersøgelsen, Niels Henrik Rasmussen, understøtter denne pointe med følgende kommentar: "*Vil man gerne "extreme risk", hvor man laver noget, som ingen havde lavet før, så er det meget vovet. Jeg er måske mere typen hvor, at jeg synes det er ret fedt, hvis man selv kan få lov til at forholde sig lidt til produktet*" (bilag 7). Christian Vintergaard, CEO for Fonden for Entreprenørskab, eksemplificerer usikkerheden ved disruptive løsninger med startupvirksomheden Too Good To Go, som er en app, der bekæmper madspild. Too Good To Go var first-mover på markedet med deres disruptive forretningsmodel, da de præsenterede deres idé for Fonden for Entreprenørskab. På dette tidspunkt var der stadig usikkerhed omkring, hvorvidt forbrugere ville købe "gammelt mad". Vintergaard mener: "*det at være first-mover på noget er altid med større risiko*" (bilag 2).

Ifølge Keystones' Høker kalkule (u.d.b), er det de disruptive løsninger, som bidrager til de højeste værdiansættelser af startupvirksomheder, mens produkter, hvis løsninger er uklare og *nice-to-have*, relaterer sig til de lavere værdiansættelser. Dette kan sammenholdes med Nielsens (2017, s. 16) risiko- og afkastafvejningsmatrice, hvor de *disruptive løsninger* ligger i høj risiko med mulighed for højt afkast. Nice-to-have løsninger, som *bedre løsninger* og *billigere løsninger*, medfører generelt lavere risiko og dermed lavere afkastforventninger.

Høker kalkulen (Keystones, u.d.b) indikerer desuden, at "*udstedt patent, beskyttelse på plads, indgået licensaftale*" bidrager med høj værditilførsel ifm. startupvirksomhedens værdiansættelse. Dette hænger sammen med, at beskyttelse af den unikke løsning mindsker risikoen fra konkurrenter i markedet, hvorfor dette er at foretrække for investor. Denne pointe nævner respondenterne, Enrico Krog Iversen, yderligere med følgende

kommentar: "*Løsningen behøver ikke være patenteret, men der skal være en eller anden form for sikring af IPR'en*"¹⁹. Det vigtigste her for mig er, at alt IPR tilhører virksomheden, hvis jeg skal investere i det" (bilag 9).

Christian Vintergaard pointerer herudover, at det er sikringen af og rettighederne til den unikke løsning, der gør, at der kan opnås *overnormale afkast*, som kan ses ved startupvirksomheder, der introducerer nye banebrydende løsninger (bilag 2). Dette bekræfter Sørensen (2017), jf. afsnit 5.3., som siger, at det er opstillingen af forhindringer over for konkurrenter ved f.eks. IPR-retteligheder, som kan bidrage til overnormale overskud og dermed værditilvækst.

6.2.3.1. Delkonklusion på *technology* og *transformative*

Det kan på baggrund af ovenstående konkluderes, at investorer på tværs af finansieringsstadierne skal vurdere startupvirksomhedernes produkt/service ud fra, hvor unik løsningen er. Her skal seed- og early-stage investorer primært fokusere på *bedre* og *disruptive løsninger*, og late-stage investorer skal fortrinsvis fokusere på *bedre løsninger*. I et risiko- og afkastperspektiv, er det desuden vigtigt, at produktet er bestykket af relevante IPR-retteligheder tilhørende startupvirksomheden, da disse har indflydelse på de overnormale afkast, som lejlighedsvis ses på venturemarkedet.

6.2.4. Total Addressable Market

Total addressable market (TAM) er, sammen med *transformative*, den fjerde vigtigste screeningsparameter, ifølge 32% af respondenterne. TAM er præsenteret som den femte parameter, idet *technology* og *transformative* er vurderet samlet. Ifølge De 7 T'er relaterer TAM sig til et marked, hvor der er milliard dollars omsætningspotentiale. Yderligere skal der skal skabes en dybere forståelse for, hvilket problem startupvirksomheden løser i markedet med deres produkt. Rolf Kjærgaard bekræfter vigtigheden af vurderingen af markedet, idet han nævner markedet, som en af de tre vigtigste screeningsparametre (bilag 1). Markedet er også ved Knights (1994) europæiske undersøgelse kommet frem til, at markedet er den anden vigtigste parameter med dens underparameter: "*The target market enjoys a significant growth rate*".

Kravet om et stort TAM for startupvirksomheder må siges at være forventeligt grundet den høje risiko, der tages. Idet kun én ud af ti virksomheder i en portefølje statistisk ender med at blive en succes, skal denne ene gerne kunne generere det profitable afkast, der opvejer for de øvrige investeringer i porteføljen, jf. afsnit 5.6.1.3. Det

¹⁹ IPR står for Intellectual Property Rights, dvs. immaterielle rettigheder, som f. eks. forretningskendetegn, varemærke, design, patent, osv. (Kenton, 2021b)

er på de store markeder, at startupvirksomheder har potentiale for at udvikle sig til unicorn-virksomheder, hvilket kan resultere i store gevinster for founder og investor. Investorerne bør dog være opmærksomme på markedsrisikoen, jf. afsnit 5.6.1., som direkte har indflydelse på succesraten for startupvirksomheder og det binære udfaldsrum, jf. afsnit 5.4.

Tabel 21 viser, hvilket markedspotentiale investorerne fra spørgeskemaundersøgelsen vurderer startupvirksomheden skal have for, at det er interessant for investor at investere i. Der ses at være klar enighed om, at virksomhederne skal have *internationalt potentiale* på tværs af de tre finansieringsstadier.

Total Addressable Market (TAM)	Seed-stage	Early-stage	Late-stage	Total
Lokalt potentiale	0%	0%	0%	0%
Nationalt potentiale	13%	7%	17%	11%
Internationalt potentiale	74%	71%	83%	74%
Hvis problemet er stort nok - kan markedet også blive det	9%	11%	0%	9%
Andet	4%	11%	0%	7%
Total	100%	100%	100%	100%

Tabel 21: Total Addressable Market
Kilde: Spørgeskema, Egen tilvirkning

Svarmuligheden *hvis problemet er stort nok – kan markedet også blive det* relaterer sig til Nicolaj Højers kommentar vedrørende, at markedsstørrelsen er en væsentlig parameter, men der behøver ikke nødvendigvis være et eksisterende marked i dag (bilag 4). Markedsrisikoen ved dette scenarie er dog væsentligt højere, idet der typisk ikke foreligger markedsdata herfor (Nielsen, 2017, s. 39). Nikolaj Højer forsøger at validere markedets potentiale ud fra en metode, hvor han kigger på: *”Om problemet er stort nok, har to akser – den ene hvor mange har problemet, og den anden, hvor stort er problemet for den enkelte”* (bilag 4). Denne tilgang bakker en late-stage investor fra spørgeskemaundersøgelsen op omkring ved følgende kommentar: *”det er vigtigt, at virksomhedens produkt/service løser et anerkendt og prioriteret problem hos kunderne. Man kan have udviklet verdens bedste og flotteste papirklips, men det er et produkt, som kunder ikke vægter særlig højt, hvorfor det er uinteressant”* (bilag 17).

Michael Thomsen, CFO for Blazar Capital, nævner yderligere markedet, som en parameter, der er vigtig for Blazar Capitals investeringer, hvor de udelukkende kigger efter *store* markeder (bilag 5). En early-stage respondent har specificeret sit krav til TAM: *”gerne internationalt potentiale, men ikke krav for market leadership”* (bilag 17), mens en seed-stage investor uddyber, at kravet til TAM er: *”forskelligt fra virksomhed til virksomhed”* (bilag 17). Der er altså tale om en case-by-case betragtning trods relativt stor enighed omkring det internationale markedspotentiale.

6.2.4.1. Delkonklusion på Total Addressable Market

Det kan på baggrund af ovenstående konkluderes, at investorer på venturemarkedet skal fokusere på startup-virksomheder, der befinder sig på store markeder med et internationalt potentiale. Dette begrundes bl.a. ud fra den store risiko, der er ved investering på venturemarkedet, hvorfor det potentielle *Total Addressable Market* skal være stort for, at investeringspotentialet også kan blive det. Der kan dog også tales om en case-by-case betragtning ved nogle produkter og virksomheder.

6.2.5. Timing

Timing er den sjette vigtigste screeningsparameter, idet 23% af respondenterne i spørgeskemaundersøgelsen har valgt denne som en af de vigtigste. Ifølge De 7 T'er er timing et kraftfuldt værktøj, hvis man formår at udnytte den rigtigt. Hvis man derimod ikke formår at have den rette timing, kan det ødelægge forretningen. Af denne grund, bør både founder og investor forholde sig til, *hvorfor nu?* Betydningen af timing bekræfter Hougaard (2019) yderligere, jf. afsnit 5.4. Timing er svær at konkretisere, men kan være alt lige fra timing ift. nutidige trends, at være first-mover samt markedsdynamikker og -forhold, som gør, at det netop er nu, der er potentiale for, at startupvirksomheden kan lykkes og der dermed bør investeres *nu*.

Rolf Kjærgaard, CEO hos Vækstfonden, siger, at timing ift. deres investeringer kan være når: *"vi skal accelerere at noget sker, som alternativt ville tage længere tid med risiko for, at der så var nogle udenlandske konkurrenter, som ville løbe med markedet"* (bilag 1). Michael Thomsen, CFO hos Blazar Capital, nævner yderligere: *"I iværksætterier har man lidt tiden imod sig. Man skal i hvert fald rykke hurtigt"* (bilag 6), hvilket bekræfter, at timing bl.a. kan handle om nu eller aldrig for at positionere sig på markedet.

Timing er samtidig en uforudsigelig faktor, som Dorte Thomsen, Fagpolitisk Chef hos Aktive Ejere, omtaler: *"Lige nu er tiden så uforudsigelig, så der er næsten ingen af os, der tør at tænke bare tre til fem år frem"* (bilag 6). Af denne grund er det eneste konkrete, som investor kan forholde sig til, den nuværende situation og de trends, der ses inden for de forskellige industrier. Herudover siger Christian Vintergaard, CEO for Fonden for Entreprenørskab: *"Vi ser jo nogle tendenser for nogle ting som er hippe [...]. Så var der lidt en trend med at alt skulle være en app. Lige i øjeblikket ser vi en trend [...] med en eller anden form for enten et grønt omstillingsfokus [...], ESG²⁰-fokus [...], en eller anden form for sustainability, klimadimension eller menneskedimension"* (bilag 2). Specielt

²⁰ ESG står for Environmental, Social and Corporate Governance, dvs. miljømæssige, sociale forhold og god selskabsledelse (Chen, 2021c).

ESG-fokusset som tendens bakker investorer fra spørgeskemaundersøgelsen op omkring. Flere nævner, at de også fokuserer på startupvirksomhedernes *impact* i screeningsprocessen (bilag 17).

Trods en mindre økonomisk påvirkning af Covid-19 på venturemarkedet, jf. afsnit 4.1.1., har det medført et digitaliserings-boost (bilag 1). Rolf Kjærgaard udtaler desuden, som en reaktion på udviklingen og tendenser i venturemarkedet, at: "*der bliver investeret mere og mere i digitale løsninger, algoritmer, AI, osv.*" (bilag 1).

Michael Thomsen nævner, at e-commerce har fået et push under Covid-19, men på trods af det, så mener de i Blazar Capital: "*at hele e-commerce delen er på et ret 'infant stage'*" (bilag 5). I forbindelse til dette udtaler han, at man i Danmark og resten af Europa er markant bagud, når det kommer til det forbrug, som bliver brugt i online retail ift. f.eks. Sydkorea. Blazar Capitals hypotese, ifølge Michael Thomsen er, at: "*e-commerce vil vokse markant de kommende år*" (bilag 5), hvilket leder til, at Blazar Capitals timing for investering må være netop nu for at kunne komme med på denne udviklingsbølge.

6.2.5.1. Delkonklusion på timing

Det kan konkluderes, at ventureinvestorer bør overveje, hvorfor de skal investere netop nu. Overvejelser inkluderer bl.a. first-mover fordele samt nuværende og fremtidige tendenser på de forskellige markeder. Digitalisering, grøn omstilling og *impact* er dominerende tendenser i øjeblikket på tværs af brancher ifølge spørgeskemaundersøgelsens respondenter og ekspertpanelet.

6.2.6. Total return

Den syvende og sidst rangerede parameter er *total return*, som er valgt af 19% af respondenterne som en af de vigtigste parametre i screeningsprocessen. Ifølge De 7 T'er relaterer *total return* sig til, at det er investors mål at få investeringen ti gange igen inden for en given periode. Parameteren handler om, at investor skal kunne se potentialet i virksomheden og tro på, at denne virksomhed vil kunne generere et højt afkast. Dette inkluderer ventureinvestors forventning til, at kun hver tiende porteføljevirksomhed bliver en succes og har et forventet afkastkrav på 10x, jf. Hougaard (2019) og Keystones (2018c). Dette bekræfter en seed-stage investor fra spørgeskemaundersøgelsen med kommentaren: "*det er få virksomheder i porteføljen, som skal betale hele fonden hjem*" (bilag 17). Dette bekræftes desuden af Knights (1994) europæiske del af undersøgelsen, som konkluderer parameteren afkast og tilhørende underparameter: "*I request a return equal to at least 10 times my investment within 5 to 10 years*" som værende den syvende vigtigste screeningsparameter ud af de i alt 24.

6.2.6.1. Afkastkrav og realiseret afkast

Analyseres respondenternes besvarelser fra spørgeskemaundersøgelsen på tværs af finansieringsstadierne, ses en tendens til, at afkastkravet centrerer sig omkring 5-15x. Ifølge teoriafsnittet, jf. afsnit 5.6., stiger afkastkravet ved øget risiko. Seed-stage investorer kan siges at investere i virksomheder forbundet med højere risiko end early- og late-stage investorer, hvorfor der kræves højere afkast. Dette afspejles af respondenternes besvarelser i tabel 22. Early- og late-stage investorer centrerer sig omkring et afkastkrav på 5-10x. Intuitivt ville det give mening, at afkastkravet var lavere i late-stage, idet der er bevis på forretningspotentialt, hvorfor risikoen reduceres. Dog er alle stadier forbundet med risiko, hvorfor høje afkastkrav generelt er forventeligt.

Afkastkrav	Seed-stage	Early-stage	Late-stage	Total
0-5x	9%	14%	8%	11%
5-10x	48%	64%	83%	60%
10-15x	30%	14%	17%	21%
15-20x	4%	4%	0%	4%
20-30x	4%	4%	0%	4%
+30x	4%	0%	0%	2%
Total	100%	100%	100%	100%

Tabel 22: Afkast ift. finansieringsstadium
Kilde: Spørgeskema, Egen tilvirkning

Flere investorer valgte at oplyse deres gennemsnitlige opnåede afkast over de sidste fem år. Her rangerede svarene sig fra nul til 80 gange investeringerne igen (bilag 17). Den store spredning vurderes logisk, da et forventet afkastkrav kan være svært at opnå, selvom man har besluttet sig for nogle forudgående krav, specielt på så risikofyldt et marked. Samtidig har 37% af respondenterne opgivet svar vedrørende realiseret afkast inden for de sidste fem år. Respondenterne havde i gennemsnit et realiseret afkast på 11,2x investeringen (bilag 17). Denne gennemsnitlige betragtning stemmer godt overens med det teoretiske afkastkrav på venturemarkedet, jf. afsnit 5.6.1.3.

6.2.6.2. Investeringshorisont

Investeringshorisonten blandt respondenterne centrerer sig omkring tre til ni år på tværs af finansieringsstadierne. Seed-stage investorerne har gerne en horisont på seks til ni år og late-stage investorerne en horisont på tre til seks år (bilag 18). Analyseres investeringshorisonten ift. afkastkravet, fremgår det af nedenstående tabel 23, at der er en tendens for, at afkastkravet øges, når investeringshorisonten forlænges. Dette er på baggrund af investeringshorisonten på tre til ni år, som er det interval, 87% af respondenter arbejder ud fra.

Investeringshorisont/Afkastkrav	0-5x	5-10x	10-15x	15-20x	20-30x	+50x	Total
0-3 år	17%	0%	8%	0%	0%	0%	4%
3-6 år	67%	41%	17%	100%	0%	100%	40%
6-9 år	17%	53%	58%	0%	50%	0%	47%
9-12 år	0%	6%	8%	0%	50%	0%	7%
+12 år	0%	0%	8%	0%	0%	0%	2%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Tabel 23: Investeringshorisont ift. Afkastkrav
Kilde: Spørgeskema, Egen tilvirkning

Ifølge Hougaards (2019) gennemgang af risikofaktorerne på venturemarkedet, er der væsentlig risiko forbundet med estimering af investeringshorisonten, idet exitmulighederne er svære at estimere på forhånd. Derfor afspejles investeringshorisonten typisk i afkastkravet med argumentet om tidsværdien af penge og tidshorisontens indvirkning på IRR. Den høje risiko har stor påvirkning på ventureinvestors afkastkrav, hvilket Nicolaj Højer eksemplificerer ved at sammenligne investeringer på venturemarkedet med investeringer i indexaktier. Dette vurderer han havde været mere sikkert på en syv til tiårig horisont, men med et forventeligt lavere afkast (bilag 4).

6.2.6.3. Aktivt ejerskab

Graden af aktivt ejerskab er en anden parameter, som influerer på den risiko, investor påtager sig og dermed det afkastkrav, som forventes. Der kan i den forbindelse argumenteres for, at jo større indflydelse der er på den operationelle aktivitet fra investors side, jo mere reduceres risikoen, jf. afsnit 5.6.2. Dette er grundet investors direkte påvirkning på virksomhedens operationelle processer med erfaring, netværk og kompetencer, hvorved investor i højere grad mitigerer risiko. Hvis startupvirksomheden ikke bliver en succes, har investor altså ikke blot lidt et kapitaltab, men også tabt ressourcer i form af tid, som kunne være investeret anderledes. Af denne grund stiger afkastkravet også i takt med øget aktivitet i ejerskabet. Denne tendens ses også i nedenstående tabel 24, hvor spørgeskemarespondenternes afkastkrav analyseres ift. det aktive ejerskab.

Afkastkrav	Ikke aktivt ejerskab	Strategisk ejerskab	Operationelt ejerskab	Total
0-5x	0%	14%	8%	11%
5-10x	100%	62%	33%	60%
10-15x	0%	22%	25%	21%
15-20x	0%	0%	17%	4%
20-30x	0%	3%	8%	4%
+30x	0%	0%	8%	2%
Total	100%	100%	100%	100%

Tabel 24: Afkast ift. ejerskabsaktivitet
Kilde: Spørgeskema, Egen tilvirkning

De investorer, som udelukkende bidrager med kapitaltilførsel (*ikke aktivt ejerskab*), forventer alle et afkast på 5-10x. Det gør majoriteten, som bidrager med strategisk ejerskab også, herudover kræver en femtedel 10-15x i afkastkrav. Endnu større spredning i afkastkravet ses mellem 5-20x ved operationelt ejerskab. Dette bekræfter, at der er en tendens til, at afkastkravet stiger, jo højere grad af aktivt ejerskab investor bidrager med.

6.2.6.4. Vurdering af en succesfuld investering

Det er interessant, at *total return* er valgt som den mindst vigtige screeningsparameter, idet 42% af alle respondenterne har valgt, at de vurderer en succesfuld investering ud fra *exit af virksomheden med afkast, som lever op til afkastkravet*, jf. tabel 25. Herudover er både Business Angels og venturefonde kategoriseret som professionelle investorer, hvilket per definition betyder, at de investerer med henblik på at modtage et økonomisk afkast (Chen, 2021d). Den anden mest valgte parameter, som 17% af respondenterne vurderer en succesfuld

investering ud fra, er på baggrund af *en sjov og lærerig proces omringet af gode mennesker*. Nicolaj Højer udtaler i den forbindelse: *"Det er måske 10-20%, der kun går op i penge, faktisk ret få. Hvis man kun gik op i penge, så tror jeg faktisk at være Business Angel er dårlig brug af ens tid"* (bilag 4).

Succesfuld investering	Seed-stage	Early-stage	Late-stage	Total
Exit af virksomhed med afkast som lever op til afkastkrav	40%	41%	56%	42%
Børsnotering af virksomheden	16%	14%	22%	15%
Profitabel virksomhed med mulighed for udbytte	14%	15%	11%	14%
Sociale, bæredygtige og/eller miljømæssige formål	9%	11%	0%	9%
Sjov og lærerig proces omringet af gode mennesker	19%	17%	0%	17%
Andet	2%	3%	11%	3%
Total	100%	100%	100%	100%

Tabel 25: Succesfuld investering
Kilde: Spørgeskema, Egen tilvirkning

Analyseres svarene individuelt for finansieringsstadier, jf. tabel 25, er det tydeligt, at late-stage investorer har en mere kapitalistisk tilgang til vurdering af en succesfuld startupvirksomhed. 56% mener, det er ved *exit af virksomheden der lever op til afkastkravet*, og 22% mener, det er ved *børsnotering af virksomheden*. Der er ingen af respondenterne, som investerer i late-stage, der mener, at en succesfuld investering opnås *ved en sjov og lærerig proces omringet af gode mennesker*. Dette indikerer, ændringen i professionalisme og motivation fra de tidlige til de mere etablerede startupvirksomheder.

Blandt seed- og early-stage investorer er det også klart, at det er ved *exit af virksomheden med afkast der lever op til afkastkravet*, flest vurderer en succesfuld investering ud fra hhv. 40% og 41%. På disse to stadier er det *en sjov og lærerig proces omringet af gode mennesker*, som tager andenpladsen for, hvordan ventureinvestorerne vurderer en succesfuld investering med hhv. 19% og 17%. I den forbindelse har seed- og early-stage investorer bl.a. uddybet deres svar med følgende kommentarer: *"Det er fantastisk at være med til at hjælpe dygtige founders til at blive succesfulde"*, *"det er sjovt"* og *"en fantastisk mulighed for at arbejde med meget engagerede mennesker, som vil gøre en forskel"* (bilag 17).

Herudover vægter seed- og early-stage investorerne også, i kontrast til late-stage, *sociale, bæredygtige og/eller miljømæssige formål*, som succesfulde investeringer med hhv. 9% og 11% af respondenternes svar. En early-stage investor har yderligere uddybet sit svar med: *"At skabe vækst og arbejdspladser i Danmark"* (bilag 17). Dette spørgsmål kunne besvares med flere valgmuligheder. I den forbindelse er det bemærkelsesværdigt, at der er så få respondenter, heraf late-stage investorer, som vurderer denne parameter som en vigtig succesparameter, når *impact* og den grønne omstilling er globale fokusområder i dag.

Fælles for de tre stadier er, at 10-15% i hvert stadie vurderer en succesfuld investering, som *opbygning af en profitabel virksomhed med mulighed for evt. modtagelse af udbytte*. Dette er i kontrast til Hougaards (2019) teori

om, at der kun er én udbetaling ved ventureinvesteringer, som er ved exit. Jf. afsnit 5.4.1., reinvesteres alt kapital typisk i startupvirksomheder, hvorfor udbyttebetalinger er sjældne på venturemarkedet.

Venturefonde kan først endeligt måle deres succes, når alle porteføljeselskaber er frasolgt, og porteføljens samlede afkast kan gøres op, jf. afsnit 4.3.1. Business Angels vurderer typisk deres samlede succes over deres porteføljevirksomheder, og selvom ikke alle Business Angels er fuldtidsinvestorer, så er det en levevej for mange. Med disse argumenter må afkastet overordnet set stadig være en væsentlig motivationsfaktor og en succesparameter for investorerne. Dette bekræfter Nicolaj Højer, som siger: *"Lige nu er jeg 45 år. Jeg skal have penge ud til de næste 45 år [...] men det behøver ikke være i år ét [...], når man er i det tidlige stadie som mig, så bliver man nødt til at kigge på noget der har en syv til tiårig horisont. Så i bund og grund går jeg ind og laver en masse lotterisedler (investeringer) nu i noget, som om syv til ti år gerne skulle give noget afkast, og det gør jeg så løbende"* (bilag 4).

At være investor på venturemarkedet, specielt i seed- og early-stage, kan konkluderes at være drevet af mere end afkastet på baggrund af respondenternes besvarelser i spørgeskemaundersøgelsen og ekspertpanelets udtalelser. Det er dog overraskende, at respondenterne rangerer *total return* som den mindst vigtige screeningsparameter, da mange af investorerne lever af afkastet på deres investeringer. En early-stage investor opsummerer denne analyse ved følgende kommentar: *"Målet er et godt afkast og at kunne være med til at bidrage positivt til udviklingen"* (bilag 17). Denne pointe bakker Kenneth Larsen, CEO for Keystones, op omkring: *"Det er et noget risikofyldt space, så det skal give et overnormalt afkast. Man kan sige, at motivationen bag at investere i startupvirksomheder er mangfoldig. De fleste siger et specifikt afkast i denne størrelsesorden, osv. Men der er også rigtig mange underliggende motivationer for at være investor. Dette er f.eks. at man vil være med på nogle specielle ting, vil have et andet liv, og bidrage, osv."* (bilag 3).

6.2.6.5. Delkonklusion på *total return*

Det kan konkluderes at på trods af, at spørgeskemaundersøgelsen indikerer, at *total return* er den mindst vigtige screeningsparameter, så skal investorerne stadig kunne se, at virksomheden kan give dem et finansielt afkast, før det er interessant for dem at investere. Herudover er der ikke nødvendigvis kun én form for afkast, det økonomiske, men andre motivations- og succesfaktorer kan også spille ind.

6.2.7. Forretningsplan og -strategi

Underliggende for alle disse screeningsparametre ligger forretningsplanen. Selvom forretningsplanen er anvendelig i flere situationer og har flere målgrupper, så udarbejdes den oftest ifm. kapitalrejsning. Forretningsplanen

giver yderligere et vigtigt indblik i startupvirksomheden, hvilket er med til at afhjælpe problematikken vedrørende asymmetrisk information (Colin & Stark, 2004) .

Respondenterne i spørgeskemaundersøgelsen bekræfter yderligere vigtigheden af startupvirksomhedens forretningsstrategi. Her siger en early-stage investor bl.a.: *"strategien skal hænge sammen"* (bilag 17). Denne pointe bekræfter Rolf Kjærgaard yderligere. Han nævner, at det er vigtigt, at startupvirksomheder har defineret deres forretningsplan og strategi fra begyndelsen. Herudover prioriterer han forretningsstrategien som en af de tre vigtigste parametre at vurdere den enkelte startupvirksomhed ud fra (bilag 1).

Forretningsplanen og -strategien dækker over flere af De 7 T'er og inkluderer bl.a. hvordan produktet ser ud, hvordan kunderne ser ud, markedsstrategien, produktionsstrategien, optimeringsplaner, ledelsen, finansiering osv. Udformningen af denne afhænger af den enkelte virksomhed, og er lige så vigtig for virksomheden som for investor. På trods af dette kræver trefjerdele af Business Angels, at virksomheden har en forretningsplan (Colin & Stark, 2004). Forretningsplanen skal ifølge Rolf Kjærgaard sikre, hvordan founder forholder sig til udfordringer undervejs og sikre at: *"man ikke risikerer, at det falder fra hinanden og virksomheden begynder at glide i forskellige retninger"* (bilag 1). Kjærgaard nævner yderligere, at forretningsstrategien skal have struktur, fokus og et stærkt fundament, så virksomheden ikke ender med at *"suse i alle mulige retninger"*, hvor *"strukturen skal hele tiden gøre det muligt at bevare fokus"* (bilag 1).

Forretningsplanen, som mere er en betegnelse for specifikke mål frem for den overordnede strategiske retning for virksomheden, er også vigtig. Det er dog i den forbindelse essentielt at huske på: *"Planning is everything, a plan is nothing"* (bilag 1). Med dette mener Rolf Kjærgaard, at han endnu ikke har oplevet en virksomhed, som følger en forretningsplan til punkt til prikke, idet der opstår så mange muligheder og usikkerheder samt uforudsete ting undervejs. Hvis der dog ikke ligger en velovervejet plan til grund for virksomheden og de mulige udfordringer, der kan opstå, vil forretningen netop glide i forskellige retninger.

6.2.8. Delkonklusion på screeningsparametre

Den højest prioriterede screeningsparameter er teamet. Teamet skal drive forretningen og dens udvikling og er derfor af væsentlig karakter ift. grundlæggende at få virksomheden til at lykkes. De resterende parametre viser sig at være af forskellig væsentlighed ifølge spørgeskemaets respondenter. Trods en rangering af screeningsparametrene, vurderes de alle væsentlige at have overvejet ifm. en investeringsbeslutningsproces. Afkastet, som færrest respondenter vurderede som værende en af de vigtigste parametre, har dog i analysen vist sig at være væsentlig for investor. Afkastet behøver dog ikke nødvendigvis udelukkende at vurderes økonomisk. Herudover

er en veldefineret, struktureret og sammenhængende forretningsplan samt -strategi essentiel for at sikre, at virksomheden formår at holde fokus. Overordnet skaber screeningsparametrene grundlaget for, om investor skal gå videre med startupvirksomheden i investeringsbeslutningsprocessen.

6.3. Værdiansættelse

Det næste led i investeringsbeslutningsprocessen er værdiansættelse. Formålet med dette afsnit er at få et indblik i værdiansættelsesprocessen blandt ventureinvestorerne. Dette var et spørgsmål i spørgeskemaundersøgelsen. Idet det var muligt at vælge flere svarmuligheder, er der totalt 132 svar. Disse er fordelt relativt på finansieringsstadierne, jf. tabel 26.

Værdiansættelse på finansieringsstadier	Seed-stage	Early-stage	Late-stage	Total
Forhandling	31%	27%	25%	28%
Multipel beregning	13%	21%	38%	22%
Tommelfingerregler	24%	18%	25%	21%
Subjektive faktorer	11%	10%	6%	10%
DEV-metoden (Exit-metoden)	9%	11%	0%	9%
Teoretiske finansielle modeller	2%	6%	6%	5%
Andet	9%	7%	0%	7%
Total	100%	100%	100%	100%

Tabel 26: Værdiansættelsesproces ift. finansieringsstadie
Kilde: Spørgeskema, Egen tilvirkning

6.3.1. Forhandling

Ifølge respondenterne i spørgeskemaundersøgelsen er *forhandling*, den mest anvendte metode til værdiansættelse i praksis. Forhandling er i spørgeskemaundersøgelsen præsenteret som *værdiansættelse vs. deal terms*, dvs. at investor og founder forhandler sig frem til en værdiansættelse. En forhandling kan dække over flere parametre af frameworkets indhold, hvilket bl.a. påvirker afkast, risiko, værdiansættelse og kontraktlige forhold.

Analyseres anvendelsen af forhandling ud fra finansieringsstadierne, er denne metode anvendt bredt med en jævn fordeling på 25-31%, hvor flest seed-stage investorer benytter sig af denne metode. Dette stemmer overens med CEO for Keystones, Kenneth Larsens udtalelse vedrørende forhandling: "*Der er nogle forhandlinger, som går nemmere end andre. Man har selvfølgelig sin smertegrænse, men det er klart, at i den her forbindelse [...], at jo tidligere et stadie virksomheden er på, jo sværere er det jo at sætte værdiansættelsen ind i en formel*" (bilag 3).

Ifølge Keystones (2021) er det netop også forhandlingsmetoden, som er den traditionelle måde, hvorpå en startupvirksomhed værdiansættes: "*Traditionelt bliver prisen på en opstartsvirksomhed fastsat i én-til-én forhandling mellem iværksætter og investor, hvilket har medført, at relativt små ting som forhandlingsmagt, personlig kemi mellem investor og iværksætter, branchestandarder, markedsfaktorer mv. kunne øge prisfastsættelsens*

arbitrære natur.“ Denne betragtning relaterer sig til den gennemgåede teori af Hougaard (2019), jf. afsnit 5.4., hvor både founders og investors perspektiv ved værdiansættelse bliver præsenteret.

Keystones' Høker kalkule, jf. afsnit 5.5.2., lægger yderligere op til at kunne bruges i en forhandling til at skabe et kvantitativt udgangspunkt. Keystones (u.d.b) introducerer netop dette værktøj ved: *”Kalkulen skal ikke anvendes som en facitliste, men blot som én ud af flere ”valuation-indikatorer” – og dermed som et dialogværktøj for virksomhedsejere og investorer.”* Med andre ord kan kalkulen bruges til at foretage en indikativ værdiansættelse, som kan anvendes som forhandlingsgrundlag i den videre proces.

Afhandlingen fokuserer på investors vurdering og udvælgelse af interessante startupvirksomheder at investere i. Dorte Thomsen, Fagpolitisk Chef hos Aktive Ejere, skaber dog et perspektiv på vurdering af investor, som specielt er interessant i en forhandlingsproces. Dorte Thomsen siger: *”[...] man går ind med sin personlighed og har en erfaring med udvikling, hvordan du markedsfører det, nærmest bare i kraft af, at være en kendt person, så har du allerede momentum, hvor andre vil kigge på dig, som en investor, man har lyst til at tage ind. Det er en trend man ser lige nu, altså denne kommerialisering af at være investor, som typisk starter i dette Business Angel-segment”* (bilag 6). Med andre ord skal også investor præstere for at blive *valgt* som investor ift. den værdi, som de kan skabe. Keystones (2018b) deler investors kunnen op i kompetencer, netværk, tid og kapital, som startupvirksomheden bør overveje, før der takkes *ja* til en investor. Dette relaterer sig til, at investorer skal bidrage med *value-add* og ikke blot *capital-add*, hvilket leder tilbage til, at klog kapital er afgørende, jf. afsnit 4.4.

De virksomheder, som excellerer på screeningsparametrene, som f.eks. De 7 T'er, jf. afsnit 5.5.1., vil alt andet lige have en styrket forhandlingsposition overfor investor. Dette bekræfter HBR-studiet, hvor Vinod Khodla, som er founder af flere venturefonde, udtaler: *”The best start-ups with inspiring entrepreneurs have intense competition to fund them”* (Gompers et. al., 2021). Omvendt vil en investor med et robust CV i form af kompetencer, netværk, kapital og track-record naturligt stå i en stærk position forhandlingsmæssigt, når det kommer til forhandlingen om, hvilken værdiansættelse investor køber sig ind til.

Investor ønsker at blive kompenseret for den høje risiko, der påtages ifm. investering i startupvirksomheder. Forhandling er en metode, som investor kan benytte til at forsøge at mindske eller kontrollere påtaget risiko. Dette kan gøres ved forhandling ift. kontraktlige forhold, som f.eks. reducerer investors risiko for kapitaltab eller udvanding. Ved afdækning af risiko gennem kontraktlige forhold påvirkes investors påtagede risiko, som påvirker afkastkravet og endelig, den værdiansættelse, som investor er villig til at købe sig ind til. Yderligere analyse af kontraktlige forhold og risici uddybes under afsnit 6.4.

6.3.1.1. Delkonklusion på forhandling

Forhandling er den mest benyttede metode for værdiansættelse af en startupvirksomhed, på tværs af de tre finansieringsstadier. Dette sker mellem founder og investor, hvor forskellige synspunkter vendes ift. at nå frem til en værdiansættelse. Flere forhold påvirker en sådan værdiansættelsesforhandling. Dette er bl.a. risiko, afkast, kontraktlige forhold og den værdi investor kan bidrage med.

6.3.2. Multipel beregning

Teoretisk set er det ikke hensigtsmæssigt at benytte multipler til værdiansættelse af startupvirksomheder, jf. afsnit 5.2.2. Trods den teoretiske udfordring ved at foretage en korrekt multipelværdiansættelse, benytter 22% af spørgeskemarespondenterne denne metode, hvilket er den anden-mest anvendte metode på tværs af finansieringsstadierne, jf. tabel 26. Multipelmetoden er den som har størst popularitet ift. værdiansættelse af startupvirksomheder på tværs af geografier, sektorer og finansieringsstadier (Wright & Robbie, 1996). Argumenter herfor inkluderer, at metoden er nem at forstå, ikke-tidskrævende, har en lille andel subjektive antagelser samt er markedsrelevant ift. at vurdere startupvirksomheden op imod *nogenlunde* sammenlignelige virksomheder. Modsat er argumentet fra et teoretisk synspunkt, at det sammenlignelige grundlag er meget svært at opfylde i praksis (Keystones, u.d.e).

Fordelt på finansieringsstadier ses en større spredning ift. den samlede betragtning af spørgeskemabesvarelsenerne. På de enkelte stadier anvender 13%, 21% og 38% på hhv. seed-, early-, og late-stage investorer multipler til værdiansættelse. Heraf kan det udledes, at anvendelsen af multipelmetoden stiger, jo senere et finansieringsstadium virksomheden befinder sig på. Dette giver mening, idet informationsgrundlaget stiger i takt med finansieringsstadierne. Ud over informationsgrundlaget vil der typisk, i de tidligste stadier, ikke være finansielle nøgletal, som man kan gange multiplerne på, jf. afsnit 5.2.2.

Multipler kan have en anvendelse tilsvarende tommelfingerregler, som yderligere vil blive uddybet under afsnit 6.3.3. Specifikke multipeltommelfingerregler vil dog typisk være baseret på specifikke brancher. Michael Thomsen, CFO hos Blazar Capital, beskrev, at en e-commerce multipel på 3x omsætning, var typisk at se i markedet, men det afhænger naturligvis af den specifikke case (bilag 5). En sådan multipel-betragtning er også gældende på tech-markedet, mere specifikt inden for Software-as-a-Service (SaaS)²¹-virksomheder. Dette uddyber en

²¹ Software-as-a-Service (SaaS) er en softwareløsning licenseret på abonnementsservice (Grant, 2020b) .

respondent i spørgeskemaundersøgelsen med: *"SaaS virksomheder prissættes ofte med udgangspunkt i en multipel på ARR²², dog meget afhængigt af, hvor meget man har vokset/forventer at vokse"* (bilag 17).

Disse multipel-betragtninger er dog ikke nødvendigvis begrænset til startupvirksomheders senere stadier, som har etableret en vækstende omsætning. En spørgeskemarespondent, som ser negativt på denne "multipel-trend", udtaler: *"Tech er som sagt buzzword og vil typisk have buzz multipler, som valuation før de har omsætning. De skal lige have et koldt bad og falde ned til jorden."* (bilag 17). Det tyder altså på, at tendensen til at anvende multipel-tommelfingerregler på startupvirksomheder baserer sig på en mindre valideret grundlag. Dette bekræfter Business Angel, Niels Henrik Rasmussen: *"man kan bruge multipler til at skabe et udgangspunkt"* (bilag 7). Det vurderes derved, at der mere er tale om en multipel-betragtning frem for en teoretisk multipel-beregning.

6.3.2.1. Delkonklusion på multipel værdiansættelse

Trods et problematisk teoretisk grundlag for denne værdiansættelsesmetode, er den alligevel benyttet i praksis ifm. værdiansættelse af startupvirksomheder. Denne anvendes primært på late-stage, men også på early-stage. Det kan konkluderes, idet et reelt sammenligningsgrundlag er svært at opnå, at der er tale om en multipel-betragtning frem for en -beregning.

6.3.3. Tommelfingerregel

Tommelfingerregler kan beskrives som principper, der bliver anvendt i langt de fleste tilfælde, men som ikke er universelle. Flere aktører i afhandlingens ekspertgruppe benytter sådanne tommelfingerregler som en typisk regel for værdiansættelse af startupvirksomheder. Disse tommelfingeregler er udledt på baggrund af erfaringer. Nicolaj Højer har en gennemsnitlig tommelfingerregel baseret på hans investeringer, som primært er inden for seed- og early-stage: *"gennemsnitligt ligger mine investeringer på omkring DKK 10 mio. i værdiansættelse. Nogle lidt under – nogle lidt over. Og det er afhængigt af, at jeg går ind på dette tidlige stadie. Var jeg en investor, der gik ind på et andet stadie, så ville intervallet ligge et andet sted. Men de tænker typisk på samme måde, man skal langt hen før, at det er finansielle modeller der afgør, hvad valuation er"* (bilag 4).

Tommelfingerregler bliver benyttet af 21% af respondenterne på tværs af finansieringsstadierne, hvilket placerer metoden, som den tredje-mest anvendte metode, jf. tabel 26. En kommentar fra en spørgeskemarespondent uddyber sin besvarelse med følgende: *"Vi investerer næsten fast DKK 1-2 mio. i seed og forventer 10-15%*

²² ARR står for Annual Recurring Revenue, dvs. den årlige tilbagevendende omsætning (Murphy, 2020).

(*ejerandel*)” (bilag 17), hvilket netop bekræfter Nicolaj Højers pointe i, at investorer har nogle faste værdiansættelser, som de køber sig ind til.

I de nævnte eksempler omtales tommelfingerreglerne som et udgangspunkt, hvor man kan tilpasse værdiansættelsen efter en case-by-case betragtning. Nicolaj Højer giver et eksempel på en case, som blev højere værdiansat end hans generelle tommelfingerregel. Den primære årsag var, at der var andre investorer ombord, samt at founderen (Stephen) både havde track-record og et stærkt team bag sig: *”Typisk er der binært udfald, så ved vi, når en startupvirksomhed er ca. i denne fase, så ligger de i det spænd (værdimæssigt). Hvis de vil højere op, så skal du have en Stephen-faktor eller lignende for at kunne gøre det. Alternativet bliver, at man bygger virksomheden et halvt år længere frem og finder tre virksomheder, der køber dit produkt – for så er mit udfaldsrum højere oppe, da jeg ved, at du har de-risked det en lille smule”* (bilag 4). Det er altså parametre fra de empirisk udledte metoder, jf. afsnit 5.5., samt forhandlingsparametre, som typisk rykker på de generelle tommelfingerregler.

6.3.3.1. Delkonklusion på værdiansættelse ved brug af tommelfingerregler

Tommelfingerregler ses at være et godt værktøj til at sætte et udgangspunkt for en forhandling, som baserer sig på en generel betragtning og erfaring. Udgangspunktet påvirkes af en case-by-case betragtning, alt efter hvilke specifikke parametre, der er til stede. Både screeningsparametre, multipler og forhandling kan have effekt herpå.

6.3.4. Teoretiske finansielle modeller

Teoretisk er der flere udfordringer ved de klassiske teoretiske værdiansættelsesmodeller, når de forsøges anvendt på startupvirksomheder, jf. afsnit 5.2. Dette blev bekræftet af respondenterne i spørgeskemaet, hvor kun 5% af respondenterne svarede, at de benytter *teoretiske finansielle modeller* (f.eks. DCF, EVA, osv). Dette bekræfter Nicolaj Højer: *”Hvis der er en stifter der viser mig en DCF-model, så vil vi stort set grine af dem. Fordi du kan ikke lave DCF her. Det bliver mere en binær approach, hvor du siger [...] hvis de her ti ting virkelig lykkes, så har vi en virksomhed der er en milliard værd. Og så kigger man på sig selv, og så overvejer man, om man selv tror på at det kan lykkes”* (bilag 4). Research fra 2021 pointerer yderligere den begrænsede anvendelse af disse modeller: *”Few VCs use DCF or other standard financial-analysis techniques to assess deals”* (Gompers et. al., 2021), hvor det yderligere nævnes, at 31% af de 900 venturefonde ikke lavede forecasts på startupvirksomhedens finansielle værdier ifm. en investeringsbeslutningsproces.

Det skaber derfor undren, at der alligevel er nogle respondenter, som vælger denne metode specielt i lyset af, at fire ud af seks er early-stage investorer. En early-stage investor, Jacob Thygesen, har ved et uddybende interview forklaret sin tilgang til anvendelse af teoretiske modeller på venturemarkedet: *”jeg godt lide, at man lidt*

prøver at lave en øvelse, hvor man ser på hvilken fremskrivning man kan lave, hvilken værdi kan man opnå og hvad det kræver at komme derhen. Og så må man bare erkende, at det bliver lidt mere overfladisk" (bilag 10). Thygesens baggrund for denne tilgang begrunder han med sin uddannelse og erfaring fra kapitalfonde, hvor teoretiske værdiansættelsesmodeller er udbredte. Grundtanken skaber nogle gode overvejelser ifm. et forsøg på at kvantificere virksomhedens fremtid. Samlet set er det dog meget få respondenterne, som anvender disse værdiansættelsesmodeller, hvilket stemmer overens med de præsenterede problematikker i afsnit 5.2.

6.3.5. Subjektive faktorer og DEV-metoden

Værdiansættelse ud fra subjektive faktorer og DEV-metoden anvender hhv. 10% og 9% af respondenterne på tværs af finansieringsstadierne, jf. tabel 26. På finansieringsstadieniveau er det i højere grad seed- og early-stage investorerne, som anvender disse metoder, hvor svarprocenten ligger i et spænd fra 9% til 11% for de to metoder. Hos late-stage investorer benytter 6% de subjektive faktorer, og ingen benytter DEV-metoden. Denne lave andel respondenter skaber undren, idet DEV-metoden anses for at være en god metode til kvantificering af en værdiansættelse på venturemarkedet.

En årsag til den lille andel af respondenterne, som anvender DEV-metoden kan være, at metoden ikke er en kendt værdiansættelsesmetode i praksis, selvom overvejelserne som metoden bygger på, er bredt anvendt. Dette understøtter en respondent med følgende: *"Jo tidligere selskabet er i udviklingsstadiet, desto mere vanskeligt bliver værdiansættelse ud fra matematiske modeller og i realiteten også meningsløse. Typisk giver det mere mening at gå pragmatisk til værdiansættelse og anskue det fra et udvandrings- og kapitalbehovs perspektiv"* (bilag 17). Denne betragtning stemmer i høj grad overens med Hougards (2019) tilgang til værdiansættelse på venturemarkedet, jf. afsnit 5.4, dette bekræfter den praktiske anvendelse af de overvejelser DEV-metoden bygger på.

Af de respondenter, som valgte *subjektive faktorer*, blev der i spørgeskemaundersøgelsen opfordret til at uddybe besvarelsen. Det er senere blevet erfaret, at sådanne åbne spørgsmål typisk undlades at besvares. Yderligere er der andre svarmuligheder, som også kan tolkes som *subjektive* f.eks. forhandling og tommelfingerregler, hvorved disse kunne være blevet valgt i stedet qua deres høje svarrater.

Alligevel er der nogle kommentarer i spørgeskemaet, som henvender sig til denne svarmulighed. Dette inkluderer: *"Person Produkt Prospect. Ville jeg selv købe/bruge det. Kan jeg se et marked", "Et stærk lederteam er afgørende; da man skal være i stand til at lære af kunder/konkurrenter og ændre/tilpasse virksomhedens produktoffering/primære marked/prissætning etc. ligesom det er vigtigt at kunne tiltrække nye kvalificerede folk til projektet. Og så lægger vi vægt på, at vi kan få et godt, åbent og ærligt samarbejde med founders om udvikling af*

virksomheden" og *"Kommer meget an på stadie, branche/løsning og den samlede pakke. Generelt meget lidt "Excel" drevet værdiansættelse"* (bilag 17). Disse kommentarer refererer i høj grad til subjektive faktorer, som f.eks. er at spore i de 7 T'er, jf. afsnit 5.5.1.

En tredjedel af respondenterne har uddybet deres svar angående deres værdiansættelsestilgang, hvilket sammen med kommentarerne understreger pointen omkring, at værdiansættelse på venturemarkedet ikke er sort og hvidt. Tværtimod er der mange metoder, processer og overvejelser, som ventureinvestorer benytter i deres tilgang til at værdiansætte med henblik på investering i startupvirksomheder, hvilket ikke ses på samme måde ved etablerede virksomheder. Dette leder til, at det igen giver mening, at *forhandling* er den dominerende værdiansættelsesmetode på tværs af finansieringsstadierne.

6.3.6. Delkonklusion på værdiansættelse

De tre mest benyttede metoder til værdiansættelse er forhandling, multipler og tommelfingerregler. Teoretiske finansielle modeller benyttes næsten ikke i praksis, ligesom det blev vurderet uhensigtsmæssigt under teori-afsnittet. Forhandling, som er den mest anvendte metode, omfavner mange perspektiver, herunder udgangspunkter på baggrund af tommelfingerregler og multipler, men medtager også overvejelser vedrørende afkast, risiko, investors bidrag samt kontraktlige forhold. Dette gælder på tværs af finansieringsstadierne. Multipler benyttes dog mere i de senere stadier, hvor tommelfingerregler i højere grad benyttes i de tidligere stadier.

6.4. Kontraktlige forhold

Sidste del af investeringsbeslutningsprocessen er de kontraktlige forhold. Denne del vurderes specielt relevant ved ventureinvesteringer, idet der er stor risiko forbundet herved. Denne afhandling er ikke en juridisk gennemgang af den optimale kontrakt, jf. afgrænsningen afsnit 1.3. Det vurderes alligevel at være relevant at undersøge essentielle betragtninger og overvejelser inden for området ifm. investeringsbeslutningsprocessen på det danske venturemarked.

6.4.1. Præferenceaktier

Investeringstypen er det første værktøj investor kan benytte til at mitigere risikoen ved investering i startupvirksomheder. I denne afhandling er fokus på præferenceaktier og konvertible lån, jf. afsnit 5.6.3. Disse finansieringstyper adskiller sig fra ordinære aktier og gæld. De er teoretisk set gode ift. styring af den risiko der er forbundet med investering i startupvirksomheder. Respondenterne i spørgeskemaet blev spurgt ind til deres anvendelse af disse værktøjer, hvor fordelingen på tværs af finansieringsstadierne præsenteres i tabel 27 og 28.

	Præferenceaktier			Total
	Seed-stage	Early-stage	Late-stage	
Ja	30%	32%	0%	28%
Nej	70%	68%	100%	72%
Total	100%	100%	100%	100%

Tabel 27: Præferenceaktier
Kilde: Spørgeskema, Egen tilvirkning

Baseret på Norton & Tenenbaums (1992) empiriske research var det tydeligt, at præferenceaktier er foretrukket, idet de medtager fordele fra ordinære aktier og gæld uden de tilknyttede ulemper, jf. afsnit 5.6.3. Ifølge tabel 27 er det dog kun 28% af alle respondenter på tværs af finansieringsstadierne, som anvender præferenceaktier. Ifølge teorien burde anvendelse af præferenceaktier være den optimale investeringstype fra et investorsynspunkt, idet det er et effektivt værktøj til styring af risiko, hvorfor det skaber undren, at ikke flere af respondenterne gør krav på disse.

Ifølge Fagpolitisk Chef for Aktive Ejere, Dorte Thomsen, kan: *"Præferenceaktier [...] være en væsentlig del af de kontraktlige forhold, idet man har hånden på kogepladen"* (bilag 6). Modsat argumenterer Niels Henrik Rasmussen, Business Angel, for at: *"Problemerne ved præferenceaktier er, at der fra starten af er aftalt, at den ene part vinder mere end den anden"* (bilag 7), hvilket indikerer, at man går imod strømlinede interesser fra begyndelsen. Dette kan være demotiverende for founder. Ingen late-stage investorer benytter dette værktøj ifølge spørgeskemaundersøgelsen, jf. tabel 27. Nødvendigheden af præferenceaktier ses dog at være større i de tidlige stadier grundet den øgede risiko, hvorfor det er hensigtsmæssigt at anvendelsen er højere i seed- og early-stage.

De respondenter som har kommenteret på anvendelsen af præferenceaktier, uddyber: *"Vi bruger ikke altid preferred stock men det kan være en af mange forhandlingsmetoder"*, *"Præferencer fordi ejerandelen er lille ift. risiko"* og *"I enkelte tilfælde benyttes præferenceaktie struktur, da det nogle gange kan "bridge" et valuation-gap mellem founders og investorer, men det skaber allerede lidt uens interesser"* (bilag 17). Uddraget af kommentarerne bekræfter, at præferenceaktier bruges til risikostyring. Der lægges yderligere op til, at præferenceaktier bruges som et forhandlingsværktøj i værdiansættelsesprocessen, hvilket vurderes relevant, idet indarbejdelse af præferenceaktier i de kontraktlige forhold minimerer risikoen for investor. Dette kan desuden påvirke værdiansættelsen og afkastet. Afslutningsvis kan præferenceaktier give udfordringer ift. strømlinede interesser.

6.4.2. Konvertible lån

Den teoretiske ramme beskrev gældsinvesteringen som værende uhensigtsmæssig, idet kapital bør reinvesteres i startupvirksomheden for kontinuert at kunne vækste. Et alternativ til dette er konvertible lån, jf. afsnit 5.6.3. Konvertible lån har den fordel, at de tager hensyn til startupvirksomhedens udvikling og dermed ikke udtømmer al overskydende overskud eller positive pengestrømme, som en klassisk gældsinvestering kan gøre. Flere af

respondenterne ser fordele ved denne finansieringstype, idet 68% anvender konvertible lån på tværs af finansieringsstadierne. Det fremkommer dog, at langt de fleste af respondenterne, som anvender konvertible lån, er investorer på de tidligere stadier, jf. tabel 28.

	Konvertible lån			Total
	Seed-stage	Early-stage	Late-stage	
Ja	78%	67%	33%	68%
Nej	21%	32%	66%	31%
Total	100%	100%	100%	100%

Tabel 28: Konvertible lån
Kilde: Egen tilvirkning, spørgeskema

Business Angel, Jacob Thygesen uddyber, hvorfor det kan være relevant at anvende konvertible lån: *"Det er noget, som giver en den samme upside, fordi konverterbare lån kan blive til aktier, men det giver en lidt bedre forhandlingsposition, hvis det ikke er gået så godt"* (bilag 10).

Med Jacob Thygesens kommentar pointeres ikke blot, at finansieringsmetoden er attraktiv, idet den kan omdannes til aktier, men han nævner yderligere, at det kan fungere som et værktøj til håndtering af risiko i tilfælde af, at det ikke går som forventet med virksomheden. Denne pointe bekræfter en respondent med følgende kommentar: *"Låneinvestering giver nogle ekstra sikkerheder i tilfælde af en dårlig udvikling"* (bilag 17). Fordelene ved konvertible lån i tilfælde af, at virksomheden ikke overlever relaterer sig til, at långivere har en fordelagtig position ift. almindelige aktionærer. Dette vil ikke blive uddybet yderligere, jf. afhandlingens afgrænsning afsnit 1.3.

En anden respondent, Nicolai Fink Gundersen, mener, at konvertible lån ikke kan stå alene som finansieringsform, samt at det er en måde at udskyde funding- og dermed aftaleprocessen på. Dette bekræfter en respondent med følgende kommentar: *"Konvertible lån er blot for at udskyde det tungere arbejde med aftaler og den svære diskussion om valuation"* (bilag 17). Gundersen uddyber yderligere: *"Jeg anvender kun konvertible lån [...] for at lave en bridge-finansiering mod en færdig funding runde, hvor det potentielt kan skade fundingprocessen at fastsætte en ny værdiansættelse midtvejs"* (bilag 12).

På trods af ovenstående pointe ser andre investorer denne mulighed som en fordel. Aleks Engel, Partner hos Novo Seed, nævner, at konvertible lån kan være et godt værktøj for at undgå værdiansættelsesproblematikker. Han giver et eksempel på en sådan situation: *"De mener, de har opfundet kuren mod kræft, og vi mener det, de har opfundet, er ganske spændende. De mener, deres firma er blevet en milliard værd, selvom de stadigvæk bruger mus i laboratoriet, og vi har overhovedet ikke nogen forhåbning om, at det på nogen måde kunne være en fraktion af det værd"* (bilag 8). En respondent bekræfter denne pointe ved følgende kommentar: *"Konvertible lån kan være praktiske, f.eks. hvor værdisætning er svær"* (bilag 17).

Ovenstående analyse indikerer, at der ikke er entydig enighed vedrørende fordelagtigheden ved finansiering med konvertible lån. Konvertible lån ses dog at være et godt redskab, når der ikke kan opnås enighed om værdiansættelsen eller i situationer, hvor der er behov for yderligere kapital, men det ikke er hensigtsmæssigt at foretage en ny værdiansættelse f.eks. mellem finansieringsrunder. En kommentar som går igen er, at det er en *case-by-case* betragtning, hvilket antyder, at flere investorer anvender konvertible lån, hvor det er nødvendigt og ikke som en generel finansieringsform.

6.4.3. Strømlinede interesser

Strømlinede interesser kan, som tidligere nævnt, være en udfordring. Netop betydningen af strømlinede og sammenfaldende interesser blev belyst af flere respondenter i spørgeskemaundersøgelsen, idet det de blev spurgt om, hvad de vurderede som værende *den gode kontrakt*, jf. bilag 17. Følgende kommentarer eksemplificerer dette fokus: *"Vigtigst er fælles incitamentsstruktur og ikke potentielt kompleks og konfliktskabende"*, *"Aligned incentives. [...]"* og *"Det er vigtigt, at der etableres "fælles interesser" mellem founders og investor; - herunder lægger vi vægt på, at founders ikke har andre 'sideinteresser'"*, m.fl. (bilag 17).

I relation til strømlinede og sammenfaldende interesser er der stor fokus på, at investor og founder indtræder i investeringsaftalen med samme forventninger og ambitioner. Eksempler på dette fokus ses ved følgende kommentarer: *"En fair og balanceret aftale hvor, founders har indflydelse og mulighed for højt afkast, når tingene lykkes"*, *"At vi er enige om ambitionerne"*, *"Ligeværdighed i krav – founder-friendliness som basis"*, *"At ingen part har veto, eller majoritet. At det erklærede fælles mål ikke kan "blokeres" senere"* og at *"Motivation for founders skal bevares"* (bilag 17). Disse kommentarer kommer primært fra seed- og early-stage investorer. Dette indikerer, at de kontraktlige forhold er væsentlige fra de tidligste finansieringsstadier, og det derfor er essentielt at have aftaler på plads fra den første investering med henblik på at håndtere startupvirksomhedens fremtidige, både positive og negative, udvikling bedst muligt.

Sikring af strømlinede og sammenfaldende interesser er også relateret til risikoen vedrørende asymmetrisk information samt agentrisikoen, jf. afsnit 5.6.1.1. Ved indarbejdelse af fælles mål og motivationsfaktorer i kontrakten kan risikoen for konsekvensen af modstridende interesser mellem investor og founder mindskes. Herudover vurderer nylig amerikansk research: *"In general, deals are structured so that entrepreneurs who hit specific milestones retain control and reap monetary rewards. If they miss those milestones, however, the VCs can bring in new management and change direction."* (Gompers et al. 2021).

Blandt respondenterne er der enighed om, at investor og founder skal sikre, at de befinder sig på samme side forventnings-, ambitions- og forretningsmæssigt ift. *den gode kontrakt*. Samtidig er det ifølge Gompers et al. (2021) væsentligt, at investor kan have muligheden for at ændre retning, hvis startupvirksomheden ikke præsterer på de opsatte mål. Dette er dog nemmere sagt end gjort. En respondent pointerer dette med følgende kommentar: "[...] *kontrakten skal aftale mange aspekter af en udvikling som kan gå både fantastisk og helt galt - især når interesserne netop ikke er strømlinede. Derfor er det ofte en kompleks kontrakt med mange sider. Det som man måske kan fremhæve er, at den bør være transparent og diverse komplekse paragraffer bør eksemplificeres med udregninger så alle forstår implikationerne af hvad som er aftalt.*" (bilag 17). Netop dette citat fremhæver, hvor kompleks en proces investor og founder står over for ifm. udarbejdelse af de kontraktlige forhold.

Indholdet fra term sheets bliver af flere investorer eksemplificeret som væsentligt indhold i *den gode kontrakt*. Dette inkluderer: "[...] *Der er mange ting, der er vigtige i en kontrakt, founder vesting²³, lock-up på founders²⁴, veto rettigheder, warrants til team og andre co-founders osv.*" og "*exit conditions, betingelser for kapital forhøjelser, bestyrelsespost, corporate governance, liste over væsentlige beslutninger, som kræver godkendelse af mig som investor*" (bilag 17). Term sheets er som del i investeringsbeslutningsprocessen vigtig, da det er med til at kortlægge områder, som både kan være *walk-away*²⁵ grunde, men også områder der kan forhandles om. Indholdet har væsentlig betydning for den endelige investeringsaftale mellem founder og investor og kan påvirke den risiko, investor påtager sig og dermed den værdiansættelse, som investor køber sig ind til.

6.4.4. Minoritetsbeskyttelse

Minoritetsbeskyttelse blev belyst af flere investorer i spørgeskemaet, hvilket kan beskrives som nogle juridiske rettigheder, der er med til at beskytte investorer med mindre ejerandele. Fokusset på minoritetsbeskyttelse i ventureinvesteringskontrakten sås også at være relevant, jf. afsnit 5.6.3.

Respondenterne i spørgeskemaet har bl.a. knyttet følgende kommentarer til dette område: "*Helt standard ejer-aftale med mindretalsbeskyttelsesklausuler etc.*" og "*Sædvanlige klausuler i SHA (shareholder agreements) om minoritetsbeskyttelse ved VC investeringer [...]*" (bilag 17). Disse kommentarer indikerer, at minoritetsbeskyttelse

²³ Founder vesting er når founders mister alle sine optjente ejerandele, hvis founders fratræder inden en specifik periode, mens founders modtager alle sine optjente ejerandele, hvis der fratrædes efter en aftalt periode (Langer, 2018).

²⁴ Founder lock-up er en kontraktmæssig bestemmelse, der forhindrer insidere i et selskab i at sælge deres aktier i en bestemt periode (Fernando, 2021b).

²⁵ Walk-away er den grænse, hvor en forhandling ikke længere giver et resultat, der kan accepteres (Lindegaard, u.d.).

ses af investorerne som værende en typisk del af de kontraktlige forhold. Til håndtering af minoritetsbeskyttelse benytter flere i spørgeskemaet *drag-along* og *tag-along* bestemmelser i kontrakten (bilag 17), hvilket også er konkluderet at være et hyppig anvendt styringsværktøj ifm. beskyttelse af minoritetsinteresser, jf. afsnit 5.6.3.

Minoritetsbeskyttelse er bl.a. vigtigt ifm. de løbende kapitalrejsningsrunder, som ses ved finansiering af startup-virksomheder. Her er der risiko for, at eksisterende investorer kan blive udvandet, hvis de ikke ønsker eller ikke kan holde deres position ved at investere yderligere kapital. Samtidig vil de første investorer have taget en stor mængde risiko specielt i de tidligste stadier, hvorfor beskyttelse af disse er relevant. Ifølge Nicolaj Højer er der dog fordele i at være en af de første investorer: *"Hvis jeg ejer 10% af en startup i dag, det kan godt ske at jeg ikke har råd til at gå med i næste runde, men jeg har en selskabsretlig lov til det. Plus jeg også bliver inviteret ind, fordi der er en signalværdi i at have de gamle investorer med [...]. Så ved at lave flere mindre investeringer i starten, så kommer man med ved de rigtige borde."* (bilag 4).

6.4.5. Warrants

Ekspertpanelet og respondenterne i spørgeskemaet, herunder ved de uddybende interviews, gør yderligere opmærksom på vigtigheden af at indarbejde warrants i de kontraktlige forhold mellem investor og startupvirksomhed. Dette er blevet pointeret flere gange ifm. at sikre *den gode kontrakt*. Warrants er defineret i afsnit 5.6.3.

Warrants er et værktøj, som bl.a. anvendes til at sikre motivation, hvilket yderligere bekræftes af respondenter i spørgeskemaet, f.eks. ved følgende kommentar: *"Motivation skal sikres til teamet og founderteamet – warrants er et værktøj"*, mens flere andre respondenter nævner *"warrants"* som svar på spørgsmålet om, hvad *den gode kontrakt* skal indeholde (bilag 17).

I uddybende interviews med respondenter fra spørgeskemaundersøgelsen blev betydningen af warrants uddybet og bekræftet som værende en essentiel del af de kontraktlige forhold mellem startupvirksomhed og investor. Niels Henrik Rasmussen siger, at forhold, som vedrører teamet og warrants, næsten er de eneste ting, som han ser, som relevante at regulere i de kontraktlige forhold (bilag 7). Her har Gundersen et andet syn på warrants. Han siger i den forbindelse: *"Warrants kan være meget gode [...], warrants kan ikke stå alene. I min optik bruges warrants tit på de nøglepersoner, som man bringer ombord undervejs, men ikke nødvendigvis på det eksisterende founderteam"* (bilag 12). Gundersen argumenterer: *"de (teamet) skal være committed, det er man ikke på samme måde, hvis man kun får del i en eller anden warrantordning [...]"* (bilag 12). Gundersens argument hentyder til, at en warrantordning ikke alene kan sikre motivationen hos founderteamet og øvrige nøglemedarbejdere.

6.4.6. Delkonklusion på kontraktlige forhold

Kontraktindgåelsen er det sidste led i investeringsbeslutningsprocessen. Vurdering af investeringstype, specielt konvertible lån, er relevant for investor at overveje. Det blev dog konkluderet, at der ikke var entydig enighed vedrørende dets fordelagtighed, trods en stor anvendelse blandt de tidligste investorer. Herudover indikerede analysen yderligere to primære fokusområder ved udarbejdelse af de kontraktlige forhold. Disse er strømlinede og sammenfaldende interesser samt opretholdelse og sikring af incitament og motivation. Yderligere er der nogle kontraktlige forhold, som ses at være i fokus hos investor, hvilket specielt centrerer sig om sikring af minoritetsinteresser. Udarbejdelse af *den gode kontrakt*, kan være med til at påvirke risikoen, og er dermed et vigtigt forhandlingsværktøj, som kan have indflydelse på værdiansættelsen og dermed det fremtidige afkast.

6.5. Best practice framework

Best practice frameworket er en opsummering af ovenstående analyse. Frameworket er en sammenfatning af de mest essentielle parametre og tilhørende underparametre, som investor fokuseret bør overveje ved en investeringsbeslutningsproces på finansieringsstadierne seed-, early- og late-stage. Frameworket giver et prioriteret overblik over parametrene i screeningsprocessen. Herudover metoder til værdiansættelse af startupvirksomheder samt fokusområder ved de kontraktlige forhold som vurderes at være fordelagtige at have håndteret ifm. en investeringsbeslutningsproces for forventeligt at øge sandsynligheden for en succesfuld investering.

Selve rangeringen af investeringsbeslutningsprocessen ved screening, værdiansættelse og kontraktlige forhold er afhængige af hinanden, dvs. værdiansættelse og kontraktlige forhold er ikke relevante, hvis startupvirksomheden ikke excellerer på screeningsparametrene. Derudover har værdiansættelse og de kontraktlige forhold indflydelse på hinanden, selvom den endelige investeringsbeslutning finder sted ved enighed om den endelige kontrakts indhold.

En grundantagelse for afhandlingens best practice framework er, at investor har taget stilling til sin kontekst. Dette inkluderer specialisering, men også overvejelser ift. hvad investor kan bidrage med ift. investering med klog kapital. Frameworket er udarbejdet ud fra et finansieringsstadiefokus, hvorved investor bør fokusere på de underparametre, der er listet under det stadie, som de investerer på. Med ovenstående in mente leder dette til afhandlingens best practice framework.

BEST PRACTICE FRAMEWORK FOR INVESTERINGSBESLUTNINGSPROCESSEN PÅ DET DANSKE VENTUREMARKED			
1. SCREENING	SEED-STAGE INVESTERING	EARLY-STAGE INVESTERING	LATE-STAGE INVESTERING
Stigende informationsgrundlag gennem stadierne og stigende anvendelse af dokumentation, data og nøgletal som grundlag og bevis gennem investeringsbeslutningsprocessen			
① TEAM	1. Motivation, ambition og drive 2. Et team (ikke en enkeltperson) 3. Komplementære kvalifikationer 4. Track-record (erfaring med startups)	1. Motivation, ambition og drive 2. Track-record (erfaring med startups) 3. Komplementære kvalifikationer 4. Et team (ikke en enkeltperson)	1. Track-record (erfaring med startups) 2. Et team (ikke en enkeltperson) 3. Komplementære kvalifikationer
② TRACTION	Proof-of-Concept Produkt i testfase, har kunder og omsætning i nogen grad	Proof-of-Concept til Proof-of-Business Har produkt samt kunder og omsætning	Proof-of-Business til Proof-of-Scalability Vækstende kunder og omsætning
③ TECHNOLOGY	Unik løsning		
	IPR-rettiligheder tilhørende startupvirksomheden		
④ TRANSFORMATIVE	Bedre og disruptive løsning		Bedre løsning
⑤ TOTAL ADDRESSABLE MARKET	Internationalt potentiale og/eller stort marked		
	Løse et problem i markedet		
⑥ TIMING	Overvejelser ift. tendenser (lige nu: impact, digitalisering, grøn omstilling) samt mulighed for first-mover advantage/tage dele af marked		
⑦ TOTAL RETURN <i>Initial assessment</i>	En tro på, at man realistisk kan opnå et afkast på sin investering		
	5-15x	5-10x	5-10x
Generelt kræver det, at startupvirksomheden har en veldefineret, struktureret og sammenhængende forretningsplan- og strategi			
2. VÆRDIANSÆTTELSE	Forhandling		
	Tommelfingerregler og erfaringer		
	Multipler		
Estimering af værdi ud fra ovenstående metoder og forhandling til endelig værdiansættelse. Forhandling om kontraktlige forhold har indflydelse her på			
Klog kapital er essentielt, hvorfor det er vigtigt, at investor også har kvalifikationer i form af erfaring, kunnen og netværk			
3. KONTRAKTFORHOLD	Strømlinede og sammenfaldende interesser samt opretholdelse af incitament og motivation		
	Beskyttelse af minoritetsinteresser		
Endelig vurdering af potentielt afkast for investeringen			
Vurdering ved ovenstående best practice framework ved investeringsbeslutningsprocessen kan forventeligt øge sandsynligheden for en succesfuld investering			

7. Validering af best practice framework

Følgende kapitel har til formål at validere afhandlingens best practice framework. Grundet manglende tid og ressourcer er det ikke muligt at teste frameworket på kommende investeringsbeslutningsprocesser med det formål at validere, hvorvidt anvendelsen af frameworket øger sandsynligheden for at opnå en succesfuld investering.

Frameworket vil i stedet blive valideret og evalueret ud fra et trianguleringsprincip, jf. afsnit 3.2. Formålet er at vurdere, hvorvidt frameworkets indhold er dækkende i praksis til at udpege succesfulde startupvirksomheder, hvorved investeringsbeslutningen på baggrund heraf *forventeligt* vil øge sandsynligheden for at foretage succesfulde investeringer. Dette gøres på baggrund af kvantitative casestudier af 100 startupvirksomheder samt kvalitative casestudier af tre startupvirksomheder på de tre finansieringsstadier, som vurderes værende blevet succesfulde. Til understøttelse heraf vil frameworket valideres på baggrund af valideringsinterviews med fire ud af seks eksperter fra ekspertpanelet (bilag 13-16).

7.1. Validering ved kvantitative casestudier

Løvens Hule vurderes at være den bedste mulighed for at observere en live-session mellem investor og founder ift. adgang, information og dialog i en investeringsbeslutningsproces. Af denne grund er der foretaget en kvantitativ undersøgelse af 100 startupvirksomheder, som har deltaget i Løvens Hule. Ud af de 100 startupvirksomheder, investerede en eller flere investorer i 37 af virksomhederne. Fokus er på seed- og early-stage startupvirksomheder, idet der kun var to late-stage virksomheder, hvorved informationsgrundlaget herfor ikke vurderes at bidrage med et stort nok valideringsgrundlag. Uddybelse af begrænsninger ved denne valideringsmetode er gennemgået i afsnit 3.2.

Generelt eksemplificeres investeringsbeslutningsprocessen ud fra screening, værdiansættelse samt kontraktlige forhold. Excellerer startupvirksomhederne på screeningsparametrene, går investorerne videre til værdiansættelsesovervejelser, som evt. ender i aftale om investering, hvis der opnås enighed om de kontraktlige forhold. Idet der ikke er større kontraktmæssige diskussioner i programmet, kan frameworkets kontraktlige forhold ikke valideres ud fra dette format. Den endelige værdiansættelse i Løvens Hule sker på baggrund af en forhandlingsproces, hvilket bekræfter afhandlingens framework ift. værdiansættelsesprocessen. Hvordan udgangspunktet for denne forhandling skabes, er ikke muligt at validere ud fra Løvens Hule formatet. Fokuset i Løvens Hule ligger derfor primært på vurdering af startupvirksomheden ud fra frameworkets screeningsparametre, jf. tabel 29.

Analysen bekræfter brugen af forhandling til værdiansættelse samt dens væsentlighed ift. den endelige investeringsbeslutning.

INVESTERINGSBESLUTNING	INVESTERINGSBESLUTNING: JA			INVESTERINGSBESLUTNING: NEJ		
	Seed-stage	Early-stage	Total	Seed-stage	Early-stage	Total
SCREENINGSPARAMETRE						
Team						
Motivation, ambition og drive	94%	94%	94%	83%	82%	83%
Et team og ikke enkeltperson	76%	61%	69%	63%	64%	63%
Track-record (erfaring med startups)	24%	28%	26%	12%	14%	13%
Komplementære kvalifikationer	47%	44%	46%	17%	23%	19%
Erfaring i branchen	41%	44%	43%	22%	45%	30%
Et team man kan lide at være sammen med	76%	67%	71%	41%	50%	44%
Traction						
PoC	88%	100%	94%	73%	95%	81%
PoB	12%	72%	43%	5%	32%	14%
PoS	0%	17%	9%	0%	5%	2%
Technology						
Unik løsning	47%	39%	43%	34%	45%	38%
IPR-retteligheder	12%	6%	9%	7%	9%	8%
Transformative						
Disruptive løsning	0%	0%	0%	2%	18%	8%
Bedre løsning	76%	83%	80%	68%	68%	68%
Billigere løsning	6%	11%	9%	5%	5%	5%
Total Addressable Market						
Internationalt potentiale	71%	72%	71%	44%	45%	44%
Nationalt potentiale	12%	28%	20%	10%	23%	14%
Lokalt potentiale	12%	0%	6%	0%	0%	0%
Timing						
	59%	39%	49%	34%	59%	43%
Total Return						
	0%	0%	0%	2%	0%	2%
Forretningsplan/model	35%	39%	37%	22%	23%	22%
VÆRDIANSÆTTELSE						
Forhandling	65%	83%	74%	2%	14%	6%
Tommefingerregler og erfaring	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Multipler	0%	6%	3%	0%	0%	0%

Tabel 29: Validering ved kvantitative casestudier
Kilde: DR1, Løvens Hule sæson 2-5, Egen tilvirkning

Overordnet er frameworket dækkende ift. de parametre, som investorerne bemærker ved de startupvirksomheder, der har deltaget i Løvens Hule, jf. tabel 29. Analysen baserer sig på de parametre, investorerne eksplicit nævner. Det ses, at de virksomheder som modtager en investering samlet set præsterer bedre på screeningsparametrene ift., de som ikke modtager en investering. F.eks. ses det, at 94% af de startupvirksomheder, som modtager en investering, viser *motivation, ambition og drive* modsat 83% af dem, som ikke modtager en investering.

Total return en af de mindst dominerende parametre, jf. tabel 29. Det bemærkes dog, at værdiansættelsen ofte er en afgørende parameter for, hvorvidt der bliver foretaget en investering eller ej. Dette må indikere, at *total return* er af afgørende karakter selvom denne parameter ikke nævnes eksplicit. Parameteren er dog ikke nødvendigvis allerede væsentlig i screeningsprocessen.

Team og traction er dominerende parametre, hvilket stemmer overens med frameworkets rangering også ift. de enkelte underparametre. Dette er med undtagelse af teamets underparameter *et team man kan lide at være sammen med*. Denne skiller sig ud, idet det i høj grad er en parameter, der vurderes på i Løvens Hule, men som modsat er en af de mindst prioriterede underparametre i frameworket på tværs af finansieringsstadierne. Ifm. analysen blev det vurderet, at denne nedprioritering på tværs af finansieringsstadierne, viste en form for professionalisme, jf. afsnit 6.2.1.1. Der kan modsat argumenteres for, at investorerne har meget kort tid til at vurdere situationen i dette format, hvorfor små indikationer kan være vigtige.

Ud over screening af virksomhederne ud fra kvalitative screeningsparametre lægger investorerne i høj grad vægt på virksomhedernes finansielle performance, som er mulig at spore på de tidlige stadier. Her ligges der vægt på omsætning, dækningsbidrag og enhedsomkostninger. Betydningen af dette fremkommer ikke tydeligt i afhandlingens best practice framework, men vurderes indirekte at være relevant for at opbygge en profitabel forretning, der kan skaleres og give et finansielt afkast. Herudover bliver der i Løvens Hule også flere gange vurderet, hvorvidt der er flere indtægtskilder, idet det er en måde at styre risiko på.

I forhandlingsprocessen i Løvens Hule blev der lagt stor vægt på investors kontekst og bidrag. Dvs. når investor skulle fortælle, hvorvidt de var interesserede i at investere eller ej, blev argumenterne ofte sammenfattet og begrundet med baggrund i et porteføljemæssigt- og strategisk match, synergier (f.eks. marketing og distribution), erfaringer, kompetencer, geografi, m.m.

I de situationer hvor investorerne var interesserede i at investere i en startupvirksomhed, var værdiansættelse ofte en problemstilling, som havde afgørende betydning for den endelige investeringsbeslutning. I den forbindelse kom denne analyse frem til, at af de 37 ud af 100 startupvirksomheder, som fik en investering, i gennemsnit gik 35% ned i værdiansættelse ift. deres initiale prissætning sat af founder (bilag 20).

Dette må indikere, at investorerne mener, at virksomhederne generelt er mindre værd evt. med baggrund i en multipel betragtning eller tommelfingerregler ud fra erfaringer. Herudover at de ikke ser at kunne få returneret deres afkastkrav ved denne værdiansættelse. En anden årsag kunne være, at investorerne vurderer deres egen værdi som høj, grundet deres kontekst og bidrag med klog kapital, som skal afspejles i den værdiansættelse, de

er villige til at investere til. Dette er dog også en indikation på, at det kræver founder er forhandlingsvillig ift. værdiansættelsen, når investor investerer med *value-add* frem for udelukkende *capital-add*, jf. afsnit 4.4. og 6.3.1.

7.1.1. Opsummering på validering ved kvantitative casestudier

Ud fra ovenstående kvantitative analyse ses det, at de virksomheder som modtager en investering, samlet set har præsenteret bedre på langt de fleste af frameworkets parametre. Dette indikerer, at frameworkets indhold er dækkende for de parametre, som investeringsbeslutningen påvirkes af. Dette understreger, at det er en samlet vurdering af startupvirksomheden, som er afgørende for den endelige investeringsbeslutning.

7.2. Validering ved kvalitative casestudier

Denne validering har til formål at vurdere de tre startupvirksomheder; Too Good To Go, Shaping New Tomorrow og Firtal Group ift. frameworkets parametre. Dette har til formål at validere, hvorvidt tre virksomheder, der kan kategoriseres som succesfulde i dag, præstere ift. afhandlingens framework. Herved vurderes frameworkets validitet ift. forventeligt at øge sandsynligheden for en succesfuld investering ved anvendelse af afhandlingens framework.

De tre casestudier fra Løvens Hule til kvalitativ valideringsanalyse og diskussion er udvalgt, idet de repræsenterer hver sit finansieringsstadie. Desuden er de ikke en del af den kvantitative analyse, hvorved valideringsanalyserne vurderes uafhængige. De tre virksomheder vurderes som værende blevet succesfulde efter den dokumenterede investeringsbeslutningsproces, hvilket beskrives nærmere i de individuelle casestudier. Ligesom i afsnit 7.1. har frameworkets kontraktlige forhold ikke været muligt at validere, såvel som værdiansættelsen udelukkende baserer sig på forhandling på baggrund af den fremlagte information.

7.2.1. Too Good To Go

Case: Too Good To Go

Screeningstidspunkt: 2016

Stadie ved screeningstidspunkt: Seed-stage – har været i gang i ca. et år ved deltagelse i Løvens Hule



Præsentation af virksomheden og case: Too Good To Go (TGTG) er en mobil applikation, der forbinder kunder til restauranter og butikker, der har overskydende mad. I 2016 deltog virksomheden i Løvens Hule, hvor de søgte deres første investering på DKK 500.000 for 2,5% af virksomheden.

Team: Founderteamet består af seks personer, som alle har sagt deres normale job op for at arbejde fuldtid på projektet, hvilket kan tolkes som om, de har motivation for projektet, er ambitiøse omkring det, og har det drive, der skal til for at eksekvere på det. Teamet konkluderes at opfylde frameworkets screeningsparameter for seed-stage, som er *motivation, ambition og drive* og founderteamet skal være et team (ikke en enkeltperson).

Traction: TGTG opfylder screeningsparameteren, idet de på daværende tidspunkt allerede har Proof-of-Concept, forretningspartnere i form af restauranter, betalende kunder og dermed også omsætning, selvom den er beskeden. Virksomheden har på daværende tidspunkt over 500 restauranter som leverandører i fem forskellige lande samt over 150.000 downloads af deres app. Denne app er dog på beta-niveau.

Technology: Virksomhedens service har en lav grad af teknologisk unikhed. Andre kan lave samme app og aftaler med restauranterne. Dog er den service som appen yder nytænkende og unik på daværende tidspunkt. Screeningsparameteren vedrørende den unikke løsning vurderes at være opfyldt, da løsningen er nytænkende.

Transformative: TGTG's løsning tillader forbrugerne at købe mad billigere og fødevarerbutikkerne/leverandørerne kan sælge deres overskydende varer, hvilket ikke var set før. Deres forretningsmodel kan derfor vurderes som disruptive. TGTG's løsning kan yderligere analyseres, som en billigere løsning for forbrugerne og en bedre løsning for leverandørerne. TGTG ses dermed at opfylde screeningsparameteren vedrørende graden af transformation.

Total Addressable Market: TGTG har haft et internationalt perspektiv på deres virksomhed fra begyndelsen. De er i 2016 allerede i flere lande og har i deres forretningsplan planlagt, hvilke lande de går ind i næste gang. Markedet vurderes at være meget stort ud fra antallet af restauranter, take-away steder og fødevarer butikker, der findes i verden.

Timing: Fokus på fødevarespild var en stor global tendens i 2016, og denne tendens ses fortsat. Virksomhedens løsning taler til tidens tendenser samtidig med, at det er en løsning, der er god for miljøet. Herudover søger TGTG kapital på dette tidspunkt, da det skulle bruges til at udnytte first-mover fordele, og skalering før andre ville indtræde på samme marked.

Total return: Investorerne i Løvens Hule mener ikke, at investeringscasen er DKK 20 mio. værd, som TGTG værdiansætter sig selv til. Derudover udtaler Tommy Ahlers, at det er en investeringscase, som er forbundet med meget risiko. Idet investorerne i Løvens Hule forsøger at sænke værdiansættelsen, initierer det, at de ikke kan se, at de kan opnå deres afkastkrav ved at investere til en værdiansættelse på DKK 20 mio. Denne værdiansættelse er for høj til, at investorerne i Løvens Hule ønsker at investere til den pågældende værdi, hvilket indikerer, at *total return* parameteren er afgørende for, om den endelige investering finder sted på trods af, at virksomheden excellerer på øvrige screeningsparametre i frameworket.

Værdiansættelse: Værdiansættelsen på DKK 20 mio. bygger på øvrige henvendelser fra investorer, som har kontakt med TGTG vedr. en investering til den værdisætning. Investorerne i Løvens Hule forsøger at forhandle denne værdisætning ned på baggrund af de kompetencer og netværk, de kan tilføre virksomheden. Idet andre investorer er villige til at investere til denne værdisætning, er TGTG ikke villige til at forhandle yderligere.

Too Good To Go som succeshistorie: Siden 2016 er TGTG vækstet globalt. I 2021 har virksomheden 30 mio. brugere af deres app og aftaler med flere end 50.000 forretninger verden over. De forventer at få yderligere 2 mio. brugere og aftaler med flere end 8.000 forretninger i 2021 (Winding, 2021). Ifølge Crunchbase (2021) har TGTG rejst over USD 45,7 mio., hvor de ved den seneste runde modtog USD 31,1 mio. af den amerikanske late-stage venturefond Blisce.

Tabel 30: Too Good to Go case study

Kilde: DR 1, Løvens Hule, Sæson 2 – Afsnit 5, Egen tilvirkning

7.2.2. Shaping New Tomorrow

Case: Shaping New Tomorrow

Screeningstidspunkt: 2018

Stadie ved screeningstidspunkt: Early-stage – har været i gang i ca. tre år ved deltagelse i Løvens Hule

**SHAPING
NEW
TOMORROW.**

Præsentation af virksomheden og case: Shaping New Tomorrow (SNT) er et herretøjsmærke, som er kendt for at lave simpelt og klassisk modetøj, hvor kombinationen af kvalitet og komfort er i fokus. I 2018 deltager SNT i Løvens Hule for at søge deres første investering. Virksomheden søger DKK 500.000 for 5% af SNT.

Team: SNT er stiftet af tre founders, som kender hinanden fra barndommen, men er gået forskellige uddannelsesmæssige veje. Screeningsparameteren *motivation, ambition og drive* er opfyldt, idet de tre founders i 2018 har været i gang med SNT i tre år, hvor de ikke har udbetalt løn til dem selv. Herudover udtaler de: *"enhver krone er bedre investeret i selskabet."* Yderligere har de tre founders tattooeret SNT's logo på deres underarm. De tre founders opfylder ikke den anden screeningsparameter i early-stage, *track-record*, da de ikke har tidligere erfaringer med startups.

Traction: SNT opfylder screeningsparameteren for early-stage, da de har vist Proof-of-Concept og bevæger sig mod Proof-of-Business. I 2018 havde virksomheden en butik og en webshop. I samme år forventede de en omsætning på DKK 10 mio., hvilket er en indikator for, at virksomheden har et produkt, som kunderne er villige til at betale for.

Technology: SNT opfylder ikke denne screeningsparameter, idet deres produkt kan kopieres og der findes andre på markedet, som tilbyder produkter med samme fokus. Deres produkt kan ikke kategoriseres som unikt, hvorfor parameteren ikke er opfyldt.

Transformative: SNT's produkter kan kategoriseres som en *bedre løsning og billigere løsning* idet deres produkter forsøger at positionere sig som værende *"tøj i ekstraordinær kvalitet, hvor alle kan være med"*. Screeningsparameteren er dermed opfyldt.

Total Addressable Market: SNT har internationale ambitioner fra start og ønsker at vækste i Danmark, men også indtræde på det internationale marked. Fast Fashion markedet var i 2019 estimeret til en markedsværdi på USD 36 mia., som forventes at vækste til USD 43 mia. i 2029. TAM er et milliardmarked i et internationalt perspektiv, hvorfor screeningsparameteren er opfyldt. Dog er retailbranchen præget af meget konkurrence og er svær at komme ind på, hvilket øger risikoen ved investering i SNT.

Timing: Der ses ingen indikatorer for, at timingen er væsentlig ift. en investering i SNT netop nu. Der er ingen specifikke tendenser som skal forfølges, men generelt handler det om at skalere brandet hurtigst muligt, før andre aktører forsøger at positionere sig ligeledes på markedet.

Total return: Værdiansættelsen på DKK 10 mio. mener investorerne er for høj set i lyset af den risiko, som der er i investeringscasen. Investorerne ønsker ikke at investere til den værdisætning, hvilket antyder, at de ikke mener at kunne se, at deres afkastkrav opfyldes ved investering til en værdiansættelse på DKK 10 mio. Dette indikerer, at opfyldelse af screeningsparameteren *total return* er afgørende for, om en investering finder sted.

Værdiansættelse: To investorer ønsker at tilbyde DKK 250.000 for 10% hver. SNT mener, det er for mange procenter og for lav en værdiansættelse, men investorerne holder fast med det argument, at 10% er en krav for den aktive tid, netværk, m.m. som de kommer til at bruge på investeringen. Forhandlingen ender med, at de to investorer til sammen tilbyder de DKK 250.000 for 20% sammen med deres operationelle og strategiske indflydelse på forretningen. Buddet accepteres af SNT.

Shaping New Tomorrow som succeshistorie: SNT har udvidet til Østrig og Holland. Forretningsplanen er at skalere til øvrige europæiske lande samt USA og Australien. I regnskabsåret 2019/20 rundede virksomheden en omsætning på DKK 200 mio. og har en forventning om, at denne vækster til DKK 300 mio. i 2020/21 (Mortensen, 2021).

Tabel 31 Shaping New Tomorrow case study

Kilde: DR 1, Løvens Hule, Sæson 3 – Afsnit 7

7.2.3. Firtal Group

Case: Firtal Group

Screeningstidspunkt: 2015

Stadie ved screeningstidspunkt: Late-stage – har været i gang i ca. 6 år ved deltagelse i Løvens Hule



Præsentation af virksomheden og case: Firtal Group (FG) består af forskellige webshops, som bl.a. indeholder Razorpit.com, Helsebiksen.dk, m.fl. De to founders præsenterede Razorpit til investorerne i Løvens Hule, som er en sliber til baberskrabere, men det endte med, at tre af investorerne gik sammen om at investere i hele koncernen, Firtal Group. De søgte DKK 1 mio. for 10% af Razorpit, og endte med at modtage en investering på DKK 3 mio. for 15% af hele koncernen.

Team: Founderteamet består af to personer. Fra begyndelsen nævner samtlige investorer i Løvens Hule, at de kan lide dem som personer. Herudover havde den samlede koncern en omsætning på DKK 40 mio., hvilket er et bevis på, at de allerede har erfaring med startupvirksomheder og dermed opnået en track-record inden for websites, og har desuden haft succes med at skabe en forretning, der er profitabel. Founders er yderligere autodidakte inden for området.

Traction: FG opfylder screeningsparameteren for late-stage, idet de på daværende tidspunkt allerede havde et marked, som var succesfuld, og dermed bevist Proof-of-Concept og Proof-of-Business og gik imod bevis for Proof-of-Scalability. Indikatorer for dette ses ved, at de var klar til at udrulle deres forretningskoncept i flere lande og dermed vækste kunder og omsætning eksponentielt. Kompetencer til denne udrulning var netop, hvad investeringen skulle bruges på. Hertil manglede de penge til markedsføring, som på samme måde skulle bruges på at skalere virksomheden.

Technology: Virksomheden pitched Razorpit, som er en sliber til baberskrabere. Dette er en ny løsning, hvor det er muligt at genbruge skrabere, som normalt er slidte efter ca. tre måneder. Razorpit har en holdbarhed på op til ti år. Yderligere foreligger der et patent på teknologien bag Razorpit. Screeningparameteren er dermed opfyldt. Investorerne køber ind i resten af koncernen grundet den flotte omsætning samt komplementære produkter.

Transformative: Razorpit kan argumenteres for at være en disruptive løsning, idet man ved at bruge produktet ikke behøver købe nye baberskrabere. Samtidig er disruption mest henvendt mod, at innovative produkter fundamentalt ændrer en branche. Razorpit kan yderligere ses som værende en bedre løsning til de resterende produkter på markedet.

Total Addressable Market: FG har et internationalt potentiale, idet produktet erstatter Gillettes og andre barberbladsproducenters gensalg. På daværende tidspunkt fortæller founders, at Gillette havde over 900 mio. brugere på globalt plan, hvorfor det er et stort marked, Razorpit forsøger at etablere sig på.

Timing: Baberskrabere er et universelt produkt, og der er umiddelbart ingen tegn på, at de er på vej ud af markedet. Hertil har der været fokus på bæredygtighed i mange år, også i 2015. Razorpit kan siges at falde ind under den bæredygtige tendens, da det erstatter *køb-nyt-og-smid-ud-forbruget*.

Total return: Investeringen ændrer sig fra kun at handle om Razorpit til at handle om hele FG, selvom investorerne ikke kender meget til resten af forretningen ud over en samlet koncernomsætning på DKK 40 mio. og et resultat på DKK 3 mio. i 2015. Derfor ændrer udgangspunktet sig også fra det oprindelige bud fra founders til en samlet værdiansættelse på DKK 24 mio. for hele koncernen. Investorerne mener dette er for høj en værdiansættelse med baggrund i de kompetencer og erfaring de tre investorer investerer med, som yderligere er et tegn på, at de ikke vurderer, at det potentielle afkast ikke kan blive højt nok ved den tilbudte værdiansættelse.

Værdiansættelse: Værdiansættelsen lander på DKK 20 mio. At komme frem til denne værdi er dog i høj grad påvirket af forhandling. Christian Stadil fremlægger, at han gerne vil give DKK 2 mio., Jesper Buch DKK 0,5 mio. og Tommy Ahlers DKK 0,5 mio. Hertil kommer founders med et modbud, men investorerne holder fast i deres værdiansættelse på DKK 20 mio., hvilket ender med at blive den endelige pris. Investorerne tager en samlet andel på 15% af virksomheden. Det primære argument for, at investorerne ikke ville rykke på værdiansættelsen, var grundet den kloge kapital, som investorerne bidrager med. Idet investorerne holder fast i deres værdiansættelse, trods forsøg på forhandling, viser det, at investeringen med høj sandsynlighed ikke var gået igennem, hvis founders ikke havde takket ja til denne værdi.

Firtal Group som succeshistorie: Matas opkøbte FG for DKK 130 mio. i 2018. Heraf var DKK 20 mio. i Matas-aktier. Herudover en earn-out på DKK 20 mio., som kan opnås, hvis selskabet når deres mål på længere sigt. Dermed kan founders og investorer se frem til en endnu større exitværdi, hvis de eksekverer på virksomhedens strategi. Investorerne fra Løvenshule har dermed fået deres investering 6,5 gange igen.

Tabel 32: Firtal Group case study

Kilde: DR 1, Løvens Hule, Sæson 1 – Afsnit 4

Ovenstående casestudier giver et unikt praktisk indblik i en investeringsbeslutningsproces på de tre finansieringsstadier. Valideringen indikerer, at frameworkets parametre og underparametre for screeningsprocessen i høj grad anvendes i praksis, som indikatorer for, om startupvirksomheden er interessant at investere i. Konkret præsterer de to cases fra hhv. seed- og early-stage på seks ud af syv af frameworkets parametre, mens late-stage case-virksomheden præsterer på alle syv af frameworkets parametre. Væsentligt er teams rolle på tværs af alle finansieringsstadier, specielt ift. at *kunne lide personerne* og opleve *motivation, ambition og drive* hos teamet, som nævnes eksplicit.

Værdiansættelsen fastsættes ved forhandling, som også er dækket i afhandlingens framework. Her bliver Hougaards (2019) pointer vedrørende investors typiske simple tanker vedrørende værdiansættelse eksemplificeret, jf. afsnit 5.4. *Total return* har en væsentlig betydning, da det f.eks. i Too Good To Go casen ikke bliver til en investering, fordi de ikke når til enighed om værdiansættelsen, som afkastet afhænger af. Dette bliver afgørende for investeringsbeslutningsprocessen på trods af, at startupvirksomheden excellerer på alle andre screeningsparametre. Investorerne mente nemlig, at der var for meget risiko forbundet med virksomheden til den værdi, som virksomheden værdiansatte dem selv til. Samtidig var der fra founders side ikke meget forhandlingsvillighed, bl.a. fordi der allerede havde været andre interesserede investorer. Dette understreger, at det er den samlede betragtning af investeringsbeslutningsprocessen, som er afgørende for, hvorvidt en investering foretages.

7.3.4. Opsummering på validering ved kvalitative studier

Ovenstående analyse af kvalitative casestudier indikerer, at frameworket er dækkende for de parametre, som tillægges vægt i investeringsbeslutningsprocessen. De kvalitative casestudier bidrager med en nuanceret gennemgang af parametrene i en investeringsbeslutningsproces, som ikke er beskrevet i de kvantitative casestudier, jf. afsnit 7.1. Samlet giver de to valideringsmetoder et valideret grundlag for, at frameworkets parametre er de som anvendes i praksis til at udpege de startupvirksomheder, som forventeligt kan blive en succes.

7.3. Validering ved ekspertpanelets vurdering

Indledende interviews med ekspertpanelet havde til formål at skabe en dybere forståelse for venturemarkedet, skabe en retning på afhandlingen og har sidenhen supporteret spørgeskemaundersøgelsens resultater kvalitativt. På bagkant af frameworkets udarbejdelse blev dette panel igen kontaktet med det formål at høre deres kritiske ekspertsyn på resultatet. Deltagerne fra ekspertpanelet er CEO hos Vækstfonden, Rolf Kjærgaard, CEO hos Fonden for Entreprenørskab, Christian Vintergaard, CEO hos Keystones, Kenneth Larsen og CFO hos Blazar

Capital, Michael Thomsen. Valideringscitaterne vil blive præsenteret i tabeller og væsentlige kritik og diskussionspunkter vil blive beskrevet indledningsvist for hver ekspert.

7.3.1. Christian Vintergaard, CEO hos Fonden for Entreprenørskab

Christian Vintergaard har fokus på screeningsprocessen, idet hans erfaring er størst på denne del investeringsbeslutningsprocessen. Han vurderer disse parametre som yderst relevante. Christian Vintergaard er dog af den holdning, at rækkefølgen og vægtningen af de enkelte parametre godt kan ændre sig hen over stadierne. Samtidig mener han, at frameworket ville have størst værdi for nye investorer på venturemarkedet, idet mange erfarne investorer typisk har nogle faste rammer for deres tilgang til en investeringscase. Havde det været muligt at teste dette framework i praksis, ville det have været interessant at tage nogle erfarne investorers ”frameworks” og undersøge, om investeringsbeslutningsprocessen kunne forbedres ved anvendelse af afhandlingens framework ift. deres nuværende tilgang til investering i startupvirksomheder.

Investeringsparametre	Christian Vintergaard
Team	<i>”Jeg tror, at teamet er det vigtigste. [...] Man kan ændre sit produkt, man kan ændre sin service. [...] Men mennesker kan man ikke lige ændre på samme måde. Det er måske også teamet som er det sværeste at vurdere.”</i>
Traction	<i>”Jo længere man kommer hen i faserne skal, der være mere bevis for det, end rent hypoteser og indikatorer. [...] Mere dataafhængig jo senere man kommer i stadierne – mere validering til at bakke det op”</i>
Technology	<i>”Hele det rettighedsområde, om det så er patenter eller designbeskyttelser eller en anden form for rettighed, så er det ret vigtigt, for hvis man ikke har rettighedsbeskyttelsen, så opstår der konkurrenter, og så kan man ikke få de ekstraordinære afkast og være marked lead.”</i>
Transformative	<i>”Det med konkurrenter og alternative løsninger, det ved jeg er et rigtig vigtigt andet punkt [...] – er det billigere, er det bedre eller hvad er det. Og alle dem som siger, at der ikke findes nogle konkurrenter, der ved man altid, at det er løgn for det findes der altid.”</i>
Total Addressable Market	<i>”Så man ser på den samlede kage, og tager et udsnit af dette, som man regner med, og så backer man det med en eller anden form for validering, som viser at det er så unikt, som man går og siger det er, og at det er så meget bedre end andre løsninger. Der bliver det internationale jo en del af det samlede marked.”</i> <i>”Ja, for i starten har man jo ikke nogen markedsvalidering. [...] så det bliver lidt mere en hypotese omkring, at hvis det her er rigtigt, så er det et marked, som kan blive stort.”</i>
Generelt	<i>”[...] der er jo f.eks. det med at rækkefølgen ændrer sig over tid.”</i> <i>”Jeg synes oftest, at det hænger sammen. Men der er nogle ting, som bliver mere relevant med tiden. Det er f.eks. nøgletal. Der er jo ingen i de helt tidlige stadier. Her er det mere teamet, og om vi tror på at det koncept, som de er ved at udvikle, at de er unikke, at der ikke er nogle skræmmende konkurrenter. Her fylder nøgletal ingenting.”</i>

Tabel 34: Validering ved Christian Vintergaard, CEO hos Fonden for Entreprenørskab
Kilde: Bilag 13

7.3.2. Rolf Kjærgaard, CEO hos Vækstfonden

Rolf Kjærgaard validerer i høj grad frameworket, dets indhold og opbygningen på baggrund af en praktisk synsvinkel og hans erfaring på venturemarkedet, jf. tabel 33. Han bekræfter væsentligheden af screeningsparametrenes første seks T'er. Herunder at *teamet* er det ultimativt vigtigste, men at teamets sammensætning kan ændre sig over finansieringsstadierne. Kjærgaard bekræfter, at afkastkravet vedrørende det syvende T, *total return*,

typisk ændrer sig over tid og vurderer, at kravet i late-stage kunne være endnu lavere. Ydermere mener han, at afkastet er et resultat af, at virksomheden excellerer på de øvrige parametre.

Rolf Kjærgaard vurderer forhandling som værende en vigtig metode til værdiansættelse, hvor multipler og tommelfingerregler fungerer som forhandlingsredskaber. På samme måde bekræfter han de opstillede væsentlige kontraktfokusområder. Rolf Kjærgaard vurderer, at det er vigtigst, at investeringsbeslutningsprocessen er en samlet betragtning, hvor startupvirksomheden skal præstere på alle parametre i frameworket for forventeligt at blive en succes.

Investeringsparametre	Rolf Kjærgaard
Team	"Teamet er vigtigt – og i virkeligheden er det, det aller vigtigste." "Hellere investere i et A team, der har en B teknologi end det modsatte." "Det med at bygge en virksomhed, der skal være ild i øjnene." "[...] det sammensatte team skal være sammensat forskelligt over de tre faser."
Traction	"[...] det går fra udvikling af produkt/løsning, teknologi, og afprøvning af det over i den tidlige kommercieliser og så skalering efterfølgende. Og teamet skal jo afspejle det."
Technology	"Det skal ikke bare handle om den rå teknologi, men i bredere forstand, også være måden det bliver solgt på, som sagt, forretningsmodel. Det der unikke, den differentierende faktor for virksomheden der gør, at det ikke bare er et me-too produkt"
Transformative	"Der er også en kobling mellem det transformative, og [...] den unikke teknologi. Det skal være noget, der gør virksomheden til noget særlig, at de står med noget særligt i markedet."
Total Addressable Market	"Det internationale potentiale, hak ved det."
Timing	"Timing, det forstår jeg som underliggende strømninger, impact, digitalisering, den udstrækning og egentlig det – der er interessant, helt bestemt."
Total Return	"Når der er sat hak ved alt det andet, så kan det være resultatet. Så er skaleringen på dem rigtig – jo tidligere, jo større risiko, jo større afkastpotentiale skal der jo også være." "Early-stage og late-stage forventningerne vil nok ikke være én-til-én den samme, [...] som late-stage investor [...], hvis jeg kan få pengene tilbage 3-4 gange, så er det rigtig stærkt."
Værdiansættelse	"Det er mere en kunst end det er videnskab. Det er også det jeg læser ind i det her." "Det er en forhandling, det er fuldstændig rigtigt. Forventningerne er vidt forskellige. Mange gange så handler det om at mødes – ikke nødvendigvis på midten – men indenfor den forhandlingsspænding, hvis man kan mødes vel og mærke." "Man skal mere se på multipler som et forhandlingsredskab, end det er nogen facitliste – det er afgjort ikke nogen facitliste." "[...] betragtning om, at kloge penge er essentielt, det ser vi jo også i virkeligheden."
Kontraktlige forhold	"Der skal være strømlinede interesser, det læser jeg som sammenfaldende interesse, eller i hvert fald fælles udfaldsrum. Og så har vi jo ikke samme interesser, investor og iværksætter. Eller det kommer i hvert fald ikke samme sted fra." "Det duer jo ikke, at iværksætter står tilbage uden nogen ejerandele [...] det er ikke værdiansættelsen vi løser det ved [...] det er warrants eller andre former for incitamentsprogrammer, så vi kan fastholde engagementet. Så der er kontraktforholdene for at skabe denne sammenfald af interesser."
Generelt	"Det synes jeg vender helt rigtigt. Både se på det som faser og så rækkefølgen på faserne." "[...] synes også det er helt rigtigt, at når der skal analyseres en virksomhed, så handler det om mange forskellige dimensioner. Og en god idé at se på det, hver dimension for sig – som er det jeg ser i ligger op til." "Jeg kan godt følge rangeringen. Men jeg vil nok være tilbageholden med at tænke på det som en rangering, dog med den understregning, at det aller vigtigste er teamet."

Tabel 33: Validering ved Rolf Kjærgaard, CEO hos Vækstfonden
Kilde: Bilag 14

7.3.3. Kenneth Larsen, CEO hos Keystones

Kenneth Larsen validerer frameworkets indhold og udformning. Han vurderer dog, at parametrenes rangering og vægtning ændrer sig hen over finansieringsstadierne. Kenneth Larsen mener f.eks., at *traction* er mindre vigtigt i seed-stage. Herudover fremhæver han, at der er et stort overlap mellem *technology* og *transformative*, hvorfor det er svært at placere f.eks. en unik forretningsmodel under en af de to. Afkastet nævner han, er vigtigt for specielt venturefonde, men er mere forståeligt, at det er nedprioriteret af Business Angels.

Kenneth Larsen validerer brugen af tommelfingerregler og benchmarks (multipler) til værdiansættelse, samt at det ofte ender med at blive en forhandling. Dette skyldes f.eks., at man kan forhandle værdien af klog kapital, investor tilføjer virksomheden. Afslutningsvis bekræfter Kenneth Larsen, at beskyttelse af minoritetsinteresser er et vigtigt fokus i udarbejdelsen af de kontraktlige forhold for både founder og investor.

Investeringsparametre	Kenneth Larsen
Team	"Teamet, 100%"
Traction	"Traction, 100%" "[...] man kan sige, i de meget tidlige faser der kan det jo være svært at kigge efter traction."
Technology	Ikke yderligere valideringskommentar fra Kenneth Larsen.
Transformative	"Yes. Fint. Den synes jeg er ok."
Total Addressable Market	Ikke yderligere valideringskommentar fra Kenneth Larsen.
Timing	"Timing'en ved man ikke en disse om endnu."
Total Return	"[...] hos en venturekapitalist, der er det pinedød afkastet de skal præstere på."
Værdiansættelse	"[...] den normale værdisætning i markedet sker med et eller andet benchmark og tommelfingerregler. Så kan man sige, de kloge penge, bliver der faktisk ofte sat en pris på, en værdisætning på investoren." "Derfor ender det tit med at man bruger forhandling."
Kontraktlige forhold	"[...] der er altid det her med beskyttelse af minoritetsinteresser og det ender jo med at gælde både for investoren og for co-founders og founders og sådan."

Tabel 35: Validering ved Kenneth Larsen, CEO hos Keystones
Kilde: Bilag 15

7.3.4. Michael Thomsen, CFO hos Blazar Capital

Michael Thomsen validerer overordnet afhandlingens best practice framework. Michael Thomsen fremhæver, at afkastet, *total return*, er af afgørende karakter, og at det er den samlede pakke, som leder til dette afkast. Afkastvurderingen i screeningsprocessen skal derfor ses som en indledende vurdering, som beskrevet i frameworket, men skal også vurderes som et resultat af startupvirksomhedens præstation på screeningsparametrene. Han er desuden enig i, at der er tale om klog kapital, men prisen på virksomheden kan stadig være en afgørende faktor for, hvorvidt udfaldet af investeringsbeslutningen er positivt.

Investeringsparametre	Michael Thomsen
Team	"Det er jo det gode team, der skaber return." "Allerede ved teamet, der stopper den, hvis man ikke synes teamet er godt." "Det kan dog sagtens være senere i større virksomheder, hvor det er nemmere at skifte ledelsen i en mere etableret virksomhed. [...] For jo større virksomheden er jo mere uafhængig er den af ledelsen."
Traction	"Der skal være traction."
Technology	"Den skal være unik."
Transformative	"Du skal jo have noget, som ikke bare er det, andre har. Så man kan lidt kalde det transformative eller strong USPs (Unique Selling Point) for det produkt, som man har."
Total Addressable Market	"TAM er jeg enig i skal være stort – internationalt."
Timing	"Timing, er også vigtigt. Timing er alt. Der er jo så mange som altid citerer Apple, ift. "its not about being the first, its about being the best". Det handler om at ramme den. Det kan dog være svært i praksis, at få enhederne til at gå op."
Total Return	"Man kan jo ikke sige, at man gerne vil have return uden man har et team og intet marked. Så syveren (total return) er jo afledt af de andre. [...] Jeg tror return er meget meget vigtigt for ventureinvestorerne." "Den teoretiske afkast multipel skal falde jo senere du når hen i finansieringsstadierne."
Værdiansættelse	"I den her situation, i de tidlige stadier, er det meget noget med om man tror på dét, så en sammenvejning af de syv parametre, og så kommer man frem til en værdiansættelse ud fra noget erfaring frem for en matematisk optimering." "Prisen kan jo sagtens være walk-away punktet. Så man kan godt være enig om alt andet, men så ikke være enige om prisen, og så bliver det ikke til noget."
Kontraktlige forhold	"Der kan jo også være nogle ting her, som er vigtige for værdiansættelsen. For igen, er det noget med: kan man leve med det, eller kan man ikke – det er walk-away punkter." "Det er en forhandling på baggrund af erfaringer og ting, som man "giver/tager" i forhandlingen." "Så det er jo det her med at ramme en ordentlig balance, for hvis en fond presser for hårdt, så vil founders jo ikke være motiverede."
Generelt	"Jeg mener det er en samlet pakke det her." "Det er faktisk rigtigt den måde I har sat det op på her, hvor man til at starte med lover en hurtig høker og så opdaterer man det hele til sidst, når man har hele pakken."

Tabel 36: Validering ved Michael Thomsen, CFO hos Blazar Capital
Kilde: Bilag 16

7.3.5. Opsummering på validering ved ekspertpanelet

Valideringen ved ekspertpanelet konfirmerer afhandlingens best practice framework, idet parametrene vurderes som værende dækkende ift. formålet med forventeligt at øge sandsynligheden for at opnå en succesfuld investering samt dets praktiske relevans. På baggrund af ekspertpanelets validering, kan det desuden konkluderes, at frameworket har levet op til designkravene ved at være anvendelig, herunder let forståelig og beslutningsorienteret, jf. afsnit 3.3. Yderligere input inkluderer, at parameterrangeringen og vægtning i frameworket skal overvejes på tværs af finansieringsstadierne. Herudover vurderes afkastet som værende et resultat af præstation på screeningsparametrene. Disse pointer vil blive diskuteret yderligere i afsnit 8.1. og 8.4.

8. Diskussion

Følgende kapital har til formål at evaluere og diskutere afhandlingens resultater. Afhandlingens framework og valideringen giver anledning til diskussion for at sætte konklusionerne i perspektiv. Det følgende vil dermed diskutere udvalgte dele af frameworket samt forudsætningerne for de bagvedliggende undersøgelser. Mere konkret vil denne diskussion fokusere på frameworkets opbygning, den højest og lavest prioriterede screeningsparameter samt de vigtigste parametre inden for værdiansættelse og kontraktlige forhold.

8.1. Anvendelse af frameworket og dets parametre

Afhandlingens framework er bygget op omkring en rangeret og prioriteret rækkefølge med det formål at kunne skabe et prioriteret vurderingsgrundlag for en investeringsbeslutning på venturemarkedet. Frameworket opbygges efter rækkefølgen i investeringsbeslutningsprocessen; screening, værdiansættelse og kontraktlige forhold. Alle tre dele af investeringsbeslutningsprocessen er afhængige af hinanden og afgørende for om den endelige investering finder sted.

Med udgangspunkt i screeningsprocessen kan det diskuteres, hvorvidt en rangering af de underliggende parametre giver mening. Dvs. om der er nogle parametre, som er vigtigere end andre i screeningsprocessen. Her lægger frameworket op til, at de øverste parametre i framework prioriteres højere end de nederste.

Der er enighed i ekspertpanelet vedrørende nogle parameters større betydning end andre. Rolf Kjærgaard siger bl.a.: *"I virkeligheden [...] så er teamet det vigtigste. Teamet bærer alt"* (bilag 13), hvorfor teams vægt er afgørende. Dette er en general konsensusbetragtning i ekspertpanelet, hvilket Christian Vintergaard også bekræfter i valideringen. Samtidig siger han, at teamet også er det sværeste at vurdere, men det vigtigste for en succesfuld investering. Herudover kan teamet ikke ændres medmindre det udskiftes, hvilket er muligt med produktet eller servicen, som kan tilpasses løbende (bilag 14). Modsat mener Rolf Kjærgaard, at teamet, trods havende en konstant dominerende betydning ift. virksomhedens potentielle succes, ændrer karakter over tid. Der vil nemlig være mindre afhængighed af selve founderteamet, når der rykkes til næste finansieringsstadium, hvorved det typisk vil være optimalt at ansætte eksterne personer til topledelsen (bilag 13).

Ovenstående pointer lægger op til, at nogle parametre i screeningsprocessen tillægges mere betydning end andre. Dog var det tydeligt i valideringscasene, at det var en samlet betragtning af virksomhederne, der førte til den endelige investeringsbeslutning. Investeringsbeslutningen kan dermed siges at basere sig på, hvorvidt investor vurderer, at virksomheden præsterer på alle screeningsparametre.

Tidligere research fra Knight (1994) rangerer, ligesom i denne afhandling, også screeningparametrene. Overordnet bekræfter dette relevansen af rangeringen. De syv højest prioriterede underparametre er skitseret i tabel 37 ud af i alt 24 mulige parametre. Yderligere information vedrørende undersøgelsen kan læses i afsnit 5.7. Det er relevant at diskutere den europæiske rangering ift. denne afhandlings best practice framework på det danske venturemarked. Der er endnu engang enighed omkring teamet, som værende den vigtigste parameter. Underparametrene vurderes i nogen grad at stemme overens, f.eks. ved, at teamet skal drive forretningen som anden vigtigste punkt. I denne afhandling er der fokus på teamets *motivation, ambition og drive* på de tidlige stadier, for netop også at drive virksomheden til succes.

Europæiske gennemsnitlige svar (n: 195) rangeret fra 1 (irrelevant) til 4 (essentielt)	
1. TEAM (3,57)	Be able to evaluate and react to risk well
2. TEAM (3,55)	Be capable of sustained intensive effort
3. TEAM (3,54)	Be thoroughly familiar with the market targeted by venture
4. MARKED (3,00)	The target market enjoys a significant growth rate
5. PRODUCT (2,97)	Has been developed to the point of a functioning prototype
6. PRODUCT (2,85)	Enjoys demonstrated marked acceptance
7. FINANCIALS (2,85)	I request a return equal to at least 10 times my investment within 5 to 10 years

Tabel 37: Europæisk rangering af screeningparameter
Kilde: Knight (1994), Egen tilvirkning

I undersøgelsen er der yderligere fokus på et kendskab til venturemarkedet samt forståelse for den tilknyttede risiko. Dette vurderes at kunne relatere sig til *track-record*. Herefter bliver der lagt vægt på markedet, som skal have signifikante vækstrater. Dette medtager afhandlingens framework også, men først som en senere rangering, hvor afhandlingen konkluderer, at der skal være et internationalt potentiale. Produktet vurderes at svare til afhandlingens næst-vigtigste parameter *traction* med fokus på proof-of-concept. Syvende højest rangerede parameter ud af 24, er de finansielle overvejelser, som altså vurderes vigtig i Knights (1994) undersøgelse. Dette er den mindst væsentlige parameter ifølge respondenterne fra afhandlingens spørgeskemaundersøgelse og vil yderligere blive diskuteret under afsnit 8.4.

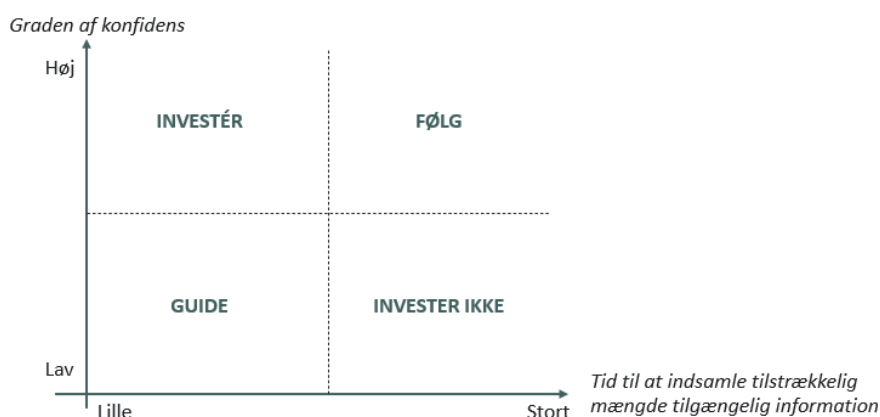
8.1.1. Investeringsbeslutningen

Denne afhandlings best practice framework skal gerne lede til en investeringsbeslutning, hvor opstilling af parametre og tilhørende underparametre er et oplæg til beslutningsprocessen. Ovenstående diskussion vurderede, hvorvidt det gav mening at prioritere parametrene efter vigtighed for forventeligt at opnå en succesfuld investering. I sidste ende, er der dog tale om investorer, der skal have opbygget en vis grad af konfidens, på baggrund af den tid, der er til at kunne vurdere en startupvirksomhed. Tiden vurderes at være begrænset jf. afsnit 3.3. Dette er specielt en vigtig overvejelse, når der er tale om startupvirksomheder på de tidlige stadier, hvilket Cusumano bekræfter, jf. afsnit 5.7., med overvejslen: *"What can I know and how early can I know it"* (2013, s. 29).

Graden af konfidens²⁶, som er nødvendig for at kunne foretage en investeringsbeslutning, er en subjektiv individuel vurdering eller en konsensusbetragtning i et investeringsteam, hvilket fører tilbage til, at det kan være svært at udpege specifikke parametre, der bidrager mest til at skabe konfidens til investeringscasen. Her har investors risikoprofil indflydelse på graden af konfidens, de har behov for, før de investerer samt hvor mange parametre startupvirksomheden skal præstere på, før der skabes den nødvendige konfidens til en investering gennemføres.

I tilfælde af manglende konfidens til investeringscasen har investor to muligheder. Investor kan vælge at guide virksomheden på de parametre, som virker usikre og evt. vurdere virksomheden på et senere tidspunkt, eller investor kan vælge *ikke* at gå videre med investeringsbeslutningsprocessen af den pågældende virksomhed. Har investor høj grad af konfidens til virksomheden, og opnås der enighed om værdiansættelse og kontraktlige forhold, leder det til, at en investering i virksomheden bør foretages.

Figur 10 baserer sig på ovenstående betragtning mellem den skabte konfidens til en startupvirksomhed ift. den tilgængelige tid, der er til at kunne indhente en tilstrækkelig mængde af den tilgængelig information under investeringsbeslutningsprocessen. Tabellen indikerer, at hvis der kan skabes en høj grad af konfidens på kort tid, bør der investeres. Modsat bør der ikke investeres, hvis der ikke er konfidens til virksomheden. F.eks. nævnes det flere gange i Løvens Hule, at startupvirksomheden skal komme igen året efter, når de har nået specifikke mål. Investorerne i Løvens Hule skal netop foretage hurtige beslutninger, ud fra den tilgængelige information de får præsenteret, hvilket er et godt eksempel på vigtigheden af, at founders formår at skabe konfidens hos investorer med begrænset tid og information. Mellemstadierne handler om at guide eller følge virksomhederne i deres udvikling som kan være relevant ift. en evt. senere investeringsbeslutning.



Figur 10: Graden af konfidens mod tiden til at kunne indsamle information
Kilde: Egen tilvirkning

²⁶ Konfidens er en betegnelse for tillid, sikkerhed og pålidelighed (Hårbøl, Schack, & Spang-Hansen, 2009)

Om konfidens skabes ud fra en enkel parameter eller ud fra en samlet vurdering af virksomheden på baggrund af samtlige parametre er ikke afgørende i denne pågældende diskussion. Dette må være op til den individuelle investor. Frameworket er rangeret på baggrund af spørgeskemarespondenternes svar. Denne rangering har vist sig at være afgørende ift. teamets betydning for en investering, men rangeringen af de øvrige parametre kan mere ses som en samlet pulje, hvor virksomheden skal præstere på hver enkel parameter før den forventede sandsynlighed for en succesfuld investering øges. Herudover vurderes afkastet at være et resultat af præstation på samtlige screeningsparametre.

8.2. Business Angels mod venturefonde

I afhandlingen er der ikke differentieret mellem Business Angels og venturefonde som aktører på venturemarkedet. Argumenter herfor er, at de investerer på samme stadier, grundlæggende vurderer startupvirksomhederne ud fra samme parametre og har samme mål med at investere i startupvirksomheder. Alligevel ses der at være nogle grundlæggende forskelle mellem Business Angels og venturefonde, som i dette afsnit diskuteres ift. deres tilgang til investeringsbeslutningsprocessen.

Den første og væsentligste forskel på de to aktører ses i deres ansvar. Business Angels, som ikke investerer i syndikater, skal kun stå til ansvar over for sig selv. Venturefonde investerer andres midler, hvorfor de som udgangspunkt er ansvarlige for det afkast, som investorerne modtager, jf. afsnit 4.4. Dette bekræfter Jacob Thygesen, som både investerer sine egne midler som Business Angel, men også har erfaring med professionelle investeringer gennem fonde: *"Når man er privatinvestor, så er det jo kun en selv, som man skal stå til ansvar over for. Men hvis man sidder hos en venturefond [...], så skal man altså kunne fremlægge en eller anden form for dokumentation eller baggrund for, hvorfor man har gjort, som man har gjort"* (bilag 10).

At kunne dokumentere investeringsbeslutninger er afgørende, idet venturefonde er afhængige af gode resultater, og hvis det ikke går som forventet, skal fonden kunne begrunde deres investeringsbeslutninger, for at kunne modtage nye midler til fonden senere hen. Modsat er der ifølge Jacob Thygesen ikke nogen, som: *"kigger en i kortene på den måde"* (bilag 10), når man er Business Angel og investerer alene. Der ses dog en øget kommercialisering af investorer, jf. afsnit 6.3.1., som også påvirker Business Angels, hvorved der stilles større krav til deres track-record og kompetencer fra startupvirksomhedens side. Dette vil naturligt føre til et øget krav for dokumenterede investeringsbeslutninger.

Forskellen i den påkrævede dokumentation for investeringsbeslutningen ift. due diligence leder til yderligere forskelle. Investeringsbeslutningen tages typisk hurtigere hos Business Angels sammenlignet med venturefonde,

idet processen er mere tidskrævende og kompleks grundet de mere formelle og strukturerede processer, såsom due diligence, jf. kapitel 4.

Ligeledes argumenteres der for, at Business Angels i højere grad drager investeringsbeslutninger på baggrund af mavefornemmelser. Denne pointe understreger flere investorer i de uddybende interviews, hvor Jacob Thygesen bl.a. siger: "[...] *der er måske lidt mere mavefornemmelse inde over end videnskab*" (bilag 10). Ydermere tilføjer Flemming Feddersen: "*der er meget mavefornemmelse*" ift. vurdering af teamet, produktet og potentialet (bilag 11). Dette bekræfter Niels Henrik Rasmussen, ved at hans beslutninger typisk drages på baggrund af: "*at få en fornemmelse af hvilke mennesker man står over for*" (bilag 7).

Denne diskussion peger i retning af en forskel i professionalisme hos Business Angels og venturefonde. For begge aktører kan der dog argumenteres for, at afhandlingens best practice framework er et godt værktøj til netop at dokumentere og strukturere investeringsbeslutningsprocessen ud fra. Dette begrundes i, at begge aktører befinder sig på et marked, som ellers er karakteriseret ved begrænset information og få kvantificerbare parametre at vurdere potentielle investeringsemner ud fra.

8.3. Team

Teamet er den højest prioriterede parameter i frameworket på tværs af alle finansieringsstadier. Dette er yderligere blevet bekræftet i valideringen med casestudier understøttet med ekspertpanelets vurdering.

Under seed- og early-stage finansiering er den prioriterede parameter under teamet, at de har *motivation, ambition og drive*. Det interessante ved dette er, hvordan investor vurderer og måler denne parameter ift. de øvrige underparametre som f.eks. *track-record, at være et team og ikke en enkeltperson, erfaring i branchen og komplementære kvalifikationer*, som er relativt kvantificerbare. Fokus i dette diskussionsafsnit vil dermed være på denne subjektive og ikke-kvantificerbare vurdering af teamet.

Ifølge respondenterne fra spørgeskemaundersøgelsen, hvilket er understøttet af casestudier, jf. afsnit 7.1. og 7.2., handler det meget om personerne i teamet. Indikatorer for *motivation, ambition og drive* ses bl.a. ved dedikation til projektet. Dette kan f.eks. vurderes og måles ved, at founder er fuldtid på projektet. Business Angel, Enrico Krog Iversen mener, at det er en grundparameter, at founder er fuldtid i projektet. Han tilføjer yderligere: "[...] *jeg kunne aldrig finde på at investere i noget, som folk vil drive som et fritidsprojekt. Hvis ikke folk tror nok på det, så de går 100% ind i det, så er det ikke mine penge, der skal være med*" (bilag 9). Dette bekræftes yderligere af Keystones' Høker kalkule, jf. afsnit 5.5.2.

I den forbindelse handler det for Niels Henrik Rasmussen, Business Angel og serieiværksætter, om at dedikere sig til en livsstil, hvorved det at blive iværksætter er et bevidst valg, da man ikke skal underkende, hvor hårdt et arbejde det er at bygge en forretning op fra bunden. At have sagt sit stabile, velbetalte job op for at gå efter et startupprojekt, man virkelig tror på, er derfor en god indikator for *motivation, ambition og drive*, idet det er et tegn på, man har påtaget sig en offeromkostning (bilag 7).

Et andet tegn på dedikation til startupprojektet ses også i valideringscasen Shaping New Tomorrow, jf. afsnit 7.2.2., hvor alle tre founders har tatoveret startupvirksomhedens logo på deres underarm. Dette vurderes dog ikke som værende et typisk tegn på *motivation, ambition og drive*, men indikerer dedikation til projektet.

Ikke alle investorer mener, at man bør lide offeromkostninger, for at være en iværksætter med *motivation, ambition og drive*. Denne pointe bekræfter Business Angel, Flemming Feddersen, som er af den holdning, at man ikke behøver at have: *"ofret familie eller hus eller hvad som helst for det her"* (bilag 11). Han mener ikke, det er en rimelig betragtning at vurdere denne parameter ud fra. Dette leder dermed tilbage til, at det er en individuel vurdering, hvor tillid til teamet overvejende bygger på mavefornemmelser, som bekræftes af samtlige investorer, der har deltaget i de uddybende interviews (bilag 7-12).

Mavefornemmelse er en intuitiv fornemmelse, som skabes ved at mødes, tale og lære teamet at kende. Niels Henrik Rasmussen understreger, at man: *"virkelig skal bruge tid sammen"* (bilag 7), for at kunne skabe en god fornemmelse for, hvilke mennesker man står over for. Ydermere mener han, at ærlighed er afgørende for en fremtidig investering, idet der *ikke* er en forventning om, at man står over for en *"bullet-proof case"* (bilag 7). Rasmussen pointerer yderligere vigtigheden af at være bevidst om, at det er en udfordring at skabe en succesfuld startupvirksomhed. Af denne årsag er en proces med ærlighed afgørende for sammen at lykkes. Mavefornemmelsen bruges dermed også til at vurdere om, det er *et team man kan lide at være sammen med*. Dette markerer yderligere, hvor individuelt teamet vurderes.

Idet mavefornemmelser ikke kan kvantificeres, er det uundgåeligt, at den fra tid til anden kan give en fejlvurdering. Ydermere er den begrænsede tid en komplikation for investorer på venturemarkedet, som diskuteret i afsnit 8.1.1., da tiden kan være afgørende for at skabe en mavefornemmelse af et team. Håndtering af teamrisiko, jf. afsnit 5.6.1., er dermed afgørende, hvorved vigtigheden af, at de øvrige fremlagte screeningsparametre i frameworket understreges. Dette bekræftes bl.a. af den kvantitative validering ved Løvens Hule, hvor netop mangel på præstation inden for de øvrige parametre sjældent alene kan opvejes af et rigtig godt team.

8.4. Afkast

Total return eller afkastet er den parameter færrest respondenter har valgt at prioritere som en af de vigtigste parametre i screeningsprocessen, hvorfor denne er rangeret sidst i frameworket. Dette resultat er interessant, da investor per definition investerer med en forventning om at kunne opnå et afkast herfra, jf. afsnit 6.2.6.4.

Stigning i tilgængeligheden af venturekapital indikerer et fortsat gunstigt dansk marked, jf. afsnit 4.1. Det må derfor antages, at afkast er afgørende for, hvorvidt denne tendens fortsætter og dermed skaber et selvfinansieret, bæredygtigt og attraktivt marked at forvalte sine penge på. I øjeblikket, jf. afsnit 4.1., er samfundet præget af rentefald og aktiekursstigninger, som understøtter fortsat gunstige forhold for venturekapital. Dette understøttes af den voksende mængde ventureinvesteringer i Danmark, trods en global pandemi.

Afkastmulighederne er med til at drive det høje udbud af venturekapital og er dermed af afgørende karakter. Dette skaber også et større samfundsmæssigt positivt aspekt, idet iværksætteri er med til at udvikle samfundet konkurrencemæssigt, økonomisk og innovativt. Dette bekræftes af Rolf Kjærgaard, CEO hos Vækstfonden, som mener, at en afgørende faktor, som har gjort det muligt at rejse endnu større summer penge til de danske venturefonde skyldes: *"positive erfaringer med værdiskabelse og afkast"* og *"dette bunder i, at den private kapital [...] er drevet af [...] profit og finansielt afkast"* (bilag 1). Afkastet vurderes yderligere som afgørende i den gennemgåede ventureteori, hvor teorien siger, at én ud af ti investeringer bliver en succes og skal bære tabet for de øvrige porteføljeinvesteringer, jf. afsnit 5.6.1.3. Med andre ord, skal der være nogle vindere, der kan finansiere alle tabene. Ellers er det ren *"donation"*, som Business Angel, Jacob Thygesen, omtaler det, hvilket ikke er målet (bilag 10).

Betydningen af afkastet er dermed afgørende for et bæredygtigt økosystem, hvorfor det er interessant, at ekspertpanelet i de indledende interviews kun kort berører emnet. Denne diskussion blev der dog lagt vægt på i de uddybende interviews (bilag 17-22). Ydermere blev der efter frameworkets udarbejdelse, også kommenteret herpå ved ekspertpanelets validering. Det vurderes, at det økonomiske afkast ikke er irrelevant, men at der kan være forskellige former for *"afkast"*. En væsentlig pointe, som både er blevet nævnt af ekspertpanelet og i de uddybende interviews, er, at det ikke alene skal være det økonomiske incitament, som driver investorer på venturemarkedet. Herudover siger Enrico Krog Iversen, Business Angel, at det, som driver ham er: *"det er sjovt at være med [...], se nogle ideer komme til at blomstre, bygge nogle virksomheder og gøre noget godt for andre mennesker"* (bilag 9).

Enrico Krog Iversen pointerer yderligere, at hvis man er god til dette og er dygtig til at skabe værdi for andre, så kommer det økonomiske afkast som en naturlig del af denne proces (bilag 9). Denne pointe bakker Business Angel, Niels Henrik Rasmussen, op om ved følgende: *"Det er jo ikke, fordi jeg gør det her af ren filantropi overhovedet. Jeg gør det her for at tjene penge. Jeg vil så også sige, at jeg har været så heldig, at jeg har lavet en del succesfulde exits [...]. Så det gør også, at jeg i dag kan tillade mig at se på en case, hvor jeg kigger på, hvad er "the greater purpose" i den her"* (bilag 7). Der kan dermed opstå andre former for afkast, som trods værende en privilegeret tilgang til investeringsbeslutninger, er gældende for flere Business Angels.

Afhandlingens best practice framework lægger op til, at afkastet vurderes som en del af screeningsprocessen sammen med de øvrige T'er, hvilket kan diskuteres at være for tidligt i investeringsbeslutningsprocessen at tage stilling til. Dette skyldes, at afkastet afhænger af værdiansættelsen og den påtagede risiko, som kan påvirkes af de kontraktlige forhold. Dette kan være en årsag til, at denne parameter ikke er prioriteret af respondenterne i spørgeskemaundersøgelsens screeningsdel.

Business Angel, Jacob Thygesen mener, at selvom der er simuleret et højt afkast og høj vækst fra founders side tidligt i screeningsprocessen, så vil man som investor gerne selv ind og forholde sig til virksomheden, inden man får et reelt billede af afkastmulighederne. Dette kan f.eks. basere sig på en dybere due diligence med flere samtaler med ledelsen og bedre forståelse af, hvor mange penge der egentlig er behov for ift. at nå opsatte vækst mål samt, hvor realistiske disse mål er. Først herefter vurderes det relevant at kalibrere på, hvad afkastkravet for investeringen bør være (bilag 10).

Afslutningsvis indikerede analysen, at den mest anvendte målingsparameter til vurdering af en succesfuld investering var ved *et exit med afkast der lever op til afkastkrav*, jf. afsnit 6.2.6.4. Dette understreger pointen om, at afkastet ses som resultatet af investeringen og dermed, at afkastet må være væsentligt, men typisk først senere i investeringsbeslutningsprocessen, da afkastet påvirkes af flere faktorer gennem screening, værdiansættelse og kontraktlige forhold.

8.5. Værdiansættelse

De tre mest benyttede værdiansættelsesmetoder er værdiansættelse ved *forhandling*, *tommelfingerregler* og *multipler*. Det er med udgangspunkt i analysen blevet klart, at de sjældent står alene, men derimod understøtter hinanden og anvendes komplementært, jf. afsnit 6.3. Dette er interessant at diskutere i følgende afsnit.

Den praktiske anvendelse af multipler til værdiansættelse er, som argumenteret, ikke baseret på et stærkt teoretisk grundlag, men benyttes i praksis for at skabe en simpel kvantificering og grundlag for virksomhedens værdi,

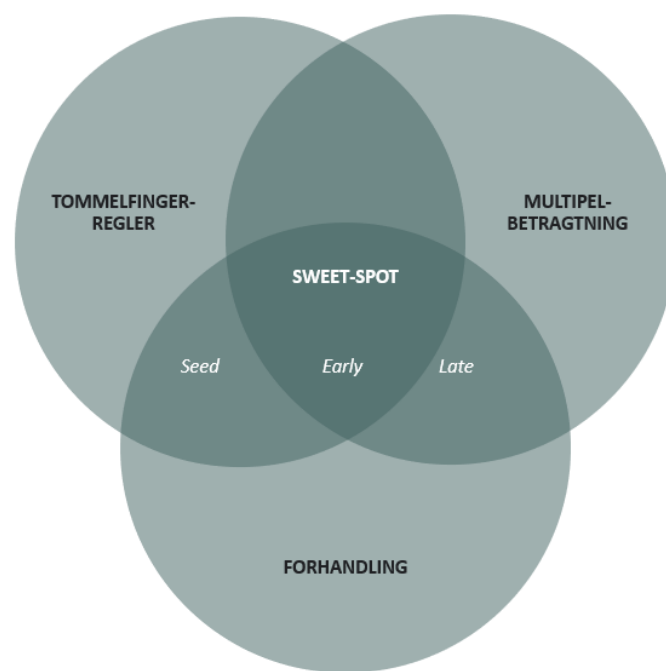
på baggrund af *nogenlunde* sammenlignelige virksomheder. Herudover vil investor typisk have nogle forudgående tanker om værdien af den specifikke virksomhed på baggrund af erfaringer, som kommer til udtryk gennem tommelfingerregler. Afslutningsvis er der plads til forhandling, som både kan betragtes fra et founder- og investorsyn med hver deres perspektiver in mente.

Baseret på de mest anvendte værdiansættelsesbetragtninger ud fra spørgeskemaundersøgelsen kan et såkaldt *sweet-spot* betragtes. Dette markerer et felt, hvor de forskellige værdiansættelsesmetoder komplementerer hinanden og kan være med til at skabe et udgangspunkt for en værdiansættelse på et marked, hvor startupvirksomhederne kun har et lille informationsgrundlag.

Multipelmetoden er den mest anvendte blandt late-stage investorer (38%) og den mindst anvendte blandt seed-stage investorer (13%). Her placerer early-stage investorer sig i midten, hvor 21% anvender denne metode, jf. tabel 26. Dette giver intuitivt mening, idet der naturligt vil være mere data, forståelse samt forretningsbevis på de mere etablerede startupvirksomheder i late-stage ift. seed-stage.

Forhandling og tommelfingerregler er de mest dominerende ved de yngre startupvirksomheder i seed- og early-stage, hvor en multipel-betragtning vil have større evidensgrundlag for de mere etablerede startupvirksomheder. Det større datagrundlag, som medfølger i late-stage, fører samtidig til, at tommelfingerregler er sværere at gøre dominerende. Derfor vurderes det relevant, at fokus i større grad er på kombinationen mellem en multipel-betragtning og forhandling. Modsat vurderes gældende ved seed-stage. Early-stage investorer distribuerer sig relativt jævnt på alle tre metoder, hvilket må antyde, at early-stage investorer forventeligt oplever den fulde effekt ved at kombinere de tre værdiansættelsesmetoder *sweet-spottet* dækker over.

En kombination af værdiansættelsesmetoderne understreger, at der ikke findes én fast pris på dette marked. Det giver derfor mening, at de anvendte værdiansættelsesmetoder er baseret på estimeringer, erfaringer og



Figur 11: Værdiansættelsesprocessens sweet-spot
Kilde: Spørgeskema, Egen tilvirkning

betragtninger mere end de er baseret på tal i et Excel-ark. Den endelige værdiansættelse skal ses som resultatet af forhandlingerne.

Som led i forhandlingen, er det væsentligt at overveje investors kontekst, idet der investeres med klog kapital. Når penge ikke er den eneste motivation for at søge ekstern kapital, bliver investors erfaring, kunnen samt netværk afgørende i en forhandling om den endelige pris på investeringen. Herudover kommer værdiansættelsen af investor, og det bidrag han eller hun kommer med også ind i ligningen, da klog kapital kan være dyrt. Dette leder tilbage til, at forhandlingen fører til den endelige værdiansættelse, som påvirkes af et forhandlingsgrundlag for virksomhedens værdi ud fra tommelfingerregler og multipler, investors værdi, de kontraktlige forhold og risikoen.

8.6. Kontraktlige forhold

Afhandlingens framework er kommet frem til, at det kontraktlige forhold mellem investor og startupvirksomhed skal sikre sammenfaldende interesser og motivation hos begge parter. Som udgangspunkt må det være målet samt den mest optimale situation i et investor- og founderforhold. Diskussionen opstår ved vurderingen af, om dette er realistisk at opnå, hvilket vil blive diskuteret i følgende afsnit.

Investor og founder har af natur forskellige incitamenter og motivation for at indgå i disse kontraktlige forhold. Som defineret i afsnit 6.2.6.4. investerer investorer med henblik på at modtage et afkast, hvilket er væsentligt på trods af de øvrige motivationsfaktorer, som også er behandlet igennem afhandlingen. Ud over at modtage et afkast handler det for investor også om ikke at tabe penge. Dette understreger Niels Henrik Rasmussen ved følgende kommentar: *"Jeg vil gerne have, at det bliver en god forretning, men hvis det ikke går godt, så vil jeg bare ikke tabe mine penge"* (bilag 7). Dette understreger pointen fra afsnit 5.6., vedrørende investors mål om at kontrollere og styre risiko og for så vidt muligt at kunne beskytte sig mod tab.

I afhandlingens analyse blev det bl.a. nævnt, at præferenceaktier er en god måde for investor at sikre sig mod den påtagede risiko. Dette gælder f.eks. præferenceaktier med likviditetspræferencer, hvilket snarere kan diskuteres at tolkes som modsatrettede interesser. Det kan dermed diskuteres, hvorvidt det er muligt for investor at sikre sig mod risiko uden aktivt at arbejde mod strømlinede og sammenfaldende interesser i de kontraktlige forhold. Dette leder videre til, at hvis investor ikke kan sikre sig mod den påtagede risiko gennem kontraktlige forhold, kan det lede til manglende motivation fra investors side, eller at investeringen ikke gennemføres.

Hougaard (2019) argumenterer for, at founder indgår i disse kontrakter for at skaffe kapital til selskabet, hvor der ikke er de større økonomiske overvejelser andet end, hvor stor en ejerandel de ønsker at afgive for den

modtagne kapital. Christian Vintergaard argumenterer yderligere for, at founder ikke er drevet af det finansielle afkast: *"Jeg tror ikke folks kreativitet er drevet af, om der er penge i den anden ende"* (bilag 14). Ud fra dette kan det tolkes, at investor og founder helt grundlæggende har to forskellige motivationer for at indgå i en investeringsaftale.

Det er dog ikke muligt at vurdere, hvorvidt det ene udelukker det andet. Founder kan godt have et bagvedliggende mål om, at deres virksomhed på et tidspunkt skal give dem økonomisk frihed, men hvis det er det økonomiske aspekt, som driver iværksætterne, vil det sjældent være interessant for investor på disse tidlige stadier. Dette er på trods af, at det overordnet ville betyde sammenfaldende interesser mellem investor og founder. Dette nævner Niels Henrik Rasmussen bl.a.: *"Er der nogen, som gerne vil være iværksætter af livstil, så går jeg meget hurtigt forbi"* (bilag 7). Dette leder igen til, at det grundlæggende er svært at sigte mod fuldstændig sammenfaldende interesser mellem de to parter.

Et andet perspektiv er, at et forsøg på at sikre sammenfaldende og strømlinede interesser i de kontraktlige forhold ikke bør være et mål, men at der i stedet skal være fokus på en *"fælles forståelse"* (bilag 7), som ikke behøver at være reguleret. Niels Henrik Rasmussen pointerer i den forbindelse: *"hvis man har for meget reguleret, så siver man lidt nogle kræfter ud af iværksætteriet. Iværksættere drives af skabertrang, lyst og er fandens uovervejede [...], det mener jeg, at man skal give noget spillerum til"* (bilag 7).

Argumentet for at det ikke er gavnligt at forsøge at regulere strømlinede og sammenfaldende interesser, er ifølge Niels Henrik Rasmussen, at founder ikke skal være bundet af en kontrakt, som kan regulere og begrænse dem negativt nedad i en situation, hvor virksomheden *"brager derudad"* (bilag 7). Yderligere skal founder heller ikke straffes for, at det ikke går som forventet. Niels Henrik Rasmussen mener i stedet, at det handler om at lære fra situationen og fælles bidrage til, at virksomheden kan komme på rette kurs igen. *"Det handler jo om iværksætteri"* afslutter Rasmussen (bilag 7).

8.7. Investors kontekst

Denne afhandling har haft stort fokus på startupvirksomhedens position og præstation. Investors kontekst og dermed bidrag til startupvirksomheden er kort blevet berørt, men vurderes relevant at diskutere i dette afsnit. Investors kontekst og bidrag må forventes også at være en faktor, som forventeligt kan påvirke investeringsbeslutningen og dermed positiv indflydelse på investeringens forventede sandsynlighed for succesfuld.

Udgangspunktet er, at investor udvælger startupvirksomheder. Der vil dog også være tidspunkter, hvor startupvirksomheder vælger investor. Dette er ifølge Dorte Thomsen, Fagpolitisk Chef hos Aktive Ejere, kommet til

udtryk ved den kommerialisering, som ses af nogle investorer i dag. Dvs. at investorer også forsøger at sælge sig selv over for attraktive startupvirksomheder (bilag 6). Specielt i sådanne situationer bliver investors bidrag relevant, men bør være det i alle henseender i et startupperperspektiv. Betydningen af investors bidrag ifm. ventureinvesteringer beskrives bl.a. af Gompers et. al (2021): *"For VCs, having a clear message about what you will and will not do, how you provide real venture assistance, and how you approach bold visions is key to winning these types of opportunities. And they matter tremendously for fund returns."*

Idet denne afhandling har et investorperspektiv, vil fokus i resten af dette diskussionsafsnit være på investors kontekst. Ligesom det kan være relevant at se på founderteamets baggrund, kan det på samme måde være relevant at se på investors, da dette netop er med til at skabe fundamentet for, hvad investor kan bidrage med. Dette leder bl.a. til vigtigheden af den specialisering, som ses af investorer på venturemarkedet, jf. afsnit 6.1. Investors investeringsstrategi er yderligere med til at forstærke deres bidrag f.eks. gennem investors porteføljesammensætning, erhvervserfaring og realistisk vurdering af egne kompetencer og ressourcer. Dette bekræftes bl.a. i Løvens Hule, hvor investorer ofte vurderer deres kontekst ift. hvad startupvirksomheden har brug for.

Business Angel, Enrico Krog Iversen bakker op om denne pointe, idet han er investor på områder, hvor han har noget at bidrage med på baggrund af erfaring. Han siger i den forbindelse: *"Jeg har erfaring inden for dette område [...] og kan bruge det"* (bilag 9). Pointen vedrørende erfaring nævner Aleks Engel, Partner hos Novo Seeds også som en afgørende faktor: *"Vi har så en del brancheerfaring, så vi har forhåbentligvis noget at give af til virksomheden i den forbindelse"* (bilag 8). Dette erfaringsgrundlag vurderes dermed at være essentielt for at kunne skabe et relevant bidrag til startupvirksomheden.

Erfaring behøver dog ikke være inden for en specifik branche for at gøre investors kontekst relevant ift. startupvirksomheden. Dette ses i Business Angel, Flemming Feddersens (bilag 11) tilfælde. Flemming Feddersen har 40 års erfaring inden for den farmaceutiske branche, men investerer ikke inden for dette område. I stedet bruger han sin forretningserfaring fra internationale organisationer til at være med til at opbygge virksomheder, og resten er *learning-by-doing*.

Learning-by-doing uden høj grad af specialisering er også den tilgang, som Nicolai Fink Gundersen (bilag 4) har til sine investeringer. Han har en differentieret porteføljesammensætning, som bl.a. inkluderer tech, consumer goods, fintech og robotics/automations. Gundersen forklarer dette relativt simpelt: *"det handler om at sætte sig ned og forstå branchen og markedets overordnede karakteristika"* (bilag 4). Dette indikerer en generel stor forretningsforståelse. Der er dog nogle brancher, han slet ikke rører, idet det netop ikke er muligt at tilegne sig

robust viden relativt simpelt. Dette inkluderer farma og biotech m.fl., idet Gundersen mener, man skal være ekspert inden for dette område for at kunne bidrage med andet end kapital. Dermed mener Gundersen også, at han kan bidrage med klog kapital inden for de nævnte brancher med baggrund i hans brede forretningsforståelse. Samtidig diversificerer han sin portefølje og reducerer sin risiko ved at investere bredt. Modsat kan der argumenteres for, at risiko øges, idet der er tale om mange forskellige markeder, startupvirksomhederne befinder sig på, hvor specialisering ses at være et værktøj til håndtering heraf, jf. afsnit 5.6.1.

Geografi er en anden kontekstparameter, som kan være afgørende for investor. For Niels Henrik Rasmussen handler det om at være tæt på sine investeringer, for at kunne skabe det størst mulige bidrag: *"Alle på nær én case, er cases der ligger i København. [...] det gør, at jeg kan springe op på min cykel, og så kan jeg sætte mig sammen med dem"* (bilag 7). Dette indikerer de overvejelser, som investor har gjort ift. at bruge tid på at lære teamet ordentligt at kende, men også den tilgængelighed Niels Henrik Rasmussen vil kunne give til startupvirksomhederne, som er en yderst værdifuld ressource.

Investors kontekst handler dermed om investors kompetencer, risikoprofil og synergier. Dette er overvejelser, som er med til at opbygge den portefølje af virksomheder, investor besidder, som driver det samlede afkast. Dette er samtidig grundstenene for det bidrag, som investor kan give startupvirksomhed, og som founderteamet kan vurdere investor ud fra. Det er derfor afgørende, at investor har overvejet sin kontekst, da denne kan være med til at skabe en forventet øget sandsynlighed for succesfulde investeringer i porteføljen.

9. Konklusion

Formålet med denne afhandling har været at skabe et best practice framework for investeringsbeslutningsprocessen på det danske venturemarked segmenteret efter finansieringsstadierne seed-, early- og late-stage. Afhandlingens framework er et produkt af den teoretiske og akademiske litteratur samt empirisk udledte metoder og dataindsamling fra aktører på det danske venturemarked. Frameworket er struktureret i rækkefølgen screening, værdiansættelse og kontraktlige forhold, som alle er dele, der gennemgås i en investeringsbeslutningsproces. Frameworket indeholder investeringsbeslutningsparametre.

Excellerer startupvirksomheden på screeningsparametrene, er det relevant at gå videre til værdiansættelse. Opnås der enighed om virksomhedens værdi er næste del forhandling af de kontraktlige forhold. Den tredelte investeringsbeslutningsproces vurderes at være iterativ.

Problemstillingerne, som har ledt til besvarelse af problemformuleringen, vil i det følgende blive besvaret.

Aktørerne på venturemarkedet omfatter i denne afhandling venturefonde og Business Angels. Venturefonde karakteriseres ved en struktur, som er baseret på fire faser, som inkluderer udvælgelse, investering, værdiskabelse samt exit på deres investeringsportefølje. Denne struktur er med til at skabe en større professionalisme med en længere investeringsbeslutningsproces ift. Business Angels. Venturefonde investerer institutionelle investorerers penge, hvorfor der er et klart mål om at skabe profitable exits. Et væsentligt kritikpunkt ved venturefonde er deres forsøg på at professionalisere startupvirksomheder, hvilket kan skabe problemer ift. startupvirksomheders modenhed. Modsat kan en investering fra en venturefond ses som en blåstempling.

Business Angels karakteriseres som mere uformelle private investorer, typisk velhavende personer, som investerer deres egne penge enten alene eller i syndikater. Idet det er en levevej for mange, søger Business Angels ligesom venturefonde at foretage profitable investeringer. Forskellen mellem venturefonde og Business Angels ligger primært i ansvaret for den investerede kapital samt mængden af due diligence. Fordelen ved Business Angels ses specielt ved, at de er meget risikovillige, fleksible og tager hurtige beslutninger. Dette leder til, at Business Angels kan opfattes som mindre professionelle end venturefonde.

Aktivt ejerskab via bestyrelsen eller i den daglige ledelse er karakteristisk ved de to typer af ventureinvestorer. Erfaring, netværk samt forretningsmæssige kompetencer er nøgleord. Herudover investerer begge aktører på seed-, early- og late-stage, hvilket er et vigtigt argument for afhandlingens aktørneutrale tilgang til frameworket, idet deres investeringsbeslutningsproces grundlæggende vurderes at være sammenlignelige.

Centrale modeller vedrørende vurdering og værdiansættelse af virksomheder inkluderer strategiske analysemodeller samt de kapitalværdibaserede-, relative-, substansværdi- samt realoptionsværdiansættelsesmodeller. For etablerede virksomheder er værdiansættelsen og screeningsprocessen sammenfaldende. Specielt bliver de strategiske modeller samt kapitalværdibaserede- og relative værdiansættelsesmodeller benyttet på etablerede virksomheder i praksis. Hvor de strategiske overvejelser også kan have sin anvendelse for startupvirksomheder, er de to værdiansættelsesmodeller uhensigtsmæssige.

Udfordringerne ved at anvende de kapitalværdibaserede- og relative værdiansættelsesmodeller på startupvirksomheder er, at de kræver pålidelig information vedrørende fremtidig profitabilitet, vækstrater samt risiko, hvilket startupvirksomheder sjældent besidder. De relative værdiansættelsesmodeller benyttes i praksis på venturemarkedet, men bygger ikke på et teoretisk korrekt grundlag, idet peer gruppen gerne skal sammenlignes på baggrund af indtjening, vækstrater samt regnskabspraksis. Relevansen i disse værdiansættelsesmetoder ændrer sig hen over stadierne og bliver mere relevante, jo mere etablerede startupvirksomhederne bliver. Generelt giver disse centrale modeller for vurdering og værdiansættelse af virksomheder fra litteraturen anledning til problemer ift. vurdering af startupvirksomheder, hvorfor de sjældnest ses anvendt teoretisk eller praktisk.

På venturemarkedet er der udviklet empirisk udledte metoder af nogle markedsaktører. Disse benyttes til vurdering og værdiansættelse på venturemarkedet. Discounted Exit Value-metoden (DEV) kan anvendes til at skabe en kvantificering på venturemarkedet, der ellers er domineret af kvalitative parametre. Herudover har byFounders udledt De 7 T'er og Keystones udledt Høker kalkulen. Disse metoder er baseret på empiriske undersøgelser, hvilket gør dem direkte applikable på startupvirksomheder. Metodernes respektive parametre understøtter hinanden og er derfor anvendt i afhandlingens best practice framework, som inkluderer *Team, Total Addressable Market, Technology, Transformative, Timing, Traction og Total Return*.

Venturemarkedet er karakteriseret ved høj risiko. Disse kan konkretiseres til markedsrisiko, teknologisk risiko samt teamrisiko. Yderligere er der risiko for konkurs, kapitaltab og udvanding. Forholdet mellem investor og startupvirksomhed påvirkes desuden af agent-principal problematikker, asymmetrisk information og moral hazard. Disse problematikker påvirker forholdet mellem founder og investor både før og efter investeringsbeslutningen.

Investor forsøger at afdække mest mulig risiko, bl.a. gennem stadieopdelt finansiering, specialisering og informationsindsamling. Kontraktlige forhold er en anden måde, hvorpå risiko på venturemarkedet til en vis grad kan styres. Generelt handler det for investorer om at afdække risiko ved negative scenarier uden at spærre for

startupvirksomhedens vækst og founders motivation. Yderligere viser empiriske undersøgelser, at beskyttelse af minoritetsaktionærer i kontrakten er et hyppigt anvendt risikohåndteringsværktøj.

Empiriske data er i denne afhandling kvalitativt indsamlet via ekspertpanelet bestående af seks eksperter på venturemarkedet samt kvantitativt indsamlet data via en spørgeskemaundersøgelse, som 57 aktører på venturemarkedet har besvaret. Herudover har seks spørgeskemarespondenter deltaget i uddybende interviews. Denne data, sammen med den teoretiske ramme, har været styrende for analysen og dermed best practice frameworket. Afhandlingens best practice framework er segmenteret efter finansieringsstadierne seed-, early- og late-stage.

De væsentlige konklusioner fra analysen inkluderer en stor bevidsthed om specialisering af investor. Herudover er *Team* den vigtigste parameter i screeningsprocessen, idet teamet skal drive succes. For at kunne drive en virksomhed til succes kræver det opfyldelse af nogle underliggende parametre, som kan variere på baggrund af finansieringsstadierne. I en prioriteret rækkefølge inkluderer dette *Traction, Technology, Transformative, Total Addressable Market, Timing*, hvilket leder til *Total Return*. Kravet til afkastet ses dog at falde over finansieringsstadierne, hvilket hænger sammen med, at risikoen mindskes bl.a. grundet det øgede informationsgrundlag.

Præsterer startupvirksomheden på screeningsparametrene, bliver det relevant at overveje en værdiansættelse. Værdiansættelsesprocessen kan være en udfordring på venturemarkedet, idet informationsgrundlaget er meget begrænset. Dette leder til, at forhandling og tommelfingerregler, som baserer sig på erfaring, er dominerende. I praksis benyttes multipler også på early- og late-stage trods teoretiske udfordringer. Brugen af multipler ses dog at være et praktisk udgangspunkt og et godt grundlag for forhandling. Det samme er tilfældet ved brug af tommelfingerregler. Før investeringsbeslutningsprocessen afsluttes, skal kontraktlige forhold være på plads. Her er fokus på strømlinede og sammenfaldende interesser, motivation for både investor og founder samt en beskyttelse af minoritetsinteresser. Forhandling er naturligvis også en del af de kontraktlige forhold, hvorfor både værdiansættelse, risiko og afkast påvirkes af det, der aftales under de kontraktlige forhold.

Best practice frameworket er et anvendeligt, let forståeligt og beslutningsorienteret værktøj, som understøtter investeringsbeslutningsprocessen. Frameworket skal anvendes som en vejledning til, hvordan startupvirksomheder udvælges, værdiansættes samt hvilke fokusområder, der er vigtige i de kontraktlige forhold. Anvendelse af afhandlingens best practice framework ifm. en investeringsbeslutningsproces kan lede til en forventet øget sandsynlighed for en succesfuld investering, hvilket valideringstrianguleringen indikerer.

Grundet manglende tid og ressourcer til at teste afhandlingens framework på venturemarkedet er validering af frameworket foretaget ved metodetriangulering. Her er tre kvalitative og 100 kvantitative casestudier fra Løvens Hule benyttet som valideringsgrundlag, idet det vurderes at være det nærmeste man kan komme på en live-session mellem founder og investor vedrørende investeringsbeslutningsprocessen. Til understøttelse heraf er der foretaget valideringsinterviews med fire ud af seks eksperter fra ekspertpanelet. Begge valideringsmetoder bekræfter teamets afgørende betydning for, at en startupvirksomhed forventeligt lykkes. Herudover er der en generel forståelse på markedet for, at investeringer skal have højt afkastpotentiale, idet teorien antyder, at kun én ud af ti investeringer bliver en succes. Af denne grund skal virksomheden præstere på alle screeningsparametrene for, at teamet *forventeligt* kan drive en succesfuld virksomhed, og investor dermed *forventeligt* foretager en succesfuld investering.

Generelt kan afhandlingens best practice frameworket dog diskuteres ift. en forståelse for, hvorvidt investeringsbeslutningsprocessen skal vurderes på baggrund af de enkelte parametre eller som en samlet betragtning. En samlet betragtning, hvor startupvirksomheden præsterer på alle parametre, er et godt udgangspunkt for en forventet succesfuld investeringsbeslutningsproces. Vægtningen og vigtigheden af parametrene vil dog kunne ændre sig hen over finansieringsstadierne, trods stadig at have en væsentlig individuel karakter. I sidste ende handler det om, hvorvidt investor har konfidens til startupvirksomheden for at en investering gennemføres.

Den højest og lavest prioriterede screeningsparameter i frameworket er særligt interessante at diskutere. Teamet er absolut højest prioriteret, men måske også det sværeste at vurdere. Afkastet blev af respondenter i spørgeskemaundersøgelsen vurderet som den mindst vigtige screeningsparameter. Afkastet vurderes samtidig at være målingsenheden for succes, hvilket leder til, at afkastet er yderst relevant og vurderes at være et resultat af, at virksomheden præsterer på alle andre parametre. Der kan dog være andre former for "afkast", som ikke nødvendigvis kan måles økonomisk.

Ved værdiansættelsesovervejelser kan det diskuteres, at en kombination af analysens mest væsentlige værdiansættelsesmetoder kan skabe et sweet-spot, da de understøtter hinanden, igen med finansieringsstadierne in mente. Af natur har founder og investor forskellige incitamenter, hvorved kontraktlige forhold er interessante at diskutere ift. hvorvidt det overhovedet er muligt at sikre og regulere sammenfaldende interesser. Ydermere er investors kontekst generelt interessant at vurdere og diskutere ift. indflydelsen på investeringsbeslutningsprocessen.

Samlet bidrager afhandlingens best practice framework med en anvendelig, let forståelig og beslutningsorienteret metode til vurdering af startupvirksomheder ifm. investeringsbeslutningsprocessen på finansieringsstadierne seed-, early- og late-stage. Anvendelse af afhandlingens best practice framework i investeringsbeslutningsprocessen vil forventeligt øge sandsynligheden for at opnå succesfulde investeringer på det danske venturemarked.

10. Perspektivering

Denne perspektivering har til formål at sætte afhandlingen i et relevant og samfundsmæssigt perspektiv ift. venturemarkedet, andre vinkler på afhandlingens perspektiv samt mulighederne ved yderligere forskning.

10.1. Nasdaq First North

Ekspertpanelet har fra de indledende interviews gjort opmærksom på en ny dynamik på venturemarkedet. Denne dynamik ses ved den øgede interesse for børsnoteringer på den danske vækstbørs, Nasdaq First North. Et relevant perspektiv herpå er investeringsbeslutningsprocessen af de vækstvirksomheder, som er interessante børsnoteringskandidater. Der vurderes at være flere led i denne proces, som inkluderer de finansielle rådgivere, Nasdaq samt investorerne, som alle står over for en beslutningsproces. For de finansielle rådgivere handler det om, hvorvidt de tror på, at virksomheden vil kunne få en succesfuld børsnoteringsrejse, som de vil stå bag. For Nasdaq handler det om at godkende virksomheder til optagelse på Nasdaq First North. Afslutningsvis er der investorerne, som skal forholde sig til, hvorvidt de vil investere i virksomheden. Det er derfor en samlet betragtning og flere processer, som forventeligt kan skabe den succesfulde investering.

10.2. Acceleratorprogrammer

I forbindelse med indhentning af kapital til startupvirksomheder kunne det være interessant at dykke ned i andre finansieringskanaler. Dette inkluderer accelerator-programmer, hvor formålet er, at man ved et program, som varer nogle måneder, etablerer eller udvikler nye startupvirksomheder. Deltagelse i acceleratorprogrammer kan være gratis, mod betaling eller ved afgivelse af ejerandele. Til gengæld modtager man rådgivning, funding, workshops, mentorordninger, netværk, kontorfaciliteter osv. Dette er en mere etableret måde, hvorpå man i idéfasen kan få struktur, som ikke på samme måde er muligt ved crowdfunding eller finansiering fra de tre F'er (Friends, Family and Fools). Efter et sådant program præsenterer man typisk idéen over for Business Angels eller venturefonde. Det kunne derfor have været interessant yderligere at undersøge denne indledende fase, som foregår, før venturefinansiering evt. indtræffer med det formål at undersøge investeringsbeslutningsprocessen med et anderledes udgangspunkt.

10.3. Branchespecifikt best practice framework

Dette framework er afgrænset fra at være branchespecifikt. Det kunne i den forbindelse være interessant, ved yderligere undersøgelse, at analysere effekten af branchespecifikationer ift. afhandlingens framework. På baggrund af allerede foretaget uddybende interviews, blev det f.eks. bemærket, gennem interview med Partner hos Novo Seed, Aleks Engel, at teamets kvalifikationer var anderledes, til trods for stadig at være den vigtigste parameter for biotech-startupvirksomheder. Her var der større fokus på teamets uddannelse og viden inden for biologi frem for, at de kunne udvise *motivation, ambition og drive*. Produkterne har i denne branche en så høj kompleksitet, at videnskabsfolk med rette fagområde involveres i investeringsbeslutningsprocessen. For at gøre frameworket branchespecifikt ville det kræve yderligere data og analyse af flere virksomheder inden for forskellige brancher og/eller foretage en dybdegående analyse i en enkelt branche.

10.4. Videre forskning

Hvis der havde været flere ressourcer forbundet med denne kandidatafhandling i form af tid og penge, ville det have været interessant at udarbejde en "reel" validering af denne afhandlings best practice framework. Dette kunne være blevet udført ved at anvende frameworket på så mange investeringsbeslutningsprocesser ifm. startupvirksomheder, at man kunne tale om statistisk signifikans. På den måde ville man om nogle år kunne se, om der var en øget sandsynlighed for at investeringen bliver succesfuld frem for den nuværende *forventning* om øget sandsynlighed ved anvendelse af afhandlingens best practice framework. En anden mulighed ville være at give frameworket til en investeringsfond eller en gruppe investorer, som kunne være interesserede i at benytte frameworket i deres investeringsbeslutningsproces og teste, hvorvidt der forventeligt er øget sandsynlighed for succes ved brug af frameworket til deres investeringsbeslutningsproces.

11. Litteraturliste

- Aguilar, F. J. (1967). *Scanning the Business Environment*. London: Columbia University Graduate School of Business.
- Aktive Ejere. (11. April 2021). *Hvad er en venturefond*. Hentet 20. Januar 2021 fra aktiveejere.dk: <https://aktiveejere.dk/om-venturefonde-2/>
- Amit, R., Glosten, L., & Muller, E. (1990). Does Venture Capital Foster the Most Promising Entrepreneurial Firms? *California Management Review*, 32(3), 102-111.
- Antonczyk, R. C., Wolfgang, B., & Mark, C. (2007). Covenants in venture capital contracts: Theory and empirical evidence from the German capital market. *Venture Capital in Europe*, 233-247.
- Bebczuk, N. R. (2003). Asymmetric Information in Financial Markets. 19. Hentet fra <http://assets.cambridge.org/97805217/93421/sample/9780521793421ws.pdf>
- Bird, A. (16. Januar 2016). *Top Ten Minority Investor Protections*. Hentet 7. Maj 2021 fra Turinas & Bird: <https://turinasbird.com/2016/01/12/corporate-law/minority-investor-protections>
- Bloomenthal, A. (24. Februar 2021). *C-Suite*. Hentet 4. April 2021 fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/c/c-suite.asp>
- Botelho, T., & Harrison, R. (2019). The changing nature of angel investing: some research implications. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 21(2-3), 177-194.
- Cardon, M. S., Mitteness, C., & Sudek, R. (2017). Motivational Cues and Angel Investing: Interactions among Enthusiasm, Preparedness, and Commitment. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(6), 1057-1085.
- Carmines, E. G., & Zeller, R. A. (2011). Introduction: Reliability and Validity Assessment. *SAGE*, 9-16.
- Chen, J. (21. Marts 2020a). *Tag-along-rights*. Hentet 9. April 2021 fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/t/tagalongrights.asp>
- Chen, J. (13. September 2020b). *First Right of Refusal*. Hentet 9. April 2021 fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/r/rightoffirstrefusal.asp>
- Chen, J. (21. Marts 2021a). *Unicorn*. Hentet 15. April 2021 fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/u/unicorn.asp>
- Chen, J. (23. Februar 2021b). *Due Diligence*. Hentet 7. April 2021 fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/d/duediligence.asp>
- Chen, J. (5. Marts 2021c). *Environmental, Social, and Governance (ESG)*. Hentet 4. April 2021 fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/e/environmental-social-and-governance-esg-criteria.asp>
- Chen, J. (1. Februar 2021d). *Investor Definition*. Hentet 3. Maj 2021 fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/i/investor.asp>

- Chotigeat, T., & Pandey, I. M. (1997). Venture Capital Investment Evaluation in Emerging Markets. *Multinational Business Review*, 5(2), 54-62.
- Christensen, C. M., & Bower, J. L. (1995). Disruptive Technologies: Catching the Wave. *Havard Business Review*, 43-53.
- Crunchbase. (2021). *Crunchbase*. Hentet 13. April 2021 fra https://www.crunchbase.com/organization/too-good-to-go/company_financials
- Colin, M., & Stark, M. (2004). What do Investors Look for in a Business Plan? *International Small Business Journal*, 22(3), 227-248.
- Cusumano, M. A. (October 2013). Evaluating A Startup. *Communications of the ACM*, 56(10), 26-29.
- Damodaran, A. (2001). *The Dark Side of Valuation: Valuing old tech, new tech and new economy companies*. New Jersey: Pearson Education.
- Damodaran, A. (2009). *Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges*. Stern School of Business, New York University.
- Damodaran, A. (2010). *The Dark Side of Valuation: valuing young, distressed, and complex business*. New York: Pearson Education.
- Damodaran, A. (u.d.). *Sterns NYU*. Hentet 28. Januar 2021 fra Estimating Illiquidity Discounts: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/illiquiddisc.htm
- DanBAN. (2020). *Annual Member Survey*, 13. Hentet fra https://danban.org/wp-content/uploads/2020/06/DanBAN_AnnualMemberSurvey_2019.pdf
- Denzin, N. K. (1970). *Sociological Methods: A Sourcebook*. Chicago: Aldine.
- Doyle, C. (2016). *A Dictionary of Marketing (4 ed.)*. Oxford: Oxford University Press.
- DR1. (2016-2020). Løvens Hule. *Løvens Hule*. Denmark: DR1.
- DVCA. (2016). Hentet 20. Januar 2021 fra Introduktion til venture- og kapitalfonde: <https://dvca.dk/wp-content/uploads/2016/11/Introduktion-til-venture-og-kapitalfonde.pdf>
- DVCA. (2017). Hvor går jeg hen? *Venturekapital i Danmark*, 39.
- Erhvervsudvalget. (2010). Udvalget om risikovillig kapital. *Erhvervsudvalget 2009-10. ERU alm. del Bilag 240*, 61. Hentet fra <https://www.ft.dk/samling/20091/alm-del/eru/bilag/240/866897.pdf>
- Fernando, J. (21. April 2021a). *Internal Rate of Return (IRR)*. Hentet 23. April 2021 fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/i/irr.asp>
- Fernando, J. (18. April 2021b). *Lock-Up Agreement*. Hentet 29. April 2021 fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/l/lockup.asp>
- Fiet, J. O. (1995). Risk Avoidance Strategies in Venture Capital. *Journal of Management Studies*, 32(4), 552-574.

- Frankenfield, J. (1. Marts 2021). *Churn Rate*. Hentet 26. April 2021 fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/c/churnrate.asp>
- Freaney, L. (1999). Private Investors' Investment Criteria: Insight from Qualitative Data. *Venture Capital*.
- Fried, V. H., & Hisrich, R. D. (Oktober 1988). Venture Capital Research: Past, Present and Future. *Sage Journals*, 13(1), 15-28.
- Fried, V. H., & Hisrich, R. D. (1994). Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making. *Financial Management*, 23(3), 28-37.
- Ganti, A. (10. Oktober 2020). *Term Sheet*. Hentet 18. Marts 2021 fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/t/termsheet.asp>
- Gjesdal, F. (2007). Moral Hazard with Hidden Information. I R. Antle, F. Gjesdal, & P. J. Liang, *Essays in Accounting Theory in Honour of Joel S. Demski* (s. 97-122). Springer. doi:https://doi.org/10.1007/978-0-387-30399-4_5
- Glücksman, S. (2020). Entrepreneurial experiences from venture capital funding: exploring two-sided information asymmetry. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 22(4), 331-354.
- Goldman, M. (5. Oktober 2020). Hentet 5. Marts 2021 fra Information Asymmetri in Startups: <https://matthewgoldman.com/information-asymmetry-in-startups/>
- Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Ilya, S. A. (2021). How Venture Capitalists make Decisions. *Harvard Business Review*, 70-78.
- Grant, M. (2. Februar 2020b). *SaaS*. Hentet 2. Maj 2021 fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/s/software-as-a-service-saas.asp>
- Granz, C. (2020). Scout or coach? Value-added services as selection criteria in entrepreneurs' venture capitalist selection. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 23(1), 5-40.
- Hardymon, G. F., Lerner, J., & Leamo, A. (Oktober 2007). Best practices: Decision making among venture capital firms. *Harvard Business School Background Note 804-176*, 1-15.
- Hayes, A. (19. Januar 2021). *Adverse Selection*. Hentet 3. Marts 2021 fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/a/adverseselection.asp>
- Hougaard, S. (3. Juni 2019). Værdiansættelse af start-ups - på vej mod en ny fælles forståelse. *Finans/Invest*(3), 31-35.
- Hårbøl, K., Schack, J., & Spang-Hansen, H. (31. januar 2009). *Den Store Danske*. Hentet 12. april 2021 fra lex.dk: <https://denstoredanske.lex.dk/konfidens>
- Invested DK. (22. Marts 2014). *PRÆFERENCEAKTIE*. Hentet 2021. April 17 fra Invested: <https://www.invested.dk/encyclopedia/praeferenceaktie>

- Jiajia, C., & Hu, Z. (2018). Venture Capital Contracting with Double-Sided Moral Hazard and Fairness Concerns. *Mathematical Problems in Engineering*, 13. Hentet fra <https://doi.org/10.1155/2018/5296350>
- Kenton, W. (30. Marts 2021a). *Burn rate*. Hentet 4. April 2021 fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/b/burnrate.asp>
- Kenton, W. (28. Februar 2021b). *Intellectual Property*. Hentet 29. Marts 2021 fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/i/intellectualproperty.asp>
- Keystones. (13. September 2018a). *Business angels - alt hvad du behøver at vide om engelinvestorer i Danmark*. Hentet 15. Januar 2021 fra Keystones.dk: <https://keystones.dk/business-angels-alt-hvad-du-behoever-at-vid-om-engelinvestorer-i-danmark/>
- Keystones. (3. december 2018b). *Hvornår du ved, at investor bør afvises? 14 klassiske faresignaler, du bør kende, før du takker ja til investorer*. Hentet 3. April 2021 fra Keystones.dk: <https://keystones.dk/hvornaar-du-ved-at-investor-boer-afvises-14-klassiske-faresignaler-du-boer-kende-foer-du-takker-ja-til-investorer/>
- Keystones. (3. September 2018c). *Analyse: Hvad er afkastet af investering i startups?* Hentet 22. Januar 2021 fra Keystone: <https://keystones.dk/analyse-hvad-er-afkastet-af-investering-i-startups/>
- Keystones. (27. august 2018c). *Hvad er vigtigst: kompetencer eller kapital*. Hentet 5. April 2021 fra Keystones.dk: <https://keystones.dk/hvad-er-vigtigst-kompetencer-eller-kapital/>
- Keystones. (27. Marts 2019). *Analyse af Løvens Hule: Så meget bliver værdien af startups flænset*. Hentet 27. April 2021 fra Keystones: <https://keystones.dk/analyse-af-lovens-hule-sa-meget-bliver-vaerdien-af-startups-flaenset/>
- Keystones. (17. Marts 2020a). *Top 3 do's and dont's ved konvertible lån*. Hentet 21. Marts 2021 fra Keystones.dk: <https://keystones.dk/keystones-top-3-dos-and-donts-ved-konvertible-laan/>
- Keystones. (6. Januar 2021). *Sådan værdiansætter du dit startup*. Hentet 24. Marts 2021 fra Keystones.dk: <https://keystones.dk/saadan-vaerdiansaetter-du-dit-start-up/>
- Keystones. (u.d.a). *Startup Investor*. Hentet 21. Februar 2021 fra Alt om investering i startups - af Keystones: <https://www.startupinvestor.dk/2020/02/18/hvordan-vaerdiansaetter-man-et-startup-forstaa-de-basale-principper-og-metoder/>
- Keystones. (u.d.b). *Keystones Høker Kalkule*. Hentet 6. Marts 2021 fra <https://keystones.dk/valuation/>
- Keystones. (u.d.c). *Term sheet for startups and investorer*. Hentet 28. April 2021 fra Keystones.dk: <https://www.startupinvestor.dk/2019/10/04/term-sheet-for-startups-og-investorer/>
- Keystones. (u.d.d). *Praktisk gennemgang af investeringsaftalen term-sheet*. Hentet 20. April 2021 fra Startupinvestor: <https://www.startupinvestor.dk/2019/12/13/praktisk-gennemgang-af-investeringsaftalen-term-sheet/>

- Keystones. (u.d.e). *Hvordan værdiansætter man et startup? Forstå de basale principper og metoder*. Hentet 9. April 2021 fra startupinvestor.dk: <https://www.startupinvestor.dk/2020/02/18/hvordan-vaerdiansaetter-man-et-startup-forstaa-de-basale-principper-og-metoder/>
- Khan, A. M. (1987). Modelling venture capital investments. *Technovation*, 6, 25-35.
- Khanin, D. M. (2006). *Venture Capitalists' Investment and Reinvestment Decisions*. Maryland: University of Maryland.
- Kielland, A. (2017). Venture Debt – en ny finansieringsmulighed for danske iværksættere? *Finans/Invest*. Hentet fra https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/56150332/alexander_kielland_venture_debt_publishersversion.pdf
- Klonowski, D. (2018). *The Venture Capital Deformation: Value Destruction throughout the Investment Process*. Canada: Palgrave Macmillan.
- Knight, R. M. (1994). Criteria Used by Venture Capitalists: A Cross Cultural Analysis. *International Small Business Journal*, 13(1), 26-37.
- Kristensen. (28. August 2018). *Matas køber Stadil-ejet sundhedsbutik for stort millionbeløb*. Hentet 20. April 2021 fra Finans: <https://finans.dk/erhverv/ECE10833631/mataskoeberstadilejet-sundhedsbutik-for-stort-millionbeloeb/?ctxref=ext>
- Kvale, S., & Brinkmann, S. (2015). *Interview - Det kvalitative forskningsinterview som håndværk*. København: Hans Reitzels Forlag.
- Lagier, E. (13. September 2017). *ByFounders: What we Look for When Investing*. Hentet 5. Februar 2021 fra Medium: ByFounders: <https://medium.com/byfounders/what-we-look-for-when-investing-d14c6e3e1b1>
- Langer, T. (8. November 2018). *Founder Share Vesting — Finding the Right Balance*. Hentet 29. April 2021 fra Medium: <https://medium.com/point-nine-news/founder-share-vesting-finding-the-right-balance-571545d26f5c>
- Levitt, T. (1965). *Exploit the Product Life Cycle*. Hentet fra <https://hbr.org/1965/11/exploit-the-product-life-cycle>
- Lewis, H. (u.d.). *What Startup Founders Should Know About Preferred Stock*. Hentet 19. Februar 2021 fra Silicon Valley Bank: <https://www.svb.com/blogs/lewis-hower/startup-founders-should-know-preferred-stock>
- Lindegaard, J. (u.d.). *Ordbog*. Hentet fra Jan Lindegaard Consulting: <http://jan-lindegaard.dk/ordbog/>
- Løw, J. (u.d.). *Traction*. Hentet fra <https://www.jonathanloew.dk/ordbog/traction/>
- MacMillan, I. C., Siegel, R., & Subbanarasimha, P. N. (1985). Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals. *Journal of Business Venturing*, 1(1), 119-128.
- MacMillan, I. C., Zemann, L., & Subbanarasimha, P. N. (1987). Criteria Distinguishing Successful Ventures in the Venture Screening Process. *Journal of Business Venturing*, 2(2), 123-137.

- Manigart, S., & Wright, M. (1997). Venture Capitalists' Appraisal of Investment Projects: An Emperical European Study,". *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 21(4), 123-137.
- Maxwell, A. L., Jeffrey, S. A., & Lévesque, M. (2011). Business angel early stage decision making. *Journal of Business Venturing*, 26(2), 212-225.
- Metodeguiden. (u.d.). *Metodeguiden*. Hentet 8. Marts 2021 fra Århus Universitet: <https://metodeguiden.au.dk/validitet/>
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2011). *Venture Capital & the Finance of Innovation*. Wiley.
- Mortensen, C. A. (6. April 2021). *Shaping New Tomorrow henter Henrik Bak som ny direktør*. Hentet 4. Maj 2021 fra Finans: <https://finans.dk/erhverv/ECE12879744/shaping-new-tomorrow-henter-henrik-bak-som-ny-direktoer/?ctxref=ext>
- Murphy, C. B. (14. Oktober 2020). *Accounting Rate of Return*. Hentet 31. Marts 2021 fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/a/arr.asp>
- Nielsen, N. H. (2017). *Startup Funding*. København.
- Norton, E., & Tenenbaum, B. (1992). The effects of Venture Capitalists' characteristics on the structure of the Venture Capital deal. *Journal of Small Business Management*, 10.
- Olsen, P., & Pedersen, K. (2003). *Problemorienteret projektarbejde: Kap. 10: Kvalitetsbeskrivelse*.
- Pandey, I. M. (1995). Venture Capital Investment Criteria Used by Venture Capitalists in India. *Technovation*, 18(4), 253-261.
- Pedersen, K. (1999). Videnskabsteori i projektarbejde og rapport. I O. & Pedersen, *Problemorienteret projektarbejde - en værktøjsbog* (s. 135-151). Roskildeuniversitets Forlag.
- Petersen, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial Statement Analysis*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Porter, M. E. (1979). The Five Competitive forces that shape strategy. *Harvard Business Review*, 57(2), 137-145.
- Presskorn-Thygesen, T. (2012). Samfundsvidenskabelige paradigmer - Fire grundlæggende metodiske tendenser i moderne samfundsvidenskab. I C. Nygaard, *Samfundsvidenskabelige Analysemetoder* (s. 21-41). Frederiksberg: Samfundslitteratur.
- Prive, T. (28. August 2016). *Forbes*. Hentet 21. Januar 2021 fra What Returns Can I Expect From Startup Investing: <https://www.forbes.com/sites/tanyaprive/2016/04/28/what-returns-can-i-expect-from-startup-investing/>
- Reiff, N. (5. 3 2020). *Series A, B, C Funding: How It Works*. Hentet 11. Februar 2021 fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/articles/personal-finance/102015/series-b-c-funding-what-it-all-means-and-how-it-works.asp>
- Siskos, J., & Zopounidis, C. (1985). The Evaluation Criteria of Venture Capital Investment Activity: An interactive Assesment. *European Journal of Operational Research*.

- Skat.dk. (u.d.). *Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis*. Hentet 7. Marts 2021 fra Skat.dk: <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813206>
- Smith, T. (21. Marts 2020). *Disruption*. Hentet 1. Maj 2021 fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/d/disruptive-technology.asp>
- Stavnsager, E., Østergaard, P., & Beckmann, S. (2006). *Essentials of social science research methodology*. SDU Press.
- Suksriwong, S. (2003). INVESTMENT CRITERIA OF VENTURE CAPITAL COMPANIES. *Journal of Business Administration*, 98, 57-77.
- Sørensen, O. (2017). *Regnskabsanalyse og værdiansættelse* (Årg. 5. udagave). København: Gjellerup.
- Tarver, E. (31. Oktober 2020). *Drag-Along Rights*. Hentet 9. Marts 2021 fra Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/d/dragalongrights.asp>
- Thurmond, V. A. (2001). The Point of Triangulation. *Journal of Nursing Scholarship*, 33(3), 253-258.
- Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V. (1984). A Model for Venture Capital Investment Activity. *Management Science*, 30(9), 1051-1066.
- Vækstfonden. (2018). Kapitalmarkedet fra startup til scaleup. 60. Hentet fra https://vf.dk/media/1384/kapitalmarkedet_fra-startup-til-scaleup.pdf
- Vækstfonden. (2020). *Benchmarking af venturemarkedet 2020*. København: Vækstfonden. Hentet fra <https://gtdk.sharepoint.com/sites/Speciale2021/Delte%20dokumenter/General/Artikler/V%C3%A6kstfonden/DK%20Europamestre%20i%20VC-inv..pdf?CT=1611228539884&OR=ItemsView>
- Vækstfonden. (20. Januar 2020a). *2019 blev endnu et rekordår for ventureinvesteringer i danske startups*. Hentet 29. Januar 2021 fra Vækstfonden: <https://vf.dk/nyheder/2020/2019-blev-endnu-et-rekordaar-for-ventureinvesteringer-i-danske-startups/>
- Vækstfonden. (2020b). *Fra Startup til Scaleup: Statud på kapitalmarkedet for danske iværksættere og vækstvirksomheder - 2020H1*. København: Vækstfonden.
- Vækstfonden, Keystones, & DanBAN. (2017). *Business Angel Survey*.
- Wang, S., & Hailan, Z. (2002). Staged Financing in Venture Capital: Moral Hazard and Risks. 30. Hentet fra https://www.researchgate.net/profile/Susheng-Wang/publication/332941299_Staged_Financing_in_Venture_Capital_Moral_Hazard_and_Risks/links/5d76629a4585151ee4a9a487/Staged-Financing-in-Venture-Capital-Moral-Hazard-and-Risks.pdf
- Wells, W. A. (1974). *Venture Capital Decision Making*. Carnegie Mellon University: ProQuest Dissertations Publishing.
- Whittington, R., Regnér, P., Angwin, D., Johnson, G., & Scholes, K. (2019). *Exploring Strategy* (Twelfth edition udg.). London: Pearson Education Limited.

- Wilkinson, D. (u.d.). *Why Nokia died a sudden death and why it matters to your organisation*. Hentet 5. Marts 2021 fra <https://www.oxford-review.com/survive-disruptive-innovation/>
- Winding, M. H. (12. Februar 2021). *Too Good To Go udvider i flere amerikanske storbyer*. Hentet 4. Maj 2021 fra Finans: <https://finans.dk/erhverv/ECE12754949/too-good-to-go-udvider-i-flere-amerikanske-storbyer/?ctxref=ext>
- Wright, M., & Robbie, K. (1996). Venture Capitalists, Unquoted Equity Investment Appraisal and the Role of Accounting Information. *Accounting and Business Research*, 26(2), 153-168.
- Wright, M., & Robbie, K. (1997). *Venture Capital*. Brookfield: Dartmouth Publishing Company.
- Waarsenburg, J. v. (2017). *The role of Information Assymetry in Financing Early Stage Ventures*. University of Twente. Hentet fra https://essay.utwente.nl/72237/1/Waarsenburg_BA_BMS.pdf

12. Bilag

Bilag	Oversigt
Bilag 1	Interview med Rolf Kjærgaard, CEO hos Vækstfonden
Bilag 2	Interview med Christian Vintergaard, CEO hos Fonden for Entreprenørskab
Bilag 3	Interview med Kenneth Larsen, CEO hos Keystones
Bilag 4	Interview med Nicolaj Højer, Business Angel og serieiværksætter
Bilag 5	Interview med Michael Thomsen, CFO hos Blazar Capital
Bilag 6	Interview med Dorte Thomsen, Fagpolitisk Chef hos Aktive Ejere
Bilag 7	Interview med Niels Henrik Rasmussen, Business Angel og serieiværksætter
Bilag 8	Interview med Aleks Engel, Partner hos Novo Seed
Bilag 9	Interview med Enrico Krog Iversen, Business Angel og CEO hos OnRobot A/S
Bilag 10	Interview med Jacob Thygesen, Business Angel og professionel bestyrelsesmedlem
Bilag 11	Interview med Flemming Feddersen, Business Angel
Bilag 12	Interview med Nicolai Fink Gundersen, CEO hos ABridge ApS
Bilag 13	Valideringsinterview med Christian Vintergaard
Bilag 14	Valideringsinterview med Rolf Kjærgaard
Bilag 15	Valideringsinterview med Kenneth Larsen
Bilag 16	Valideringsinterview med Michael Thomsen
Bilag 17	Spørgeskema med svar fra 57 respondenter
Bilag 18	Finansieringsstadie ift. investeringshorisont
Bilag 19	Vigtigste parametre ift. finansieringsstadie
Bilag 20	Løvens Hule værdiansættelsesanalyse

Bilag 1: Interview med Rolf Kjærgaard, CEO hos Vækstfonden

Kathrine: Nå men du sidder her sammen med Yasmin og Kathrine. Vi læser Cand.merc.FIR på 4 semester på CBS og skal til at skrive det her berygtede speciale. Her vil vi jo gerne skrive om emnet best practice på venturekapitalmarkedet, hvor vi gerne vil komme frem til et framework inden for finansieringsstadierne seed, early og late stage. Det her best practice framework skal forstås som noget input som burde skabe det bedste output, som skal ses som succesfuld investering ud fra et givent afkastkrav. I den forbindelse er vi selvfølgelig faldet over vækstfonden og jeres mange rapporter, samt den viden i har om det danske venturekapitalmarked og den plads på markedet i har ift. finansiering af startupvirksomheder. Det har vi funder virkelig brugbart, hvorfor vi gerne ville gøre jeres input omkring vores på projekt og hvad der ligesom sker på markedet samt hvilke dynamikker og mekanismer der bevæger sig på markedet. Det er det vi ligesom vil tage udgangspunkt i ift. den her samtale, men så har vi selvfølgelig også en helt masse specifikke spørgsmål som vi sagtens kan spørge løs med, men vi vil også rigtig gerne høre dine tanker om det projekt vi skal til at arbejde med.

Rolf: Helt bestemt. Først og fremmest vil jeg gerne sige tak for at I tager fat i mig/os. Det er rigtig godt. Derudover tak for at I tager det her emne op. Det lyder afsindigt vigtigt. Det er et meget vigtigt område i hele vores økonomi og ikke mindst i innovationsøkonomien fordi historien har vist at rigtig meget udvikling og nye virksomheder er vokset ud på ryggen af venturekapital, som er blevet investeret. I har jo sikkert også fundet frem til de rapporter, som viser hvor stor en andel af BNP som kan spores tilbage til venturekapital. Det er ikke nødvendigvis kapitalen der er skyld i dette, men det er forudsætningen for at iværksættere og virkelyst, initiativ, rigdom og innovation kan blive til virkelig og dermed kan skabe vækst og arbejdspladser. Af denne årsag spiller venturekapital en helt afgørende rolle i den globale innovationsøkonomi. Og jo klogere vi kan blive på dette jo bedre forudsætninger giver det.

Ift. Best practice så er det jo en meget stor målsætning at have. Hvis I finder de vise sten der, så er det altså knald godt gået. Det skal jo forstås som at det jo også er en kunstart, som rigtig meget er drevet af personerne. Vi taler oftest om venture branchen som en lidt relationer branche. Og det gør vi stadig til trods for, at der bliver investeret mere og mere i digitale løsninger, algoritmer, AI osv. Til at understøtte den måde, som ventureinvestorer scanner markedet for investeringsemner, samt den måde som de analyserer og laver due diligence på virksomheder og også på den måde efter investeringen er foretaget, så handler det også om hvordan den værdiskabelse som ligger og ventureinvestorer kan være understøttet af. Så det er i hvert fald en væsentlig dimension, at digitaliseringen også finder sted i venturekapitalindustrien. Det gør den altså på tværs af de forskellige faser og investorer. Jeg syntes jeres opdeling i faser giver rigtig god mening fordi det er jo også sådan det foregår og det har samtidig også betydning for hvor markedet og industrien bevæger sig hen, når det gælder best practice. Man ser i stigende grad et fokus på specialisering. Det der er brug for i en virksomhed i den helt tidlige fasen i Pre-seed, seed fasen ift. når fodfæstet på markedet er skabt, produktet er færdigudviklet og de første kunder er i hus samt den indledende skalering starter og så endnu senere når de første markeder er der hul igennem, men at det så handler om den globale udrulning og skalering er en helt tredje dimension. Derfor giver det rigtig god mening at dele det op i faser. Det er meget relevant og godt set. Der hvor venture rykker hel er bare mere og mere specialiseret og de kan man også se i faserne.

I en dansk kontekst har vi pre-seed ventures, som målrettet, skræddersyet og dedikeret arbejder med pre-seed investeringer. Det er det de skal være rigtig gode til og det er de rigtig gode til. Det vil de også blive endnu bedre til, fordi det er det de gør. Derefter har du en seed-capital, som er næste fase. Derefter har du hardcore og når man ser på internationale ventures Ecreadium, EQT. Hvis man så tager den næste fase, så er vi ude i de sene er senere kapitalrunder. En god måde at anskue det her med faserne er at se på investeringsrunderne. Pre-seed og seed runderne og derefter runderne A,B,C,D og E+ og hvad de ellers hedder derudaf derefter. Der kunne man dele det op i pre-seed + seed. Herefter kunne man måske tage A+B og så derefter de sene runder derefter med de resterende runder. De her

stadier er mange gange omtalt som growth fasen. Det er også fordi, at der er flere og flere investorer, som specialiserer sig inden for at være growth investorer. Det er altså ikke dem som ligger og roder rundt mellem i startupmiljøerne og finde de nye spændende virksomheder og snakker med iværksættere. De ser mere på hvilke virksomheder som er kommet igennem de første intentionelle venture runder og står så klar, når de store investeringsrunder skal starte og de store beløb skal smides ind. Dette kunne fx være virksomheder som Pleo i sidste uge, Vivino som også har været med i historisk store investeringsrunder i en Dansk kontekst. Så digitalisering er helt klart noget af de vi ser på best practice samt specialisering opdelt efter stadier.

Kathrine: Og hvor har vækstfonden så deres specialisering ift. deres ventureinvesteringer?

Rolf: Hos os, der er vi med hele vejen. Vi er med helt fra de tidlige idefaser og pre-seed stadiet. Der har vi en dedikeret indsats for det og så har vi også kapabilitet og formåen til at være med når de rammer seed og serie A. Ligesom vi også har et dedikeret team til virksomheder som rammer de større finansieringsrunder. Vi i vækstfonden er i stand til og vores mandat er at være med fra den tidlige ide fase og så til den globale skalering. Men Vækstfonden er i den sammenhæng unik. Vi arbejder så også dedikeret med at blive bedre i hver enkel fase. Det er dermed også specialiseret hos os, så dem der sidder med pre-seed, seed delen er altså nogle andre end dem som sidder med serie A,B, C osv. Og de senere runder (growth runderne). Derudover er vækstfonden også investor i rigtig mange af de her fonde. Vores selvstændige målsætning er at skubbe til udviklingen af det danske økosystem. En hver virksomhed uanset branche, stadiet osv. Kan finde den kapital som virksomheden har brug for der hvor den står, som skal bruges til at bringe virksomheden til det næste niveau. Det betyder altså vi også agerer som funds-of-fund investor, hvor vi investerer i forskellige kapital og venture fonde. Det gør vi for at styrke økosystemet og øge tilgængeligheden af risikovillig kapital. Det er også med det formål at vi får flere aktører med og bygget videre på de aktører, som er på markedet i forvejen.

Vi har fx har været med helt fra starten i fx Pre-seed ventures, fra da de gik ud og lavede deres første fond. Da Byfounders lavede deres første fond var vi også med som cornorstone investor. Vi har også været med i Sunstone Capital, som vi dybest set har født, for de var originalt en spinoff fra vækstfonden. På den måde arbejder vi jo også med at styrke økosystemet med at få kapital ud igennem specialiseret fonde.

Kathrine: I vækstfonden har I jo så den her beskrivelse, som siger at I investerer i og udvikler de virksomheder, som Danmark ikke må gå glip af. Hvad er det for nogle virksomheder? Er det dem som skaber arbejdspladser eller er det dem som skal ud og børsnoteres engang ude i fremtiden. Hvordan definerer I de virksomheder og hvordan udvælger dem?

Rolf: Det er et rigtig godt spørgsmål. Vi er ikke i tvivl, når vi ser dem. Men at sætte på formler præcis hvad de rummer, det er en anden og større udfordring. Det der ligger i det. Der er, at vi igennem vækstfonden er unik. Vi er alle sammen medejere af vækstfonden i det vi i vækstfonden er ejet af staten. Så den rolle som vi spiller og skal spille i markedet uanset om det er investor i en virksomhed, om det er som investor i en fund eller det er som långiver eller garanti-giver. Uanset hvad vi laver, så skal det gøre en forskel. Så vi skal enten fatalisere og katalysere noget sker, som ellers ikke ville ske. Det kunne være en ny fond, som ellers ikke ville blive til noget. Eller vi skal accelerere at noget sker som alternativt ville tage længere tid med risiko for at der så var nogle udenlandske konkurrenter, som ville løbe afsted med markedet. Og af den grund lykkedes den danske virksomhed ikke. Det handler fundamentalt om at gøre en forskel. Og at gøre det på en måde, hvor det skaber ekstra beskæftigelse. Så det er meget rigtigt, at det er de virksomheder, som skaber arbejdspladser. Om det dermed er virksomheden om den bliver børsnoteret eller evigt eje af iværksætterne eller noget helt tredje. Det er ikke afgørende, så længe at det der sker – det er det rigtige for virksomheden og så længe vi kan blive ved med at skabe og fastholde arbejdspladser i

Danmark, samt vi kan drive udvikling og ressourcer. Men det skal ikke forstås sådan, at så længe der bliver skabt arbejdspladser, så er det ligegyldigt med det finansielle afkast. Men det vender den vej, at vi ser det finansielle afkast som en forudsætning for at skabe flest mulige arbejdspladser og som en forudsætning for at få private investorer med. Vi ser os selv som en løftestang for den private kapital. Vi kan kun få den private kapital med, hvis de kan se at de bliver belønnet for det, som de er drevet af og det er profit og finansielt afkast, så det handler jo også om finansielt afkast. Og jo mere finansielt afkast vi laver her i vækstfonden jo mere kapital kan man jo se der triller tilbage, som private investorer kan investere i nye virksomheder og eksisterende virksomheder. Det finansielle afkast er altså vigtigt, men som et input til et output i at skabe mest muligt økonomisk impact gennem arbejdspladser og innovationer, skatteindtægter osv.

Kathrine: Når I så skal gå ind og vælge de her virksomheder, som I ikke vil gå glip af, hvad er det så i de her virksomheder, som I kan se værdi i. Hvad er det for nogle parametre I går ud og vælger ud fra?

Rolf: For den enkelte virksomhed, så er det tre ting. Det er teamet. Det er forretningsstrategien og det er markedet. I virkeligheden, af de tre, så er teamet det vigtigste. Teamet bærer alt, også selvom der er en klar forretningsstrategi i et attraktivt marked med buldrende vækst. Hvis teamet ikke formår at eksekvere på den forretningsstrategi, så kommer de aldrig til at træde ind i markedet, og så bliver virksomheden ikke til noget.

Yasmin: Og hvad betyder teamet så? Hvad skal det så indeholde?

Rolf: Teamet krævet komplementaritet. Det er ned med homogenitet og op med komplementaritet og diversitet. Altså de her tre teknik-ingeniører, som har fået en rigtig god ide, men ikke har et begrebsomfang om det kommercielle og ikke er voldsomt struktureret anlagt. Sandsynligheden for at de lykkedes er lille, mens hvis de har et teknisk fundament altså nogle virkelig dygtige teknikere, masser af iverksomhed og du har nogle skarpe kommercielle kompetencer og du ved hvad det gælder om, når du skal lave et produkt, sætte en pris, gå ud på markedet, tale med kunder osv. Samtidig med at du også har kompetencer til stede, som forstår at bygge en solid platform med struktur, systemer og processer, som gør at i takt med at virksomheden vokser med eksplosiv vækst, så kan den også håndteres, så luften ikke suser af ballonen.

Jeg har stadig til gode at møde den enkelte person, som er lige så god tekniker, som kommerciel, som systemanalytiker osv. Derfor er det et hold, det er aldrig en individuel indsats. En anden dimension, som der også er noget best practice i er at dem som starter virksomheden, som også løfter virksomheden ud igennem alle finansieringsfaser. Jeff Basel er nok mere unik, end han er standard. I og med at han har startet og været CEO i virksomheden efter 20 års gevaldig vækst og udvikling. Normalt, så er der nogle kompetencer, som er vigtige i startfasen, som så afløses af nogle kompetencer, som er vigtigere i de senere faser. Her er det altså nogle nye kompetencer, som skal være til stede. Derfor har vi som Vækstfonden altså gjort os den erfaring at tage den snak med iværksætteren i den tidlige fase. Hvor det handler om, hvor vigtige de er nu, men at der er brug for nogle andre kompetencer senere. Så hvis de ikke rummer disse kompetencer, så skal de altså være klar til at træde til side. Det vil stadig være dem som er founders/stiftere. Det vil ingen nogensinde tage fra dem. Men det gør ikke, at det i al fremtid er dem som vil være de bedste CEO's og ledere i fremtiden. Oftest sker der en udskiftning eller en hel del udskiftning undervejs, for at varetage virksomheden tav bedst.

Yasmin: Hvad vi også lige kunne dobbeltklikke på det andre to kort. Så er det forretningsplan, er det inden for et specifikt område, retning eller hvordan tænker i det?

Rolf: Det er forretningsplanen. Så hvordan ser produktet ud, hvordan ser kunderne ud. Hvordan kommer du ud til kunderne, markedsstrategi, hvad koster det at producere. Hvordan kan du optimere dine omkostninger over tid? Hvordan ser din ledelse ud? Og hvordan ser din økonomi ud? Og hvad koster det for at virksomheden er selvfinansierende og alt det sammenfattes i forretningsplanen. Og så er spørgsmålet oftest – Hvordan skal forretningsplanen så se ud, så den passer til jer? I virkeligheden er der massere af muligheder. Det er ikke fordi den skal være fyldt med data, men den skal bare komme omkring de forskellige dimensioner. Derudover er det vigtigt, at det er virksomhedens forretningsplan og ikke en plan de laver for os som investorer. Fordi, som et kendt udtryk også siger: "Planning is everything, a plan is nothing". Jeg har til dato ikke set en eneste forretningsplan, som endte med at blive fulgt til punkt og prikke, fordi der opstår så mange muligheder og usikkerheder, samt uforudsete ting undervejs. Men hvis du ikke har til for hvordan du forholder dig til de udfordringer undervejs, så er man ikke risikerer at det falder fra hinanden og virksomheden begynder at glide i forskellige retninger.

Dette leder over til den tredje dimension: Strukturen. Man skal tænke helt fra starten, hvordan denne virksomhed skal se ud, når denne virksomhed runder 100 medarbejder og 1000 medarbejdere. Selvom dette ligger mange år ude i fremtiden og måske aldrig nogensinde sker, men at du bygger virksomheden til at kunne skalere er vigtigt. Man skal ikke tilfældigt lade sig følge af, at "hov, der var en kunde i Senegal, så går vi efter ham. Og hov der var også en i Bangladesh, så tager vi også hende." Så ender det med at virksomheden stritter i alle mulige retninger. Det er skal været struktureret. Så det med at have en stærk struktur og også et solidt fundament for at vælge til og vælge fra. Det med at vælge fra er mindst lige så vigtigt, så man ikke ender med at suse i alle mulige retninger. Der er mange iværksættere som falder i den der fælde med at hver gang de ser en med et købssignal, så suser de efter vedkommende. Men risikoen er, at hvis du bliver alt for tungt smurt ud i din tilgang til kunderne og markedet, så ender du med at bruge for mange ressourcer på den enkelte kunde, og du ender med at brænde dine penge af på noget som ikke er værdiskabende. Det er derfor bedre at være fokuseret. Fokus er helt afgørende og vigtigt. Fokus det skal teamet have og det skal være inkorporeret i forretningsplanen og det er det som strukturen skal gøre muligt. Strukturen skal hele tiden føre det muligt at bevare fokus.

Kathrine: Vi kan se at tiden er ved at tiden er ved at være løbet ud, vi ved ikke om du har en bagkant nu her?

Rolf: Vi kan godt lige tage 5 minutter mere, så det er fint.

Kathrine: Så kan vi godt lige tage et spørgsmål mere. Nu har jo læst i en del af vækstfondens rapporter, at der er mere kapital tilgængeligt på det danske venture marked end nogensinde før og der også foretages flere og større investeringer. Har du nogen omkring hvorfor denne udvikling er sket både ift. at der er flere virksomheder som modtager flere virksomheder som modtager ventureinvesteringer og er der en sammenhæng mellem de to?

Rolf: Ja, det er der fordi det er selvforstærkende. Går vi 10-15-20 år tilbage, hvor jeg har været med i alle de år, så var det danske, det nordiske og det europæiske venturemarked et helt andet sted i dag end vi var dengang. Og når vi er et anderledes og stærkere sted i dag, så er det fordi der er investeret en masse, der er bygget en masse erfaring op. Der er altså fundet en selektions sted. Bl.a. gået i retningen af færre aktører i dag. Går man 15-20 tilbage til nogle af de første analyser, som vi også lavede i vækstfonden, så var der 50-70 venturefonde-agtige-aktører derude. I dag er vi jo nede på et par håndfulde. De er så hver især større og mere slagkraftige. Så de kan helt anderledes være med til at drive de virksomheder, som de investerer i.

Vi kan ikke komme udenom, at de er meget mere bevidste om værdien i specialiseringen, som også er tilbage til det vi talte om med stadier. Der er også en specialisering indenfor teknologi områder. Ser man på Seed Capital, så lavede de biotech, tech, it, clean tech investeringer. I dag laver de kun tech investeringer. For det der med at brede sig for langt ud, så risikerer man som investor at miste fokus

og så bliver man kun halv dygtig til en hel masse i stedet for at blive fuldt dygtig ift. en fokuseret indsats. Og den specialisering ift. segmenter som man som investor går efter. Så selektionen og positive erfaringer med værdiskabelse og afkast, som en del af selektionen gør også, at det har været muligt at rejse endnu større summer penge til de venturefonde, som vi ser i dag. Og endelig så er de jo også mere specialiseret, så markedet er mere specialiseret i dag både inden for finansieringsstadier, men også inden for teknologi. Det skal forstås på den måde, at der er investorer som kigger på tværs, når vi ser det kollektivt, så er markedet jo bredt på teknologi og stadier, men den enkelte investor er i dag mere snæver og mere fokuseret på stadier og teknologi eller segmenter, brancher osv. Som de investerer i.

Kathrine: Så kan man på en eller anden måde sige, at der er kommet flere virksomheder som har potentiale og venturekapitalfondene kan også bedre se potentialet i de her virksomheder pga. specialiseringen?

Rolf: Ja, og så fordi den her skabte værdi hos ventureinvestorerne kommer jo fra, at der er nogle gode virksomheder, som har udviklet sig godt og stærkt. Derudover er iværksætter miljøet også solidt og dynamisk på en helt anden måde end det var dengang (15-20 år siden). Det er bare nogle dygtigere iværksættere. Bundniveauet er hævet gevaldigt og også fordi vi har jo rigtig mange serieiværksættere. Altså iværksættere, som har prøvet det flere gange før. De kender altså bare fald grupperne bedre end de fleste og ved hvordan man styrer udenom dem, for de har prøvet det før. Tilbage til det med det selvforstærkende – jo bedre iværksættere, jo bedre forudsætninger for investorerne, jo bedre investorer, jo bedre forudsætninger for iværksætter fordi de kan rejse kapital og på den måde får man den positive spiral til at køre. Af den årsag står vi i dag med et markant mere modent iværksættermiljø i Danmark.

Yasmin: Det er super. [Afslutning]

Bilag 2: Interview med Christian Vintergaard, CEO hos Fonden for Entreprenørskab

Kathrine: [Introduktion]

Christian: Det er lidt tid siden jeg forskningsmæssigt har beskæftiget mig med venturekapital, og tingene har også ændret sig en del i Danmark siden jeg gjorde det. Det er så 10 år siden eller noget i den stil – der var der meget mindre venturekapital, og mange færre aktører og meget mindre kapital og meget mindre professionalisme – og der var ikke det store økosystem, tiden har ændret sig en del. Så der er, i Danmark, kommet mange flere aktører, og de er en blanding af private og offentlige, som på forskellige stadier støtter iværksætterne på deres udviklingsrejse fra vi møder nogen (det er så primært studerende), men der er også nogle der minder om os, som er i denne soft-money ende – til private equity som får virksomheder til at vækste. Så der er kommet mange flere aktører, og der er sådan et sporadisk netværk, som når vi f.eks. har med studenteriværksættere at gøre så giver vi dem først nogle penge, og dem som klarer sig bedst møder så f.eks. innovationsfondens ordninger som også er offentlige (eller vores er semi-offentlige – og deres her helt offentlige). Og så møder de tit nogle andre schemes af andre boost-ting og så kan nogen af dem måske møde nogle business angel-miljøer. Så det er ikke helt traditionel venturekapital, men som også er ejer-kapital.

Kathrine: Vi kigger mere på alle mulige former for risikovillig kapital – privat.

Christian: Ja, og når de er færdige med dem så kommer Vækstfonden ind ganske kort tid efter. Nogle gange er englens inde før og nogle gange er englens inde efter. Som oftes er de inde før, og så kommer venturekapitalselskaberne efter Vækstfonden og så nogle af P/E selskaberne efter. Så man kan sige, der er kommet flere forskellige aktører som støtter på flere forskellige stadier, i denne kæde. Og hver aktør skal også lidt kende sin plads for at man kan blive dygtig til det space man så er i. Altså det udviklingsmæssige stadie man er i. Så der er kommet større fokus på hvilket space man er i, altså hvilket udviklingsstadie man er i, man er også blevet mere tydelig på hvilke

selskaber man investerer i. Og så tror jeg der er sket den store forskel, over de sidste 10 år, at der er flere danskere der har etableret virksomhed, tjent pengene og nu er ved at reinvestere pengene i andre virksomheder. Så der er både på første og anden livscyklus, findes der nu, når man f.eks. ser løvens hule, hvor de har solgt deres virksomheder, og blevet engle – eller etableret sådan nogle interessentselskaber, hvor de puler penge på tværs af engle – og laver sådan en Tommy Andersen, I har måske set hans selskaber, hvor han med andre klumper pengene og investerer dem i fællesskab. Lige så vel som de her business angel grupperinger er blevet lidt tydeligere. Dvs. der er folk som har prøvet det før så kommer tilbage og prøver det igen. Og folk der har prøvet det før bliver også ansat i ventureselskaber, som måske brugte venture konsulenter som bare ville gøre det de troede var rigtig. Så professionalismen er helt klart steget i løbet af de sidste 10-års tid. Og mængden af kapital er også blevet meget meget større. Og staten har også puttet kolosal summer i bl.a. Vækstfondens programmer.

Kathrine: Ift. jeres mikrolegat og de virksomheder som der investeres i – kan I så se hvilke der går videre og bliver til nogle business angels investeringer og måske venturekapital senere hen?

Christian: Det er jo ikke helt eksakt videnskab. Vi har i hvert fald nogle idéer om hvad vi skal se på for at vi tror der er sandsynlighed for at det bliver en succes. Men vi ser på det venturekapitalselskaberne også ser på – bare lidt mere åben. Vi kigger også på teamet – er det nogle mennesker vi tror på måske kunne indfri den idé som de har. Vi kigger også på idéen, er den unik, er der noget i den – findes det 1.000 steder i forvejen, eller er der mega meget konkurrence, så de har ikke en kina-mand chance for at løbe med det. Har de e indsigter at de nogenlunde ved hvad de skal bruge pengene til hvis de fik dem en dag. Har de nogle ambitioner om hvor de gerne vil hen, eller er det mere en idé. Så den slags spørgsmål stiller vi os i komiteen. Vi forsøger også og se på hvad vi kan gøre for at hjælpe dem. Når vi har med studerende at gøre, så har de ikke det største netværk i verden, og man har meget sjældent prøvet det før. Så vi forsøger også hvad vi kan for at koble den enkelte iværksætter op med nogen der kan hjælpe dem godt på vejen, og give dem det netværk de ikke har i forvejen. Eller vi anbefaler dem at nedsætte, måske ikke en bestyrelse på det tidspunkt, men en eller anden form for advisory gruppe eller mentor-gruppe som kan repræsentere den senioritet de ikke selv har. Så vi forsøger også at koble dem til nogle netværk – eller nogle af de andre virksomheder som udvikler virksomheder, som udvikler virksomheder, som kunne hjælpe dem. Nogle gange anbefaler vi dem også at lade være – det er svært at fortælle folk at de har en dårlig idé, men nogle gange kan vi godt guide dem til noget bedre eller nogle andre tanker.

Yasmin: Så I går ikke ind og laver en form for værdiansættelse – det er mere de her subjektive parametre?

Christian: Nej, når vi er på det stadie vi er, så er der slet ingen salgs-record af nogen art. Så vi bliver nødt til at se, hvis de siger det de kan, rent faktisk er det de kan, og hvis de har den idé de siger de har og de er dem de siger de er, så forsøger vi at lave et estimat, om at vi tror de vil forvalte vores penge på en måde, som vil sende dem til næste stadie.

Yasmin: Så der er ikke nogen "afkast" forventning

Christian: Nej, for man kan sige, vi skal ikke have vores penge tilbage – vi giver dem sådan set bare væk – mod en forhåbning om at de kan lykkes med deres drømme og deres virksomhed – og skabe nogle arbejdspladser i Danmark på sigt. Men der går jo, fra vi giver dem legater, til de begynder at ansætte folk, kan der godt gå lidt tid. Og jeg tror også at over halvdelen af dem ender med ikke at blive til noget.

Yasmin: Og hvordan med teamet f.eks., hvad er det for nogle parametre – når du siger teamet er vigtigt, er det så nogle forskellige kompetencer, når de er studerende, er det så høje karakterer eller hvad kigger I efter?

Christian: Nej, vi kigger primært på hvad folks uddannelsesmæssige baggrund er. Og så ser vi lidt på om det er et divers team – for det ved vi ofte fungerer bedst. Men vi ved også, at når man vil lave en bio-tech virksomhed, og man ikke ved noget om bio-tech, så er det noget rod. Omvendt, hvis det er folk der kun ved noget om bio-tech, så ved de nok ikke så meget om forretningsdimensionen. Vi har også nogen der siger, vi vil gerne lave en app, altså en virksomhed der er baseret på en app-teknologi – men der er ikke nogen af os der kan programmere noget, men vi har en idé om at der er nogle andre der kan gøre det for os. Så kan man sige, så bliver det også lidt svært oftest. Så hvis man ikke på det stadie kan et minimum af det man skal kunne ift. den idé man gerne vil lave – så vi kigger også ofte på om det her team overhovedet vil kunne det. Det kan være man enten er for, I er jo CBS studerende begge to, vi har også rene CBS studerende der vil lave en teknologi virksomhed og en farmaceutisk virksomhed, og det kan være svært hvis man ikke har en indsigt, men blot har læst om det. På den anden side kan det også være svært for nogen at bygge en salgsvirksomhed, hvis de kun kan fortælle noget om den naturvidenskabelige baggrund. Så vi ser på om der er et divers team, men også om der er et nogenlunde match på det man kan – eller også at der er en bevidsthed om hvad man ikke kan, eller endnu ikke kan, men man søger efter. Så jeg tror at i 90% af tilfældene anbefaler vi dem en eller anden kompetencebrist som skal være i det nuværende team. Eller der er også nogen som søger som enkeltpersoner, og det er virkelig virkelig sjældent at man lykkes med en virksomhed som en enkelt-person, så der anbefaler vi dem også at finde en eller anden partner af en slags at kunne sparre med.

Yasmin: Kan I mærke en tendens for hvilke virksomheder som både søger men også forventer lykkes, branche- eller fokusbæst.

Christian: Både og. Vi kan både se at der er nogle tendenser for nogle ting som bliver hippe, eller hvad man skal sige. For nogle år tilbage, var det alt med larver og orme og insekter af forskellige insekter man skulle prøve at spise på alle mulige måder. Så var der lidt en trend med det. Så var der lidt en trend med at alt bare skulle være en app, så var det fint, det er lidt længere tid tilbage nu. Lige i øjeblikket er vi på en trend, der er lidt mere gods i, så det er at de fleste virksomheder skal ses på med en eller anden form for enten et grønt omstillingsfokus, ja en form for ESG fokus. Det kan vi se, de klarer sig bedst. Det er svært at etablere en virksomhed hvor man er fuldstændig ligeglad med den jord og de mennesker der er på den – egentlig fordi de fleste kunder siger nej til det. Så der er også rigtig mange investorer efter os, som har et fokus på at der skal være en eller anden form for sustainability eller klimadimension eller menneskedimension. Så det anbefaler vi dem også tit. Altså, at gå ud og lave en ny cigaretvirksomhed eller nogen der høster palmeolie – det er bare noget møj. Det kan man sige, det er en ny dimension, som jeg også hører meget hard-core investorer også har blik for, fordi kunderne har sendt dem i den retning – som også bare er god forretning at tænke på den klode man er en del af.

Yasmin: Hvad med sådan tech – der ser I måske ikke samme måde?

Christian: Jo, men for venturekapital vil det ofte være skalering man kigger på – og skalering er lidt nemmere når der er en teknologidimension, men der er jo stadig virksomheder som er helt analoge som godt kan lave en god forretning. Det er dog ikke altid så nemt at gøre det til en venturekapital case, for der skal man jo have sine penge igen, hvorfor der skal være en forholdsvis stor omsætning og en forholdsvis stor kundebase. Der er dog ikke noget, som vi er så strikse omkring inden for vores domæne, men det er jo klart når man skal tjene på det at det er gældende. Vi har jo også haft virksomheder som laver møbler og andet design, som kan være sværere at lave fx ventureinvesteringer ud af.

Kathrine: Så formålet med legatet er altså virksomheder, som bare kan blive til en reel virksomhed i fremtiden?

Christian: Vi vil gerne have at de skaber nogle arbejdspladser, men de skal i hvert fald som minimum kunne klare sine egne. Vi har f.eks. med helt fra starten med Too-good-to-go og det er jo en rigtig god case for os, for det er jo en virksomhed som har flere 100 ansatte i dag. De fik deres aller første penge hos os.

Yasmin: Men i får jo som sådan ikke andet ud af det økonomisk. Den måde vi kan få fyldt kassen op, er at kunne vise gode eksempler på at få fyldt kassen op, det er hvis vi kan komme med nogle gode eksempler på som har klarer sig godt. Hvis vi lykkedes med at få sat rigtig mange gode mennesker i gang og gode projekter, så kan jeg også nemmere rejse penge, som vi kan give til endnu flere studerende. Men vi tjener ikke penge på det overhovedet, så vi "taber" altså kun penge/giver penge væk.

Yasmin: Kan du komme med et eksempel på f.eks. fra Too-good-to-go om det bare var teamet der der var super eller var det ideen eller hvad var det, som gjorde?

Christian: Nu er det jo godt nok længe tilbage. Det var tilbage i 2012 at de fik penge fra os. De havde jo både noget teknologi og havde prøvet det af. De havde en form for en prototype. Det havde været rundt med nogle små kasser for at tjekke om man kunne få det til at lade sig gøre. Jeg tror faktisk vi betalte for deres første app udvikling, for den havde de ikke. Derudover kunne vi jo godt se at det der madspildsområde på det tidspunkt var noget som skulle håndteres og de havde fundet en måde hvorpå det kunne håndteres. Vi var dog noget i tvivl omkring om det var noget, som folk gad at købe. Det var sådan lidt "købe gammelt mad" – gider folk gøre det. Men de virkede ret overbevisende om det. De havde også været rundt til en masse restauranter, som gerne ville give en stor discount på deres ting der i starten. Dengang var det vist 4 gutter. De var ret homogene, så på den måde var det jo ikke særlig divers. Så det modsiger jo lidt det jeg allerede har sagt. Men det fik de dog hurtigt styr på. Der gik noget tid før, at en anden overtog styringen efter de havde kørt det selv.

Kathrine: Hvis man nu skal stille et helt åbent spørgsmål, så tænkte vi på om du ser nogle interessante tendenser inden for det her iværksætter marked. Nu fokuserer i selvfølgelig på virksomheder, som bliver startet af studerende, men hvis du har nogle tanker om hele det her iværksætterøkosystem?

Christian: Der er jo mange flere unge som starter virksomheder i dag end der nogensinde har været før. Hvis man ser på man antallet af unge under 25, som starter egen virksomheder så har der næsten aldrig været så mange. Vi har heller aldrig modtaget så mange ansøgninger til vores legater, som vi modtager nu. Der har heller aldrig været så mange studerende, som der er nu, som bliver eksponeret overfor iværksætteri i deres skoletid. Kompetencen er altså rigtig høj. Der er rigtig mange dygtige, som gerne vil udleve deres egne drømme og hvor virksomheden så bliver rammen for det som man gerne vil udleve. Der er mange som gerne vil udleve det gennem deres egen virksomhed og knap så meget som fritid fra deres job som ansat. Det blæser jo ligesom vores vej den vind. Der er mange ligesom jer selv, hvor en virksomhed ligesom kan være rammen for at løse et eller andet stort problem, som man ser i verden og skabe noget som endnu ikke er blevet skabt. Der har yderligere aldrig været så mange gratis tilbud, som der er i dag, inkubationsmiljøer og penge som man kan få andel i, rådgivning kan man få, medstuderende som har lyst til det samme og frivillig erfaring, som får egen energi af at være med i ting. Tiderne er super gode for det, men det er lidt ærgerligt at vi ikke kan mødes fysisk og ikke kan komme til fredagsbar på helt samme måde, men tendenserne peger i den rigtige retning. Selv her under corona har vi haft flere ansøgninger end nogensinde til vores legatpulje. Vi kan se at det starter meget yngre end jer, hvor vi kan se at det starter helt nede i folkeskolen, gymnasiet og handelsskolen hvor det virkelig rykker på sig. Der kommer altså helt sikkert generationer efter jer, som vil det her mindst lige så meget som jer. Der bliver også meget at investere i. Der er mange penge til rådighed. Man havde først troet, at der ville være få penge til rådighed til iværksættere. Nu har der jo været en del børsintroduktioner på First North, som I sikkert har læst. Der var ikke rigtig nogen som troede på de her introduktioner – der

var ikke rigtig nogen, som troede de ville få penge, men folk står jo i kø i Business Angels miljøerne for at få lov at reallokere deres penge, så der er bare virkelig mange penge i omløb. For børsintroduktionerne har de også været helt vildt overtegnet. Man kan jo nærmest ikke få fingrene i aktierne, så selvom man skulle tro grundet den enorm høje risiko grundet corona, trump, asienudfordringer osv., så har der aldrig været så mange penge til rådighed til at blive investeret i noget risikofyldt.

Kathrine: Tror du der er en sammenhæng mellem mængden af den tilgængelige kapital på markedet og interessen for at starte virksomheder?

Christian: Jaa, eller det ved jeg ikke lige helt. Jeg tror ikke iværksætteres kreativitet er drevet af om der er penge i den anden ende. Det kan godt være at der er nogen som tænker at de gerne vil være rige, men jeg tror ikke de tænker på om der er kapital tilgængelig kapital på markedet. Jeg tror det er noget andet som driver det.

Kathrine: Det er altså mere at løse en problemstilling?

Christian: Ja, det tror jeg er en større drivkraft for de fleste.

Yasmin: Jeg har lige et supplerende spørgsmål også. Ift. de parametre, som I kigger på der nævnte du også at der var det med ideen, at det skulle være en "unik ide". Jeg ved ikke om du kan uddybe det en lille smule. Hvad betyder det?

Christian: Man kan jo sige, at det at være first-mover på noget er altid med større risiko. Derudover ser man dog også, at der er mange som er duplikater af det samme, hvor de vil have svært ved at få et marked fordi de simpelthen er for sent ude. Derudover der måske mange, som er fejlet ved at prøve at gøre det samme. Derudover har vi også en indom at vores penge skal gå til at skabe noget nyt. Der skal altså være en eller anden udviklingshøjde i det, som retfærdiggør at man skal bruge vores penge på det. Så man skal ikke bare kunne gøre det selv eller spørge sin bank. Man skal derfor løse tingene på en ny måde eller løse tingene på en måde, som de ikke er blevet løst før, før vi går ind i det. Så et nyt bageri, om bare laver det samme som andre er vi ikke rigtig interesseret i.

De fleste universiteter har jo deres egne inkubationsmiljøer. Det kan være de er af varierende kvalitet. CBS har en af de største. DTU har også et kæmpe stort et.

Kathrine: [Afslutning]

Bilag 3: Interview med Kenneth Larsen, CEO hos Keystones

Yasmin: [Introduktion]

Yasmin: Vi er netop super interesserede i at høre dit input også med nogle Keystones briller, og hvad der er af dynamikke på dette marked, og om vi er på vej den rigtige vej, og hvad I har af erfaring.

Kenneth: Så I dykker ned i de tre områder seed, early og late stage. Er det nogle begreber I har defineret?

Kathrine: Vi skal have finpudset definitionerne klare, om det bliver noget med regnskabsår, omsætning eller lign. Men på en eller anden måde differentiere det fra hinanden, og se om der er forskel på fokusområderne, når man kigger på investeringer, man tror kan blive noget godt.

Kenneth: Det er jo nogle svære grænser at sætte op, det er der mange over årene der har bakset med, hvad kalder vi de forskellige stadier og hvordan separerer man det egentlig talt – måske Vækstfonden har nogle definitioner på det. Altså hvornår er man i skaleringsfase, hvornår er man i early stage. Men det kan I nørde jeg ned i.

Men vi er nede i den tidlige del, uden nødvendigvis at det er meget tidligt. Jeg vil tro at 80% af de virksomheder vi ejer har deres første omsætning. Og så har vi 20% som bare er udviklingsvirksomheder på et eller andet led. Og så ift. det klassiske business angel segment, har vi også nogle kompetenceben – lidt mere en sandkasse, blandt medlemmerne pitcher nogle cases som er for tidlige til at få kapital, men mangler kompetencer, som co-founders, bestyrelsespersoner, en med kommerciel sans, eller lign. Men det er kapital I fokuserer på. Der er vi ikke så early igen, når man er fremme og have omsætning, så har man typisk proof-of-concept og de fleste har proof-of-business. Det er i øvrigt nogle andre parametre man kan opdele efter PoC, PoB eller proof-of-scale.

Yasmin: Vi har taget udgangspunkt i at mange af de her venturekapitalfonde har defineret deres fokus seed, early og late – men det giver super god mening, som du siger, at have nogle andre faktorer på. Netop også ift. business angels der er endnu tidligere, i seed fasen.

Vi kan bl.a. se at I har lavet meget research indenfor dette område, hvor I bl.a. har den Høker kalkule på værdisætning.

Kenneth: Yes, den er vi berømte for.

Kathrine: Den er jo delt op i nogle faser alt efter om der er et produkt endnu, eller om der er noget omsætning, osv. Er der noget der er mere betydningsfuldt end andet? Ift. f.eks. seed- og early-stage som I primært fokuserer på. Hvad er det væsentligste ift. jeres screening proces når I går ud og kigger efter virksomheder.

Kenneth: Det med at have første salg til kunder, det er et meget hårdt screening kriterie. Fordi har man kunder og solgt for en halv million til 5 eller 10 kunder, det er et konge screening. Det gør næsten at det er for let at screene – fordi så kan man et eller andet. Hvis du som startup har et produkt som professionelle virksomheder eller kunder vil købe, og det ikke bare er friends, family and fools, så er det et ret hårdt screeningkriterie. Når man tænke på tværs.

Så er teamet også er et ret hårdt kriterie. Jeg vil sige de to faktorer. Og så er der alle mulige meninger om, hvor man vil ind, hvilket stadie man vil ind på, hvilken branche man vil ind i og geografi, og alt det der. Men generelt på tværs hos os så omsætning, altså er der proof-of-business og hvordan teamet står.

Yasmin: Når du siger teamet, vil det sige at de har haft andre succesfulde exits eller at teamet har består af forskellige kompetencer?

Kenneth: Det er klart, alle de sædvanlige team-parametre. Der er også mange grader af det. Når der kommer tre og siger det er os der lavede Endomondo, og det gik sådan set meget godt – og nu vil vi i gang med denne virksomhed. Jamen så behøver jeg sådan set ikke se ret meget mere – og så betyder det måske mindre at de ikke er kommet til omsætning endnu. Har man ikke den track-record, så bliver omsætningen måske lidt mere vigtig. Har de begge, så er det ikke sikkert de står hos os, fordi så er der folk der går ind og tager fat inden de når til os.

Yasmin: Så det ikke nede på grundelementet af at der er en kommerciel, og en teknisk mand.

Kenneth: Jo, det er det også. Bestemt. Et godt komplementært team.

Kathrine: Skal man kigge på når I matcher virksomheder men venturekapitalister og med business angels – kan man så kigge på at der er forskelle i hvad der er de kigger efter?

Kenneth: Her vil I finde at der er rigtig meget forskel. VC fonde er meget grundigere. Det er typisk andres penge de sidder med og forvalter.

[Pause]

Kenneth: Der er forskel på at de vil bruge pengene på at markedet om 1 år – altså har product-to-market fit på 1 år – eller om de tager 3-6 år. Så der er videnskab på at det ikke holder, og derfor holder excel arket heller ikke. Derfor er der ikke nogen der bruger tid på Excel ark – i hvert fald ikke på omsætningssiden. Typisk heller ikke på omkostningssiden, da det typisk ender med at koste mere.

Yasmin: Hvordan ift. jeres afkast-forventninger? Mere ift. jeres egne investeringer – eller hvad du ved om på markedet. Er det den klassiske 10x tilbage eller hvordan?

Kenneth: Det har I måske set I nogle af de undersøgelser vi selv har været med til at lave – at det reelle afkast på business angel investeringer, det ligger gennemsnitligt på 2,6-8-9-stykker multipel. Det er fuldstændig på tværs hvis man selv har været med til at lave virksomheden – men også når man ser på amerikanske multipler i business angels-segmentet, så ligger gennemsnittet der. Men det er klart hvis du skal have en multipel på små 3, så skal man tro på at virksomhederne man investerer i kan give en ROI på multipel 10 – fordi nogle går konkurs og andre bliver gode virksomheder man ikke kan gå ud af. Så ja, det er på det led et højt afkast. Der er også lavet videnskab og data på ROI af årlig afkast. Det er der en masse videnskabelig data på.

Yasmin: Yes. Det er ligeså meget om I også erfarer at det så holder i praksis – og hvad jeres forventninger egentlig er – om det er den gennemsnitlige markeds-betragtning.

Kenneth: Ja, det er det jo. Der er klart, det er noget risikofyldt space, så det skal give et overnormalt afkast. Man kan så sige at motivationen bag at investere i startups, er mangfoldig. De fleste siger et specifikt afkast i denne størrelsesorden, osv. Men der er også rigtig mange underliggende motivationer for at være investor. Dette er f.eks. at man vil være med på nogle specielle ting, vil have et andet liv, og bidrage, osv.

Yasmin: Vi har et afsluttende spørgsmål. Det handler mere om hvad du tænker hvad der er interessant på venture-markedet lige nu. Om der er nogle specielle dynamikker eller en udvikling som vi ikke kender til på samme måde, som du tænker er interessant.

Kenneth: Ja, altså for mig, er det det at 2020 kom der rigtig hul på børsmarkedet for vækstvirksomheder på First North. For mig at se er det den helt stor tendens lige nu, hvor vi forhåbentlig kan få flere af de vækstvirksomheder vi investerer i på børsen. Og få gjort aktierne og anparterne likvide, ift. det meget illikvide marked som unoterede virksomheder er i sagens natur. Det er i hvert fald én meget stor ting som vi bruger meget energi på også at hjælpe med at understøtte. Og så er der også begyndt at komme en bølge af det der hedder secondary fonde, men fonde som opkøber delvise andele i startups. Så har man siddet og været med i 5 år som investor, med en ejerandel på 15%, i en veldrevet virksomhed, og man kan se der stadig er 5 år til at der er exit med den strategi der ligger – så er der nu en fond der kan købe den type ejerskab ud. Det er første gang det sker på dansk jord. Og der skal mange flere til for at det rigtig kan komme til at fungere, men der er ligesom hul igennem nu.

Kathrine: Er det noget der kommer fra udlandet?

Kenneth: Ja, det kan man sige. Det er en gammel opfindelse, det har bare ikke fungeret i Danmark endnu – det samme med det lille børsmarked i Danmark, som heller ikke har fungeret til nu. Men der er heldigvis lidt lys for enden af tunnelen der. Det er i hvert fald det sidste nye jeg lige tænker der er spændende.

Yasmin: Ift. de børsnoteringer, tænker du at der kan være en form for trussel ift. VK-markedet i og med man ved en børsnoterig, og man har jo virkelig set nogle early-stage som Waturu også blive noteret – også ift. det forhold der er mellem værdisætningen og den kontrol founders opgiver ift. en VK rejsning frem for en IPO.

Kenneth: Altså der er to ting i dit spørgsmål. Det ene er at founders og de tidlige investorers kontrol på de små børsnoteringer – den er stor. Altså som founder og tidlig investor af en virksomhed der går på First North der sidder man tilbage med ret stor kontrol. Hvor hvis man havde gået venture-vejen, så kan det godt ske at du sad tilbage med samme ejerandel, men kontrollen er mere eller mindre væk. Så for sådan nogle typer som os, der er kontrol-elementet på et eller andet led interessant. Hvor ved VK ligger du en investering over til andre mennesker – det kan både være godt og skidt. Der er mange der godt kan lide at bevare en form for kontrol. Det er anderledes i USA, hvor der er mange flere business angel investeringer ift. venture – det er mere adskilt på det danske marked. Og hvad var det andet spørgsmål?

Yasmin: Ja, når man ser på værdisætningen, så bliver den jo typisk høj – ser man f.eks. på Penneo, der går derudaf.

Kenneth: Jamen, enig. Det er den helt store trussel for at det ikke kommer til at fungere det marked – at værdierne bliver pumpet for hårdt op. Det er noget vi går for at bevare. At det ikke bliver for voldsomt. De virksomheder vi selv har taget igennem og været med til at finansiere, på First North i Danmark. Der har vi ligesom synes vi kunne stå indenfor de værdisætninger også. Jeg kan afsløre, at der er nogen der går op nu, som vi ikke vil præsentere for vores. Lige netop pga. at vi tror det er for hårdt pumpet op.

Yasmin: Altså du tænker fra et investorsynspunkt?

Kenneth: Ja. Men både fra et investorsynspunkt, men også for at få et velfungerende mini-børsmarked. Så er risikoen for at ødelægge det hele, ved at der er for mange, der bliver skuffet fordi de simpelthen ikke kan holde med så store værdisætninger.

Jeg har også talt med dine arbejdsgivere om det her [her bliver der refereret til et møde med Grant Thornton – jeg tror f.eks. der bliver refereret til værdisætningen på virksomheden Valuer (første danske First North Premier notering) som har en meget høj værdiansættelse].

Yasmin: Det er også en spændende diskussion – men det her er naturligvis et andet henseende.

Kenneth: Det er jeg helt enig i. Altså det er super vigtigt at det er så værdifuldt på det danske økosystem, så det er vigtigt at det ikke stikker af.

Yasmin: [Afslutning]

Bilag 4: Interview med Nicolaj Højer, Business Angel og serieiværksætter

Yasmin: Du taler med Yasmin og Kathrine. Vi læser på cand.merc finansiering og regnskab på CBS hvor vi er ved at skrive vores kandidat-afhandling. I den forbindelse vil vi gerne dykke lidt dybere ned i det her marked for risikovillig kapital altså både ved business angels og venturekapitalfonde. Her vil vi gå ind og se på hvad bedst practice. Det vil vi gøre ud fra nogle frameworks både indenfor seed-, early- og late stage funding, for ligesom at tage hensyn til virksomhedernes livsstadier. Ud fra de her frameworks, som gerne skulle være det optimale input i forhold til hvad virksomhederne kan og gør for at få det bedste output i form af en succesfuld investering dermed også en succesfuld virksomhed. Ud fra det vil vi så gå ind og teste på markedet og se på de virksomheder der egentlig er blevet fundet af risikovillig kapital - er de så også de her parametre som går igen. Der er vores udgangspunkt, men vi har jo netop enormt interesseret i at høre nogle af dine perspektiver netop fordi du har forskellige perspektiver på emnet - så hvad du ser rører sig på markedet, men også hvad du ser, er værdifuldt i en virksomhed som du vil gå ind og investere i.

Nicolaj: Yes. Jeg tror I har fanget det meget korrekt – det er meget afhængig af stadie. Den måde jeg plejer at se det på meget forsimplet - det er jo at der er meget stor forskel på lad os bare sige early og late stage og så der selvfølgelig noget i midten. Hvis du tager early stage, så er det klassisk business angels, - det er typisk der hvor der ikke er en markedsvalidering - forstået på den måde at du har en ide til et nyt produkt eller service (når jeg taler produkt mener jeg også service) - og så spørger jeg dig jamen vil en kunde betale for dig og så siger du typisk det tror jeg eller ja vi har talt med nogen men der er faktisk ikke rigtig fået det valideret. Så kan du tage ultra-late stage selskaber som Labster (dansk startup som jeg kender rigtig godt), som i går der har annonceret at de har rejst 60 millioner dollar, meget late stage funding med Andreessen Horowitz. Når du er på det punkt, så har du alle de der data, hvor dit pitch-deck er et excelark hvor alle de der data er inde. Her kan du se når jeg propper 1000 kroner ind i markedsføring så for jeg det her ud af det. Og hvorfor jeg siger det her, så er det fordi, som investor, så er det to vidt forskellige ting man ser på. Det vil sige Andreessen Horowitz, hvis de sidder og kigger på Labster, så skal vi selvfølgelig kunne lide folk og de skal selvfølgelig tro på at de har gang i noget fedt - men data tæller rigtig meget. Altså kundedata, hvad koster det os at få en kunde, hvad er kunden værd, hvordan churn'er de, osv. Når du sidder i midten, så har du måske noget early-stage venture, noget som CVCA, noget hvor at der er data men det er heller ikke fuldt valideret. Og så i begyndelsen er der sådan nogle tosser som mig så møder folk som forhåbentlig om 5 år bliver til et eller andet. Det gør man kigger på meget forskellige ting. Det vil sige til sidst er det selvfølgelig meget mere om de kan vokse endnu mere, men det er i bund og grund at du har en masse data til den her maskine, hvor du så sidder og tænker, eller det gør Andreessen Horowitz helt sikker, hvis vi propper 60 millioner dollar ind i Labster, kan vi så blive 10 gange så store - ja det kan vi godt fordi de kan se vi allerede har kunder i USA og alle de her ting. I midten har du måske sådan noget CVCA, hvor du sidder og kigger på okay vi er blevet store i Danmark eller i nogle få lande eller et eller andet segment kan vi vokse ud til nye lande - det ved vi ikke rigtig men det tror vi fordi vi har vidst det i nogle lande. Og så i starten der har du noget helt helt early stage-noget, hvor du godt kan se at kunderne har et problem, vi har lavet en prototype eller et eller andet men det skal de sku nok købe. Og det gør det en meget forskellige ting man kigger efter sådan helt overordnet. Jeg er jo primært i det første stadie – du kan selv regne ud at når du er i det sidste stadie, så er det dels noget helt andet du gør, dels skal du have 60 millioner dollars gange 20 før det giver mening. Så faktisk når du kigger på late-stage deals, så giver det mening at proppe kæmpe beløb ind og det vil sige at Andreessen Horowitz' fond (jeg gætter bare) er på måske 2 milliarder dollars. Fordi du ca. ganger 60 gange 20 det 1,2 milliarder dollars og så vil du gerne have lidt ekstra, så er du på ca. 2 milliarder dollars. Så ser du på en CSA fond i midten, det er en sådan Sunstone, hard-core nogen der er på 100 millioner dollars, hvor du propper 20 millioner kroner ind i 20 forskellige selskaber eller noget lignende. Og så i starten så har du business angels som mig som popper en halv million, og måske er vi 3 af os der går sammen og så har vi halvanden million kroner vi propper i nogle selskaber. Da der ikke er noget markedsvalidering, så er det i bund og grund ikke-finansielt grundlag. Der er ikke nogen

af os der bruger jeres finansielle modeller og nøgletal i early-stage. Hvis der er en stifter der viser mig en DCF-model – så vil vi stort set grine af dem. Fordi du kan ikke lave DCF her – det bliver mere en binær approach hvor du siger, hvis det her sker, hvis de her 10 ting virkelig lykkes, så har vi en virksomhed der er en milliard værd. Og så kigger man på sig selv, og så overvejer man hvad man selv tror på om de her lykkes. Her kigger man på markedet, det er det rette folk. I bund og grund handler det rigtig meget om mennesket.

Yasmin: Hvad betyder det når du kigger meget på mennesket – er det deres kvalifikationer eller deres track record eller hvad er det?

Nicolaj: Jeg kigger på om de kan og de vil. Hvis du bryder de to op, så er ”vil” en passion for et eller andet og det skal typisk være mere end bare penge, fordi det der sker i startups i de første 2-3 år er at det bliver rigtig rigtig hårdt. Labster blev startet for 8 år siden og jeg kan hilse at sige de første 3-4 år var rigtig hårde. Jeg har lige taget Penneo på børsen. Vores første e-mails omkring Penneo er 10 år gamle. Så de sidste 2 år har været et joy-ride og så er der 8 år, hvor de første 3 år var ret hårde og 5 år i midten som var okay. Så jeg kigger på om de vil, og der skal være en passion.

Så har vi ”kan” elementet. Kan-elementet består for mig faktisk af at 2-3 forskellige ting. Det består af rent objektive kriterier. Hvis du skal lave et ultra-sejt software så skal du nok have en ultra-sej software-udvikler på holdet – bare for at tage et eksempel. Du skal nok også have nogen der kan sælge på holdet. Der er sådan nogle objektive ting. Men der er også de mere sociale elementer i det – er det nogen man har lyst til at arbejde med i 10 år? Hvis jeg ikke synes personerne er seje og dejlige at være sammen med, så vil kunderne nok heller ikke, så vil investorerne nok heller ikke, så vil medarbejderne nok heller ikke. Så man ser efter nogen der har det der meget specielle. I bund og grund, i early-stage, der er det meget binært ift. om det bliver til noget eller ej. Og en af de trends der er ift. at gøre det, det er at rigtig mange startups går i mod rigtig meget validering. Så hvis du tager sådan nogle 500 startups i USA, de vælger at investere i 500 startups, og deres Due Dilligence er så ekstremt lille, eller begrænset – fordi de ikke tror de kan forudsige hvem der bliver vinderne. I USA taler man om at der 15 deals om året, som man skal være med på når det gælder CVCA eller lignende. Altså dem der kan blive den næste unity og sådan nogle ting. Problemet det er når du er i stadiet inden, eller to stadier inden, som jeg er, ved du at der skal 1000 early-stage startups som bliver til de der 15. Og en af de trends, er at bruge mindre tid på den due dilligence – og læne dig op af nogle mindre ting. Så i stedet for eksempelvis at investere 2 millioner i få startups – så investerer du 200 tusind i mange i starten. Så har du ligesom en vej ind, så sidder du ved bordet – både selskabsretligt men også praksis. Hvis jeg ejer 10% af et startup i dag, det kan godt ske at jeg ikke har råd til at gå med i næste runde, men jeg har en selskabsretlig lov til det. Plus jeg også bliver inviteret ind, fordi der er en signalværdi i at have de gamle investorer med – derfor vil alle gerne have de gamle investorer med. Så ved at lave flere mindre investeringer i starten, så kommer man med ved de rigtige borde. Det er en af de trends. Du ser også de danske Accelerator, som jeg kender ret godt, som laver en fond, deres due dilligence er ret lille – og de har 45 millioner, som de vil investere i 90 startups, fordi de bare skal være ude. En af deres hovedkriterier, ud over at de bare synes at folk er seje – så er det om de kan tiltrække 500.000 i anden kapital. Så hvis du kan tiltrække det, og Accelerator synes I er seje, så kommer Accelerator måske også med 500.000.

Yasmin: Hvad er så dit formål når du går ud og vælger at investere i en virksomhed? Er det med det formål at du kan blive ved med at følge virksomheden – eller at du kan få et godt exit?

Nicolaj: Normalt har jeg ikke, men ligenu har jeg et almindeligt job hos Penneo, men det har jeg ikke normalt så jeg skal jo have penge ud. Altså jeg er 45 jeg skal have penge ud til næste 45 år så jeg skal jo gerne have nogle penge ud men det behøver ikke være i år ét - så faktisk lige nu i øjeblikket (kan jeg ikke sige navnet nu), men en af mine startups jeg er gået ind i fra starten af - de går ind og har fået en meget stor venture finansiering næste uge tror jeg eller i næste måned og når det sker får jeg mulighed for at sælge nogle af mine aktier. Det

kan jeg så vælge om vi vil eller ej afhængig af betingelserne om der er nogen der gider at købe. Dette specifikke startup var et jeg mødte for seks år, Penneo er 10 år siden - så jeg tror man bliver nødt til når man er i den tidlige stadie som mig – så bliver man nødt til at kigge på noget der har en 7 til 10 års sigt. Så i bund og grund går jeg ind og laver en masse lotterisedler nu i noget som om 7-10 år gerne skulle give noget afkast, og det gør jeg sådan løbende. Dvs. der gerne skulle nogle lotterisedler derude som kan udtrækkes en gang imellem. Og så gør jeg det selvfølgelig også, hvilket er vigtigt når man taler early stage finansiering, så er der mange andre elementer i den penge fordi hvis jeg tager en lotteriseddel og måske bliver udtrykket om 7-10 år så kunne jeg også have placeret de penge i andre mere likvide aktieklasser. Og hvorfor er der så stadigvæk mange der gør det, jeg er måske lidt speciel på det område da det faktisk min karriere, det er det jeg vil leve af resten af mit liv. Altså i en af mine startups er der en milliardær han er 65 år, tror I nogensinde han kommer til at bruge hans 1,5 milliarder kroner - ej det gjorde han jo ikke - så hvorfor investere han stadigvæk? Det sjovt, han vil godt hjælpe andre, han vil gøre en forskel i verden, alle mulige ting som typisk er forskellige fra person til person. Det er måske 10-20% der kun går op i penge - faktisk ret få - fordi hvis man kun går op i penge så tror jeg faktisk at være business angel er dårlig brug af ens tid.

Kathrine: Hvordan udvælger du så de "lotterisedler", som du kalder dem når du går ind med sådan en investering? Hvad er interessant at kigge på for dig?

Nicolaj: Jeg har valgt at fokusere på nogle brancher hvor jeg faktisk mener at jeg forstår lidt af det, fordi jeg har været i det og det er grunden til at langt hovedparten af mine investeringen er B2B software, fordi jeg ved hvordan virksomheder tænker og jeg kan sådan validere om der er et problem i hvert fald. Så hvis I kom til mig, Kathrine og Yasmin, og siger I vil lave et stykke software der kan hjælpe lægeklinikker med og styre deres dag. Så ved jeg min nabo herover er læge og så går jeg over til ham og siger Morten hvad gør I som praktiserende læger. Jeg bilder mig ind at jeg ved hvordan det kunne validere problemet og jeg ved også hvordan man bygger sådan software virksomhed. Hvorimod hvis I kom og sagde til mig at I vil lave en fed sushi restaurant eller et Fashion brand eller en fødevarer-virksomhed så ved jeg det ikke. Så som udgangspunkt vælger jeg noget jeg kender og så nogle gange er der nogle mennesker jeg kender som er unikke mennesker som så siger til mig jamen vi vil det her. For eksempel har jeg investeret i skibriller med elektronik i i Canada og den eneste grund til det var at det var en af mine bedste venner som er en af det mest karismatiske mennesker jeg nogensinde har mødt og jeg tænkte okay hvis han er villig til det der så er jeg også villig til at investere. Summa summarum så handler det meget om et problem jeg bilder mig ind jeg kan forstå og så kigger på de mennesker og tror på om de rette til at til at løse det.

Kathrine: Du siger der skal være et problem for det, men har det potentielle marked/addressable marked også indflydelse på om det kan ekspanderes til udlandet?

Nicolaj: Ja, det er jo så en del af det. Fordi i de specifikke områder jeg er i, der er der stordriftsfordele eller economics of scale. Med andre ord, hvis I kom til mig, og det er en rigtig case der var for ikke så lang tid siden, og sagde I ville lave en Airbnb i Danmark. Så vil jeg sige, for det første, er det danske marked stort nok? Det kunne være den ene ting af det – og det vil det typisk ikke. Fordi jeg har den binære approach – hvor det jeg gerne skulle investere i skulle blive potentielt set en milliard værd hvis det lykkes. Og selv hvis det danske marked var stort nok, så ville jeg tænke om der var en vedvarende konkurrencefordel eller bliver de bare udkonkurreret om fire år af Airbnb. Så jeg kigger på om problemet er stort nok. Om problemet er stort nok, har to akser – den ene er hvor mange har problemet og den anden hvor stort er det for den enkelte. Så du kan have et problem der er kæmpe stort for en lille målgruppe, eller en mindre ting, men alle mennesker i verden har det. Her er biotech et godt eksempel, hvor man kan finde en indikation, hvor kun 200 mennesker har det, men de 200 mennesker, der vil staterne gerne betale en million dollar om året for at holde dig i live (et meget kynisk eksempel). Så jo, markedsstørrelsen, men ikke nødvendigvis et eksisterende marked, for det er der typisk ikke med nye produkter – eller jo, jeg prøver at finde

det eksisterende problem, og hvordan det løser det. Så hvis der er nogen der kommer til mig og bruger eksemplet med software til læger, så vil jeg tale med lægerne og høre hvad de gør i dag. Jamen, de køber noget software, det er ikke godt nok – så vil jeg se på hvor meget de betaler for det, og alle de der ting. Og så vil jeg sige, okay, kan man udkonkurrere det eksisterende software bedre eller få folk til at betale mere for det. Så det kan godt være et meget lille marked i dag, som f.eks. er jeg medstifter af en virksomhed der laver hjemmetest til sædkvalitet, dvs. til alle de par der ikke kan blive gravide. Og hvis du kigger på det marked, så er det faktisk meget lille i dag. Hvis man tænker på at problemet er stort, kunne markedet så også blive stort – måske.

Kathrine: Hvis man nu skulle kigge, du taler om de her binære udfald for investeringerne, hvad bidrager så til det der skaber mest værdi når man går ind og værdiansætter virksomheden. Er det at dem der startet en virksomhed der er blevet solgt til en kapitalfond til 100mio, dvs. track-recorden der er bidrager til mest værdi til virksomheden, eller er det det unikke produkt, eller disruption på markedet?

Nicolaj: Godt spørgsmål. Altså jeg tror at man kigger meget på mennesket, og så er der selvfølgelig hvordan jeg vurderer jeg det team. Den første pointe er at det skal være et team. Fordi det skal være komplementære kompetencer, med andre ord jeg leder lidt efter nogen der kan sælge og som kan bygge. Så hvis det var jer to, og I vil lave et software til de der læger - så vil jeg kigge på jeg se hvem af jer kan lave software, og hvis ikke nogen af jer kan det så har vi nok et problem. Jeg vil også kigge på jeres sige hvem af jer har lyst til at ringe til 500 læger den næste måned for at booke møder. I den proces kan man jo validere - det siger I selvfølgelig begge to: det kan vi godt og det vil vi gerne. Så kigger jeg tilbage og så siger Yasmin hun har tilfældigvis erfaring i 2 år som sælger af mobilabonnementer til virksomheder - det må være et hårdt job, hvis du kan sælge det over telefonen, så kan vi også sælge det her. Og så kigger jeg på Kathrine, og hun har faktisk læst softwareudvikling på DTU og har et startup ved siden af. Så kan man selvfølgelig bygge videre på. Som et eksempel har jeg investeret i den her virksomhed helt fra starten hvor det havde ingenting. Subwiz, hvis du ser på hvorfor jeg investerede i dem, så var det i bund og grund fordi han stifteren Stephen Alstrup han havde netop bygget virksomhed før – for det første er han professor i softwareudvikling eller i algoritmer fra Københavns Universitet og så har han bygget en virksomhed som blev solgt. Og så er han gået tilbage og han har samlet et team af 3 hardcore PHD'er i det her og vil lave et startup. Han havde i bund og grund ikke ret meget – men han havde denne track record og han havde de rette folk. Set er måske lidt ekstremt eksempel men det vil man jo gerne se, men det kan faktisk også være nogen der har fejlet. Jeg har også investeret i Likvido. Ud over de har et temaet af en der kunne sælge og én der kunne bygge så var deres største troværdighed sådan set at de har fejlet og brændt en masse penge af i deres gamle startup og de vidste hvorfor de har fejlet. Så grunden til at de bygger Likvido er faktisk fordi de har lidt likviditetsdøden i deres gamle startup. Så man kunne godt have fejlet før - så jeg vil sige erfaring med at arbejde i mindre virksomheder og lave noget disruptive, det er vigtigt for mig fordi det er meget meget anderledes end at arbejde i Danske Bank.

Kathrine: Kan man putte en pris på? Altså, har man en seed virksomhed som har en prototype, men ikke testet det af endnu, men så har de det unikke team du virkelig tror på, er der så bare en standard værdi du siger virksomheden er værd?

Nicolaj: Ja, cirka. Fordi idet det er binært – så bliver det enten eller. Enten er I i gang med noget fedt eller ikke i gang med noget fedt, så tager vi den sidste væk. Så har vi dem der har noget fedt i det stadie. Dette eksempel vil typisk have en pre-money valuation på 10 mio. kr. Det er fordi, den er ikke 10 mio. værd, men den har et eller andet. Jeg kan ikke gå ind og købe hele virksomheden, for så er hele virksomheden ødelagt. Så jeg går ind og kigger på, hvis vi smider 1,5 mio. ind i virksomheden, så vil vi maks have 20% - her under 20% - det er godt, for der skal være plads i cap-tabel til at der er andre der kan gå ind. Så vi hvis du kom til mig og sagde den var dobbelt så meget værd, så ville jeg tænke mig rigtig godt om. Nu kan jeg ikke huske de specifikke, men lige præcis Subwiz gik jeg ind i en valuation der var meget højere end hvad jeg normalt gør. Hvor det? Fordi Stephen har gjort det før, fordi Stephen har samlet de her tre gutter. Han

havde i øvrigt også nogle andre investorer allerede, så jeg kunne ikke få lov til at forhandle. Jeg har dem her ombord, og du kan godt få lov til at være med på en lille del hvis du har lyst. Så ja, typisk er der binært udfald, så ved vi når en startup er ca. i denne fase, så ligger de i det spænd. Hvis de vil højere op, så skal du have en Stephen-faktor eller lign. for at kunne gøre det. Alternativet bliver at man bygger virksomheden et halvt år længere frem og finder tre virksomheder der køber dit produkt – for så er mit udfaldsrum højere oppe, da jeg ved at du har de-risked det en lille smule.

Yasmin: Har du nogle standardpriser?

Nicolaj: Typisk har jeg en idé om det. F.eks. kan jeg sige at jeg synes de skal ud og skaffe en partner – jeg har typisk en snak med dem – så kunne det være at der er to mennesker, hvor de virkelig ikke har noget, men bare er seje. Så kunne du sige, en valuation på 5 mio., hvor vi smider en mio. ind bare for at kunne komme i gang. Fordi nogle gange kræver det at man skal i gang. Og så hvis man har noget prototype bygget lidt, så ligger man omkring 10 mio. Og så kommer der længere frem hvor du begynder at have kunder, så går du måske hen til 10-20-30 mio. fordi du har bevist, men ikke så meget omsætning. Senere, vil det så typisk blive på en multipel af dit salg. Hvor du siger, jeg har et eller andet. Seed-runder i venturekapital de vil typisk være på +20-25 mio. Og A-runder er næsten 100 mio kr i valuation – der er så ikke så mange der bliver til A-runder, men det er typisk 100-500, for når du kommer dertil, har nu et eller andet magisk. Og når du har opnået noget magisk, så er sky's the limit, for så kan du få alle mulige fonde fra hele verden med. Jeg vil derfor sige, at gennemsnitligt ligger mine investeringer på omkring 10 mio. kr. i værdiansættelse. Nogle lidt under – nogle lidt over. Og det er afhængigt af at jeg går ind på dette stadie. Var jeg en investor der gik ind på et andet stadie, så ville intervallet ligge et andet sted. Men de tænker typisk på samme måde – man skal langt hen før at det er finans-modeller der afgøre hvad valuation er – så er man nok nærmere henne i en serie A, B og C – måske ikke engang A – hvor det stadig er et estimat.

Yasmin: Hvad med ejerandel? Du sagde at du satser på mindre end 10%?

Nicolaj: Jamen, det er jo for at der skal være plads. Rule of thumb, når du er klar til en A-runde, så skal stifteren gerne ind og have halvdelen af virksomheden – og det er simpelthen for at det er dem der driver dem fremad. Så ikke kun for at optimere min egen del, for den værdi jeg tilføjer virksomheden, skal jeg ikke have 25% for, så jeg kigger på at regne mig frem. Hvis vi gør det her, kan jeg så få en værdi der giver mening for mig – og det kan sagtens være 2%. Jeg er i bund og grund ligeglad med ejerandel, mere om det kan blive 20-30x måske 30-40x mere værd. Så hvis jeg investerer 1 mio. nu, vil jeg så kunne få 30 mio. kr., hvis dette lykkes. Fordi jeg bliver jo også udvandet. For at tage et eksempel. Jeg ejede 5% af en virksomhed der er 10 mio værd i dag – jeg investerer 500.000 kr. for det. Så skulle jeg tænke, kort fortalt, de 5% vil ved et exit være 2% - og hvis de 500.000 gange 30, så skulle det være 15mio. værd. Det har jeg 2% af. Det er så 15 mio. gange 50, kunne det her være 750 mio. kr. værd? Når man laver denne beregning, så skal de ting jeg går ind i – hvor I spørger, Nicolaj, hvordan skulle dette i teorien blive gange 30, når det kun er 20%, dvs. 1/5 del af mine startups der exit'er. Jeg ved det ikke endnu. Jeg har en lidt bedre track record ligenu, men det kan være jeg bare har været heldig med de første. Og 7-10 år ude i ilikvide aktier. Så hvis jeg satte de samme mio. i et index marked, så var det noget helt andet. Så de der lykkes for mig, skal gerne blive x30+. Det er derfor man taler om serie A fonde, de skal gerne kunne se at det bliver en gange 10, fordi de har jo kortere time-to-market, da de allerede har fjernet over halvdelen der aldrig når dertil.

Yasmin: Hvis vi lige afslutningsvis skulle snakke børsnoteringer, da det er rimelig debatteret – hvordan denne effekt, på bl.a. First North, virkelig har trukket den sidste tid. Hvad ser du som fordele/ulemper – hvad skaber det for en dynamik på markedet?

Nicolaj: Jeg tror det første man skal finde ud af, er om det er en vedvarende effekt eller midlertidig. Der er ekstremt meget optimisme i aktiemarkedet nu, og man kunne forestille sig at det kunne blive mindre optimistisk. Men i andre lande, som Sverige, er det lykkes, hvor det er en folkesport. Hvis man så spørger hvorfor det ikke er det i Danmark, så taler mange om kapitalgevinstskatten som værende ekstremt høj – men det kunne være. Lad os antage at det bliver en vedvarende ting. Dynamikken eller resultatet er at mange tidlige angels som mig, bliver kørt over når de store penge kommer ind senere, fordi de bestemmer alting, ift. f.eks. likvidation præference og sådan nogle ting. Der kan nu ses at der er en tendens hvor både stiftere og angels der siger – her, hvorfor gå efter venturekapital hvor man mister kontrollen – hvorfor ikke gå en IPO. Er du tidlig venturefund ligenu, har du et problem – for alle de startups du gerne vil investere i, f.eks. indenfor software, som har noget traction og en omsætning på 100 tusind om måneden. De kan gå på børsen og rejse 20-30 mio. til en valuation der er mindst lige så høj som VC og vil bevare kontrollen over selskabet, det vil du ikke med venturekapital. Så lige nu der tror jeg at det er pissesvært at være tidlig venturekapital på markedet. Ikke når du taler, senere runder – f.eks. Labser 60 mio. dollars – der har Andreessen Horowitz et brand og sådan. Men early-stage, jeg sidder bl.a. i et biotech selskab, hvor vi overvejer at få en IPO, fordi vi kan bevare kontrol, det der udfordrer at få VC ind – se f.eks. Labster, se på deres runder, de er serie C, der har nok taget 100 mio. dollar ind nu. Hvis jeg kender terms som de typisk er, så vil stifterne ikke få nogle penge ud af selskabet, før selskabet bliver solgt til i hvert fald 200 mio. dollar. Vi tager den lige igen, de første 200 mio. dollars af Labsters salgspris tror jeg ikke stifterne eller business angels får nogle penge ud af – er det ikke crazy? Hvorimod ved en IPO har du én aktieklasse, så vi sidder alle sammen i samme bås. Så hvad tror jeg, jeg tror at det er en vedvarende tendens, men på et lidt lavere niveau. Kig til Sverige på noget der godt kan lykkes, hvor der i bund og grund er rigtig mange selskaber der bliver taget på børsen den vej. Det tror jeg vil ændre dynamikken for early-stage VC og jeg tror der vil være rigtig mange angels som mig, og det ved jeg fordi jeg taler med mange angels i andre cases lige nu som siger Nicolaj jeg vil gerne investere i denne case, men jeg gider ikke ende i venturekapital, så jeg vil gerne investere hvis vi tager den på børsen om 12 måneder.

Yasmin: [Afslutning]

Bilag 5: Interview med Michael Thomsen, CFO hos Blazar Capital

Kathrine: [Introduktion] Vi skriver om best practice på venturekapital markedet. Og det skal forstås som et framework for, hvordan man opnår en succesfuld investering. Og en succesfuld investering skal så ses som en investering, som giver et godt afkast.

I den forbindelse syntes vi det kunne være interessant at snakke med jer, Blazar og dig. I det vi faktisk allerede var i kontakt med jer i sommers, da vi skrev vores Business project. Der endte det faktisk med udelukkende at handle om Blazar og jeres position, som at være en lidt utraditionel venturekapitalist/inkubator.

Michael: Det var jeg ikke klar over. Hvem snakkede i med dengang?

Kathrine: Det var Gustav Hossy.

Michael: Ja, okay. Det var jeg ikke klar over. Så har jeg også lært det.

Kathrine: Ja, men det var super givende. Så vi er meget glade for at vi lige kunne få lov at snakke med jer igen.

Michael: Ja, men så kender I jo også lidt til os, som du selv siger. Vi er jo lidt anderledes. Vi er jo ikke en klassisk venturefond. Vi er jo lidt en inkubator. Vi bygger selskaber selv, men vi investerer også i andre. Så vi er lidt en hybrid, hvis man kan sige det. Vi er struktureret, som et holdingselskab.

Kathrine: Det er også med baggrund i det, at I ligesom har defineret jeres måde at opnå succesfulde investeringer i virksomheder og skabe succesfulde virksomheder. Vi kunne derfor godt tænke os at høre lidt omkring jeres framework for best practice og hvilke værktøjer som I tænker der er nødvendige at have på i den sammenhæng.

Michael: Ja, vi går ind ser på nogle forskellige ting. Vi fokuserer jo på consumer goods og e-commerce. Det vil sige, at det er det vi kigger på som det første som fokusområde. Det er jo klart at hvis du taler med en senere i dag, som sidder i en biotech fund, så vil den person jo have en anden approach end den vi har. For det er jo noget helt andet man fokuserer på i biotech end i consumer goods.

Vi har ligesom en række kriterier, som er vigtige for vores investeringer. For det første skal der være et meget stort marked. Alt vi beskæftiger os med er store markeder. Derudover skal der også være gode marginer på produktet. Dvs. gode unit economics. Derudover i det vi er e-commerce, så skal produktet gerne kunne sende ikke alt for besværligt, så sådan noget som senge og meget store items er vi ikke inde for. Derudover er vi heller ikke glade for ting som har "short-shelf-life". Altså fødevarer. Vi har jo kaffe, men det er jo ikke noget som skal indtages dagen efter. Dette er ift. en god lagerstyring. Det som vi gør, som måske adskiller os fra mange andre, så er det nok at vi har satset meget globalt fra starten af. Vi har jo nogle ambitioner om at bygge nogle store selskaber og der ved vi at hvis man bliver store i Danmark, så bliver man ikke nødvendigvis et stort selskab i det Danmark er et lille land. Vi har altså fokuseret på nogle store markeder fra start af f.eks. USA, Japan, Syd Korea osv. Det betyder så også, at der skal være en god cross-border scalability. Det skal dermed ikke være alt for "Dansk" f.eks. weinerbrød. Det skal være noget, som er ude over grænsen og ikke udelukkende tiltaler et marked. Altså ikke skotske kitler. Det skal være noget som ligesom er relevant på tværs af geografiske markeder. Der skal være en cross-border-scalability mulighed. Det er hele fordelene i e-commerce. At man kan sidde i Danmark og skabe en kæmpe vækst i Asien. Derfor kigger vi ikke på lokale produkter. Det er nok hovedtingene, når man kigger inden for forretningsplanen.

Derudover kigger på selvfølgelig på markedet og om der er andre konkurrenter. Er der andre peers og hvordan klarer de sig. Det er måske det overordnede forretningsmæssige. Men det aller vigtigste som ligesom overtrumfer alt andet, som jeg lige har sagt er teamet.

Det jeg lige har nævnt, er nogle generelle forretningskriterier, men man er bare nødt til at have et godt team. Nogle gange køber vi jo ind i virksomheder med et allerede eksisterende team og andre gange sætter vi selv teamet. Og det er bare super vigtigt. Du kan have verdens bedste idé, men hvis du ikke har nogle, som er dygtige til at eksekvere på idéen, så kommer det ikke til at ske. Der er ikke nogen god idé, som bare skaber sig selv. Det er ligesom nogle mennesker, der står bag og det er bare alfa omega.

Yasmin: Og hvad betyder et godt team? Hvad består et godt team af?

Michael: Ja, altså. Et godt er selvfølgelig et team som består af nogle forskellige kompetencer. Når man starter, er man typisk 2, hvor når man så vokser, så udvider man medarbejderstaben. Vi kan godt lide at der er 2 ledere. Det har vi ligesom erfaring med. Vi har også erfaring med nogle som sidder alene og det er bare ikke det samme. Der har vi erfaring med, at man typisk kører død. Når man bygger et selskab op, så er der så mange ting at tage stilling til og spørgsmål og hvis man ikke har nogle der sidder helt tæt på det som en selv, som man kan snakke om det med, så ender man bare med at gå i cirkel rundt om sig selv og bliver bims. Derfor siger vi typisk minimum 2 founders. Det kan også godt være større, men det er ikke minimum 2. Vores erfaring er, at når det kun er 1, så er det meget hårdt for den person.

Derudover ser vi inden for vores område, at der er to forskellige founder typer. Du er nødt til at have en som kan e-commerce delen, som er kreativ og kan noget marketing. Derudover skal man kunne forstå tal og hvordan e-commerce hænger sammen forretningsmæssigt.

Man skal altså have en som har forretningsforståelsen. Derudover er man nødt til at have en mere struktureret type, som ligesom har styr på alle ting, supply chain, forretningen, opbygningen osv. Fordi hvis man sætter to af den første type ind, så får man en masse gode ideer, men der er bare risiko for at mange ting kommer til at sejle lidt. Der er bare mange ting at holde styr på i en virksomhed. Hvis man sætter to af nummer to type ind, så kan der måske bare mangle noget x-factor. Vi finder typisk derfor at de her typer komplementerer hinanden ret godt. Det er også klart, at nu når der oftest bliver tegnet det her rosenrøde billede af iværksætteri i medierne, men det er altså tough job, så det er klart, at det er folk som har lidt stamina. Der skal jo arbejdes hårdt og meget og der er mange svære perioder, så det er jo en super fed rejse og oplevelse at være iværksætter, men der er masser af bump på vejen, så det skal også være folk, som ikke bliver slået ud af, at der kommer et bump på vejen. Derudover skal der ikke være 10 andre ting, som de prioriterer også.

I iværksætteri har man lidt tiden imod sig. Man skal i hvert fald rykke hurtigt. I starten brander man en masse penge af på investeringer osv. Og så skal man jo bare vækste derudaf fra det. Hvis den tidlige fase tager 10 år, så er det altså lidt lang tid at gå og vente. Det skal altså være nogle mennesker som er klar til at komme ud over stepperne. Der er altså bare nogle mennesker som ridder lidt hurtigere end andre, hvilket også er vigtigt.

Yasmin: Betyder det at track-record har en indvirkning på jeres vurdering af et godt team?

Michael: Ja, det kommer an på nogle forskellige ting. Når vi selv sætter en team, så er det klart vi kigger på det. Men når vi investerer i andre, så kigger vi meget på track-recorden i selskabet. Vi kigger selvfølgelig også på tidligere baggrund, men altså hvis personen ligesom har gjort det mega godt og selskabet har performer osv. Så er det altså ikke vigtigt at sidde og grave i hvad vedkommende fik til tysk eksamen i folkeskolen. Når det ligesom er ting som kører i forvejen, så kan man jo sige, at det er blevet mere og mere normalt også i større organisationer at man prøver at sætte folk ind i en arbejdssituation. Det kan godt være, at man har gode karakterer osv. Men man bliver nødt til at se på, om personen kan løse de her konkrete problemer. Der må man jo sige, at den bedste test situation er det selskab op som de beskæftiger sig med. Så hvis personen ligesom har bygget et selskab op, og der er god traction osv., så er det jo svært at komme og sige at de ikke er kvalificeret til at sidde i forretningen.

Yasmin: Det var også lige så meget ift. om personen/teamet før har haft en succesfuld virksomhed?

Michael: Ja, det er jo klart at vi har folk som har haft succesfulde virksomheder. Der er jo masser af iværksætteri, som stadig er succesfulde virksomheder. Der er jo folk som sidder i deres virksomheder i 40 år. Iværksætteri er jo ikke at man lige sidder i en virksomhed i 2 år og så hopper man videre. Man afgrænser derfor meget i rekrutteringen ved at sige, at personen/teamet skal have haft en succesfuld virksomhed i Danmark. Folk der har haft rigtig succesfulde virksomheder har måske også tjent så mange penge, at de har andre fokusområder. Ens base vil simpelthen blive for lille, hvis det er et udvælgelseskrav. Vi ser dog helt klart positivt på, at personen for iværksætter erfaring. De behøver ikke selv have været founder, men bare erfaring fra et iværksætterselskab. Der er bare forskel fra at sidde i et iværksætterselskab ift. en stor organisation. Man skal jo forme virksomheden selv. I en stor organisation er der jo en afdeling med 20 mennesker for alt nærmest, som har tænkt alle processer osv. Igennem. Man opdager virkelig når man kommer fra noget mere etableret til iværksætteri, at der er mange ting, som man tog for givet før. Der var ting, som bare skete automatisk før. Alt lige fra det finansielle som momsbetalinger, løn osv. Der er mange ting, som man bare ikke har tænkt over selv før man har siddet med det selv.

Yasmin: Hvad med ift. det med, at I siger at I har fokus på e-commerce og consumer goods? Det er jo ikke den klassiske? Hvorfor har I valgt den vej? Hvordan giver det mening for jer?

Michael: Hvad tænker du på at det ikke er det klassiske?

Yasmin: Ja, det er måske også forkert formuleret, men man ser jo meget at fokus i øjeblikket er tech og lignende.

Michael: Ja. Vi er jo ikke tech på den måde at vi sælger et teknologiprodukt f.eks. software, som der er meget fokus på. Men vi er jo meget tech-enabled. For meget af det vi laver, selvom det er fysiske produkter, så fokuserer vi på hele optimering af forretningen. Hvis man sammenligner med hvis man fx åbner en butik på gågaden i Åbenrå sammenlignet med at man åbner en webshop og sælger til hele verden. Der er enormt meget tech og vi har jo også vores eget IT-udvikling. Der er også nogle som kaldet det her område for consumer-tech. Det er sådan lidt fluffy. Det er selvfølgelig ikke tech produkter, men for at køre sådan en forretning specialiserer os indenfor så skal man have flair for tech for vi sidder og bruger mange forskellige systemer osv.

Yasmin: Det passer jo også super godt ind i den her digitale trend. Men det er mere et spørgsmål omkring *hvorfor* consumer goods?

Michael: Ja, men altså hvis vi ser e-commerce, så mener vi at hele e-commerce delen er på en ret infant stage også selvom det har fået et push under corona. Det er relativt begrænset. Jeg kan ikke helt huske de seneste tal, men altså det er relativt begrænset alligevel ift. det forbrug som bliver brugt på online retail i f.eks. Sydkorea. USA er også lidt foran. Men Danmark og resten af Europa er markant bagud. Udviklingen inden for e-commerce har været stigende over en periode, men det er stadig et kæmpe stort "white space". Vores hypotese er i hvert fald at e-commerce vil vokse markant de kommende år. Man kan også bare kigge på hvordan e-commerce har klaret sig både her i Danmark både unoteret, men man kan også kigge på aktiemarkedet hvordan det er gået for e-commerce selskaber de seneste par år. Det er jo gået rigtig godt. Både Boozt og Zalando osv. Med deres aktiekurs så er den jo bare gået derudaf. Der er jo selvfølgelig også Amazon som bare giver sig selv. Hvis man kigger på hvordan forskellige ting, har udviklet sig, f.eks. Shopify, som er platformen bag mange e-commerce forretninger, så er den virksomhed jo mere end 150bn dollars værd i dag. Hele det her space altså bare super interessant og rykker meget og vi mener, at det stadig er på et relativt tidligt stadie i Danmark især. Derudover viser aktiemarkedet det samme.

Kathrine: Vi ved også fra i sommers, at I godt kan lide at have en vis indflydelse på de virksomheder som I investerer i og operationelt går ind og arbejder med dem? Hvorfor er det, at det er mere værdifuldt end at foretage en investering og så være aktive gennem bestyrelsesmøder og lignende?

Michael: Ja, men det er jo fordi vi har en anden model. En klassisk venturefund, der er det mere med at lave investeringen hvor man derefter bakker op med viden og bestyrelsesmøder, workshops osv. De er jo ikke ligesom med til at drive selskaberne. Spørgsmålet dækker så også lidt over "hvem er vi"? For det er jo ikke dem som sidder i Blazar, som sidder og driver alle vores selskaber. Vi ansætter jo også nogle folk til at gøre dette. Vi kan jo ikke sidde 4 folk i 15 selskaber og drive det hele. Det giver lidt sig selv. Vi tror på den her model med, at hvis man sætter det rigtige team, finder den rigtige edge i markedet, så er der rigtige gode muligheder inden for det. Det er selvfølgelig klart, at vores forretning har jo også udviklet sig enormt. Vi er jo kun et par år gamle og har haft ret voldsom vækst. Virksomheden er jo en helt anden end den var for 1-2 år siden. Situationen er en helt anden. Gustav fortalte lidt om hele vores USA-afdeling i og med at det er det han leder, at her indgår vi i virksomheder gennem samarbejder. Vis er et kæmpe potentiale i dette segment. Der er flere selskaber kan blive rigtig store, hvis man rammer de rigtige derovre. Potentialet er enormt. Det er der også lavet massere analyser af. Nu kan jeg ikke udtale mig om alle brancher, men de der store e-commerce, consumer goods selskaber som samarbejder med de store celebrities, så som Rihanna, Kylie Jenner osv. Jeg tror ikke der er nogle selskaber i verden som vokser så hurtigt som dem. Jeg tror at Rihanna gik fra USD 0-500m på et par år. Jeg kender ikke andre selskaber, som har formået at gøre dette.

Kathrine: Ja, det er imponerende. De rækker jo også ud til mange mennesker meget hurtigt.

Michael: Præcis. De har jo den her reach som er enorm gennem sociale medier, som ikke var mulig for 10 år siden. Det her samarbejde med celebrities er jo ikke nyt. Jeg tror nok at det største celebrity brand der er i verden, er jo måske Jordan by Micheal Jordan (puma). Men den gang at det blev skabt i 80'erne der skulle man bare have Nike i ryggen som puttete dig på alle billboards. Det behøver man ikke i dag. I det der er nogle helt andre kanaler.

Yasmin: Ja men altså, hvis man skal se på et værdiansættelsesperspektiv. Nu går I jo også ind og er founder osv. Men I må også have en inde omkring en virksomhedsværdi og den tilgang I har. Den er vi lidt interesseret i at høre om.

Michael: Ja, altså i hvilken sammenhæng? For i den de situationer, hvor vi selv går ind, så er værdien jo ikke så vigtig.

Kathrine: Ja, vi tænker primært når I laver investeringer.

Michael: Der vi kigger vi jo så på omsætningsvæksten. Men altså når det er så early-stage, så giver det jo ikke mening at lave en stor sofistikeret DCF og sidde of forecaste de næste 30 år. Så det er jo lidt mere nogle andre faktorer. Værdien af en virksomhed er jo meget meget early. En par millioner mere eller mindre betyder jo procentuelt at der kan være en stor afvigelse, men det er altså lidt mere om man tror på den her virksomhed og ser potentiale osv. Hvis jeg skal være ærlig, så er det lidt mere en mavefornemmelse som vi vurderer på. Vi bruger måske simple multipler på omsætningen, EBITDA osv. Mange af de her selskaber har jo negativ EBITDA, hvor det ikke giver mening at bruge EBITDA, men ellers er det simple multipler vi anvender. Så altså vi ser på hvad omsætningen er, hvad man tror på og så er der jo en forhandlingsposition. Der er nogle forhandlinger som går nemmere end andre. Man har selvfølgelig sin smertegrænse, men det er klart at i den her forbindelse, så er det jo sådan at jo tidligere et stadie virksomheden er på, jo sværere er det det jo at sætte værdiansættelsen ind i en formel.

Kathrine: Er det så sådan, at I arbejder ud fra nogle tommelfingerregler, som I selv har defineret? Vi snakkede f.eks. med Keystones som har lavet sådan en "Høker Kalkule", som går ud på, at hvis man f.eks. har et produkt, som man har patent på, så kan man ca. kræve den her værdi og hvis man så har et team som er diversificeret i kvalifikationer, så kan man lægge så meget værdi til det osv. Er det lidt sådan I ser på det?

Michael: Det er jo ikke unormalt, at et e-commerce selskab handles til 3x omsætning. Og så kan man jo justere lidt op og ned ift. den specifikke case. Når vi er i early-stage, så giver det ikke så meget mening at sidde og se på det på den måde. Med e-commerce så er patent ikke lige så vigtigt.

Kathrine: Det kan også være andre faktorer så som proof-of-business bevis ved at der har været så og så meget salg og en kundebase?

Michael: Generelt ønsker vi ikke at investere i noget som er alt for småt. Det skal gerne have været lidt over en million i omsætning som det mindste ud over det vi selvfølgelig selv inkuberer. Men vi har jo også undtagelser. Det er dog lidt fortroligt, så jeg kan ikke sige navnet. Men vi har en dialog med nogle, som har et meget spændende marked. Den virksomhed har ikke nogen omsætning endnu. Men der kunne vi godt finde på at gå ind i det. Vi har ikke sådan en helt rigid opdeling. Man skal også passe på at man ikke over teoretisere i det her område på det her stadie. Når selskaber begynder at komme op og omsætte for 50-100m kr. hvis ikke mere, så giver det mening at finde tekstbogen fra FIR frem og få regnet lidt på det osv. Men i den her forbindelse hvor man har et selskab som omsætter for DKK 2m..

om det så er 4 eller 6 millioner kroner værd. Det er sgu lidt svært. Det kan godt være at der er nogle som sidder og har en meget specifik holdning til, men det kan jo ikke sige helt præcist. Der er jo også noget forhandling ind over dette.

Kathrine: Jeg tror ikke jeg fik nævnt det i starten, men vores opgave vil vi gerne dele ind i de her forskellige finansieringsfaser seed, early-stage og late-stage. Placerer I jer primært under seed-fasen med jeres investeringer?

Michael: Ja, altså man kan jo sige. Det vi inkuberer selv, det kan man jo diskutere om er pre-seed. Men ellers vil man nok primært placere os i seed fasen.

Kathrine: Er det for få mest muligt indflydelse eller er det for at lave den bedste tidligste investering eller hvad er ideen omkring at være med så tidligt?

Michael: Ja, men det handler jo om det her med kontrol. Vi har jo lidt forskellige investeringer, men vores mål er jo at have et framework omkring den måde vi arbejder på, bygger selskaber op. Det er ligesom humlen i vores forretning, hvorfor den skal være stærk. Knowledge og learning på tværs af selskaber er vigtigt. Det er også noget vores nye selskaber sætter pris på. Det er en stor value proposition for dem at komme ind til os fordi de kommer ind og så har vi ligesom eksperter på alle hovedområderne: Tech, seo, marketing, forretningsudvikling osv. Der er ligesom nogle der kan hjælpe med alt. Det er bare de færreste, som bare kan alt. Hos er der derfor hele tiden en som man kan spørge og en som kan hjælpe en. Man kan ligesom leverage den her model, som vi har. Det er der mange som finder attraktivt. Der er nok også derfor vi får rigtig mange henvendelser. Og vi siger selvfølgelig ligesom mange andre VC, så er det jo ikke alle vi ender med at investere i. Det er en "tunnel". Vi investerer altså kun i en brøkdel af de virksomheder, som vi får henvendelser fra. Det er jo klart at man får en masse gode henvendelser og på jysk sagt mindre gode cases. Vi tiltrækker i hvert fald både interessante ting og mindre interessante ting.

Kathrine: Tiden er er også ved at være gået. Så jeg ved ikke om du har nogle sidste spørgsmål Yasmin?

Yasmin: Nej, jeg tænker ikke vi vil holde dig længere. [Afslutning]

Bilag 6: Interview med Dorte Thomsen, Fagpolitisk Chef hos Aktive Ejere

Yasmin: [Introduktion]

Yasmin: Hvad ser du som værende best practice på dette marked, hvad ser du bevæger sig, hvad er der af dynamikker lige nu? Måske hvad fremtiden bringer? Både hvad du tænker, men med Aktive Ejeres briller også.

Dorte: Jeg kan prøve og så må I sige til. Man kan sige, som jeg oplever det, er den risikovillige kapital som især er segmenteret omkring Business Angels. Fordi business angels, er typisk en person der selv har skabt sin formue, via egen selskab de har solgt, eller på anden vis generet kapital som står og de gerne vil arbejde videre med. Denne risikovillighed er meget at sætte hånden på kogepladen, fordi det er "mine egne penge" end den vinkling man kan tage til venture. Der ser jeg helt klart en trend, som jeg har tænkt meget over, også bliver generet ved programmer som Løven Hule for eksempel. Det her med at man går ind med sin personlighed og har en erfaring omkring udvikling, hvordan du markedsfører det, nærmest bare i kraft af at være en kendt person, så har du allerede der et momentum, hvor andre vil kigge på dig som en investor man har lyst til at tage ind. Det er en trend man ser lige nu, altså denne kommerialisering af at være investor, som typisk starter i dette BA segment.

Yasmin: Ret spændende at tage perspektivet ift. hvem der er investoren, der har vi ikke overvejet.

Dorte: Nej, og det starter meget der. Uanset om du kigger fra BA til VC til måske PE. Så starter det med, at det der er essentielt for enhver investering (ene eller andet segment). Investment manager, der foretager investeringen, ved hvad der skal gøres. Altså hvad er en god retning – er det noget vi kan bygge en god business case omkring. Der synes jeg, jeg har været intensivt været i branchen i 10 år. Man går ind og har en mere personlig holdning til hvad der er en god investering – det er ikke så datadrevet mere som det var engang. Det synes jeg er en meget interessant udvikling. Selvfølgelig er det også meget datadrevet, du kan lave analyser hvis det er det, fx en software eller specielt produkt du investerer i – og tage ned fra hylden hvilken type investering du investerer i. Men stadig følelser i det – på den måde at man ser ud i fremtiden, som der teknologisk, eller infrastruktur, der er potentiale i det. Lige nu er tiden så uforudsigelig, så der er næsten ingen af os der tør tænke bare 3-5 år frem.

[Vil ikke citeres fra min. 4.40 til 5.25]

Yasmin: Teorien siger at 1/10 bliver til noget og derfor skal 1/10 også gerne give 10x afkast som tommelfingerregel. Men er det noget du har set en udvikling ved eller hvordan?

Dorte: Det har jeg helt klart, det har jeg også set i takt med at renten har udviklet sig som den har herhjemme, er det ikke særlig favorabelt for særlig mange formuende eller investeringshuse at lægge penge i nogle af de traditionelle værdipapirer som f.eks. obligationer, fordi det simpelthen giver et for lavt afkast. Det betyder at der er mange investeringsfolk, om de er Business Angels eller venturefonde, som over årene har opsparet det man kalder tørt krudt, altså du har bare likvider stående, som du gerne vil investere i noget. Men aktiemarkedet er meget langsigtet, hvor der også har været mange ups and downs over de sidste 10-15 år, så det er i takt med at likviderne bygges op. Så synes jeg også at risikovilligheden vokser, hvor man ser at folk gerne vil have et lille afkast på 3-4-5% i stedet for at skulle betale en negativ rente hvis de står på bankkontoen. Så der er en makroøkonomi der er med til at drive denne udvikling for os. Helt bestemt.

Yasmin: Og med de tanker, tror du så der vil kunne ske noget i fremtiden. Der har man jo før set når der er så store udsving.

Dorte: Jeg har svært ved at se hvad det skal drive af negativ udvikling faktisk. Så tror jeg der skal meget større påvirkninger til at f.eks. et helt marked crasher. Der kan man sige en global pandemi eller en krise virkelig slår igennem fordi der sker nogle grundlæggende forandringer, der skulle gøre at økonomien falder sammen.

Et sidespor til det med investeringer er også regulatorisk og rapporteringsmæssigt, er virkelig hårdt mandsopdækket. Du har altid en forpligtelse. F.eks. en venturefond, vil gå ud og henvende sig til nogen og sige kære investor vi har det projekt, investering vi vil foretage os, kunne du tænke dig at være med. Man har altså denne forpligtelse til at rapportere investorer men også rapporteringer til lokale skattemyndigheder, finanstilsynet. Man er så hårdt mandsopdækket efterhånden, især i de lidt større investeringsklasser er der også en masse krav til en bunden egenkapital – altså du skal have bunden insolvens af den totale investeringssum, som kommer fra finanskrisen, hvor vi skal sikre at der altid er kapital til rådighed ifm. en ny finanskrise. Jeg kan jo godt se der har været store udsving på aktiemarkedet, men jeg tror mere det er en normalisering end en nedgang. Det vil du se når du går tilbage i tiden – normaliseringer der skaber et godt niveau. Vi kan jo snart heller ikke holde til, at boligpriserne stiger så meget. Sådanne nogle som jer, det er helt forfærdeligt at gå ud på boligmarkedet nu.

Yasmin: Hvis man skulle se på værdiansættelse. Du har både VC og BA perspektiv – men ift. de forskellige stages – hvad er dine tanker omkring det på dette risikovillige marked?

Dorte: Det man kan sige – jeg ved jo godt der har været en del kommentarer omkring det med værdiansættelse. Og der er nogle forskellige lovkrav til hvordan du skal foretage en værdiansættelse. Vigtigt at huske i sidste ende, kan du ikke bare værdiansætte uden at have en baggrund, da det altid vil være sådan at revisor skal kunne skrive under på regnskab, hvorfor er det at du gør som du gør. Bare for at sige igen, her er du mandsopdækket, fra investorsynspunkt. Men jeg kan også se, hvis man tager en værdiansættelse, så er der selvfølgelig en købsværdi, den siger sig selv, og oveni det er der en fair value – du har nogle investeringsmanagers der har en erfaring indenfor denne branche, der ved denne type virksomhed vil typisk udvikle sig sådan og sådan. Det skaber også en form for goodwill ovenpå. Fordi det vil ligge ekstra på en evt. instanssum.

Kathrine: Vi har fokus på, når denne investering skal ske – den første eller anden/tredje i disse finansieringsfaser – hvordan har det indflydelse på best practice. Hvordan kommer de frem til det motiverende forhold mellem værdi og ejerandel, osv. Måske også det kontraktlige i det. Hvordan kommer man frem til det ”rigtige” som kan skabe best practice i fremtiden. Altså de helt tidlige, hvor der ikke er de helt store revisor/regnskabsmæssige overvejelse ind over.

Dorte: Det er rigtigt, og det er svært – fordi man køber sig nærmest ind på en tro på fremtiden. Det jeg synes er svært ved dit spørgsmål er at det er individuelt fra case til case. Jeg forstår godt, men det er svært at give et generelt svar. Lad os tage et eksempel som Bülow Lakrids. Fra han stod i nogle gryder selv, i hans mors køkken, til den udvikling der har været. Der var nogle Business Angels med, så hele det iværksættelseventyr – vi ved godt danskerne kan lide Lakrids, og der er noget lækkert design med produkterne. Nogle gange skal man foretage en initial vurdering, når du vælger en business case. Og det er vigtigt at den der laver business casen har en erfaring på markedet. Der sælges så og så mange styks, der er et marked, der er noget softwareudvikling. Der er en masse målbare ting man kan tage med. Så er der hele den black box – hvad er hele forretningsidéen der er. Her går man tilbage, til specielt Business Angels, det er deres funktion at gå ind med erfaring og viden og understøtte også den proces med due diligence af en virksomhed.

Kathrine: Jeg tænkte også, når man er i processen med at komme frem til værdien af en investering – overvejer man så overhovedet selv potentiale i sådan en situation – eller er det en lige nu og her investering, som f.eks. Bülow.

Dorte: Man kan altid forvente at investere i en virksomhed – så vil du aldrig gøre det med en forventning om en 2-3% vækst om året. Du vil altid gå ind med en forventning om ekstraordinær vækst. Det er hele Business Angels’ business model. Det vil der altid være. Det er en høj grad en faktor der spiller ind – en god og solid udvikling. Det kan man tilføje på mange måder. Du kan have et produkt du tænker er så fedt, at det kan markedsføres. Du kan måske også se, selvom den er nystartet er godt etableret, men der er andre mekanismer du kan gå ind og røre eller ændre ved. F.eks. tilføje noget ledelseserfaring, som kan være med til at drive udvikling.

Yasmin: Som jeg forstår det, så er din syn på det egentlig, at det kræver en god investor med god erfaring, for at skabe den gode investering.

Dorte: Ja, helt klart. Det er vigtigt for både investoren, f.eks. Business Angel’en men også for virksomheden. Fordi hvis du står med en virksomhed som du kan se har kæmpe potentiale, men ikke selv ved hvordan du skal komme videre med den. Så skal du være villig til at tage imod hjælp. Det kan gøre ondt. Det kan gøre ondt at få nogen ind og sige hvordan man skal gøre, når man har gjort noget på en måde i mange år.

Yasmin: Hvis vi dykker lidt dybere ned i det at være en god investor, er det arbejdsmæssig erfaring, eller selv have lavet startups – eller hvordan tænker du det?

Dorte: Selvfølgelig er det væsentlige kapital – fordi det er det du kommer ind til bordet med. Så er der også netværk og forretningsforståelse helt generelt. Hvis det f.eks. er life science, udvikling af et lægeprodukt, så er det en fordel der også har en erfaring, f.eks. indenfor noget biokemisk. Så det er helt klart en vigtig ting at man har erfaring. Du ser også Business Angels, typisk er nogen der er lidt over 40 – og har generet en stor formue – så kunne Business Angel være en interessant vej. Man har netværket. Hvis du ser helt i helikopterperspektiv, det er i hvert fald min egen observation – det er mange forskellige mennesker der kommer, i hvert fald uddannelsesmæssigt. Nogle kommer med den klassiske iværksætterbaggrund og kører 180km i timen. Hvor du ser en venture er mere klassisk skolet investeringsteam. Der er helt klar forskel. Man respekterer hinanden og hinandens forskelle – men der er en helt klar uddannelsesmæssig forskel.

Yasmin: Oplever du så også at afkastkrav kan være forskelligt mellem dem?

Dorte: Ja. Det er det. Hvis du tager en BA i Danmark, så investerer de måske i gennemsnit 1mio. i flere virksomheder. Og venturefonde er oppe og have en helt anden type gennemsnitinvestering.

Yasmin: Jeg tænker netop med denne uddannelsesmæssige forskellighed, om det har en betydning for hvor mange gode investeringer man går.

Dorte: Både og. Man kan sige, hvis du er mere villig til at tage chancer og gå ind i opstartsvirksomheder, hvor det kan være svært at se et stort potentiale fra starten. Så tror jeg Business Angels vil typisk være mere afklarede med at der så er nogle der ryger i svinger og at der bare er nogle virksomheder der ikke har særlig lang levetid – men man vil bare gerne være med til at hjælpe. Så risikovilligheden er netop højere – det tror jeg ikke kan kobles til uddannelse. Det er noget meget dybere personlighedsmæssigt. Det er lige så meget at mange synes det er fedt at komme i gang trods risikoen – og så senere sender de det over til sådan nogen som mig, som er meget mere driftorienteret, hvor der måles data og sådan.

Yasmin: Det er fedt, fordi det giver et helt andet perspektiv end hvad vi har hørt til nu. Hvad skal startup'et have for at det bliver en god investering. Men det giver super god mening at investor også skal have nogle kapabiliteter.

Ift. udviklingen vi har hørt fra flere, denne first north udvikling som også kan bidrage til de bevægelser der er på markedet. Hvad tænker du om det?

Dorte: First North så er du i de børsnoterede segmenter, og vil ind og lave investeringer. Muligheden vil være at man ser flere børsnoteringer i Danmark, nogle lidt større P/E egede. Man ser ikke så mange, fordi det er så meget op ad bakke – du ser mange flere i Stockholm f.eks. Jeg synes ikke der er en direkte sammenligning på børsnoteringer.

Yasmin: Okay – det er simpelthen fordi vi har hørt en Business Angel sige at han har haft nogle investeringsmuligheder, hvor han ville finde investorer, og de har sagt de ville være med hvis de gik IPO vejen indenfor de næste 12-18 måneder. Så det var mere med det blik. Men det er et andet marked i Sverige.

Dorte: Det giver god mening ift. risikospredning ved alternative investeringer, som venture er. Det giver selvfølgelig god mening. Men jeg tror ikke for en Business Angel at de ser IPO som næste skridt.

Kathrine: Vi talte om forskel mellem hvor meget BA investerede ift. VK fonde – som er et af de mere oplagte forskelle mellem dem. Men fra virksomheden synspunkt skal ud og finde kapital, hvornår giver det så bedst mening at gå efter en Business Angel frem for en Venturefond? Altså hvilke værdiforskelle de bringer.

Dorte: Hvis du forestiller dig en lineær tankegang. En BA støtter en virksomhed i startupfasen. Det er det han/Hun går ind med likvider og erfaring.

Kathrine: Vi deler det op i seed-, early- og late stage – hvor vi har et kæmpe overlap mellem BA og VK fonde. De går meget efter de samme finansieringsfaser.

Dorte: Det gør de. Det kan man også høre på deres navne, f.eks. Pre-Seed venture, som rent teknisk er en form for Business Angels der er gået ind i en venturestruktur.

Kathrine: Er der forskelle i f.eks. ejerskab, om det er strategisk/operationel de går ind?

Dorte: Det der er for en BA, som mange tænker over – men hvis du begynder at have så stor en ejerandel af en virksomhed, så kan du også risikere skattemæssigt at få meget højere andel. Så der er også nogle forhold her, som ikke er ligeså relevant for venturefonde at tænke over fordi de strukturerer sig selskabsmæssigt anderledes. BA i sidste ende er en person. Det kan jeg ikke give et kort svar på, fordi jeg ikke har erfaringen til det.

Kathrine: Vi har lavet en spørgeskema, som vi vil sende til dig, og høre om det er muligt at dele i jere brancheforening. Der spørger vi også ind til kontraktforhold, og hvilke punkter der er vigtige for motivation for investor og founder side. Og hvad der kontraktmæssigt skaber best practice. Vi har f.eks. kigget på præferenceaktier, forvaltningshonorar, carried interest, osv. Ved du lidt mere om betydningen for krav og klausuler herfor?

Dorte: Meget af de du nævner vil ikke stå i kontrakt mellem investor og selskab. Carried interest er mellem investeringsteam og pågældende investeringsmanager der sidder. Så jeg skal forstå hvor du er når du siger det.

Kathrine: Det handler om at begge parter er motiverede for at komme frem til den bedst mulige investering der er lavet – motivationsfaktor.

Dorte: Ved en venturefond, er der en management-/investeringsteam. De vil gerne investere i f.eks. grønne virksomheder. De finder investorer der er interesseret i at være med i denne fond. Aftalemæssigt, går man ind og opretter et limited partnership agreement (LPA), en kontrakt mellem fond og investor. I denne aftale, ligger man sig op af nogle internationale standarder om f.eks. god investorrapportering, men man vil også definere afkastforventningerne og definere geografisk man investerer osv. Der er en masse forhold som man skriver under på på begge sider. Du er ude i alternative investeringer, så det er på ren aftalebasis. Så du skal have drive for at investeringerne performer godt. De vil lave en ny fond på et nyt tidspunkt. Du skal selvfølgelig have noget afkast der er godt – men det er også meget renomé. Disse fonde laves af teams der allerede har gjort det, og derfor nærmest ikke skal gøre noget for at få investorer, da de ved at de har gjort det og performer godt. Du comitter dig til en masse afkastmæssigt, men yderste motivation for et management team er når du får carried interest. Når fonden har performet hvad den har lovet (hurdle rates) så kan manager tage carried interest ud af afkast fra investering – det er der nogle af de rigtig store penge kan ligge. Det er derfor drevet af indtjening som alt andet. Medmindre man kun gør det for den grønne energis skyld – men det har jeg ikke rigtig tiltro til.

Kathrine: Hvad med præferenceaktier – umiddelbart vil jeg ikke synes det var så nice som mig som founder at give ret til præferenceaktier. Hvorfor er det så væsentlig en del af kontraktforhold.

Dorte: Præferenceaktier kan være en væsentlig del af de kontraktlige forhold, idet man har hånden på kogepladen. Det er en ejer der er meget tæt på virksomheder. Du er ikke bare en gennemsigtig aktionær der måske ikke har den store interesse i virksomheden. Så har du bare et helt andet incitament til at være med til at drive virksomheden. Og så er det også, for de der modtager disse aktier at tilkendegive at de tror på dem, så en aflønningsform.

Yasmin: [Afslutning]

Bilag 7: Interview med Niels Henrik Rasmussen, Business Angel og serieiværksætter

Yasmin: Tak for besvarelse af vores spørgeskema. Vi er meget interesseret i uddybende at høre lidt nærmere hvad du tænker ift. dine svar. For at starte et sted, så ift. afkastkravet. Du har skrevet du har en forventning på 15-20x og realiseret de 10x. Det er jo enormt flot i virkeligheden og vi kunne godt tænke os og høre lidt mere om hvordan du tænker du har formået at opnå dette afkast – og omvendt hvorfor du ikke har levet op til dit forventede afkast.

NH: Dels har jeg været heldig med at få de afkast jeg har, så er det fordi, at jeg har sat mig relativt meget ind i casen, ift. hvad jeg ved hvad andre gør. Jeg mødes med teamet et par gange. Jeg er egentlig meget tæt på casen også med produktet, salget, mødes med nogle kunder – jeg er ikke den type der siger – nå det prøver jeg da, og så sender nogle penge efter casen. Jeg er typen der gør det fordi jeg synes det er sjovt – at kigge på casen, kigge på teamet, kigge på produktet. Nok fordi jeg selv har prøvet at gøre det nogle gange, altså selv prøvet at udvikle nogle virksomheder. Når man selv har prøvet den rejsen, så ud fra de erfaringer, sætter man sig meget tæt på casen.

Yasmin: Okay. Omvendt er du skuffet (i gåseøjne) over at du ikke har opnået det forventede afkast.

NH: You win some – you lose some. Jeg ved heldigvis at alle mine cases er gået positivt, der er ikke nogen der er gået i hegnet, ikke nogen der er gået konkurs. Hvilket er atypisk. Men jeg bruger meget tid, som jeg kaster ind i casen. Men jeg tror det med at finde et godt team, et godt team der virkelig gerne vil eksekvere, så ved man at produktet nok altid forandre sig, og den viden man har om markedet, viser sig også at være anderledes. Man skal ud og virkelig have noget mere erfaring. Hvis man virkelig møder nogle folk der har de karakteristika af at være arbejdsomme, intelligente, og synes det er sjovt at arbejde sammen – så kommer der altid et eller andet sted en forretning ud af det – med mindre det er helt helt forkert. Og det tror jeg man kan undgå i et vist omfang, hvis man sætter sig tæt sammen med de mennesker der laver forretningen – og hvorfor de gerne vil lave forretningen.

Yasmin: Men hvordan vurderer du så sådan et team. Altså, når du siger de skal være arbejdsomme og have ambition – hvordan vurderer man det i praksis?

NH: Det er et godt spørgsmål. Meget ofte, så starter først og fremmest med at jeg mødes med dem. Så derfor, alle på nær én case, er cases der ligger i København. Men det gør – jeg ved godt jeg lyder meget jysk, meget gammeldags – men det gør at jeg kan springe op på min cykel og så kan jeg sætte mig sammen med dem – og igen, når jeg laver de her investeringer, så gør jeg det i nogle mennesker som tænker ”de er egentlig også sjove – dem kunne jeg godt tænke mig at arbejde sammen med”. Så selvfølgelig gør jeg det ikke for deres blå øjnes skyld – jeg gør det for at tjene penge – men jeg vil gerne tjene de penge med nogen hvor jeg ved vi også kommer til at bruge en del tid sammen. Og der kommer også til at være en del skuffelser – og der kommer til at være en helvedes masse læringer. Så derfor skal vi kunne sammen.

Det at mødes, helt jordnært, fysisk, det betyder meget for mig. Det ved jeg godt man kan gøre alt muligt over zoom og skype og alt muligt andet. Men at få det initiale møde og allerede fra da af, mærke om det er nogen man synes er spændende nok. Nogen der er usikre nok på om det skal give mulighed. Forstå mig ret, det er jo ikke fordi man forventer at møde en bullet-proof case, det er slet ikke det. Så hvordan ser jeg dem an – det er næsten som en rekruttering. Altså, at man bruger tid – at man virkelig bruge tid sammen. Og det ikke er de der åndsvage standardspørgsmål. Men mere at få en fornemmelse af hvilke mennesker man står overfor. Kan jeg lide dem, hvad har de lavet før, og hvorfor vil de gerne det her? Også deres ærlighed. Bullshit-faktoren bliver altid afsløret jo mere tid man spiller sammen med nogle mennesker. Lige pludselig er der noget de ikke ved – og det er jo helt fint. Altså, i stedet for at foregive et eller andet – så er det meget bedre at folk siger: ”prøv lige at høre her, så prøver vi det her og så gik det helt galt”. Så ved man at, okay, nu ved man at man begynder at tale med nogle mennesker der faktisk vil åbne op og vise deres egen sårbarhed. De mennesker er meget mere interessante, end dem der siger: ”vi ved godt hvordan den skal skæres, og nu skal der bare fart på”. Så ét, det handler om at mødes – to, det handler om at bruge tid sammen med dem. Og så se hvad man kan bidrage til. Se om man selv kan komme med nogle spørgsmål og måske nogle andre mennesker der kan hjælpe, netværket, og nogle erfaringer – så det ikke bare er penge.

Kathrine: Kan man på en eller anden måde sætte nogle indikatorer for hvordan de er motiverede, har ambitioner, osv. Så f.eks. at de har sagt deres job op, og gået fuldtid på dette iværksætterprojekt. Er der nogle andre indikatorer for at de er rigtig motiverede for at det her skal blive noget stort?

NH: Altså, du svarer allerede ret godt på en del af spørgsmålet, Man kan f.eks. se på, at de er gået fuldtid og hvad er deres offeromkostning. Har de droppet et super godt velbetalt job i en karriere der bare fløj derudad, fordi de virkelig havde fundet noget de selv ville eksekvere på – så fortæller det noget om, at de mener det her. Er det nogen der gerne vil være iværksættere af livsstil, så går jeg meget hurtigt forbi. Fordi det er noget der er kommet til de sidste par år. Der er det blevet i den grad ”in” at være iværksætter. Da jeg selv startede med at være iværksætter – det var i slutningen af 90’erne. Der forbandt man iværksætteri, med dem der var arbejdsløse gennem flere år, de havde ikke kunnet få arbejde i flere år, så derfor var de nødt til at starte deres eget. Det var faktisk hvad man forbandt med iværksætteri dengang. Vi var sgu taberne, når vi gjorde det der. Jeg kom videre med McKinsey, og kom videre med at jeg gerne ville lave min egen forretning. Og det var slet ikke noget man gjorde dengang.

Dengang gik man Kellogs eller Cola – eller nogle andre corporate careers. Det var hvad man gjorde dengang. Når jeg siger det her til jer, så er det fordi der er mange der gerne være selvstændige i dag, fordi de vil leve den livsstil – og det forstår jeg også godt. Men det gør bare at jeg bliver meget betænkelig for om folk også ved at det er, i mine øjne, på godt og ondt, mere barsk, og mere urimeligt og meget mere usikkert og meget mere fyldt med nederlag at gå iværksættervejen. Til gengæld, er det også federe og sjovere og man får en frihed, og man kan få en helt anden økonomi ud af det. Men der er også nogle nederlag på den vej, som er sindssyg hård. Så igen, jeg prøver meget at kigge på menneskene. Og det er ikke fordi at iværksættere skal være sådan nogle super-mennesker – det er slet ikke det. Faktisk, netop menneskene som kan alt, har gjort alt, og lykkes med alt, det er dem hvor ”ah”, det er lidt for godt til at være sandt. Det skal være mennesker der er ydmyg, og nogle der siger: ”prøv at høre her, vi synes vi har fat i noget her. Altså, måske et produkt der virker halv-godt og de fleste kunder kan ikke rigtig lide det – men der er alligevel behov for det. Så derfor vil de gerne have det. Derfor tror vi at vi kan gøre produktet bedre og så prøve at sælge det, men vi har ikke fået sådan rigtigt salg ud af det – og vi når slet ikke de budgetforventninger vi havde. Det hænger slet ikke sammen, men vi bliver alligevel ved, fordi vi kan se der er behov for det her – det er noget vi rigtig gerne vil arbejde med”. Sådan nogle mennesker der, så tænker jeg okay, der er noget ærlighed der, der er nogle erfaringer, som man kan spørge ind til – det kunne være sjovt.

Yasmin: En anden ting, du siger ift. screeningparametre, det er en god timing – og det er vi lidt interesseret i at høre, hvad betyder en god timing – og hvorfor er det så vigtigt et screening-parameter.

NH: Jeg kan komme med to eksempler. Den ene den er fra en virksomhed som jeg selv startede og udviklede, som hed Secunia. Secunia startede jeg i 2002. Den gik rigtig godt, vi gjorde det uden venturekapital, vækstede den voldsomt – alle år gav store overskud, og endte med at blive 140 mand – og omsatte for næsten 120m i ARR. Der var en gut der havde prøvet at lave noget lign. Lars Neufort, 5-6 år før. Det var næsten det samme vi gjorde, synes jeg. Det synes han faktisk ikke, han synes det var noget helt helt andet. Men jeg synes faktisk meget, ikke de samme fodspor han havde gået i eller sat, men vi gik meget den samme retning og et setup der mindede utrolig meget om hans. Han var bare for early-stage, han var for tidlig til markedet. Han havde en god idé, et super godt produkt – måske et for godt produkt. Men timingen var wrong. Hvor da vi kom på markedet, så var der kommet plads til informationsteknologi, der var efterspørgsel efter informationsteknologi. Der var allerede nogle konkurrenter der var begyndt at lave det her også – og det var der ikke da han var ude og venture den. Han ventureden den, han visionærede den, men der var ikke et kommercielt marked for det.

Det var lidt det samme med en reg-tech virksomhed jeg lavede. At der lavede vi egentlig sådan en slags talent-tracking, hvor vi holdt øje med kandidaternes fodspor for hvorhenne de havde været og hvorhenne vi så troede de ville gå. Det var dengang der var meget brug for SRP-folk og Orakle-folk – det var i slutningen af 90'erne. Der var der også flere virksomheder der havde prøvet at gøre det her før. Og nogle gange så er det, ja, det lyder ikke så spændende at gå i andre folks fodspor, men man kan bare lære noget af dem jo. Tage noget erfaring ind og noget marked ind, og det er måske også ift. hvilken virksomhedsprofil man er. Vil man gerne extreme risk, hvor man laver noget som ingen havde lavet før, alt det der. Så er det meget vovet. Jeg er måske mere typen hvor, at jeg synes det er ret fedt, hvis man selv kan få lov til at forholde sig lidt til produktet. Om det er software eller noget fysisk, det er egentlig underordnet for mig. Spørgsmålet er om man kan forholde sig til produktet. Det gør også at man skal forholde sig lidt til markedet. For at kunne forholde sig til markedet, skal der være en eller anden form for marked. Det er først der jeg går ind. Så jeg går primært ind, hvor jeg tror der kan komme et produkt og et marked ud af det. Det betyder ikke at man skal have været i gang i lang tid, eller have en forretning og en omsætning – men mere hvis man kan komme ud og tale med en potentiel kunde så er man et sted hvor man kan lære en helvedes masse ikke også. Fordi så kan man – den sindssygt gode idé man selv har, den kan man gå ud og få andre input til. Og så siger de jo desværre, nej, det synes vi egentlig ikke der er behov for – men man kan lytte på dem og man kan erfare fra dem – og det kan gøre en 100 gange rigere i forståelse for hvad andre gerne vil. Det er nok det marked jeg mest tapper ind i, der hvor man kan lytte til andre.

Yasmin: og ikke sådan en first-mover.

NH: Jamen, det sjove er, at det godt kan kreere en first-mover, fordi det ikke bliver den traditionelle først mover, hvor det er first-first – men det kan godt give den der virksomhed der kan pivotere ind i nye vækstområder. Det er lidt en længere forklaring der skal til der, men jeg tror på, hvis du har fundet nogle kunder, så har du pludselig et vist antal ambassadører, der kan fortælle dig hvad deres næste behov er. Og det er meget mere værdifuldt, end at lave noget ud af det blå. Jeg kender egentlig ikke ret mange virksomheder, der laver noget ud af det blå når det kommer til stykket. Kunder og andres erfaringer, det synes jeg er mere guld værd end så meget andet.

Det er et eller andet sted også med til at risikokonsolidere casen, fordi så kommer der altid noget omsætning ud af det, så kommer der altid noget forretning ud af det, og altid et afkast ud af det.

Yasmin: Det vi har været lidt overrasket over i det her framework, er at total return ift. screeningparameter – at man har en forventning om at man kan få et afkast, er nedprioriteret fuldstændig. Det kan vi også se det er i din vurdering, og det er vi lidt spændte på at høre om, fordi man skal jo leve af det, selvom det skal være sjovt og nogle gode mennesker.

NH: Det er jo ikke fordi jeg gør det her af ren filantropi overhovedet. Jeg gør det her for at tjene penge. Jeg vil så også sige, at jeg har været så heldig at jeg har lavet en del succesfulde exits, så jeg og mine børn behøver ikke arbejde i deres liv hvis det skulle være det. Så det gør også at jeg i dag kan tillade mig at se på en case, hvor jeg kigger på hvad er "the greater purpose" i den her. Er det en der kan flytte noget, som jeg synes kunne være rigtig spændende at flytte på, hvor for bare fem år siden, så ville jeg stadig have sagt – hvis jeg skal sætte to millioner ind i det her – så vil jeg gerne have det bliver en god forretning og hvis det ikke går godt, så vil jeg bare ikke tabe mine penge. Nu er jeg begyndt at kigge meget mere på at der skal være en purpose – et greater purpose. Kunne man lave noget der virkelig kunne batte noget for andre. Et eller andet sted, så tror jeg bare at the end of the day, så tror jeg også det er de virksomheder som kommer til at blive til meget mere i fremtiden og dermed også værdiskabelsen bliver større.

Yasmin: Så man kan sige, da du startede det her investorprojekt, så var der måske alligevel afkast overvejelse i det?

NH: Ja helt sikkert. Ja det er jo rigtigt. Det startede med at jeg gik ind som investor, for at få penge til at blive til flere penge.

Yasmin: Så man kan lidt sige at det er et privilegie nu.

Yasmin: Vores næste del af frameworket er lidt mere om værdiansættelse. Her har vi, at sådan en multipelværdiansættelse i teorien jo næsten er umulig at bruge på startupvirksomheder og alligevel ser vi, at ca. alle bruger den. Hvordan giver det egentligt mening, når vi alle ved at teoretisk set er det meget svært at vurdere en virksomhed på denne måde, når de er så early.

NH: Det er jo et rigtig godt spørgsmål fordi man kan bruge multiple til at lave et udgangspunkt. Men de stiger jo også så meget til himlen. Jeg syntes jo basalt set at de dårligt nok er et udgangspunkt værd efterhånden. I mine øjne er prisfastsættelserne gået sky high de sidste par år. Hvis man f.eks. har en virksomhed, som har lavet 10 gode slides, så kan nogen finde på at sige at de har en valuation på 10-15-20 millioner kroner. Her tænker jeg bare, at det kan godt være at I har nogle rigtig gode slides og I er nogle super fede mennesker, men den værdiansættelse lyder meget optimistisk. Men der kan man gøre det, at man kan sige at man prøver at ligge krigsdiskussionen til side. Hvor man så siger: okay, lad os sige i er 20m værd, så hvis jeg ligger 2m, så får jeg 10%. Her kan man så ligge nogle parametre ind i aftalen at hvis I ikke opnår de her resultater, så kan jeg få flere procenter eller også får jeg lov til at købe mere til i virksomheden. På den måde kan man prøve at bridge aftalen ved at lave nogen præferenceaktier. Problemerne ved præferenceaktier er, at der fra starten af er aftalt, at den ene vinder mere end den anden. Og den part som vinder synes heller ikke det er rigtig interessant fordi de er gået fra 15% til 10%. Så casen er ligesom ikke blevet bedre fordi alle sidder lidt med en stemning af: "Nå, hvad gør vi så". Det gør altså at jeg også synes at de her multipler er et udgangspunkt. Men jeg har også set, hvordan markedet kan prisfastsætte på nogle utrolige intentionelle grundlag. Den sidste virksomhed som jeg lavede, var min software virksomhed, som blev børsnoteret i sommeren sidste år. Den er jo gået sky-high og er mere end 1,5 milliarder værd fordi den har nogle multipler i et tech space, som er eksploderet under corona. Yderligere sidder jeg også i noget e-commerce, som også er gået skyhigh under corona.

Prisfastsættelsen er jo utrolig svær, som jo mest af alt er drevet af de to parter: den køvende part og den sælgende part. Den køvende part er drevet af at gerne ville købe en masse og gerne vil ligge penge i selskabet. Multiplen analysen er mere bare et benchmark til at

starte med. For the end of the day, så er værdisætningen drevet af, at de den sælgende part måske har flere investorer, som gerne vil købe sig ind. Her vælger de at gå med den højeste værdiansættelse. Så det er altså køber og sælgers marked som driver værdiansættelsen.

Og så er der jo lidt det der med at man mødes med teamet og man bliver lidt forelsket i dem, ideen og det man kan gøre sammen, så ryger jo prisen så også lidt af pinden. Man skal prøve at få prisdiskussionen hurtigt af bordet for også at finde ud af om det skal være det.

Kathrine: Så har vi lige et sidste spørgsmål til den sidste del af vores framework, som handler om den her udarbejdelse af den bedst mulige kontrakt. Her har du skrevet en kommentar, hvor du skriver du skriver at et forsøg på at sikre strømlinede interesser i en kontrakt er næppe muligt i en startup. Hvilket vi synes er interessant og vil gerne høre hvad du mener med, at det næppe er muligt.

NH: Selvfølgelig går man ind med en Shareholder Agreement, hvor man får lønninger på plads og andre vilkår på plads. Som også indeholder noget om teamet der skal være omkring investeringen, nogle warrants osv. Som kan være relevante. Men det er næsten også det eneste, som jeg mener man skal have i denne aftale for at få en god start. Fordi hvis man har for meget reguleret så siver man lidt nogle kræfter ud af iværksætteriet synes jeg. Det er måske afhængig af hvem man er som person og type. Grunden til at jeg ikke er gået corporate er, at jeg var ved at blive kvalt i løbet af få dage eller timer. Her siger folk: "At sådan her skal tingene være" og så siger jeg "hvorfor skal de det?". Jeg har personligt virkelig behov for frihed og det tror jeg også at mange iværksættere har. Iværksættere drives af skabertrang, lyst og er fandens uovervejende fordi det kunne man godt bare tænke sig at gøre. Det mener jeg, at man skal give nogle spillerum til, så hvis dette ligges i lås og slå med lænker i alle mulige kontrakter, så tror jeg ikke det gør noget godt. Iværksætteri handler jo om at lave et eller andet produkt, som virker halvgodt og så få det til at fungere. Så jo mere man forsøger at regulere det gennem diverse compliance forhold jo mere kraft går der af casen.

Kathrine: Du nævner det her med, at der skal være "en forventningsaftale er vigtig", så det mener du ikke skal være en del af kontrakten. Det skal være en fælles forståelse for, hvor virksomheden skal hen uden at det reguleres i en kontrakt?

NH: Ja, det men forståelsen det er jo noget essentielt. Man tror jo altid, at det er "det her" man skulle, og at det var det her produkt og man kunne hente de her penge. Men problemet er bare at man kommer til at tro om. Man kommer til at skifte spor, så mange gange undervejs. Det kan både blive dyrere, dårligere og osv. Der er hele tiden nogle nye informationer som kommer på bordet og nogle nye problemstillinger, som man skal forholde sig til. Så jeg tror altså, at hvis man har fat i nogle gode gutter og gutinder, så skal man simpelthen ikke stille sig i vejen for dette. Man skal bare stille sig ud på sidelinjen og give dem noget motivationsfaktor og gerne nogle flere penge. Og hvis de så brager derudaf, så skal det da ikke være en kontrakt som skal regulere dem negativt nedad. Og modsat, hvis det så går helt ad helveds til, så skal det da heller ikke være en kontrakt der regulerer dem negativt nedad selvom der er nogle grunde til det. Så selvom det ikke lige gik som man forventede, så er det mere at se på hvad der gik galt, hvad kan man lære af det her og så se på om man kan rebound den uden at der skal gå en masse forhandling i den og uden at der skal gå en masse kontrakter i den for det handler jo om i iværksætteri, at man har en eller anden ide, som man syntes kunne væres spændende, man kender måske branchen og nu vil man gerne bare i gang. Det handler om at de her gutinder og gutter bare skal have lov til at være i gang og ikke om kontrakter.

Der er selvfølgelig behov for flere kontrakter, som virksomheden vokser. Guderne skal vide at når man skal børsnoteret, så er der en hel masse kontaktrelateret, som skal på plads.

Yasmin: [Afslutning]

Bilag 8: Interview med Aleks Engel, Partner hos Novo Seed

Yasmin: [Introduktion]

Yasmin: Første del er screening ift. virksomhederne. Det der er ret interessant, er at det absolut mest dominerende screeningsparameter er teamet. Ift., specielt seed men også early, så er det dominerende kvaliteter for et team er ambition, motivation og drive. Du har svare erfaring i branchen, track-record og det skal være et team. Der undrer jeg mig, eller synes det er ret spændende at når ambition, motivation og drive er det dominerende generelt på seed stage og også early, at det er så er det mindst prioriterede ifølge din besvarelse af teamet. Så det kunne være super spændende at høre dine tanker omkring den prioritering.

Aleks: Lad mig lige starte med første skridt først, som var teamet – som er noget af det vigtigste. Det er nok den ting som måske er mest, er den største, predictor for succes. Men til at starte med, når man vælger et firma at investere i, så vælger man selvfølgelig med en idé, og af den idé, som indenfor biotech handler om at man skal kunne gøre noget for at nogle patienter som i dag ikke har nogle løsninger, som man kunne håbe, hvis man var sådan en patient. Der tror jeg at et af de vigtigste kriterier er at teamet kan forklare deres videnskab rimelig klart og fornuftigt således at der er et unmet need og deres løsning er unik og virker. Og at de i det hele taget kan forklare den historie klar. Det tror jeg er svaret. Derefter ser man på teamet og track-record.

Yasmin: Det giver super god mening, jeg tænker også især i jeres branche. Man kan sige det med motivation, ambition og drive – så når man er i seed-stage, så er der bare enorm lange udsigter for at det her skal blive til noget stort – hvilket har været forklaringen på at det har været så vigtigt et parameter – at man kan mærke det hos teamet. Men det er måske bare ikke ligeså vigtigt hos jer?

Aleks: Jo, altså jeg vil sige at vores branche er... Jeg tror ikke vi har på samme måde som tech-branchen, folk som, hvor det bare er helt go-go-go. Vi er sådan mere, sidder måske i den lidt mere introverte person som har fundet noget biologisk som andre ikke har set. Og som personen og teamet har adresseret på en eller anden smart måde. Der er også så mange måder at gå ned af forkerte sideveje regulatorisk – så det næsten altid bedre kan betale sig at tænke sig om en ekstra gang inden man farer afsted og får lavet nogle forsøg som er forkerte, fordi de har præsenteret det lidt forkert.

Yasmin: Det giver mening. Du siger også ift. best practice at det skal være et godt team, men at det også skal være et differentieret produktprofil, hvor den underliggende biologi er fuldt forstået. Hvad er tankerne bag den differentierede produktprofil?

Aleks: Ja, men det var det jeg starter med at sige, at når med medicin skal adressere en eller anden sygdom, det kunne være diabetes eller kræft, så er der selvfølgelig allerede produkter på markedet, som adresserer det til en vis grad. Det produkt, som det nye firma har tænkt sig at etablere, skal det være differentieret ved at det kan give patienten en bedre end hvad de får fra tidligere produkter. Altså det skal enten være mere effektivt, mere sikkert eller nemmere at bruge.

Yasmin: Okay. Et andet diskussionspunkt ift. det her spørgeskema, det er det her med total return, som også var et screeningsparameter, som var absolut ikke dominerende på nogle stadier, hvilket har skabt undren idet det jo er investeringer og jeg kan også se at I har haft enormt flotte resultater. Og jeg tænker også i et VC-format at der må være nogle mål man skal nå – spørgsmålstegn. Men hvordan kan det være at det ikke er et mere afgørende parameter?

Aleks: Især i de helt tidlige stadier i branchen, i biotech, så er du ofte 10+ år ude i fremtiden før du realiserer noget som helst – og oftest 15. Dvs. at du næsten ikke kan regne med en eller anden NPV-kalkule på nogen som helt måde. Altså ligegyldigt hvad du gør, så vil du så

forkert på den både i tid, og omkostninger, og salg at det nærmest er at stikke hånden ud af vinduet. Så i stedet bruger vi det vi kalder for first principles. First principles betyder A, er der et unmet need, dvs. er der nogle patienter som i dag, hvis sygdomsforhold ikke bliver adresseret godt nok. Der er i øvrigt en masse sygdomme som folk faktisk bliver behandlet rigtig godt for i dag, så der ikke er et specielt stort need. Så A, der skal være et stort unmet need og B, firmaets produkt skal adressere det unmet need på en forståelig måde med noget biologi. Så hvis du har de to ting, A noget som kan adresseres og B en ny teknologi eller en ny forståelse af den underliggende biologi, så er det spændende. Så det er startpunktet. Derefter kommer teamet. Og derefter, langt langt langt ned af vejen, så kommer der andre finansielle parametre. Så det der med et returnparameter – det kan man næsten ikke regne med. Jeg vil så sige, for at komme lidt tættere på, hvis man gerne vil det – og det er ikke fordi det er særlig ofte folk gerne vil det. Men, hvis man nu gerne vil tilstræbe sig at der virkelig kommer et eller andet return, fordi man har en boss der rigtig gerne vil vide hvad det kan blive til, så kan man gøre det at man går ud og taler med de store pharma virksomheder, og går ud og sige: ”vi har det her produkt, super tidligt, men det kan adressere den her hudsygdom, eller hvad man nu adresserer – og så går man til en som har andre lign. produkter og siger – hvis vi har det her produkt i klinisk fase 1 eller 2, vil det så være noget I kunne være interesserede i at købe på det tidspunkt, fordi vi hvad andre firmaer ca. på det stadier handles for. Okay, hvis den produktprofil som I er ved at udvikle, kan lade sig gøre, så kunne det være – eller de kan sige, det er vi faktisk ikke interesseret i. Og det er, så kan man skære det her tidspunkt, fra at du ville få nogle penge tilbage om 15 år til 6 eller 8 år. Okay, hvis det er det her firma – vi propper x mio. dollars ind i det her, og det skal så finansieret igen om 5 eller 6 år – og så regner vi med om 6,5 år så kunne man lave et exit. Og hvis, ved sådan et exit skete, så kunne vi få en return – måske få vores penge hjem.

Tommelfingerreglen er at vi gerne skulle kunne tjene vores penge hjem ti gange – fordi tingene går galt 90% af gangene, så den ene gang det går godt, skal det tjene resten af penge hjem – og dvs. hvis du ikke kan se, på en eller anden return kalkule at du ikke kan tjene mindst 10 gange igen, så er det nok ikke værd at gøre.

Yasmin: Okay, og når du siger I går til en anden pharmavirksomhed og ser på andre lign. produkter, er det så sådan I prisfastsætter?

Aleks: Altså det er en salgsanalyse. Altså produktet vil kunne... Altså der er så og så mange patienter der har den sygdom, og det kan man få x kroner få. Så kan man lave nogle overvejelser. Men det er sådan set ikke sådan... igen, det er så langt ude i fremtiden at det er ikke til at vide, hvad sagen kunne give. Men det er ikke produktsalget, det er firmasalget. Lad os f.eks. sige det er købt et dermatologprodukt, ét der både er købt i fase 1 og et der er købt i fase 2. Så kan man sige, firmaet de købte i fase 1, betalte de 200 millioner dollars for og firmaet de købte i fase 2 betalte de 400 millioner dollars for. Så kan man sige, hvis vores produkt også kommer i fase 2 og vi også kan sælge det for 400 millioner dollars, så kan man tjene så meget. Så det er ikke produktsalget, men firmasalget man kigger på.

Yasmin: Yes, det giver mening. Ift. det her return, kunne der så må være en anden return, altså sådan et greater-purpose return? Eller er det sådan noget I tænker i eller hvordan?

Aleks: Altså, nej ikke så ofte. Indenfor antibiotika, hvor jeg bl.a. er, der drejer det sig sådan set om at først at tjene nogle penge. Her bruger vi first principles, altså er der et unmet need som nogle patienter og folk der gerne vil betale for og virker produktet. Så hvis det så er at produktet virker, så er det klart at man gør noget godt for nogen patienter. Men det er sekundært til at vi gerne vil tjene nogle penge. Vi arbejder i biotech branchen, og vi gør det for at tjene penge, således at investorer som investerer i os, som i vores tilfælde er Novo Nordisk Fonden, kan få nogle penge tilbage. Altså det kunne ligeså godt være en eller anden investorer, der siger, gå ud og invester pengene for os. Det er tjene penge er helt klart mål nummer ét. Så er der nogle gange, altså fordi vi er en fond og fordi vi har ret mange penge, så kan vi se lidt væk fra det perspektiv, så kan vi sige, nu skal I høre her, fordi vi er en fond, så vil vi gerne i dette tilfælde gøre

noget godt for nogle patienter først og så i modsat rækkefølge vil vi også gerne tjene nogle penge. Det gør vi i nogle få tilfælde, f.eks. indenfor antibiotika, hvor jeg arbejder – fordi det er ekstremt svært at tjene penge på antibiotika. Det er en længere historie hvorfor det er – men det drejer sig en del om hvis man har et godt antibiotika, så bliver det brugt meget lidt. Derfor er det meget lidt salg vi får ud af det. Men der har vi sagt, fordi det er så vigtigt, og fordi der ikke er mange der udvikler det, så vil vi gerne have nogle nye produkter på markedet, så vi investerer i de firmaer som vi ikke er sikre på kan tjene penge på – og dermed gør det i modsatte rækkefølge. Fordi, vi vil gerne tjene nogle penge – men selv i de tilfælde hvor vi ikke tror vi kan tjene så meget, så gør vi det alligevel. Hertil, har vi set en del tilfælde under Covid, hvor der er en del selskaber, hvor man siger, prøv lige at hør her, vi står foran at skulle adressere en global pandemi, og det var ikke lige sikkert i starten hvad man kunne tjene penge på og ikke tjene penge på, det var der ikke rigtig nogen der havde nogen opfattelse af overhovedet. Men der var det sådan, at næsten alle sagde, det kan kun gå for langsomt, og alle de her ting skal bare i gang med det samme og så må overvejelserne om at kunne tjene penge på det komme senere – altså det kan man ikke bruge en måned på at gøre sig overvejelser, om man kan tjene penge eller ej – det er der ligesom ikke tid til. Så der er klart nogle tilfælde, hvor man lægger pengene til side – men det er ikke det der er normalen.

Yasmin: Så hvis jeg forstår det korrekt, så da vi startede med at tale om det her afkast – altså, betragtningen kommer hundrede procent, bare senere i processen – at der er noget return i det her potentielt.

Aleks: Jeg vil sige vi kigger altid på at der er noget return. Men det drejer sig igen om det vi kalder first principles, er der nogle patienter og er produktet godt nok – så håber man på at det kan give en return. Og så har du ret i, så er det først senere, når man kommer i en fase hvor der rent faktisk er patienter, at man begynder at have mere specifikke overvejelser over return. Helt helt ned i seed stages, kigger man selvfølgelig på om patienter er der, så man bare ved at der er et marked – men det er ekstremt usikkert.

Yasmin: Okay, ja, det giver mening. Hvad med ift. de kontraktlige forhold. Vi har prøvet at spørge ind til hvad der er den ”gode” aftale, og der går du ind og siger at der skal være en ”fair risk-reward deling”. Hvad er formålet her, er det de strømlinede interesser, eller hvad er tankerne bag det?

Aleks: Vil du ikke sige det en gang til – fair risk deling med hvad?

Yasmin: Jo, altså, du skrev bare at ift. den gode aftale der lavede du en kommentar der hed en ”fair risk-reward deling”.

Aleks: Nå ja, okay. Det er mht. hvordan man strukturerer præferencerettigheder i en investeringsaftale. Så der er nogle founders der sidder i et firma de ejer 100%. Så kommer der en investor ind af døren, som i sagens natur ved lidt mindre om hvad der foregår end founders. De ligger de fleste af pengene på bordet ift hvad der skal foregå. Dvs. at der sørger man for at de her founders altid er intensiverede, eller få det til at gå rigtig godt, så de kan tjene flere penge, så firmaet kan blive mere værd, og aktien kan blive mere værd. På den anden side, ligger man nogle rettigheder ind, som f.eks. hvis at tingene går langsommere end forventet, så founders der rent faktisk står og laver arbejdet, tager lidt mere af risikoen. Så man kan få nogle anti-fortyndingsparametre, og man kan få nogle præferencerettigheder. Og så er der en masse forskellige ting og sager man kan – eller lade være med – at bygge ind i sådan nogle kontrakter for at risikoen bliver fordelt fornuftigt, således at dem der rent faktisk kan gøre noget ved de her risici holder den, hvorimod dem som ikke kan gøre så meget, de måske bliver beskyttet lidt imod dem.

Yasmin: Så som jeg forstår det, så sådan noget som preferred stock, det er simpelthen for at undgå asymmetrisk information, eller i hvert fald forsøge at styre risikoender.

Aleks: Ja, lige præcis. Men det er også fordi, at på et eller andet tidspunkt, så ligger vi, investorerne, langt langt langt de fleste af pengene. Så det er klart at vi på et tidspunkt også gerne vil sørge for at vores afkast, kan blive fornuftigt. Så er det således at – altså, især i starten hvor der er nogen der har en idé som de har lagt 10 kr. ned i og så siger vi, det kan godt være at det er 100 mio. kr. værd det her på et tidspunkt. Også ligger 10 mio. kr. på bordet, og så kun får 10% af firmaet f.eks. Og så er det at de her founders, som fra start har ligget 10 kr. pludselig er blevet 100 mio. værd, fordi de har lavet en aftale. Men så er det også således for vores 10 mio., så kan det være at vi skal have et lidt højere afkast for det end deres, måske. Kun fordi vi også kommer til at ligge de næste 50 mio. til 100 mio. osv. Så det gør bare at man f.eks. byder nogle renter ind på aktierne, således at vi er garanteret et bestemt afkast. Hvis der kommer et exit, så har vi præferenceretigheder til at blive betalt først f.eks. Så der er en masse specifikke ting man kan gøre. Men det jeg mener med den kommentar, er simpelthen bare at der er en stor fleksibilitet i hvordan man bygger sådan nogle kontrakter.

Yasmin: Yes, og du siger også, senere hen, at den gode investering, er ved at man adresserer de store risici først. Er det så også ift. det kontraktlige?

Aleks: Nej, det er mere planen for firmaet. Altså ofte så er det således, når man starter et helt tidligt stadie, at der er en professor der har siddet og lavet et eller andet. Og deres tankegang er at de gerne vil lave det her eksperiment på så mange måder som muligt, fordi så kan de få så mange grants som muligt. Hvorimod, det er vi overhovedet ikke interesserede i. Vi er interesserede i at finde ud af, det vi kalder the killer experiment, hvilket er det eksperiment der viser om det her produkt overhovedet kan bruges i mennesker eller om det overhovedet virker, så hurtigt som muligt. Det er ofte at de slet ikke er interesserede i at lave det eksperiment, fordi så kunne være at det ikke virkede og så er hele deres projekt tabt på gulvet. Vi er selvfølgelig interesserede i at få lavet det eksperiment så hurtigt som muligt, fordi så skal vi ikke putte flere penge i det hvis møjet ikke virker. Så det gælder om at få det igennem aller aller først. Og nogle gange er det ikke det som founders overhovedet er interesseret i, og så der er nogle gange nogle diskussioner om det – og så er det klart, at vi er meget lidt fleksible med det. Det skal laves først, og hvis det ikke bliver lavet først, så investerer vi ikke.

Yasmin: Okay, så det er også lidt ift. jeres kontekst som investorer, men I er rent finansielle investorer – i går ikke ind med erfaring, konkret erfaring eller hvordan.

Aleks: Jo, altså, vi sætter os i bestyrelsen selvfølgelig. Og vi har så en del brancheerfaring, så vi har forhåbentligvis lidt at give af til virksomheden i den forbindelse.

Yasmin: Okay, det giver god mening. Jeg har lige et sidste spørgsmål, det er at du bruger konvertible lån, for at undgå værdisætningsproblematikker.

Aleks: Ja, altså, nogle gange, hvis man er i et tidligt stadie, så kan man forme de her kontrakter på forskellige måder. Men man kan en gang imellem bruge et konvertibelt lån ift. at købe aktier. Det gør vi i nogle tilfælde, hvor en eller anden forsker eller projekt har fået storhedsvanvid. De mener de har opfundet kuren mod kræft, og vi mener det de har opfundet, er ganske spændende. De mener deres firma er blevet en milliard værd, selvom de stadigvæk bruger mus i laboratoriet, og vi har overhovedet ikke nogen forhåbning om at det på nogen måde kunne være en fraktion af det værd. Så siger vi, okay, vi vil egentlig gerne investere alligevel - det vi så gør er at lave et konvertibelt lån til dem. Det gør så at i næste runde, når de får nogle mennesker til at investere nogle flere penge, og værdisætter selskabet på et eller andet niveau. Så kan vi konvertere vores lån til aktier på det tidspunkt. Det betyder så, at hvis det alligevel var en milliard værd, så får vi en procent af det. Men det er egentlig at sparke dåsen ned ad vejen, så selvfølgelig skal man have værdisætningen på plads på et eller andet tidspunkt, men det er så langt fra hinanden, at det ikke er til at finde ud af hvad man gør der.

Yasmin: Det er vel også en måde for jer at styre noget risiko på, tænker jeg – hvis det så ikke går lige så godt som de tænker.

Aleks: Ja, det er det også. Helt sikkert, ja.

Yasmin: Jeg har faktisk et aller sidste spørgsmål, og det er at du siger at I hverken benytter management fee eller carried interest, som vi ellers har set mange venturekapitalfonde bruger. Hvordan kan det være?

Aleks: Det er fordi vi arbejder for Novo Nordisk Fonden, som er meget usædvanligt. Og de er de ikke interesserede i – så de bliver incentiveret på andre måder. Jeg vil sige at det er en af vores, altså jeg er personlig stor fan af carried interest, fordi det giver gode forhold for investorerne, så de faktisk er sultne for at få aktieprisen op osv. Det er vi også, men ikke på samme måde.

Yasmin: Er det branchen, eller er det Novo?

Aleks: Nej, branchen bruger carried interest normalt – men det er at vi er i et unikt dansk jantelovssetup.

Yasmin: Okay, fedt. [Afslutning]

Bilag 9: Interview med Enrico Krog Iversen, Business Angel og CEO hos OnRobot A/S

Yasmin: Tusind tak for tiden. Vi er enormt glade for at du vil sætte den af, så vi går til sagen, så vi kan holde os inde for de 15 minutter. Vi har lavet det her framework, far nogle spørgeskemaer og interviews. Og nu vil vi gerne validere det lidt. Og en af grundene til, at vi gerne ville snakke med dig, er dit enormt flotte realiseret afkast, som nok er en af de højeste besvarelser i vores spørgeskema. Og netop fordi vi lavet noget best practice, så kunne det være spændende at høre om hvordan det er lykkedes og hvordan har du formået at overperforme dit forventede afkast, som du har sagt er 10-15x?

Enrico: Ja, men skal jo huske at hvis man kun laver best practice, så gør man aldrig noget specielt, så kopierer man kun andre.

Kathrine: Så det vil sige, at du har haft en væsentlig risiko i det, som har givet dig det høje afkast.

Enrico: nej, for økonomisk var det jo på den måde ikke en stor risiko. Det var relativt få millioner hvis man kan sige det sådan, så risikoen var mere på eksekveringen og finde du af hvordan tingene overhovedet skulle foregå, når man tager noget på markedet, som slet ikke findes i forvejen.

Yasmin: Vi kan se at du investerer på early stage, men du har måske også haft nogle investeringer helt fra begyndelsen?

Enrico: Ja, jeg har jo lavet mange forskellige ting. Jeg er jo ikke opfinderen, hvis man kan sige det sådan. Der hvor jeg kommer ind er når der er et produkt eller i hvert fald en produkt ide, som har et potentiale globalt, så jeg går kun ind i noget, hvis jeg kan se at det kan skaleres globalt og det jeg så kan bidrage med er så nogle forretningsprocesser og nogle mere kommercielle dele af forretningen. Derudover at få presset noget kundetænkning og kundeforståelse ind i udviklingsafdelingen, så det ikke kun er ingeniører der udvikler til ingeniører.

Yasmin: Er det fordi du har erfaringen inden for dette område eller hvordan kan du komme med det bidrag?

Enrico: Ja, jeg har erfaring inden for dette område. Jeg har brugt hele mit liv på at tænke i value setting og at bruge det, hvor man tænker hvad er det for en værdi vi skaber for kunden i stedet for at se på hvilken feature vi giver dem. Det tror jeg faktisk er en væsentlig del af den succes, som ligger i de virksomheder som jeg har været med til at bygge på i tidens løb eller har haft indflydelse på.

Yasmin: ift. det med en succesfuld investering, så kan vi se at du har svaret, at en succesfuld investering er *"Exit af virksomheden med et afkast, som levet op til afkastkravet"*, som vi også kan se at mange andre i spørgeskemaet har svaret. Men alligevel, så har du ikke valgt "total return" som et af de vigtigste screeningsparametre. Hvordan hænger dette sammen? Vi ved jo, at det at være en investor er en forretning og man gerne vil tjene nogle penge på det eller hvordan giver dette mening at det ikke er prioriteret?

Enrico: Jeg at et eller andet sted, så vil alle tjene penge. Og vi lever i et samfund, hvor succes i høj grad bliver målt på de penge vi tjener og det vi kan gøre med disse penge. Men det som driver mange som investerer i disse opstartsvirksomheder, er at det er sjovt at være med. Det er det at være til at skabe virksomheden. Når man har nået et økonomisk niveau, hvor man ikke skal betale sin husleje i næste måned, så er det ikke det at tjene penge ikke så interessant. Det at kigge på kontoudtog er ikke særlig sjovt. Det som er sjovt, er at få nogle ideer til at blomstre, bygge nogle virksomheder og være med til at gøre og skabe nogle ting, som gør noget godt for andre mennesker. Og hvis man så er god til dette, så kommer der et økonomisk tilbageløb samtidig med. Det er ligesom hvad skal man sige, en måde man kan måle på, at man har været dygtig til at skabe værdi for andre. Det er i hvert fald sådan jeg ser på det.

Yasmin: Det er jo også meget privilegeret. Men hvis man tænker, når man starter som Business Angel, så er det vel måske for at tjene penge eller giver det først mening når man har et eller andet økonomisk udgangspunkt?

Enrico: Man vil jo altid gerne tjene penge, men man bliver jo sjældent Business Angel før du på en eller anden måde har en hvis økonomisk fundament, da man skal have nogle frie midler, som man kan investere med og det skal være midler, som man kan tåle at tabe. Jeg kender i hvert fald ikke nogen Business Angels som investerer for lånte penge. Det er egenkapitalinvesteringer og det er penge, som man kan tåle at tabe. Så ofte har man sparet op gennem et godt velbetalt job eller også har man sin egen virksomhed, som man kan investere igennem eller også har man lavet et exit af en virksomhed.

Yasmin: Det screeningparameter, som er aller mest dominerende det er jo teamet. Og under det, så er det motivation, ambition og drive og her er vi ret nysgerrige på, hvordan man går ind og vurderer om teamet har det her og om der er nogle indikatorer, som indikerer det her i praksis.

Enrico: Ja det fungerer vel i praksis med noget så svært at beskrive som en eller anden erfaring og en eller anden evne til at læse mennesker. Jeg har ikke noget skema, hvis man kan sige det sådan eller noget jeg bruger til dette. Jeg går ind ad døren og mødes med dem og prøver at mærke den energi, der er i rummet og prøver at mærke den passion der er for det de står med og hvor meget er det deres baby. Og så prøver jeg at kigge på har de gjort sig de rigtige tanker. Ofte er det noget med om man kan eksekvere eller har lidt erfaring med det man sidder med. Yderligere om man har overvejet de rigtige spørgsmål og hele dem stemning, som er når man mødes mennesker. Så man finder relativt hurtigt ud af om der er hestekræfter nok til at de kan køre tingene hjem.

Yasmin: Hvad med sådan noget som at gå fuldtid i det – eller man har sagt sit job op – er det nogle parametre hjælper

Enrico: Det vil jeg sige er et grundparameter. Altså jeg kunne aldrig finde på at investere i noget som folk vil drive som et fritidsprojekt. Hvis ikke folk tror nok på det, så de går 100% ind i det, så er det ikke mine penge der skal være med.

Yasmin: Næste del af vores framework det er værdiansættelse. Det er svært på dette marked, og man kan sige det mest dominerende, som du også har med er forhandling. Det kunne vi godt tænke os at høre lidt mere om, men vi kunne også godt tænke os at høre mere om hvad der er grundlaget for forhandlingen, hvad er udgangspunktet, er der overhovedet noget kvantificerbart måske.

Enrico: Intet. Absolut intet. Det er et spørgsmål om at sige, hvad tror jeg det her kan blive til hvis vi gør det rigtigt. Hvad skal jeg have i en eller anden form for risikopræmie, synes jeg, det kan bare være hvad jeg synes den dag. Og hvad er fair ift. founders. Altså der ligger jo rigtig meget i at sige om vi skal lave en valuation som giver et godt tilbageløb til den kapital der kommer, men samtidig også valuation som er så høj at founders de beholder en stor del af forretningen – og dermed også motivationen, altså den økonomiske motivation til at drive det. Der er jo ikke noget ved at klæde en founder af, forstået på den måde at personen ikke længere har nogen motivation til at være med.

Yasmin: Kunne man i den forbindelse tale om minoritetsinteresser? For at fin motivation også bevares?

Enrico: Jamen, de fleste selskaber jeg har været involveret i, der har jeg været minoritetsaktionær. De er jo egentlig ikke særlig relevant. Fordi enten opererer du med forskellige aktieklasser og/eller du operer med en aktionæroverenskomst, som gør at du som minoritetsaktionær har veto eller bestemmende indflydelse på alle væsentlige beslutninger i selskabet.

Kathrine: Hænger det sådan sammen med – du skriver f.eks. at du kræver præferenceaktier i det kontraktlige. Er det sådan noget der skal indgå i de præferenceaktier eller hvad skal de normalt bestå af for dig?

Enrico: Altså der er to ting. Præferenceaktier, de er typisk en likviditets præference. Dvs. en slags beskyttelse både hvis exit ikke bliver som forventet, så præferenceaktierne er de første der får penge når man sælger selskabet. Der er typisk også knyttet en forrentning på de aktier, man får måske også 8-10% på sin investering plus man står forrest for at få sine penge tilbage. Så det er ligesom på pengesiden. Så er der aktionæroverenskomsten, der ligger typisk en liste af reserved matters som er tænkt som at man skal være enige om, eller som præferenceaktierne bestemmer. Det kan være hvis der skal rejses ny kapital, det kan være udlodning, det kan være indgåelse af kontrakter over et eller andet givet beløb. Det kan man jo aftale fuldstændig frit, hvad det er for nogle ting man ønsker investorer, hvad skal man sige, veto på.

Yasmin: Vi har lige et sidste spørgsmål, som egentlig også er kontraktligt. Der er jo carried interest, som man typisk ser hos venturekapitalfonde men det har du også skrevet, som er noget du kunne bruge som et værktøj – hvordan forstår du det – eller hvordan bruger du det?

Enrico: Altså hvis vi skal ind og kigge på det, så er det noget du typisk bruger når du skal ind og lave et syndikat af investeringer, og så er der en der driversyndikatet som får en præmie for det. Ift. jeres spørgeskema kan man også se det i anvendelse af den rente, som hører med til præference aktierne. Det var ud fra de to tolkninger, at jeg besvarende spørgsmålene.

Kathrine: Jeg har lige et enkelt spørgsmål. På screeningsparametrene der valgte du også technology som en af de vigtigste, hvor der skal være den her unikke løsning. Er det i den forbindelse et krav eller har det betydning at denne her løsningen er patenteret eller sikret på anden vis eller anden vis før du syntes det er interessant?

Enrico: Løsningen behøver ikke være patenteret, men det skal være en eller anden form for sikring af IPR'en. Det vigtigste her for mig er, at alt IPR tilhører virksomheden, hvis jeg skal investere i det. Dvs. at der skal ikke være noget af IPR eller øvrige rettigheder, som ligger tilbage hos personen eller founders. Det er for mig et væsentligt krav.

Yasmin: [Afslutning]

Bilag 10: Interview med Jacob Thygesen, Business Angel og professionel bestyrelsesmedlem

Yasmin: [Introduktion]

Yasmin: Ift. vores screeningsparametre, som er det første del af frameworket, der er det team, som er det vigtigste ud fra det som folk har svaret og også ud fra det, som du har svaret. Herunder er det ambition, motivation og drive og et team, som man kan lide at være sammen med. Og det er vi lidt nysgerrige på at høre noget mere om. Måske ikke hvordan man kan kvantificere det, men måske hvordan man kan måle det eller er der nogle indikatorer, som gør at man kan se at et team opfylder de her parametre.

Jacob: Ja man kan jo sige at der er de åbenlyse ting, hvor man kan kigge på om der er nogen form for track-record. Er det nogen som har gjort et eller andet tilsvarende eller har forsøgt sig nogle gange. De har måske ikke nødvendigvis haft succes med det, men de har erfaring med at få en virksomhed op og køre. Det er selvfølgelig et plus at have erfaring. I Danmark er vi dog lidt nogle nervøse typer, som er bange for nogle der ikke har gjort det så godt. Men generelt inden for venture er det et plus, at nogen har prøvet det før og har det her entreprenør-gen.

Derudover er deres netværk og den baggrund de har vigtig. De skal have nogle ressourcer, som de kan trække på i deres omgangskreds og netværk. Derudover kan man typisk ifm. at mødes med de her virksomheder, have nogle samtaler, hvor man får fornemmelsen af om de har tænkt over nogle forskellige ting og har nogle gode perspektiver. Det er så det faglige, men derudover får man også fornemmelsen af om man snakker det samme sprog og griner af de samme ting og dermed om der er kemi. Det er selvfølgelig lidt en luksus ting, når man kan vælge ud fra hvem man har god kemi med, men der er jo så mange virksomheder, som søger kapital i dag. Så som investor har man typisk flere muligheder for at investere i forskellige ting.

Derudover er der også en personlig ting som jeg ligger vægt på er dermed at kigge på om det er nogen, som jeg synes kunne være sjov at hjælpe og arbejde sammen med.

Yasmin: Det giver mening. Men er det afgørende for din investering?

Jacob: Ja, det vil jeg nok sige, at det er. Det skal være nogle, som jeg kan arbejde sammen med. Men nu lever jeg ikke 100% af det her alene. Jeg har allokeret nogle penge til ventureinvesteringer og andre investeringer, som er investeret lidt mere sikkert i værdipapirer.

Yasmin: Hvis vi nu skal gå lidt i en anden retning, så har vi set ud fra vores spørgeskemaundersøgelse at sådan noget som "total return" overhovedet ikke er et dominerende parameter og det får jo os til at undre os ret meget, for selvfølgelig så er det et lidt andet segment man investerer i. men der må jo næsten være et økonomisk incitament ift. at lave ventureinvesteringer. Vi kan også se, at du ikke har ikke valgt total return som et screeningparameter. Hvordan fungerer det for dig?

Jacob: Ja altså økonomi indgår jo selvfølgelig. Jeg skal jo tro på at det kan blive en god investering. Jeg håber ikke jeg har svaret, at det det er ren donation.

Kathrine: Nej, det er heller ikke helt sådan vi tolker det. Men det er ligesom det her med, at man vælge ikke virksomheden fra på forhånd fordi man ikke kan se, at den her virksomheden kommer til at give mig investeringen 20 gange igen. Der er altså andet, som driver en i investeringen. Der er bare mange, som har valgt at afkastet ikke er et af de afgørende kriterier, som driver investor til at gå videre med virksomheden fra screeningsprocessen.

Jacob: Okay. Ja det kan måske have noget at gøre med, at der er så stor usikkerhed om det hele. Så selvom der er simuleret en eller andet højt afkast og høj vækst, så vil man gerne selv ind og forholde sig til det lidt bedre inden man begynder at forholde sig til afkastdelen. Det kommer måske en lille smule senere i investeringsprocessen, når man har noget lidt mere konkret. Her har man så måske nogle samtaler med ledelsen, hvor man udfordrer dem på, hvor langt de er i processen og hvor lang tid det kommer til at tage. Ret ofte så er ledelsen lidt optimistiske med hvor hurtigt deres produkt begynder at sælge på markedet, så ift. det, så begynder man nok først her at kalibrere lidt på hvad afkastet kan blive for denne investering. Det kan også være at founders tror de skal bruge 5 millioner, men i virkeligheden skal de bruge 20 millioner og det har jo selvfølgelig indflydelse på afkastet. Men selvfølgelig betyder afkastpotentialet noget, men der er jo også som i ved fra teorien, at hvis nogen kommer og siger at det her er 20x pengene igen investering, så er der nok også ret meget risiko forbundet med investeringen, så det skal jo passe sammen.

Kathrine: Hvis vi skal tage det videre til den næste del af investeringsprocessen og vores framework, så har du faktisk valgt, at du bruger "finansielle modeller" til værdiansættelse i vores spørgeskema. Og det er der jo relativt få, som faktisk har valgt. Det kender vi jo også fra teorien omkring, at det er svært at værdiansætte startupvirksomheder ud fra de her modeller, så vi vil gerne høre til tilgang at benytte disse modeller. Du skrev dog kommentaren: at du prøver at realistisk at vurdere deres omsætning og indtjening i fremtiden, men de finansielle excel modeller kræver jo lidt noget mere.

Jacob: Ja, det er jo rigtigt. Men jeg kommer jo dels fra en baggrund ligesom jer med Cand.Merc.FIR. og har skrevet hovedopgave omkring værdiansættelse af virksomheder, så det ligger jo lidt på rygraden. Så jeg vil gerne forsøge at bruge lidt af det framework. Derudover kommer jeg også fra PE verden, hvor vi har med mere modne virksomheder at gøre. Her kan man lidt lettere lave et 5-års forecast for virksomheden og en fuld balance og CF osv. Og hertil nogle exitberegninger mv. men uanset, så kan det være farligt at alene kigge på multipel, så derfor man jeg godt lide, at man lidt prøver at lave en øvelse hvor man ser på hvilken fremskrivning man kan lave, hvilken værdi kan man opnå og hvad kræver det at kommer derhen. Og så må man bare erkende, at det bliver lidt mere overfladisk.

Yasmin: Kan man indregne en eller anden form for hockey-stick effekt eller lignende når du laver den her øvelse eller hvordan fungerer det i praksis?

Jacob: Jeg er også med i bestyrelsen af kapitalfonden af Catacap, hvor man kan sige at vi laver sådan en management case. Her har ledelsen sådan lidt sin egen vurdering, hvor man sige at den generelt er lidt hockey-stick agtig. Og så har man det man kalder en investor case, som er investors vurdering af hvordan det kommer til at gå. Og så har man måske også en base case, som er den situation, som alle føler sig komfortable med. Så man lave nogle scenarier, hvor en af dem f.eks. godt kan indeholde en hockey-stick effekt, hvor man ser på, at hvis ledelsen nu ret faktisk kan levere det som de siger, hvad kan det så give. Men det er nok ikke hockey stick effekten, som man træffer sin investering på baggrund af.

Yasmin: Okay, men du bruger så også multipler? Du sagde, at det ikke kan stå alene.

Jacob: ja, du kan sige, at hvis man kan finde sammenlignelige virksomheder. Typisk anvender man en omsætnings multipl i stedet for en indtjening, så kan måske få en bedre fornemmelse af hvad andre virksomheder handles til. I den forbindelse er det nok omsætningsmultipl, som er mest tilgængelige. Så kan man sammenligne og sige, at når man har lavet en lidt større beregning med f.eks. noget lignende DCF og man er kommet frem til en værdi, så kan man bruge en multipl, til at se om man kommer frem til nogenlunde det samme. Så kan man gøre det lidt frem og tilbage.

Yasmin: og du tænker at det er inden for det her early-stage segment at du bruger de her metoder?

Jacob: Ja, det er helt klart bedre jo senere det er i forløbet, men i early-stage er der måske lidt mere mavefornemmelse inden over end videnskab.

Yasmin: Men gør du dig brug af sådan nogle mavefornemmelser og tommelfingerregler?

Jacob: Ja helt sikkert. For når man er privatinvestor, så er det jo kun en selv, som man skal stå til ansvar overfor. Men hvis man sidder hos en venturefond og køber en virksomhed til 100m DKK og den havde en omsætning på 2m DKK, så skal man altså kunne fremlægge en eller anden form for dokumentation eller baggrund for, hvorfor man har gjort som man har gjort. I tilfælde af det er gået dårligt og fonden skal have nye penge tilført, så vil de gerne se, hvad der lå til grund for de investeringer, som I har lavet i den første fond. Så bliver det hurtigt lidt mere insutionelt og lidt mere videnskabeligt som skulle til. Det her jeg jo været en del af i en masse år i Axcels, hvor det var nogle relativt store beslutningsoplæg som indeholdt en masse fremskrivninger og beregninger. Så kan det godt være, at det gik helt anderledes, men det var i hvert fald hvad man troede på det tidspunkt. Når man så er privat investor er der jo ikke nogle, som kommer og kigger en i kortene på den måde.

Yasmin: Ja, men hvis vi går videre til kontaktforhold ift. investeringer. Så har du svaret, at du benytter dig af konvertible lån og at det skaber en ekstra sikkerhed. Her du mulighed for at uddybe den pointe lidt og dine overvejelser ift. risiko.

Jacob: ja, men det har noget at gøre med, at hvis man investerer i form af et lån, så er man den første, som har penge til gode, hvis selskabet mangler penge. Man har altså en lidt bedre position ift. almindelige aktionærer og de som har startet selskabet. Og hvis der nu fx er nogle patenter eller man har investeret, så man har nogle aktiver på balancen, så kan man som långiver gå ind og overtage disse, hvis det ikke lykkedes at få finansiering til selskabet (selskabet går konkurs). Det er noget som giver en den samme upside fordi konverterbare lån kan blive til aktier, men det giver en lidt bedre forhandlingsposition, hvis det ikke er gået så godt.

Kathrine: Lader du også konverterbare lån stå alene som investering eller er det kun supplerende?

Jacob: Det kan godt være i en forhandling, at der kan være en kombination hvor vi bliver enige om, at virksomheden har brug for 12m DKK, men det bliver dyrt for ejerandele og vil koste for stor en ejerandel, hvis det hele skal være egenkapital investering. Så kan man lave en aftale om, at de første 10m DKK bliver egenkapital investering og de sidste 2 millioner låner man, men tilgængæld får man de her penge tilbage om 2 år med renter. Men som investor synes man ikke det er sjovt kun at have låneinvesteringer, for der er jo ligesom en kant på, hvor meget afkast man kan få (renten).

Yasmin: Du siger også at du har haft 1 investering med rigtig højt afkast og 4 med negativt afkast. Hvis man skal se det med en best practice betragtning? Hvad kan man tage med videre herfra? Du nævnte noget teknologi, noget value proposition, men hvordan kan du ellers vurdere dette?

Jacob: Ja, hvad har man lært. Det burde jeg jo spørge mig selv om løbende. Men det kan være lidt svært at generalisere ikke. Men i sidste ende, så er det altså noget med at virksomhedens forretningsmodel ikke er god nok. Den har ikke opnået den succes i markedet, som man have håbet på. Så man kigger lidt på om der er et match mellem det som virksomheden er kommet med og om kunderne er villige til at betale for det. Det kan godt være, at man er kommet med en rigtig god løsning, men hvis kunderne kan få det nærmest gratis på nettet alligevel, så har de ikke løst til at betale for det. I sidste ende handler det jo om, om produktet er godt nok. Der kan dog også ske det undervejs, at virksomheden er længere tid om at komme ud over stepperne end regnet med og så løber virksomheden tør for penge. Her skal man som investor se på om man tror nok på det til at fordoble sin investering eller om man hellere vil stoppe det. Der er det klart, at kan virkelig være svært at være investor i den sammenhæng når man har forelsket sig i noget og man har sagt A, men man så ikke synes men er nået langt nok, så bliver man nødt til at se på om man vil gå videre. Her har jeg prøvet at være i en investorkreds, hvor vi har valgt at stoppe investeringen. Og det bundet tit en eller anden form for for stor optimisme fra virksomhedens side af typisk omkring toplinjen.

Yasmin: [Afslutning]

Bilag 11: Interview med Flemming Feddersen, Business Angel

Yasmin: [Introduktion]

Yasmin: Hvis vi starter her fra toppen, så kan vi se du er business angel på early stage, men at du også vælger investere i grupper af business angels. Og det er vi ret interesseret i at høre lidt mere om ift. din kontekst som investor. Og hvorfor du vælger du grupper – er det risiko - hvad er dine tanker omkring det?

Flemming: Grupper hedder syndikater, for nu at blive i fagsproget. Og det gør jeg fordi, min baggrund er... ja helt tilbage dengang tiderne var morgen, der er jeg uddannet kemiingeniør – og har arbejdet 40 år i den pharmaceutiske industri. Jeg har været supply chain chef i Novo Nordisk i 35 år og så har jeg være outsourcing chef på Leo Pharma. Det betyder, da jeg kom ind i den her verden, så står jeg fuldstændig på bar bund. Jeg kunne ikke engang være med til de ting folk snakkede om, fordi jeg kendte overhovedet ikke det sprog. Det er advokater og revisorer og finansfolk, som normalt, eller business angels. Så det var derfor helt naturligt for mig og forsøge at få et lille netværk eller en gruppe og det lykkes rigtig godt. Så der har jeg fundet en lille uformel gruppe hvor vi snakker sammen og hvor vi investerer sammen og hvor vi holder hinanden orienterede, hvis der er nogen der hører om en eller anden god startup der kunne være sjovt at høre lidt mere om – så holder vi hinanden orienteret.

En anden ting, det er så bare en detalje, om en af dem vi investerede i, der var mulighed for at der skulle laves en reinvestering. Nu ved jeg ikke hvor meget I ved omkring skatteforhold ift. startups, men der er det sådan at når man laver en reinvestering – så er det sådan at startup'en har en anden værdi en hvad man oprindeligt investerede til. Og der betyder det så at man risikerer – der var jeg privatperson skal det lige siges, og som privatperson bliver man lagerbeskattet af unoterede aktier. Så der var en i mit netværk, en rigtig erfaren finansmand, han ringede en søndag eftermiddag og siger: "du, det kan være der kommer en rekapitalisering, så se at få oprettet et holdingselskab hurtigst muligt, ellers risikerer du er blive lagerbeskattet". Det er sådan noget man kan få ud af at være en del af en gruppe eller et syndikat.

Yasmin: Det giver god mening. Hvordan så ift. de brancher du vælger at investere i?

Flemming: Jeg troede jo, den gang jeg var naiv og gå ind i det her – jeg er jo så gammel at jeg for længst er gået på pension. I og med jeg har min erfaring fra den pharceutiske verden – jeg vidste måske godt at pharma var lidt urealistisk, men i det mindste medical devices, som jeg havde en del erfaring med. Pharma er der slet ikke noget af. Medical devices er der en lille smule, men med den gruppe her – åh det tager så lang tid, og der er reguleringer – nej det tør vi ikke gå ind i, så der er meget lidt medical device. Så jeg går – eller gik – til en alverdens pitch. Jeg er medlem af to netværk, en der hedder Danish Business Angels og Keystones. Og gik dengang til alt hvad der var af pitchevents. Det gør jeg ikke mere, fordi det er online, og det gider jeg simpelthen ikke. Jeg vil ud og møde de mennesker jeg skal investere i, fordi teamet betyder utrolig meget, det er det vigtigste for mig – det er teamet. Men der gik jeg til hvad som helt, og hvis der var et eller andet jeg synes var interessant eller mit netværk synes vi skulle kigge på – så gjorde vi det. Jeg har investeret lidt i medical device, så har jeg investeret i højtalerfirma, investeret i et finance, betalingpark, jeg har investeret i noget madspild – det er vist de vigtigste. Det med finance siger mig ikke noget som helst, men det var fordi der var en helt masse begreber – det var meget tidligt i min karriere, hvis man kan sige det – det var kapitalisering og rekapitalisering og cash discount. Så tænkte jeg, her jeg investerer jeg en lille smule, og så må det være lærepenge – for at lære, altså jeg forstod jo ordene, men hvad de betød i disse sammenhænge, havde jeg ingen begreb om. Så jeg tænkte, her er der en mulighed for relativt få penge at komme ind og lære en helt masse om, hvad det her det her drejer sig om.

Yasmin: Så learning by doing?

Flemming: Ja, så betragtede jeg det som skolepenge. Nu kan jeg risikere faktisk at få pengene igen. Det hedder en multipel, hvor meget man får sine penge tilbage. Det er en faktor to, og det skyldes, at der kommer en ny storinvestor i det der finance, og han har snakket noget om at der var en masse småinvestorer, og han vil godt ind i firmaet, og han synes det var alt for meget med de små investorer – så han overvejer at købe os ud til den samme pris, som han ellers skulle investere. Så der er stor sandsynlighed for at jeg får min penge to gange igen, her en af dagene.

Yasmin: Men hvis vi skal gå videre, så ift. teamet, som du lige nævnte – så er der rigtig mange som har valgt det her motivation, ambition og drive som et af de aller vigtigste parametre – og det kan vi også se at du har gjort. Hvordan måler man det – er der nogle indikatorer der gør, at det har det her team.

Flemming: Det skal ikke være one-man show for det første, og så kigger lidt på – der er meget mavefornemmelse. Men det er klart, man går ind og ser på, hvad er det for en opgave, hvilket stadie er de på, hvad er det for et team, og har det team de kompetencer der skal til for at løfte denne opgave. Så der er selvfølgelig noget konkret du kan gå ind og kigge på – men så er der for mit vedkommende rigtig meget mavefornemmelse.

Yasmin: Så det er ikke fordi de skal have sagt deres job op eller lign, for at du tænker okay, så er de dedikerede nok.

Flemming: Nej, sådan har jeg aldrig tænkt. Det ved jeg der er rigtig mange der gør. De her, de har hverken ofret familie eller hus eller hvad som helst for det her. Men det synes jeg ikke er nogen rimelig betragtning.

Yasmin: Jamen, du kom også selv ind på det her med multiplerne og det vi synes er en lille smule interessant i denne opgave, det er netop at total return, som også er et screeningparameter ikke er prioriteret. Samtidig, så når vi taler med investorer, så nævner de det med at få pengene igen. Og vi kan også se at du ikke har nogle tab, og du har fået et samlet afkast på 6X igen og samtidig at en succesfuld investering er et exit med afkast der lever op til afkastkrav. Det er vi mega interesseret i at høre – hvordan kan det være at total return ikke er en vigtig betragtning i screeningperioden, når det måske er noget man skal leve af, eller få et eller andet økonomisk ud af

Flemming: Nu kan jeg kun svare for mig selv. Det eneste jeg egentlig har i det her, det er min pension. Jeg har lidt mere end min folkepension. Og jeg gør det her, det er jo længe siden, jeg er jo 71, så jeg gør det her for sjovt. Jeg gad jo ikke gå på pension, men jeg synes 40 år i den farmaceutiske industri, det var sådan set rigeligt i de der store internationale organisationer – hvor du har stabfunktioner til hvad som helst. Så, jeg tænkte det kunne være sjovt at være med i et firma, hvor du skulle gøre det hele selv. Der var ikke nogen man kunne få til at hjælpe. Så jeg gør det her, fordi jeg synes det er sjovt – måske også lidt, uden at pudse glorien, at jeg kan betale lidt tilbage, af det jeg har fået ud af at arbejde i de store internationale organisationer i 40 år. Så hvis jeg kan holde min pension ved lige, og kan hjælpe nogen, så er det fint for mig.

Yasmin: Okay, så der er ikke noget større økonomisk incitament til det her.

Flemming: Næ, altså jeg ser sådan på det, at hvis jeg kan komme ud af det uden tab, eller ved bare at få lidt mere ud af det, fordi det kunne være sjovt, så er det fint. Men i det enkelte projekt, så jeg gerne at jeg fik pengene 10 eller 20 gange igen. Men, det er mere sporten i det ikke.

Kathrine: Hvis vi skal dykke ned i et andet parameter du har valgt – så har du valgt technology som et af de vigtigste screeningparametre – og der kunne vi godt tænke os at høre lidt om hvorfor det er teknologien der er unik, og er det vigtigt herunder at den unikke teknologi, ligger nogle rettigheder til den.

Flemming: Ja, nu er jeg jo oprindeligt ingeniør ikke, så jeg elsker teknik og hardware – det er jeg ikke vokset fra endnu. Det der er vigtigt i det her, det er at de har en teknologi eller produkt der er brug for. Altså, jeg vil ikke investere i et me-too produkt. Der må gerne være nogle stykker på markedet før, fordi det kan være med til at åbne markedet, men hvis det er et produkt, som der er hundrede af i forvejen, så vil jeg ikke investere i det, fordi så er sandsynligheden for at få nogen større succes ikke ret stor. Så nogle der har et produkt, der virkelig vil være brug for – eller har en teknologi der kan løse opgaven på en helt ny måde og bedre måde end den der eksisterer i dag.

Yasmin: Hvis vi skal gå lidt videre i værdiansættelsesovervejelser. Der kan vi se, at du vælger, og det er faktisk meget generelt i spørgeskemaet, at det med tommelfingerregler og forhandling er enormt dominerende. Vi kunne godt tænke os at høre lidt mere om, er der overhovedet nogen form for kvantificerbare overvejelser ift. f.eks. forhandling og hvad er dine tommelfingerregler.

Flemming: Ved du hvad en tommelfingerregel er for at starte der?

Kathrine: Vi tænker det er sådan noget med at eh...

Flemming: Nej, hvor det kommer fra?

Kathrine: Nå nej, det har vi ikke styr på.

Flemming: En tommelfingerregel, det er en gammel gammel skotsk lov, som siger at man godt må banke sin kone med en kæp, men den må ikke være tykkere end en tommelfinger.

Yasmin: haha okay.

Flemming: Det er rigtigt – det er ikke bare løgn. Nå, skift med det.

Kathrine: haha, det er noget helt andet vi tænker med det.

Flemming: Det er ikke nemt at gøre det her – du kan købe dig til det. Der er nogen der prøver at slå sig op på at sælge værdiansættelse af startups. Men det gør jeg ikke. Der findes, det er igen en mavefornemmelse og tro på produktet. Der findes en lille smule – Keystones, har det som vi selv kalder en Høker kalkule eller model. I kan selv gå ind og finde den, hvis I ikke har set den.

Kathrine: Jo, det har vi kigget lidt på.

Flemming: Den kan man bruge. Der er så nogle retningslinjer for hvordan man kan værdiansætte – man skal ikke følge den slavisk, men de har nogle forskellige parametre man kigger på og de giver nogle karakterer på den, og det kan man selv gå ind og køre lidt op og ned på. Men det er sådan, en ting, man kan bruge.

Yasmin: Så du bruger simpelthen Høker kalkulen som en form for tommelfingerregel?

Flemming: Ja.

Yasmin: Okay, fedt.

Flemming: Og det man ser – I ser formegentlig Løvens Hule ikke – og nogle gange, nu er det lidt skuespillere, men der er nogle startups som har en helt forvredet idé om hvad deres forretning er værd. Men sådan er det – så kan man forhandle den ned eller også kan man sige det er ikke noget for mig. Men man sammenligner selvfølgelig med andre firmaer – men der er som sagt ingen eksakt videnskab på det her. Det er igen lidt mavefornemmelse.

Yasmin: Ja, men de kontraktlige forhold, er lidt sidste del i vores framework. Der kunne vi godt tænke os at høre lidt flere af dine tanker – f.eks. omkring, du siger du har brugt konvertible lån og gør det ikke mere. Og du siger også at du ikke bruge præferenceaktier, selvom det teoretisk set, virker til at være en fordelagtig...

Flemming: Jeg har ikke gjort det – det med konvertible lån. Der er nogle skattemæssige komplikationer omkring konvertible lån, som jeg dårligt kan huske. Fra Earnst and Young har jeg fået 34 slides med skatteforhold, bl.a. omkring konvertible lån. Den anden ting er – jeg spurgte dem, de her unoterede aktier og konvertible lån – nu er jeg jo en gammel mand. Hvad nu hvis mine børn de arver konvertible lån – hvad er de skattemæssige konsekvenser af det? Så sagde EY – se at komme af med det. Det er ikke noget jeg tror jeg vil gøre igen. Altså den har en god ting, det er at, hvis du taber dem, så kan du trække det fra med det samme. Unoterede aktier, generelt er reglen sådan at gevinster er skattefri, tab kan du ikke trække fra. Men hvis du taber på et konvertibelt lån, så er det fradragsberettiget. Det har bare ikke så meget værdi, hvis du ikke har nogle indtægter, fordi kursgevinsten ikke er skattepligtig – men det er så en anden sag.

Yasmin: Okay. Så siger du også det her med at almindelige term sheets er fint for dig ift. det kontraktlige – men at alle investorer skal stilles ens. Det kunne vi godt tænke os at høre lidt flere tanker omkring, også omkring det her med minoritetsinteresser, og hvad din holdning er til at sikre det.

Flemming: Det synes jeg bare – jeg ved godt når der er noget der hedder præferenceaktier og sådan, så kan det være anderledes. Men jeg synes at det er rimeligt at investorer bliver stillet ens. Det er min holdning – der er nogen der siger de ikke vil investere, medmindre de får nogle fordele ved næste kapitalisering. Og nu tænker jeg specielt på, nok når jeg tænker tilbage på nye investorer. Hvis der kommer nye investorer ind, så skal de stilles ens. Jeg tænkte ikke så meget på eksisterende, skal jeg indrømme, når jeg nu tænker tilbage. Det er mere at nye investorer altså skal stilles ens.

Yasmin: Okay, så altså ift. motivation eller hvordan?

Flemming: Næ, ift. værdiansættelsen f.eks. Altså hvis nu, generelt man siger, at værdiansættelsen er 12 mio. Så er det det vi køber til, og så er det det vi køber til alle sammen – så du får lige mange aktier for 100.000, uanset hvem du er.

Yasmin og Kathrine: Afslutning på interview.

Bilag 12: Interview med Nicolai Fink Gundersen, CEO hos ABridge ApS

Yasmin: [Introduktion]

Yasmin: den første del af frameworket er screening, hvor det mest dominerende parameter er teamet og det er det på tværs af seed, early og late stage finansiering, som vi deler vores framework op i. Og det kan vi også se at du har valgt, hvor vi også kan se at motivation, ambition og drive er noget af det vigtigste at et team har. Så det vi godt kunne tænke os at høre noget mere om, er om der f.eks. er nogle indikatorer eller andre måder man kan kvantificere det her med at et team har motivation, ambition og drive?

Nicolai: Ja, det er jo svært at kvantificere, for det er jo meget kvalitativt. Der er ikke noget nemt svar på det spørgsmål. Man kan sige, at det som jeg forsøger at gøre er ofte at følge en case eller et team i en periode dvs. at det med at man møder dem på et pitch og så giver man mere eller mindre et investeringstilsagn 14 dage senere og så har man en aftale en måned senere. Det har jeg gjort meget lidt af. I stedet har jeg valgt, at følge et team over en periode, hvor jeg møder dem og har en dialog med dem. Det er ikke nødvendigvis en dialog om, at "hey jeg mangler penge" eller hey jeg er interesseret i at investere, men det er at man mødes og følger hinanden lidt. Og så 3-6 måneder længere henne eller måske et helt år senere, så kan det være at der kommer en aftale på plads.

Det er jo svært at kvantificere, men så får man en føling af hvem de er og hvad de vil. Det er jo det helt menneskelige og normale karakteristika plan. Er de nogle ordentlige mennesker eller er de nogle fidusmagere, hvis man nu skal sætte det lidt mere firkantet op. Men når det så er sagt, så er der nogle kvantificerbare ting alligevel. Det er jo noget omkring, hvor mange er de på et team. Jeg er begyndt at blive meget opmærksom på, og når jeg siger begyndt, så er det fordi det ikke var noget, som jeg gjorde for 4 år siden, men jeg kan rigtig godt lide den her tankegang om at et team skal have en hacker, en hustler og en hipster. Og det er nogle termer, som er stødt på ved MIT på en studietur. Det er ikke det samme som at sige, at et team skal bestå af tre forskellige personer, som de tre kasketter, skal man kunne placere på et team. Hvis man kan gøre dette, så øger man sandsynligheden for, at der kommer et succesfuldt udfald ud af investeringen. Det er jo ikke nogen garanti, der er jo ikke nogen garanti for noget som helst her, men har man en som er dybt nede i teknikken, som virkelig kan lave noget unikt, har man en som kan udfylde en hipsterrolle, som kan forudsige folks behov og efterspørgsler før det begynder at blive mainstream. Hertil er der også noget timing i det, man skal ikke være alt for early, men man skal heller ikke være alt for sent. Og til sidst har vi hustleren og hustleren er jo selvfølgelig sælgeren, som skal kunne gå ud og sælge sand i sahara.

De her tre personer er altså meget sigende, for jeg har mødt flere, som er rigtig gode på teknikken og også er dygtige til at forudsige, hvad der er af værdiskabelse og fremtid, men de er bare ikke gode til at sælge dette budskab. Der er jo bare nogle, som ikke er komfrontable med at gå ud og få en dør i hovedet 25 gange. Der er bare nogle som ikke er dygtige sælgere. Det skal der bare være på et team. Hvis du ikke har denne kasket, så skal du have en plan for hvordan du får nogen med om bord, som kan udfylde denne rolle. Og på det kvantificerbare, så skal incitamenterne være alignet. Dvs. at hvis ikke man har det her team, som ikke er med på den her rejse og som har en upside, hvor de investerer blod, sved og tårer. De skal være investeret i det. Og dette gælder ikke bare med warrants. Warrants kan være meget fine, men det er typisk ikke noget. Warrants kan ikke stå alene, men de kan godt bruges i kombination med egenkapital. I min optik

bruges warrants tit på de nøglepersoner, som man bringer ombord undervejs, men ikke nødvendigvis det eksisterende kerne team. Det kan meget vel være en person, som udfylder de her roller. Det ene kan ikke stå alene.

Lad mig komme med et eksempel, i en situation hvor jeg har investeret. Det er en situation, hvor det er en BA, som har majoriteten og der har vi en udfordring omkring nogle incitamenter og ejerstruktur. Fordi det team, som alt andet lige ligger tid og kræfter og ligger 10 timer hver eneste dag – de skal være committed. Det er man ikke på samme måde, hvis man kun får del i en eller anden fluffy warrent ordning.

Så når vi taler team, så er det både å kompetencer, det er noget omkring dynamik, men det også ift. at aligne incitamenter.

Yasmin: Du skriver bl.a. ift. det her med best practice og investeringer, som ikke er blevet en succes, at det typisk er teamet, som mangler. "Der er mangel på prioritering og eksekvering". Er det så forstået sådan, at der mangler en af de tre typer i gruppen eller er det noget andet, som har skabt en ikke-succesfuld investering.

Nicolai: Ja, det kan man jo godt sige. Der er jo aldrig noget nemt svar på dette spørgsmål. Men en af de som er gået skidt, har man nok ikke været risikovillig nok. Det er simpelthen gået for langsomt. Man har siddet og passet lidt for meget på pengene, hvor det så er endt med, at det hele bare er løbet lidt ud i sandet. Det kunne være en af årsagerne, men der kunne også godt være noget omkring hustlerge-net, hvor der var noget salg som manglende. Der har også været noget med noget markedsindsigt, som manglende. Det er også et kvantificerbart aspekt, hvor man kan vurdere om teamet forstår det marked de går ind i. Kender de, de potentielle aktører, både de eksisterende og de potentielle aktører, forstår de dynamikken, spillereglerne og størrelsen af markedet. Det er også meget vigtigt. Det er en ting, man godt kan kvantificere. Men det er jo meget fluffy at sige, at markedet er 1 milliard værd og vi skal være bare 1%. Det er jo meget fint, men det skal man lige prøve at bryde lidt op, for at vise, at man har forståelse for dette. Man finder ret hurtigt ud af, om de "kun" har sat sig ind i at lave en pitch eller de reelt har sat sig ind i at lave en lidt mere dybdegående analyse.

Yasmin: Det næste diskussionspunkt er ift. det her med screening er at det mindst dominerende parameter er afkast (total return). Det synes vi er ret sjovt, for det er nu engang et marked som eksisterer på baggrund af afkast. Jeg kan også se, at du har skrevet, at en succesfuld investering er exit af en virksomhed med afkast, som lever op til afkastkravet, så vi vil gerne høre hvorfor afkastet er nedprioriteret i screeningsprocessen. Så kan det virkelig være rigtigt, at det her total return ikke er vigtigere når man i første runde vurderer en virksomhed.

Nicolai: Altså jeg ser det som vigtigt, og jeg prøver at sige om jeg ser reelt set at den her virksomhed kan blive 10x værd. Det handler jo også meget om, hvilke vilkår og hvilken valuation, som man går ind til som udgangspunkt. Går man ind tidligt, hvor værdiansættelsen er 10m, så skal man jo kunne se, at virksomheden skal kunne blive 100m værd. Dette skal jeg kunne se som realistisk. Jeg er sådan set ligeglad med om det er over 4 år eller over 8 år selvom det påvirker min IRR afhængig af varigheden. Varigheden er altså ikke så væsentlig for mig. Det er mere det, at jeg kan se at der er et reelt potentiale i det her. Der er meget få cases, hvor man kan lave den type afkast på det danske marked alene. Så jeg skal kunne se, at det her skal kunne fungere uden for landets grænser. Ellers gider jeg ikke rode med det – ellers er det ikke umagen værd. Men man skal oftest bevise sit værd på sit hjemmemarked før der er nogle, som tager dig seriøst. Så de to ting hænger typisk sammen. Dvs. at jeg også har været inde i nogle, hvor værdiansættelsen har heddet +100m, hvor jeg skal kunne se at virksomheden, skal kunne blive en milliard værd. Så der skal jeg jo også lige tænke mig om. Men når det så er sagt, så er afkastkravet for mit vedkommende forskelligt om det er noget om jeg går ind i på seed eller early stage ift. en lidt mere moden virksomhed. Jeg kan altså godt gå på kompromis med mit afkastkrav, hvis det er oppe i en skaleringsfase. Her kan jeg godt leve med, at det hedder 3-5x, da

man allerede er forbi en lang række risici. Dette kan f.eks. være på team dynamikken. Her har man en virksomhed, hvor man har måske 50 ansatte. Så er man forbi nogle af de der helt tidlige risici i at bygge en virksomhed. Så hvis man prøver at koge det ned, så ja, jeg vil se et afkastpotentialet på 10x på det som hedder seed og early stage og jeg kan godt skrue ned for dette, når det hedder skalering (late stage). Internationalisering er et væsentligt aspekt her.

Et andet aspekt er, at der er noget unikt. Så det med, at man laver samme ydelse – bare billigere. Dem vil jeg typisk sortere fra. Fordi det er meget sjældent, at du bare kan lykkes med denne forretningsmodel. Det kan godt være, at der er nogen som kan – skal jeg ikke kunne afvise, men jeg vil have, at der er et eller andet unikt ved det. Det kan være typisk på noget forretningsmodel, det kan være på noget teknisk eller endnu bedre på begge dele.

Yasmin: Et andet parameter, som du siger er en succesfuld investering er opbygning af en profitabel virksomhed med evt. modtagelse af udbytte. Hvordan giver det mening ift. startups.

Nicolai: Ja, men det er jo fordi, at de fleste Business Angels vil gerne se, at der er en exit. Og det vil jeg jo egentligt også gerne. Hvis man nu ser at man kan få sin investering 10x igen, så tager man da bare det og går videre. Men jeg er ikke så firkantet. Kan man opbygge en virksomhed, hvor man har 10-20% af denne og den ender med at blive en god profitabel forretning kan det godt være interessant. Et eksempel kan være at jeg har investeret 1m, når virksomheden har været 10m værd. Bliver denne virksomhed en som genererer et overskud på 10m, så kan man lav en baglæns multipelberegning, som viser, at den måske er 800m værd. Så hvis den generer et overskud og jeg kan få et udbytte, så kan jeg jo relativt hurtigt få min investering hjem og så er alt derfra jo bare et positivt afkast. Men når det så er sagt, så er der ikke mange af disse virksomheder. De vil typisk blive solgt eller dø. Men findes der disse virksomheder, hvor founder synes det er fint at lave organisk vækst og har fundet en fin placering i starten, så har jeg ikke et specifikt ønske om, at den skal sælges. Men her er der jo lige nogle minoritetsrettigheder, som man skal være opmærksom på. For er man en 10% ejer kan man jo godt komme til at stå dårligt. Lad os sige, at der en ejer som har 70% af virksomheden, så skal der ikke ret meget hulumhej til. For ejeren vil jo mene, at det er langt bedre at udbetale løn til sig selv i stedet for at udbetale udbytte til aktionærer. Det har jeg også nogle konkrete eksempler på. Så der er jo nogle minoritetsrettigheder, som spiller ind her, som vi ikke behøver at gå i dybden med.

Yasmin: Ift. dig som investor og din kontekst. Du investerer i mange forskellige brancher. Hvordan skaber du den røde tråd og hvordan er dit bidrag i dine investeringer. Hvilke bidrage er det du fokuserer på at komme med eller er det andet, som har betydning i dine investeringer?

Nicolai: ja, men så man jo skrue tiden lidt tilbage og se på, hvorfor jeg (eller vi) overhovedet gør det her. Nu ved jeg ikke hvor meget I har kigget på min baggrund, men vores family office er i forvejen ret brede, men der er jo også nogle ting, som vi også holder os helt fra. Det er bl.a. Pharma. Man skal jo næsten være biokemiker for at sætte sig ned og forstå sådan nogle ting. Det holder vi os helt fra. Men når de kommer til stykket inden for f.eks. robotics og automation, så handler det bare om at sætte sig ned og forstå. Derudover har vi lidt en berøringsflade inden for det finansielle, hvorfor vi bruger nogle af de kompetencer vi har derfra. Vi holder os bare lidt opdateret med hvad der foregår rundt omkring. Når det så er sagt, så kommer vi ned til nogle karakteristika, som er fælles om man investerer i consumer goods eller i teknologi virksomheder. Det er de samme hispter, hustler, hacker karakteristika, som skal gøre sig gældende. Derudover er det et spørgsmål om, at jeg jo ikke er en vigtig brik her. Kapitalen er jo en vigtig brik, men der hvor jeg er aktiv er jo mere på nogle strategiske kompetence og de finansielle, hvor jeg bidrager med nogle ting af forskellig karakter, på nogle forskellige tidspunkter.

Der er også nogle investeringer, som jeg er rent passiv på. Her er der nogle andre som tager sig af det, eller jeg er selv opmærksom på, at i den her konstellation, så mangler der de her kompetencer – er i enige i det? Til dato har jeg fået en positiv respons på dette. Jeg synes i hvert fald, at der er mange som rækker ud efter en. Måske også mere end jeg kan opfylde. Men når det så er sagt, så er de kompetencer som jeg får af at operere i det her venture space er bl.a. indsigt, som man igen kan bruge i andre investeringscases. Der er noget omkring noget mindset, noget indsigt i hvad de rør sig, forskellige teknologier. Nu snakker vi jo slet ikke noget som bryder nogen former for konkurrence klausuler. Der er vi alt for brede til overhovedet kan eller vil komme på spil, men det giver en generel forståelse for hvad der rør sig på markedet.

Kathrine: Hvis vi går videre til den næste del af vores framework, så kigger vi på, hvordan man værdiansætter startups. De mest valgt metoder i vores spørgeskema har været brug af tommelfingerregler, multipler og forhandling. Du har i hvert fald også valgt tommelfingerregler. Vi kunne godt tænke os at høre om, hvordan man sætter grundlaget for den her forhandling, som ender ud i en værdiansættelse. Hvad er udgangspunktet og hvad forhandler man om?

Nicolai: Der er tre parametre. Det første er det rent finansielle. Hvad har virksomheden af salg, hvad har du af kostbase og hvad har du af produkt. Det er sådan hvad folk i et eller andet omfang kan tage og føle på. Den finansielle del er umiddelbart det som vægter mindst i de her tidlige stadier. Det som vægter mest i de her tidlige stadier, er teknikken – hvad har de udviklet, hvad er det som efterspørges, har de et samarbejde med pilotkunder eller har de reelle kunder? Har de friendly users. Det er altså selve teknikken for produktet og det her gælder om man sælger en smoothie, en robot eller fintech produkt. Man ser på hvor langt man er kommet med produktet og hvad de skal bruge for at komme videre – har de et produkt overhovedet og på hvilket stadie: Alpha, Beta eller hvilket stadie. Og så er der den sidste del, som er den aller væsentligste del – det er visionen. Her ser man på om ledelsen er visionær, men samtidig har balancen mellem at være realistiske og visionære. Kan de sælge budskabet og forklare, hvor virksomheden er om 5 år. Hertil skal de kunne forklare hvorfor de har en berettiget plads på et givent marked med en given strategi. Hvis de ikke evner dette budskab, så evner de nok heller ikke at eksekvere det. Dog er der nogle, som er meget dygtige til visionen, mene meget dårlige til substansen. Så det er også balancegangen mellem de to.

Hvis man skal prøve at koge det ned, så er der noget vision, noget finansielt og noget teknik. Teknik kan jo dække over noget hard core innovation, til forretningsmodel eller markedsinnovation. Svarer det på jeres spørgsmål?

Kathrine: En lille smule, jeg vil bare lige høre hvordan de tre ting bruges. Er det de tre parametre, som sætter grundlaget for værdiansættelsen eller det de parametre, som de mener man kan forhandle om?

Nicolai: Ja, altså der er jo alle de her forskellige parametre og så er der forskel på, hvor man er henne på de her parametre, hvor langt er man i produktopbygning, markedsopbygning osv. Det er det som spiller ind, når vi ser på om vi snakker en værdiansættelse på 8m eller 40m. Tommelfingerreglen, hvis man ser på Business Angels, er så vidt jeg kan se, så er langt hovedparten af det jeg kan se er, at virksomheder på seed og early stage søger 2m til en pre-money valuation på 8m. Det er sådan sweet spot. Jeg sidder faktisk selv om laver en analyse af det hvert år med min pipeline. Over de sidste 4 år, så har jeg kigget på mellem 180 til 240 startups om året. Af disse ligger der en median kapitalsøgning på stort set fast på 2m og median på pre-money valuation svinger lidt. Den er steget fra 8m i 2017 til 10-11m i 2019 og 2020. Så det er medianen, så er der selvfølgelig nogle outliers og et spænd. Det svarer nogenlunde til det.

Yasmin: Hvad kunne skyldes denne ændring i pre-money valuation? Kunne det være bevægelser som man ser ift. at der er mange investeringer lige nu. Der er større villighed fra investorer?

Nicolai: Stigning er klart fordi der er kommet mere risikovillig kapital ind i systemet over de sidste år. Hvis man kigger på antallet af medlemmer i DanBan, som jeg har været en del af siden 2017, så er antallet af medlemmer mere end fordoblet i samme periode. Det er altså kommet mere risikovillig kapital ind i systemet. Derudover har man haft Løvens Hule, som er nyt i Danmark. Men Sharks Tank har jo kørt i udlandet i +10 år, så der er kommet mere kapital ind i det. Det er langt overvejende DanBan, som er mit deal flow, men jeg får også muligheder fra andre.

Yasmin: Vi har måske allerede gået over tiden, men det har været mega givende.

Nicolai: Hvis I har et afsluttende spørgsmål, så er I velkommen til at stille dette.

Yasmin: Ja, men den sidste del af vores framework er den kontraktlige del. Vi har jo været lidt inde på minoritetsinteresser. Men vi kan også se at, du bl.a. bruger præferenceaktier og konvertible lån. Vi vil gerne høre din tankegang omkring kontrakt ift. risiko og hvordan får man minoritetsinteresser ind?

Nicolai: ja, men ser man først på konvertible lån, så er der jo lidt forskellige opfattelser af dette. Min holdning er at jeg aldrig vil bruge konvertible lån som udgangspunkt. Jeg vil altid have viden omkring hvilken ejerandel jeg får for mine penge. For det er også der man indgår i en ejeraftale. Her kommer det andet aspekt ift. minoritetsrettigheder og det juridiske, som man ikke skal undervurdere her. Så i udgangspunktet er det altid equity. Jeg kan dog undtagelsesvis gå med til at lave nogle konvertible lån efter en egenkapitalsinvestering, for at lave en lille bridge finansiering mod en færdig runde, hvor det kan skade at lave en ny værdiansættelse midtvejs. Det er dog noget, som jeg kun undtagelsesvis gør. Jeg ved der er andre som gør det. Fordi de ser nogle fordele i, at man har skattemæssige fordele i fradrag for lånet, som man ikke har for sine ejerandele. Men skal jo ikke gøre det her, hvis det er skattedrevet. Man skal gøre det af andre årsager. Selvfølgelig er skat en overvejelse, men det skal ikke være driver for valg af finansiering.

Derudover, så kommer man lidt af bagvejen ved at bruge konvertible lån. For man får forlagt en ejeraftale og den kan du så bare tage eller lade være. Så hver eneste investering jeg går ind i, der vil jeg gerne have stor fokus på, hvordan ejeraftalen bliver struktureret. Der skal være de sædvanlige rettigheder for minoriteten. For det er jo minoriteten, som kommer med kapitalen. Og det er typisk altid den sidste, som kommer med kapital som bestemmer mest. For pengene fra de øvrige investorer er jo brændt af. Så, så længe man ikke har en virksomhed som er net cash flow positiv, så skal der jo være noget til at finansiere gildet. Og dem som finansierer gildet er dem som bestemmer – hvis man skal sætte det lidt på spidsen. Men selvfølgelig går de ikke bare ind og saver virksomheden over, for det er jo ikke i deres egen interesse. Deres interesse er jo at alle incitamenterne mellem dem som arbejder og investorerne er alignet. Så de sædvanlige minoritetsrettigheder er jo at der er de her sædvanlige aftaler. Det kan være noget omkring udbytte, det kan være noget omkring frasalgs af aktiviteter.

Et eksempel kan være, jeg ved ikke hvor hårde I er på Jura, men hvis man har et founder team som sidder på 2/3 dele af flertallet og man ikke har de her rettigheder... så hvis der rent faktisk sker noget med virksomheden, hvor det begynder at være rigtig interessant, så kan dem som har 2/3 majoritet sælge aktiviteten over i et andet selskab, som de ejer 100%, de kan fastsætte prisen mere eller mindre og så kan de bare fortsætte aktiviteten i et andet selskab – så de kan ligesom røvrunde investorerne, hvis man nu skal sætte det lidt på spidsen. De vil kunne foretage en lang række andre dispositioner som f.eks. at sælge de immaterielle rettigheder over i et andet selskab. Så der er en lang række ting, som man skal tage sig i agt for her, hvor jeg tror at der er nogle Business Angels, som ikke er så hårde i juraen, som vi måske er, som ikke nødvendigvis er lige så skarpe og hårde på det her som vi er. Jeg har dermed klart sagt nej til nogle ting, hvor jeg ikke har synes at interesserne har været alignet.

Så er der også det sædvanlige ift. konkurrence klausul. Dvs. at værdien er bundet på nogle personer, så hvis de også bliver lidt trætte af det selskab som de har sat op og de investorer som de har og så dagen efter kan gå over og stifte et nyt selskab og tage deres netværk med. Så der er noget med konkurrence klausuler og så er der de sædvanlige drag-along, tag-along, hvor man har en fortegningsret, så hvis der er nogen som kunne finde på at dumpe prisen for at tørre den gamle investor af, så hvis man ikke har en fortegningsret, så har man ikke en chance for at beskytte din ejerandel og dermed bliver du udvandet på bekostning af nogle andre.

Så der en række faktorer, som man skal tage sig i agt for i ejeraftalen og det er nyt land for rigtig mange, som begiver sig ud i det her første gang. Vi er noget mere firkantet her ift. hvad måske mange andre er. Men der to situationer her, hvor det her kom et på spil, hvår tingene går syd over og man skal finde en måde at redde det på eller når tingene begynder at gå rigtig godt. For der begynder folk i ejerkredsen at se på, okay – nu bliver det altså interessant – hvordan kan vi maksimere vores eget og der er vi jo alle sammen nogle lidt griske mennesker og nogle er nogle benhårde forretningsfolk, som man skal tage sig i agt overfor. Så det er dermed en deal breaker for os.

Nu spurgte I også til forhandlingsparametre, så er det her også et ret væsentlige forhandlingsparametre. Det er en walk-away, hvis man ikke kan blive enige om det her punkt.

Yasmin: [Afslutning]

Bilag 13: Valideringsinterview med Christian Vintergaard

Kathrine: [Introduktion]

Christian: Jeg har sendt jer nogle kommentarer på mail.

Kathrine: Ja – tusind tak for disse. Vi har ikke indarbejdet nogle forbedringer til i frameworket endnu, men det med IPR rettigheder har vi også fået pointeret en par gange efterfølgende. Derudover tænkte vi også at lave det lidt mere detaljeret. Fx at man bruger mere data i late stage. Og noget med det med markedsstørrelser, så ved jo at det er store markedet. Men det er svært at gøre konkret. Men det er også noget af det, som vi gerne vil gøre for at prøve at kvantificere noget af det.

Christian: Ja, men ift. det framework i har sendt så ved jeg af hele det rettighedsområde, om det så er patenter eller designbeskyttelser eller en anden form for rettighed, så er det ret vigtigt, for hvis man ikke har rettighedsbeskyttelsen, så opstår der konkurrenter og så kan man ikke få de der ekstraordinære afkast og være marked lead. Så de er rigtig vigtige på venturekapitalmarkedet. Det er en af de eneste ressourcer, som man kan fastholde til sig selv, så derfor er det noget man kigger på. Man kigger både på hvad der er blevet gjort, men også hvordan det er blevet gjort og også hvor mange lande det dækker. Det er væsentligt i hvert fald.

Den anden del hænger måske lidt sammen med dette. Og det er det med konkurrenter og alternative løsninger. Det ved jeg er at rigtig vigtigt andet punkt. Både ift. om det er noget som iværksætter har undersøgt, men også hvordan man ligger ift. de andre konkurrenter og alternative løsninger – er det billigere, er det bedre eller hvad er det. Og alle dem som siger at der ikke findes nogle konkurrenter, der ved man altid at det er løgn for det findes der altid. Om ikke andet, så findes der nogle konkurrenter om man forholder sig til dem eller ej. Så hele det der med konkurrenter som også hænger sammen med markedsstørrelser – herunder hvor stort er markedet og hvor stor en andel har man en ide omkring at kunne "tage".

Kathrine: Ja, altså vi skriver noget med at der skal være et internationalt potentiale. For at understrege, at der skal kunne ses et stort marked. Der har vi ikke konkretiseret det mere.

Christian: ja, men det man kigger på lidt mere, er fx ved markedet for musik. Der kigger man på, hvor stort er det samlede marked og hvor meget bliver der handlet for. Altså hvor mange penge bruger folk på musik. Og så ser man så på, at man har den her unikke løsning, som er rettighedsbeskyttet og sammenligner dette med konkurrenter og så ser man så på hvor stor en andel man så påstår at kunne tage af dette marked. Og det næste er jo så en eller anden godtgørelse af noget markedsvalidering – hvor kunderne fx siger hvor stor en sandsynlighed der er for at de vil vælge det her produkt frem for andre løsninger. Så man ser på den samlede kage, og tager et udsnit af dette som man regner med og så backer man det med en eller anden form for validering, som viser at det er så unikt som man går og siger det er og det er så meget bedre end andre løsninger. Der bliver det internationale jo en del af det samlede marked. For at markedet for musik i Danmark er jo væsentligt mindre end det er i USA eller Kina.

Kathrine: Men er det ikke også sådan lidt fluffy at sige, at det her marked er 1 milliard dollars værd og vi ønsker at tage 5% af det marked. Det er jo svært at sige.

Christian: Jo men det ene er jo det med, at man siger "hvad vil vi gerne have". Det ser man f.eks. at de gør i Løvens Hule, hvor de siger "vi vil gerne have 10% af dette marked". Så siger man "ja okay, det gør du måske ikke, men det kan godt være at du har lyst til det." Her skal man i stedet begrunde, at man tror at man kommer til at tage 10% af markedet, for der er allerede så og så mange, som har signet op, hvilket indikerer det og det og vi er på vej hen i mod at de 10% ikke er urealistiske. Så det er jo den samtale, som man har med iværksætterne. Så derfor bliver markedsstørrelsen også lidt vigtig. For der er jo nogle, som køber musik. Så der kan jo godt være nogle som gerne vil bruge den nye tjeneste ift. de eksisterende tjenester.

Kathrine: Vil det så sige, at betydningen af valideringen og indikatorerne for hvor meget marked som man kan tage realistisk – stiger vigtigheden af dette jo senere i stadierne man kommer?

Christian: Ja, for i starten har man jo ikke nogen markedsvalidering. Mange af dem som er hos os har jo ingen kunder overhovedet. Så der er det jo mere sådan noget som, at "vi har spurgt nogen, som har sagt, at de gerne vil købe det her, hvis det fandtes", så det bliver lidt mere en hypotese omkring, at hvis det her er rigtigt, så er det et marked, som kan blive stort. Og så når man når lidt længere, så siger man at der er nogen som har prøvet det og de synes at det virkede godt og når man kommer længere hen, skal der jo være nogle kunder som rent faktisk køber det og har signet op til det og som også henviser det til deres venner og bekendte. Så jo længere man kommer hen i faserne skal der være mere bevis for det en rent hypoteser og indikatorer. Så det kan godt være at man siger, at det fungerer drøngodt i Danmark og Sverige og nu vil vi gerne til Tyskland og Holland og de vil også gerne være interesseret i samme tjeneste/løsning. Så det med, hvordan man forholder sig til markedet, ændrer sig over tid i faserne.

Yasmin: En anden ting vi har diskuteret lidt selv, er at vi har prøvet at rangere screeningsparameterne. Og vores best practice er ligesom for hele investeringsbeslutningen fra screening, til værdiansættelse til kontraktforhold. Så vi har diskuteret om det overhovedet giver mening at rangere det eller om det er en samlet betragtning. Eller er der bare nogle parametre, som er vigtigere end andre? Vi kan jo se at 93% har sagt at teamet er et af de vigtigste parametre fra vores spørgeskem. VHor vi havde 57 svar fra markedsaktører. Det ved jeg ikke om du har nogle tanker omkring?

Christian: ja, men jeg tror at teamet er det vigtigste. Det tror jeg måske også det er. For der er rigtig meget andet af de andre ting, som man kan lave om. Man kan ændre sit produkt, man kan ændre sin service. Man kan køre det til højre og man kan køre det til venstre. Men mennesker kan man ikke lige ændre på samme måde. Det er måske også teamet som er det sværeste at vurdere. Altså vi sidder jo over for hinanden nu og skal jeg så ud fra dette kunne vurdere om i er dygtige til det som I siger i er dygtige til. Jeg kan godt kigge på jeres CV, men jeg kan ikke ud fra dette læse hvordan I er at arbejde sammen med eller hvordan jeres dynamik er. Så hele kompleksiteten i at kunne gennemskue dette er ret svær. Man kan jo godt vurdere folk når man møder dem, og sige at de virker rigtig flinke og ikke som nogle, der vil snyde mig. Og det de siger til mig omkring markedsstørrelse og om kunderne kan lide det - der tror jeg på det fordi jeg tror på dig. Jeg tror at du har lyst til at have de samme ambitioner som mig. Jeg tror at du forstår hvor jeg kommer fra, så når jeg giver dig 100 kr. så vil jeg gerne have 140 kr. igen efter en årrække. Så jeg tror at teamet er så vigtigt fordi at det er noget man ikke kan ændre på, men derudover er det også et af de parametre, som er sværest at gennemskue. For man ved jo ikke om det ægtepar som man investerede i ender med at blive skilt – eller ham som sagde at han kunne kode, han kunne alligevel ikke rigtig kode. Så er det nemmere at vurdere en plastik dims – her kan man mere objektivt vurdere denne. Så der er flere ting, som gør at teamet er det vigtigste.

Yasmin: Det lyder jo meget som mavefornemmelse. Har du erfaring med sådan nogle indikatorer, som beviser noget? Som f.eks. at man har givet nogle ting op?

Christian: Ja, det ender jo med at blive noget CV og nogle referencer. Man ser jo ikke på en eller anden score, som man har fået i en test. Så det er sådan lidt mere ansættelsesagtige tilgange som man bruger. Jeg kender i hvert fald ikke til noget scoringsværktøj, som bliver brugt.

Yasmin: Men så efter teamet, er der så noget der, som kunne rangere over eller under ift. den måde vi har stillet det mest. Vi har rangeret det ud fra hvor mange som har svaret hver af parametrene fra spørgeskemaet. Så det er rangeret ud fra hvad flest mener er vigtigst. Spørgsmålet er så om du kan se en anden rækkefølge eller om det overhovedet giver mening, at lave en rækkefølge.

Christian: Ja, men der er jo fx det med at rækkefølgen ændrer sig over tid.

Yasmin: ja fx, men giver det mening overhovedet at have en rækkefølge? Eller er det en samlet betragtning?

Kathrine: Ja og i den forbindelse tænkte vi på om du ser, at produktet er vigtigere end markedet, eller det potentielle afkast betyder mere end produktet eller hænger det hele sammen i en vurdering?

Christian: Jeg synes oftest, at det hænger sammen. Men der er nogle ting, som bliver mere relevant med tiden. Det er f.eks. nøgletal. Der er jo ingen i de helt tidlige stadier. Her er det mere teamet og om vi tror på at det koncept, som de er ved at udvikle, at de er unikke, at der ikke er nogle skræmmende konkurrenter. Her fylder nøgletal ingenting. Men når du skal til at lave en First North introduktion eller du skal have din anden runde eller tredje runde finansiering, så bliver nøgletal meget vigtige. På det tidspunkt antager man også at man der er styr på det. Så jeg tror alligevel, at der er nogle ting, som der er en rangering i. Men man vil nok altid se på teamet- er det nogen, som man tror på vil det her. Fordi jeg tror også, at den tidlige ejerskabskapital er jo business angel orienteret oftest og der er det personlige oftest rigtig vigtigt. Jeg ved dog ikke helt om man kan sige, at det bliver mindre vigtigt, for man kan altid skifte dem ud med tiden. Der tradition for i de senere finansieringsrunder, at man siger ”tak founder team – her har i en check” og så finder vi nogle som vi gerne vil have til at løse opgave. Det er der mere tradition for. Så måske er der nogle som ændrer sig, for i de tidlige faser er der en hel del

interaktioner mellem investor og virksomhed. Det er jo næsten investor som er helt nede og arbejde med forretningen i de tidlige stadier, så der tror jeg det personlige fylder lidt mere end det gør senere, når man "bare skifter ud".

Jeg tror dermed at der er en lille smule forskel i prioriteringen dermed. Jeg tror det er de samme parametre, som man kigger på, men der er nogle nuanceforskelle, som tiden udvikler sig.

Yasmin: Så hvis du kigger på vores framework overordnet med din viden og erfaring – giver det så mening at lave sådan et framework?

Christian: Ja, det tror jeg måske. Men det giver måske mest mening for nogle, som ikke har så meget erfaring. For jeg tror, at for de fleste som har mere erfaring, der pipper de ud på nogle specifikke ting, hvor de altid ved hvad de kigger efter. De spørger måske altid ind til de samme fem ting, som de har erfaring med, giver et billede af hvem de sidder overfor. Så man kan også se som ud fra forskningen, at jo mere erfaring jo større sandsynlighed er der for at man rammer skiven. Så jeg tror at det er et godt værktøj for nye folk, som træder ind i denne branche. Hvor de kan bruge dette som en tjekliste om at de kommer hele vejen rundt. Så jeg ved ikke hvor vigtigt det vil være for en med meget erfaring eller en lang historisk inden for branchen.

Christian: Ikke mit område at udtale sig om værdiansættelse og kontraktforhold.

Kathrine: [Afslutning]

Bilag 14: Valideringsinterview med Rolf Kjærgaard

Yasmin: Vi er enormt glade for at du vil prioritere at snakke med os igen Rolf, tusind tak. Vi er kommet lidt længere i opgaven nu, og er kommet frem til vores framework pba. teori, og vores ekspertpanel, som vi kalder det og du er en del af og så et spørgeskema, hvor vi har fået 57 svar fra aktører på markedet. Så det er vi rigtig glade for.

Rolf: Flot.

Yasmin: Ja, det er super fedt. Så vi er nået frem til dette framework, som er prioriteret ift. hvordan vi tænker det ud fra de her parametre, så nu skal vi jo på en eller anden måde prøve at validere det. Og når vi ikke har tre år til det her projekt og kan køre det igennem, eller give det til en investeringsfond der kan prøve det af, så må vi jo prøve at validere det på andre måde. Så vi er lidt spændte på hvad du tænker, vi ved godt der ikke er meget information på det vi har sendt dig – men det er sådan set fokuspunkterne, som vi har skrevet ind der.

Kathrine: Så ja, det er sådan en opsummering af hele vores analyse vi laver her. Vi har overvejet om det skal være mere detaljeret, men udgangspunktet er de vi har nu for frameworket og overvejende sådan vi tænker det skal være. Så det er herudfra vi gerne vil høre dit synspunkt.

Rolf: Alle tider. Og tak fordi I kommer tilbage, og efter at have arbejdet dybt og inderligt med det. Så det har jeg også være spændt på at høre hvad I har fundet frem til. Så det er jeg glad for. Mind mig lige om jeres hypotese, og det er hvad I stille jer selv og jeres rådgivere, som I er nået frem til.

Yasmin: Vi kunne godt tænke os at komme frem til et best practice framework, og det er det vi har sendt, for investorer på markedet for risikovillig kapital. Dvs. både Business Angels og Venturekapitalfonde.

Rolf: Så man som investor, med afsæt i dette rammeværk, vil kunne bruge det til at vurdere og analysere en case.

Yasmin: Ja, så for at være lidt mere præcis, så er det sådan set best practice for investeringsbeslutningen – og investeringsbeslutningen, har vi delt op i screening, værdiansættelse og kontraktlige forhold. Det er hvad vi har set værende de væsentlige for at komme frem til beslutningen, skal jeg investere i denne startup, ja eller nej.

Rolf: Ja. Så lad os starte der. Det synes jeg vender helt rigtigt. Både se på det som faser og så rækkefølgen på faserne. Det starter med screening, analyse, evaluering. Altså det her med at undersøge, om den her investeringsmulighed, man nu har fundet frem til, om den slår rigtigt ud i de rigtige parametre. Og jeg understreger det her med at fundet frem til. Fordi endnu inden der er der hele sourcing-delen, men nu sidder vi med en investeringsmulighed, hvordan kigger vi så på den. Jamen, der starter vi med at kigge på om det er værd at gå videre med – videre til forhandling. Og så endelig aftale. Så det synes jeg er en god måde at opdele det på. Jeg synes også det er helt rigtigt, at når der skal analyseres en virksomhed, så handler det om mange forskellige dimensioner. Og en god idé at se på det, hver dimension for sig – som er det jeg ser I ligger op til.

Så ser vi på teamet. Teamet er vigtigt – og i virkeligheden er det det aller vigtigste. I har helt sikkert også stiftet bekendskab med den tommelfingerregel, hellere investere i et A team, der har en B teknologi end det modsatte. I sidste ende er det eksekveringsevnen der gør forskellen på om en virksomhed lykkes uanset hvor godt produktet er.

Kathrine: Det har også været klart overvejende for alle vores undersøgelser. Teamet.

Rolf: Så lad os bare starte med den, og det gør I også. Så hak ved det.

En ting jeg har tænkt over, det er at det hele starter med T – de 7 T'er. Det er også en god huskeregel, og så komme igennem dem. Så jeg synes også at de enkelte giver rigtig god mening. Altså, traction, technology, transformative, TAM, timing, total return. Hver for sig, giver de rigtig god mening – og så handler det så om hvad vi ligger under hver enkelt af dem. Så i teamet, hvad skal der være der. Er det maksimal homogenitet – nej. I virkeligheden ikke, det handler om maksimal komplementariteten. Hertil diversitet og i hvert fald når vi taler kompetencer. Har vi tre ingeniører – eller sandsynligheden for at tre ingeniører med deres fælles baggrund lykkes og skaber succes, er ikke den samme som hvis vi har en ingeniør, sammen med en kommerciel og en tredje. Det med at der skal være komplementaritet i teamet, det er essentielt. Så hvis det er det I mener med at det skal være et team og ikke en enkeltperson, så synes jeg I fanger det rigtig fint.

Yasmin: Den måde vi egentlig har delt det op på, det er at vi er kommet med en masse forskellige parametre, man kan vurdere et team ud af. Og så har vi bedt spørgeskemarespondenterne om at rangere dem, hvad mener de er vigtigst. Og den med komplementære kompetencer er ikke top to i hvert fald. Den er vist top tre på flere af faserne, men det kunne godt være vi skal have den med. Fordi det er der rigtig mange der har sagt, og det har du jo også sagt, også i sidste interview.

Rolf: Vi er helt enige om at det starter med motivation og drive og energi, hvis ikke den er til stede, så skal man løbe væk med det samme. Det med at bygge en virksomhed, der skal være ild i øjnene. Og i hvert fald skal det være med et sæt af ambitioner, om at skabe en virksomhed. Og ikke bare en traditionel tilgang, hvor der kommer nogle penge ind hver måned, og så er man glad. Det kan sagtens være at ambitionsniveauet – det kan der være stor forskel på, nogen vil gerne global dominans andre har ambitioner der ikke er der men et andet sted – og der er plads og behov for dem alle sammen. Men givet ambitionen, skal motivationen være til stede, så hak ved den.

Så er der det her med track-record. Det vil jeg jo mene var vigtigt hele vejen igennem. Forventningerne til kan så til track-record, forudsætningerne for track-record være forskellige, det er måske en dimension til refleksion hos jer. At nedenunder for virksomhedernes på seed, early og late stage, hvad er det der sker i virksomheden, at den går fra – det er også lidt det I siger med traction – at det går fra udvikling af produkt/løsning, teknologi, og afprøvning af det over i den sådan tidlige kommercialisering og så skalering efterfølgende. Og teamet skal jo afspejle det. Så i starten, hvor det handler rigtig meget om teknologien og afprøvningen af den, så er det jo ikke så vigtigt med en helt masse kommercielle kompetencer, internationale skaleringskompetencer. Det bliver vigtigt når virksomheden kommer længere hen, og så bliver det første, udvikling og innovation, det er jo stadig vigtigt, men det er ikke lige så vigtigt. Du skal blive ved med at udvikle på din virksomhed, dine løsninger, dine problemer – selvfølgelig skal du det. Men så overgår det fra at være kernen i virksomheden til at være en udviklingsafdeling – og så bliver kernen salgsindsatsen. Så længe I har den dimension med, at det sammensatte team skal være sammensat forskelligt over de tre faser, så giver det rigtig god mening. Traction giver god mening. Technology, ja det skal være en unik løsning – og det kan så være at produktet er unikt i sig selv eller måden det bliver solgt på, så det mere er forretningsmodellen, som er unik – og det der kan skabe skaleringspotentialet.

Yasmin: Må jeg lige spørge ift. det du sagde om teamet, omkring de her kompetencer der skal være forskellige på det forskellige stadier. Er det så en udvikling i team – fordi i virkeligheden er det jo nok en, hvis det går godt, en udvikling fra stadie til stadie. Så hvad mener du med at det skal være forskellige kompetencer – altså skal teamet udvikle sig eller skal der komme nye på.

Rolf: Begge dele. Og jo i hvert fald det sidste, med at der kommer nye på. Også bare fordi at virksomheden bliver større og ledelseskraften skal blive bredere. Der skal være flere oppe og lede virksomheden, fordi nu er det større, mere kompleks, så der er flere discipliner der bliver stødt på. For os som investorer, er det også en vigtig dialog at have fra starten. At det er sådan set ganske sædvanligt at dem der starter virksomheden, ikke er dem der kommer til at børsnotere den, eller passere de 500 ansatte, eller hvad det nu måtte være ikke. At CEO'en skifter undervejs, fordi rollen som CEO skifter undervejs – det er noget forskelligt du skal når du er ude og skal skalere virksomheden globalt end når det handler om at få produktet færdigt. Så der er eksempler på at der er nogen der har båret det hele vejen igennem, Jeff Bazos, Bill Gates, osv – eller i hver fald rigtig rigtig langt, også i den globale skala. Det er mere undtagelsen end det er reglen. Mange gange så ser man at den tekniske CEO fra starten, ned som CEO og går over og blive teknisk ansvarlig, CTO. Derfor kommer der nye kompetencer til undervejs.

På det med teknologi, så længe at jeres definition, er rummelig nok til at det ikke skal bare handler om den rå teknologi, men i brede forstand, også kan være måden det bliver solgt på, som sagt, forretningsmodel. Det der unikke, den differentierende faktor for virksomheden der gør at det ikke bare er en me-too produkt, altså i den anden betydning end i "me-too". Men at det rent faktisk er en unik virksomhed, at der rent faktisk er en differentiering – den er vigtig.

Det der med den transformative, det var jeg lidt usikker på hvad i mente med det – noget med nogle bedre løsninger og disruptive.

Kathrine: Ja, det handler om noget af det omkring hvilken grad af unikhed der skal være til stede – så gav vi dem valgmulighederne om det skulle være en billigere løsning, et billigere alternativ eller et bedre alternativ, f.eks. bedre kvalitet eller en mere brugervenlig metode til at løse et problem, og eller skulle det være disruptive. Og i vores framework, så den billige løsning, altså den billigere måde at løse et problem på, det var overhovedet ikke interessant. Så der var primært fokus på bedre løsning i late stage og så disruptive og bedre i seed og early stage, sådan rimelig lige over.

Rolf: Ja. Så kan det godt være at der er lidt flydende grænser imellem de to. Der er også en kobling mellem det transformative, og det vi talte om lige før, den unikke teknologi. Det skal være noget der gør virksomheden til noget særlig, at de står med noget særligt i markedet. Det kan jo selvfølgelig også være at en model, der har virket i én geografi, der kan du starte en virksomhed på at rulle det ud i en anden geografi. Altså sådan noget som noget med at kopiere en forretningsmodel, som andre har prøvet af. Og sådan er der eksempler på løsninger som er Silicon Valley baserede, og gået deres sejrsgang i Silicon Valley, og så er der nogen der tilsvarende starter en virksomhed her i Europe, der laver det samme. Så det er ikke løsningen i sig selv der er unik, men det at anvende løsningen i en ny geografi, det er så det nye.

Det internationale potentiale, hak ved det.

Timing, det forstår jeg som underliggende strømninger, impact, digitalisering, den udstrækning og egentlig det – det er interessant, helt bestemt.

Så er der total return. Det er så på den enkelte investering. Der vil jeg have et afkast på mellem en 5 og 15x i seed og så er der en udvikling.

Yasmin: Og det er jo et parameter, som vi har været inde og diskutere ret meget. Fordi det har været det mindst dominerende parameter ift. screening. Altså de her overvejelser omkring total return. Det har vi virkelig undret os over, altså det skal være sjovt, og det skal være nogle gode mennesker, men alligevel undret os at total return ikke har været mere dominerende i folks besvarelser.

Rolf: Jeg vil udlægge det som, at afkastet i virkeligheden er resultatet af alt det der er ovenover. Så hvis jeg kan sætte hak ved at det er et unikt produkt, en unik løsning, hak ved at det er et stort og interessant marked og hak ved at det er et kompetent sammensat hold i ledelsen, der har stærke ambition, osv. - så er sandsynligheden for at potentialet også er stort, og dermed det mulige afkastet på en investering også bliver stort. Så det er mere sådan en konklusion i virkeligheden. Når der er sat hak ved alt det andet, så kan det være resultatet. Så er skaleringen på dem rigtig – jo tidligere, jo større risiko, jo større afkastpotentiale skal der jo også være. Derfor vil early stage og late stage, forventningerne, vil nok ikke være én-til-én den samme. Jeg kan godt, som late-stage investor eller late stage investering, hvis jeg kan få pengene tilbage 3-4 gange, så er det rigtig stærkt. Når vi så når ud i de sene runder, vækstrunderne, growth-runderne, en A-runde, så skal potentialet mindst være til 10x og så endnu højere ved seed. Det kunne godt være at den skulle være lidt skarpere skåret op.

Så har vi besluttet os for at vi gerne vil investere, så skal vi sætte en værdi på den. Det er mere en kunst end det er videnskab. Det er også det jeg læser ind i det her. Når jeg spurgte oprindeligt det med jeres hypotese, så var det fordi jeg var lidt i tvivl om de her var investor-perspektivet eller iværksætterperspektivet.

Yasmin: Det er iværksætterperspektivet

Kathrine: Nej, det er investor-perspektivet

Yasmin: Ja, selvfølgelig. Min fejl.

Rolf: Når I folder det ud, så kan det være I skal tænke over at det skal stå krystalklart – hvis man ikke ved hvad rapporten handler om, så er det lidt svært.

Det er en forhandling, det er fuldstændig rigtigt. Forventningerne er vidt forskellige. Mange gange så handler det om at mødes – ikke nødvendigvis på midten – men indenfor den forhandlingsspænding, hvis man kan mødes vel og mærke. Og det at have nogle multipler er et godt redskab, hvad har jeg som investor investeret til på multipler, hvis man kan tale om det overhovedet. Det forudsætter der er noget omsætning man kan gøre det op imod. Det kan du på digitale forretninger, fordi det er der typisk – det kan du ikke på mange af life-science investeringerne, fordi der er ikke noget omsætning endnu. Der er det en pipeline. Det der med at tænke i multipler, så der er nogle benchmarks, det giver god mening.

Yasmin: Man kan sige, det er også et af de steder vi har været inde og diskutere, fordi i teorien er multiplerne jo faktisk ret svære at anvende teoretisk korrekt, så det er også derfor vi er kommet lidt frem til at det måske mere er en multipelbetragtning – altså en blanding mellem multipler og tommelfingerregler i virkeligheden. Fordi det er så svært at finde nogle peers der er "ægte" – hvis du forstår hvad jeg mener. Men det er i praksis noget man bruger, det med multipler, så det er jo så bare en diskussion.

Rolf: Ja, det er et diskussionselement også. Fordi måden, for dig som iværksætter at underbygge at du er de penge værd, som du synes du er. Og mig som investor, der siger – det kan godt være du synes det, men jeg kan se på mere eller mindre lign. virksomheder, eller andre investeringer jeg har lavet, at værdiansættelsen for tilsvarende virksomheder, som din, har været lavere – så det er der jeg starter. Man skal mere se på multipler som et forhandlingsredskab, end det er nogen facitliste – det er afgjort ikke nogen facitliste. Facit det finder vi først hvis man kan nå til enighed om værdiansættelsen, og dermed vilkårene for at nå til enighed om investeringen. Der synes jeg, den betragtning om at kloge penge er essentielt, det ser vi jo også i virkeligheden. Der er masser af eksempler, både ude hos os, og ude omkring, at virksomheder og iværksættere, ikke er gået med dem der vil sætte den højeste værdi på virksomheden – men er gået med dem, hvor de kunne få noget ud af det – kloge penge. Ét er pengene, og det er en ligesom en nødvendighed. Den store værdi skal jo komme, at jeg som investor kan gå med døre, udfordre, sparre, og på anden måde være med til at skabe værdi i virksomheden. Så der køber du dig som iværksætter dig til den kompetencer, det netværk, som investor kommer med – og kan arbejde med værdiansættelse i den sammenhæng. Så den synes jeg giver god mening.

I sidste ende så er der kontraktforholdene. Der skal være strømlinede interesser, det læse jeg som sammenfaldende interesse, eller i hvert fald fælles udfaldsrum. Og så har vi jo ikke samme interesser, investor og iværksætter. Eller det kommer i hvert fald ikke samme sted fra. Vi vil dog have de samme fællesinteresser. Jo mere værdi der bliver skabt, jo mere vil alle parter få værdi. Og det skal være på den måde, og ikke en der sætter sig på en uforholdsmæssig stor del af værdiskabelsen – der skal være en fornuftig balance i det. Derfor, hvis det er en lav værdiansættelse, der skal bruges rigtig mange penge, så betyder det jo at iværksætteren kan blive voldsomt udvandet. Hvis iværksætteren har 100% og værdien er 10 mio., men der skal bruges 100 mio. – så er iværksætteren lige pludselig 9% bagefter ikke. Det duer jo ikke at iværksætter står tilbage uden nogen ejerandele grundet for lav værdiansættelse og for stort et behov for kapital, fordi hvad betyder det så for deres engagement, deres energi. Så er det ikke værdiansættelsen vi løser det ved, så er det warrants eller andre former for incitamentsprogrammer, så vi kan fastholde engagementet. Så der er kontraktforholdene for at skabe denne sammenfald af interesser. Jo bedre det går, jo bedre går det for alle der er med – både investorer og iværksætter. Så som investor, så er der mange gange dette ønske om minoritetsbeskyttelse. Hvis vi har tre iværksættere der har startet denne virksomhed fra 0, og så bliver den værdiansat i en investeringsrunde til 20 mio. Og så kommer der 10 mio. ind fra investorerne til den værdiansættelse. Så er der en tredjedel af ejerandelene til investorerne, så bliver virksomheden solgt, men det bliver den så kun til 25 mio. Det er jo stadig rasende meget for iværksætterne der startede med 0 – men det er jo en dårlig investering for investoren – med mindre vi sørger for at beskytte investorens interesse, og det er jo nærmest udelukkende ved lave salgsværdier, at det har betydning. Ved høje salgsværdier, jo større kagen er, jo mere er der til

alle. Så det med minoritetsbeskyttelse, det er I helt sikkert også bevidste om – i den situation hvor udfaldsrummet er lav i sidste ende, når den bliver solgt eller børsnoteret, eller hvad det nu måtte være ikke.

Ja, det tror jeg var mine kommentarer.

Yasmin: Jeg tror vi er ved at gå ud for tid. Jeg har bare et afsluttende spørgsmål, hvis vi lige kan nå det. Screeningparametrene er jo sådan set rangeret hierakisk, fra hvad der er vigtigst, kan man sige. Og det er jo så også et diskussionpunkt i sig selv, om det egentlig er den samlede pakke man skal overveje, eller om det er de enkelte – og hvad der så er vigtigst der. Men hvis vi nu sagde at vi holder os til den hierakiske prioritering, ville du så have nogle overvejelser ift. noget måske er mindre vigtigt end andet. Eller om det er en fin nok rangering – eller dit bedste bud herpå.

Rolf: Jeg kan godt følge rangeringen. Men jeg vil nok være tilbageholden med at tænke på det som en rangering, dog med den understregning, at det aller vigtigste er teamet. Så skal vi selvfølgelig også anerkende, at det godt kan være at det er en spændende teknologi, og et spændende marked og teamet så er middelmådigt – men så skal vi jo kunne se hvordan vi kan få gjort noget ved teamet. Men så er vi jo tilbage til, at vi ikke er komfortable med at lave investeringen, førend at vi kan se at teamet er dannet eller er under dannelse. Og dermed er teamet det vigtigste. Men jeg vil ikke sige det sådan at hvis jeg bare kan sætte hak ved de – eller stilles tilfreds med de første, så kan jeg leve med at det ser knap så godt ud på de sidste. Ej, der skal være maksimal udslag i alle dimensioner. Så kan man godt feele lidt på den ene, men man kan ikke bare sige der er 100% på de 5 og så 0% på den sidst. Nej. Der skal også være et fornuftigt afkast.

Kathrine: Ja, det er giver mening. Det er også noget af det vi prøver at diskutere lidt, om det overhovedet giver mening at prioritere på denne måde. Så det er super.

Rolf: Jeg ville ikke opfordre til at prioritere. Jeg vil opfordre til at tænke på det som, jeg skal vurdere denne virksomhed, ud fra et sæt af valgte dimensioner, men jeg skal være dem alle igennem, og så vægter jeg det hele, og så skal jeg over en eller anden terskelværdi, så jeg kan lave min investering.

Yasmin: [Afslutning]

Bilag 15: Valideringsinterview med Kenneth Larsen

Yasmin: [Introduktion]

Kenneth: Det er jo fedt – teamet er jo det vi taler om hele tiden. Det her det er fuldstændig, branche-ikke specifikt om man så må sige. Det er total på tværs af alle typer. Så det er fundamentalt, kan man sige.

Yasmin: Ja, det er på tværs af brancher og det er på tværs af venturekapitalfonde.

Kenneth: Teamet, 100%. Traction, 100%. Teknologi, det behøver ikke nødvendigvis være teknologi for at man rammer venture eller business angel. Så det kan også være en ny form for business model tænker jeg.

Kathrine: Ja, det er både teknologien vi tænker ind under teknologien her. Men det er også måden, f.eks. en innoveret forretningsmodel.

Kenneth: Er det så transformative?

Kathrine: Ja, altså det kan være unikt på begge måder. Men der skal være noget unikt ved det.

Yasmin: Ved løsningen, ja.

Kenneth: Præcis. Så I tænker forretningsmodel ind under teknologi?

Kathrine: Ja, det er en form for unik løsning, og så er det i definitionen, dækker det både over teknologien i den teknologiske forstand f.eks. udvikler en teknologi. Men det er også en forbedring af forretningsmodel eller forbedring af et unikt produkt. Det skulle dække bredt i definitionen.

Kenneth: Er der så ikke et overlap mellem det og det transformative? Eller hvordan? Det skal jeg så lige have forklaringen på.

Kathrine: Det er der 100%

Yasmin: Ja, altså det var egentlig tænkt at det skulle være i ét, fordi det er løsningen i det. Så både teknologien og transformativiteten. Men fordi du nok kan se det er 7 T'er, så vil vi give dem en plads hver.

Kenneth: aaaah

Yasmin: Så det der er med det, er at vi har rangeret efter hvad vi har fået ud af spørgeskemaet. Og det er det der er i boksene ved siden af, det er hvad vi har fået ud af det.

Kenneth: Yes. Min kommentar er, at jeg har svært ved at se forretningsmodellen som del af teknologien. Jeg kan godt forstå at I gerne vil have T'erne til at passe sammen, men den er måske lidt – jeg ved ikke hvordan den kan fikses. Men den tror jeg måske at jeg ville kigge lidt på. Jeg ved ikke om man kan finde et andet begreb med T der dækker det.

Yasmin: Altså du tænker det er forretningsmodellen, løsningen i stedet for teknologien?

Kenneth: Man kunne sige, hvis det var løsningen der stod der – så kunne man sige hvad er det for en løsning eller produkt. Der kunne man bedre hælde måske forretningsmodel og teknologier eller produkttyper ned i. Hvor jeg synes det virker lidt mærkeligt at hælde business model ned under teknologi.

Yasmin: Ja, til aller sidst er der sådan en tuborgklamme, og det er nok der hvor der er et generelt grundlag for at et startup skal lykkes, det er at der er et struktureret, veldefineret og sammenhængende forretningsmodel. Jeg tror det er blevet forklaret forkert, det er mere løsningen.

Kenneth: Yes. Det transformative.

Yasmin: Ja, så det vi har spurgt ind til her – det er om det skal være en bedre løsning, altså mere kvalitet, mere brugervenlig, og hvad det nu kunne være. Disruptive løsning, altså fundamental ændring. Eller om det skal være en billigere løsning. Og det er sådan vi har sat det op. Det der så er vægtet højest i de forskellige stadier.

Kenneth: Yes. Fint. Den synes jeg er ok. Det synes jeg også med de andre.

Yasmin: Hvordan tænker du så – vi har jo sådan rangeret dem lidt. Som du kan se så er total return egentlig det sidste parameter, fordi det er det der har været mindst vigtigt. Det har vi undret os rigtig meget over, og også diskuteret. Men hvad er dine tanker omkring det?

Kenneth: Ja, men altså, man kan jo sige, at det er klart at det undrer sådan set også mig ud fra, måske især fra et venturekapital synspunkt. Fordi for dem er det ekstremt vigtigt at de rammer det rigtige return på den investering. Hvor det måske er mindre vigtigt for en Business Angel. Altså, om det er gange to eller femten – det er jo håb og meget tidlige ting alligevel. Så jeg kunne godt forstå den ud fra Business

Angel segmentet, at total return-kravet, at den er langt nede. Men jeg vil måske tænke at den var anderledes hos en venturekapitalist, der er det pinedød afkastet de skal præstere på.

Yasmin: Ja. Man kan sige vi har også argumenteret lidt for at grundlaget for at der kan komme et return, er at alle de andre ting makser ud.

Kenneth: Jo.

Yasmin: Jeg ved ikke, hvordan du ser parametrene som enkelte dele – eller om man skal makse ud på alt, før at det overhovedet giver mening.

Kenneth: Nej, altså det er jo klart – at der jo også er forskel på om man er i en tidlig fase, om man skal have den først Business Angel kapital. Der er jo altid noget af det, så har de ikke traction endnu, men der står måske et godt team, og et spændende total addressable market og timingen ved man ikke en disse om endnu. Så det bliver jo bygget derfra og så opefter – og kravene stiger – når det så er en af de store venturefonde. Der er jo også flere runder med venturefondene. Der kan man så sige, at nogle af de early stage venturefonde, de kan også tåle at der ikke er traction endnu f.eks. – eller der er meget lille traction, at den ikke bonner ud. Så kommer rejsen senere. Nogle af de større amerikanske ventureselskaber, hvor man skal have 1-2 millioner dollars i traction salg for at de går ind. Så det er sådan noget, ude i den sidste ende derude, der skal det jo stå knivskarpt det hele. Og jeg tror ikke at der er sådan en patentformel på hvor starter man og hvor slutter man – og der tror jeg måske at jeres rækkefølge er, altså man kan sige i de meget tidlige faser der kan det jo være svært at kigge efter traction hvis det er en meget tidlig case. Så lever man jo med, som early stage investor at der ikke er traction, eller meget lille traction.

Yasmin: Altså at man er i test-fasen mere.

Kenneth: Ja. Så dermed gør det også at screeningsparametrene bevæger sig jo også hen igennem faserne – de er måske lidt svære at sætte sådan faste tal på. For altså, jeg tænker traction – den er typisk ikke vigtig for meget tidlige investorer. Hvor det er et absolut must i late-stage.

Yasmin: Ja, det er også det vi har forsøgt at vise med det her proof-of-concept, -business og -scalability. Altså at det ligesom bevæger sig hen. Ja, at der er nogle forskellige krav til hvad virksomheden skal kunne ikke.

Kenneth: Men 1-2-3-4-5-6-7 ud i den første screening kolonne var det en indikation af prioritering.

Yasmin: Ja, altså rækkefølgen – ja. Altså hvor mange der har svaret de enkelte. Så flest har svaret team, osv. altså i vigtighed.

Kenneth: Ah okay, i vigtighed. Yes, okay.

Yasmin: Ja, så spørgsmålet var noget med hvilke parametre der var vigtigt ift. screeningprocessen.

Yasmin: Okay, så det giver nogenlunde mening de enkelte parametre.

Kenneth: Yes, ja.

Yasmin: Okay. Og så er vi jo ret nysgerrige på hvad du tænker om de næste dele ikke, fordi det er jo også der hvor I er enormt skarpe, på f.eks. værdiansættelse. Der er vi jo også kommet frem til at det er sådan noget forhandling, tommelfingerregler og faktisk også multipler, selvom det teoretisk set er rimeligt umuligt at bruge dem – så det er måske en kombination af de tre – at der er nogle tommelfingerregler,

som måske i virkeligheden lidt er baseret på nogle multipler og så er der en generel forhandling i det. Det ved jeg ikke hvad du tænker om det?

Kenneth: Det tror jeg er rigtigt. Og så er der noget, hvad hedder det, geografi. Altså der er jo forskel på det danske kapitalmarked og udbud/efterspørgsel af risikovillig kapital i Danmark og så USA f.eks. – så der er også noget prisdannelse forskel geografisk

Yasmin: Okay – altså ift. niveauerne eller hvordan

Kenneth: Ja – kæmpe forskel

Yasmin: Hvor ligger Danmark så niveaumæssigt?

Kenneth: Jamen, der ligger valuations relativt lave ift. USA og UK. Det svinger selvfølgelig lidt ift. kursen, og hvordan man sammenligner sådan noget. Jeg hørte faktisk lige en podcast, af en af de første venturekapitaliser fra USA, Drake Venture tror jeg det hedder. Han fortalte at da de gik ind som det første ventureselskab i markedet i USA – der var det slaraffenland, med de penge de investerede, kunne de let få halvdelen af selskabet. Fordi de var der bare selv stort set. Det er bare blevet svære og svære stort set. Jo flere ventureselskaber, konkurrenter, der kom – jo hårdere blev det – jo mindre fik de for deres penge. Og det er en meget fin forklaring på – at det simpelthen betyder noget for priserne hvor meget risikovillig kapital der er i markedet. Så er der også noget med skattesystemer og sådan noget. Men det måner ud i den der mængde af risikovillig kapital – udbud/efterspørgsel på det, som har en effekt på priserne også.

Yasmin: Okay, det giver mening. Ja, vi har jo lige nogle kommentarer omkring det med at prisen i sig selv ikke er en målsætning, fordi der kommer nogle andre ting med – altså at det er kloge penge og ikke ren kapital. Så det er også en pointe, og det leder også lidt frem til de kontraktlige forhold – og det er jo så ikke en juridisk opgave, men vi synes bare det er essentielt ift. at komme frem til en investeringsbeslutning at der er nogle kontraktlige overvejelser som er på plads. Og det er jo så de her strømlinede interesser, og at der skal skabes noget motivation fra begge parter osv. Jeg ved ikke hvad du har erfaring med der?

Kenneth: For lige kort på det første med prisen og de kloge penge. Det er jo interessant i sig selv, lige at holde fast i at – man kan sige, der er jo stort forskel i det her med – hvis det er en ren passiv investering, fra en investor, som kun kommer med penge, og så ellers holders sig helt væk og gør ikke noget som helst andet – det er jo der man så kan snakke om, jeg skulle til at sige, den normale værdisætning i markedet sker med et eller andet benchmark og tommelfingerregler. Så kan man sige, de kloge penge, der bliver der faktisk ofte sat en pris på, en værdisætning på investoren, eller konsordiet af investorerne også. Derfor ender det tit med at man bruger forhandling, hvor man ligesom siger, det er fint at I siger jeres virksomhed er 20 mio. værd – men det vi kommer med, den erfaring og traction vi har som investeringskonsordie, ovenpå de to mio. vi måske investerer – der mener vi faktisk at vi er 3 mio. værd. Så samlet set, skal vi have for 5 mio. kr. aktier, hvis vi går ind frem for de 20. Så man kan sige der er en prislap på selskabet – men der er sådan set også en prislap på de kompetencer, hvis det er reelle aktive kompetencer, investor kommer med.

Yasmin: Og det er vel også en del af forhandlingen kan man sige eller hvordan?

Kenneth: Ja, lige præcis. Men den er bare meget god at holde sig for øje, at det er en fuldstændig passiv investering, så ender man på én værdisætning – hvor det jo i virkeligheden ofte er, både venturekapital og business angel segmentet at det er en kombination af at der kommer noget cool cash ind, som er den passive del – og så kommer der noget aktivt, tidsmæssigt investering ind ovenpå – som også på en eller anden led skal værdisættes.

Yasmin: Det har I ikke en Høker kalkule for eller hvordan?

Kenneth: Nej, jeg ville ønske vi havde – det kan ske, er det jeres sidste opgave det her, ellers kunne i jo lave det som næste opgave. Det har vi desværre ikke. Men jeg har været ude for en virksomhed der sagde til mig at hvis du kan skaffe Lars Larsen ind i vores firma, han behøver ikke at investere, han må gerne bare få en andel af selskabet. Så værdifuld så de at det ville være med hans netværk, og det han kunne. Så det er jo bare en værdisættelse af en person. Så har man alle sine værdisætningsprofiler et eller andet sted. Men vi skal lave en Høker kalkule på det.

Yasmin: Det lyder godt. Så det giver nogenlunde mening det her framework?

Kenneth: Det synes jeg. Den med kontraktforhold til sidst, skal jeg lige forstå igen.

Yasmin: Ja, så det der er tanken det er at det ikke skal være en juridisk, hvor vi går igennem alle kontraktlige forhold – men det skal være de overordnede tanker, altså sådan noget med strømlinede interesser, hvordan skaber vi det, mellem founder og investor. Også sådan noget med minoritetsbeskyttelsesovervejelser. Ja, for at få denne gode investering.

Kenneth: Yes. Jamen det er klart, det er altid en del af det, og det er en del af om det lykkes.

Kathrine: Men er du enig i at det er de områder der er vigtige at prøve at indarbejde i sådan en kontrakt? Eller tænker du også at der er andet der er vigtigt?

Kenneth: Altså, man kan jo sige, det med founder-friendly-terms den er i bund og grund en skæg formulering, fordi altså det skal helst være terms som er gode for begge parter ikke. Så jeg ved ikke lige hvorfor I bruger det udtryk. Jeg tror i et framework at det er noget der hører med der.

Kathrine: Der er rigtig mange der har svaret i spørgeskemaet, at det er en af de fokusområder de har i den kontrakt – fokus på at skabe founder-friendly-terms. Men vi har jo også læst meget omkring at det er en lille smule svært, når man så er investor, hvor man så gerne vil beskytte sig selv mod risiko, minoritet, måske noget præference osv.

Kenneth: Jeg tænker måske at den er en lille smule mereovre i markedsføringsafdelingen den der med founder-friendly-terms. Altså, der er jo nogen der har det – og vi synes også at vi har det – i langt de fleste investeringer. Men hvad er founder-friendly-terms, man kan sige det er noget markedet bestemmer – og du kan slå dig op på at du har founder-friendly-terms, men altså det er i hvert fald ikke en der gælder for alle kan man sige, alle investeringer. Så den undrer mig at den står der i et framework – der er jeg mereovre i markedsføringsafdelingen hos investoren – der ligesom kommer startupen eller scaleuppen og siger, vi har founder-friendly-terms til jer. Og det lyder godt.

Kathrine: Ja, det er en god pointe.

Kenneth: Men der er altid det her med beskyttelse af minoritetsinteresser – og det ender jo med at gælde både for investoren og for co-founders og founders og sådan. Ordene er gode nok ellers, synes jeg.

Yasmin: [Afslutning]

Bilag 16: Valideringsinterview med Michael Thomsen

Yasmin: [Introduktion]

Michael: Jeg synes det er nogle gode parametre. Team, Traction, Technology, Transformative, TAM, Timing og total return. Man kan sige, at der er også noget omkring, at den teoretiske afkast multiple skal falde jo senere du når hen i finansieringsstadierne. Så kan man diskutere om den kun skal falde med så lidt fra seed til early stage. Der er dog markant forskel mellem at lave 10-15x igen. Men når man går ind tidligt, så har man jo en ambition om et højere afkast end det her. Der er ikke nogle, som ligesom vil græde over at få 15x igen, men det er klart at hvis man investerer i noget, som er helt early, så har man da en ambition om, at hvis det bliver stort og rykker videre, så er det mere end 15x.

Yasmin: Okay, så hvis du skulle komme med et bud, ville det så være at seed er måske 15x+?

Michael: Ja, jeg skal lige høre. Hvad er definitionen for seed?

Yasmin: Den helt tidlige fase, hvor man er ved at udvikle produktet færdigt, man er ved at finde ud af en go-to-market strategi. Man har kun primært testet produktet.

[Mister forbindelsen]

Michael: Når men for at gøre det simpelt, så ville jeg måske bare sige, at det hed 10-15x i starten i seed stage. Og så kan man diskutere om den falder – det burde den jo i princippet. Jo tidligere man kommer ind og jo mere risiko og dermed højere afkast med den her CAPM tankegang.

Yasmin: Til din information, så er vores framework udarbejdet fra en spørgeskemaundersøgelse med 57 respondenter i markedet. Og nu skal vi så ind og validere og diskutere. Så det er jo lidt sjovt, det her med at afkastet er det mindst prioriteret.

Michael: Er det, det mindst prioriteret? Jeg tror bare at det man skal forstå det er måske en lille ting i frameworket. Det er jo de andre ting i frameworket som driver return. Man kan jo ikke sige at man gerne vil have return uden man har et team og intet marked. Så syveren (total return) er jo afledt af de andre. Det er jo i princippet de seks andre punkter, som man putter ind i modellen for at få nummer syv. Så jeg tror ikke nødvendigvis at VK fonde, som har nogle investorer de skal afregne med, at de mener return er ligegyldigt. Jeg tror return er meget meget vigtigt for dem. Men jeg skal ikke hænge nogle ud, men lad mig sige det på den måde, at det jo selvfølgelig er et ekstremt vigtigt parameter.

Jeg tror dog ikke man kan stille spørgsmålet om, hvad er vigtigst? Et godt team eller en høj return? For det er jo det gode team der skaber return.

Yasmin: Så du mener, at man skal makse ud på alle parametre, før der kan skabes en investering?

Michael: Ja, for man jo huske på at inden for ventureinvestering er det forbundet med meget høj risiko. Tommelfingerreglen med 1 bliver til noget ud af 10 og løfter hele porteføljen. Man har jo markant mere risiko end længere oppe i fødekæden som f.eks. PE, hvor man kigger på nogle helt andre afkastmultipler. Der kigger man mere på 3-4x. Så det er jo den her CAPM tankegang med risikoen. Hvor man som early stage investor påtager mere risiko for at få mulighed for højere afkast. Så jeg tror bare, at hvis man skal prioritere return ift. team, så mener jeg det er forkert. Jeg mener det er en samlet pakke det her.

Yasmin: og hvad med de enkelte?

Michael: ja, for min pointe er at i og med at man bevæger sig i et meget risikofyldt element, så skal man ligesom have rigtig mange ting til at gå op. Det skal være et stærkt team, der skal være traction, teknologien afhænger jo lidt af hvad de laver. Hvis selskabet sælger en teknologi, hvis de ikke sælger en teknologi, men andre ting som f.eks. inden for e-commerce. Så er det jo ikke direkte en teknologi vi sælger. Men det er rigtigt, at den skal være unik. Men inden for e-commerce behøver man ikke have en fuldstændig unik teknologi. Men når teknologien er produktet, så er det selvfølgelig en skarp teknologi – det siger sig selv.

Transformative: Ja, altså det er jeg også enig i. Du skal jo have et eller andet, som ikke bare er det, som der er. Så man kan lidt kalde det transformative eller strong USPs for det produkt, som man har.

TAM er jeg enig i skal være stort – internationalt. Nu skal man jo heller ikke gøre det mere forvirrende end det er i forvejen, men der er jo nogen succesfulde selskaber, som ikke går efter markeder som er kæmpe store. De har måske et niche produkt. Det mest oplagte eksempel er inden for biotech eller medicinal industrien. Men det er måske undtagelsen. Generelt er det vel godt at have et stort marked at træde ind i. Det tror jeg ikke der er nogen, som vil sige jer imod med.

Timing, er også vigtigt. Timing er alt. Der er jo så mange som altid citerer Apple, ift. *"its not about being the first, its about being the best"* og det er jo selvfølgelig rigtigt. Her man kan se på mp3 afspillerens historie. Men Timing is everything. Det er det. Det er det for rigtig mange ting i livet. Timing er bare ekstremt vigtigt. Men det der kan være med timing, er jo at det kan være meget svært at styre. Det er der også med nogle af de andre ting, men startupselskaber har meget lidt indflydelse selv på den gode timing, men det handler om at ramme den. Det kan dog være svært i praksis, at få enhederne til at gå op.

Men jeg er selvfølgelig enig i alle de her ting og mener, at det er det, som leder til total return. Men det der er med return, som gør den lidt svær. For return afhænger jo af værdiansættelsen.

Kathrine: Ja, men sådan som du skal forstå return, er at det er en del af screeningen. Her vurderer man afkastet. Så tror man på et potentielt afkast i den pågældende størrelse, når man screener den her virksomhed?

Michael: Ja, men det ved man jo først når man har værdiansættelsen. For man skal jo se hvor meget man skal af med for en ejerandel i en virksomhed før man kan komme frem til reutr. Så det er lidt mere som om den her return er lidt cross cutting, for det er kontraktforholdene egentligt også. For man kan sige, at når man sidder og forhandler SHA osv. Så hver eneste gang, at den ene part får noget og den anden giver noget, så ændrer det jo lidt risikoprofilen og dermed værdiansættelsen. Så det kan være svært at kvantificere i en paragraf, både ift. en helheds vurdering af risiko, værdiansættelse og return.

Michael: Enig i, at det kræver en velstruktureret forretningsplan.

Michael: Værdiansættelse – ja for jo tidligere det er, jo tidligere er det at sætte en model på. For det giver ikke mening, hvis man møder Kurt og Gertrud, som har en ide, hvor de ikke har lavet noget endnu. Så giver det ikke mening at lave en kæmpe excel model, hvor man regner forecasts de næste 100 år. Det er mere eller mindre umuligt. Og man kan i hvert fald være sikker på, at det forecast, som man laver kommer ikke til at holde. Så når man har ens tørre veletableret virksomhed, så giver det mere mening at bruge de her excel modeller. Men det er jo ikke tilfældet. I den her situation, i de tidlige stadier, er det meget noget med om man tror på, så en sammenvejning af de 7 parametre og så kommer man frem til en værdiansættelse ud fra noget erfaring frem for en matematisk optimering.

Yasmin: Så det giver mening for dig med forhandling og tommelfingerregler?

Michael: Ja, for det er klart at man jo går ind med nogle grænser. Her vil jeg dog kalde tommelfingerregler/erfaringer. For tommelfingerregler lyder lidt mere uprofessionelt end at noget er erfaringsbaseret. Men ja, det er passer fint. Man kan dog sige, at prisen er ikke det vigtigste, men det kommer jo an på om man forventer at man har en god investering. Så prisen kan jo sagtens være walk-away punktet. Så man kan godt være enige om alt andet, men så ikke være enige om prisen og så bliver det ikke til noget. Man kan jo se det ved alle de her First North investeringer. Her har der jo været noget diskussion i medierne, uden at jeg har sat mig ind i de enkelte cases, men der er noget om at de har været prissat meget højt, som så har sat sig kraftigt i aktiekursen. Det bliver meget tydeligt, når det er på en børs, men det er jo det samme med startupvirksomheder i det private marked. Så om man børsnoterer eller går ud og sælger, så kan der være nogle som siger at de aktier gider jeg ikke købe selvom jeg synes virksomheden er spændende, men det er simpelthen for høj værdiansat.

Så jeg tror bare, jeg vil sige at prisen er stadig vigtig for investor. Enten er man med på den eller også er man ikke.

Yasmin: og til sidst har vi jo de kontraktlige forhold, som er lidt en blanding af det hele, men det er det, som giver den endelige investeringsbeslutning. Og her er det ikke den dybere juridiske forståelse, men bare en overordnet fokusområde i kontrakten.

Michael: Ja, men alle de tanker man har, de bliver jo ligesom skrevet ned i en shareholder agreement og investor agreement og hvad man ellers har. Men der kan jo også være nogle ting her, som er vigtig for værdiansættelsen. For igen, er det noget med: kan man leve med det eller kan man ikke – det er walk-away punkter. Det er klart, at hvis man er alt for founder friendly, så kan en VC fond fx ende med at se rigtig dum ud, når de har givet de her terms væk. Det er jo en kompliceret aftale, med 40 siders juridisk tekst. Det er ikke alle sider, som er lige kontroversielle og nogle punkter er vigtigere end andre. Det er lidt en samlet pakke. Det er også her meget af forhandlingen kommer. Forhandlingen foregår vedrørende værdien, men også som en del af kontrakten som også har indflydelse på værdien. Så det er jo det her med, at ramme en ordentlig balanceret, for hvis en fond presser for hårdt, så vil founders jo ikke være motiveret. Og føler at de bliver underløbet, så det skal jo ligesom være en balance, hvor alle parter synes at det her er godt og de begge vil give noget og tage noget. Det skal indeholde noget, som folk kan leve med. Men det handler også om ikke at stille for mange krav, for en del af det her er jo også hvilke krav der er til selskabet fra VC siden. Og der skal man ikke overfylde aftalen med krav, så de bruger tid på dette i stedet for at vækste forretningen. Så det er en helhedspakke, hvor man ser på om man kan leve med det her og så er det jo også specifikt fra case til case, hvor nogle bare synes at noget er vigtigt og andre ikke synes det er vigtigt. Her ligger nogle bare vægt på forskellige ting, selvom man er i et team. Grundlæggende synes mange nok, at de samme ting er vigtige, men så er der forskellige personlige prioriteter.

Yasmin: Fedt tusind tak – det er fedt.

Michael: Ja, men giver det mening det her?

Kathrine: ja, du kommer jo med rigtig mange pointer, som vi allerede er begyndt at diskutere. Som f.eks. at det hele afhænger lidt af hinanden og man kan ikke rigtig skille det ad.

Michael: ja, men det giver jo mening, for jeg synes det er en god måde at dele det op på, for man kommer jo ikke videre til kontrakten, hvis der ikke er nogenlunde enighed om det ovenstående. Man kan jo sige, at allerede ved teamet der stopper den, hvis man ikke synes teamet er godt. Specielt ikke på det her stadie. Det kan dog sagtens være senere i større virksomheder, hvor det er nemmere at skifte ledelsen i en mere etableret virksomhed. Men det er lidt noget andet hvis man investerer i en virksomhed som har omsat for 1m, så kan man ikke bare skifte ud og finde en ny ledelse. Det er derfor et team er så vigtigt, men det bliver mindre vigtigt jo større virksomheden er. For jo større virksomheden er jo mere uafhængig er den af ledelsen. Så jeg er enig i tankegange, men der er noget visuelt omkring det

med return. For hvis man kaldte den der 7'er initial return assessment og så måske en tuborg ude i højre side eller nede i bunden, hvor man giver den samlede return.

For at at the end of the day, der sidder man med det hele. Det er jo derfor at sådan noget med investeringer er et presset og kompliceret arbejde, hvor at man på den anden side skal have et eller andet estimat for hvad afkastet bliver på det her. Og det er jo et resultat af de 6 parametre, værdiansættelsen og kontraktforhold. Det er først her man har et endeligt bud på sit afkast. Så jeg tænker, at det i skriver der – er noget med initial return assessment. Og så til sidst, har man jo et final return assessment. Så det er noget man justerer undervejs.

Det er faktisk rigtigt den måde i har sat op på her, hvor man til at starte med laver en hurtig Høker og så opdaterer man det hele til sidst, når man har hele pakken.

Yasmin: [Afslutning]

Bilag 17: Spørgeskema med svar fra 57 respondenter

Best practice på det danske marked for risikovillig kapital

57

Svar

48:16

Gennemsnitlig fuldførelsestid

Aktiv

Status

1. Hvilken type investor er du?

💡 Insights

● Venturekapitalfond	12
● Business Angel	38
● Andet	7



2. Investerer du alene eller i en gruppe af Business Angels

💡 Insights

● Alene	22
● Gruppe af Business Angels	16



3. Angiv evt. dit navn/navn på din virksomhed

33

Svar

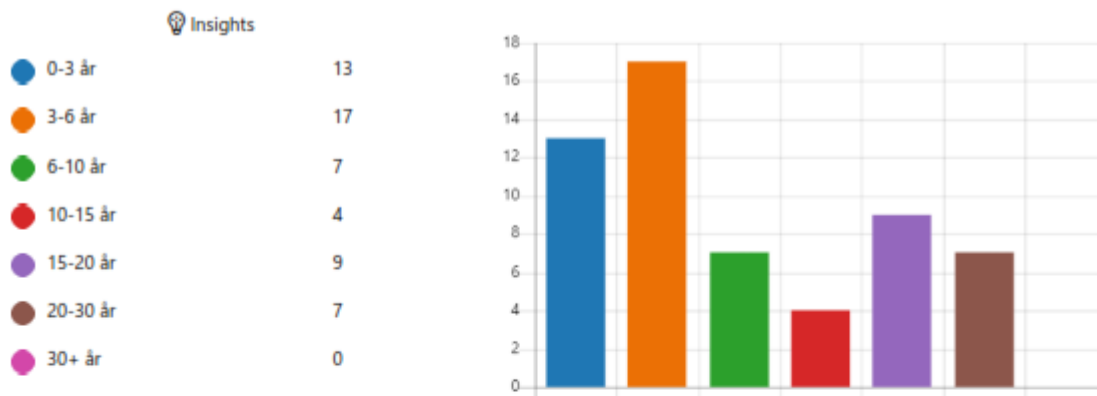
Seneste svar

Spørgsmål 3: Kommentarer fra respondenter

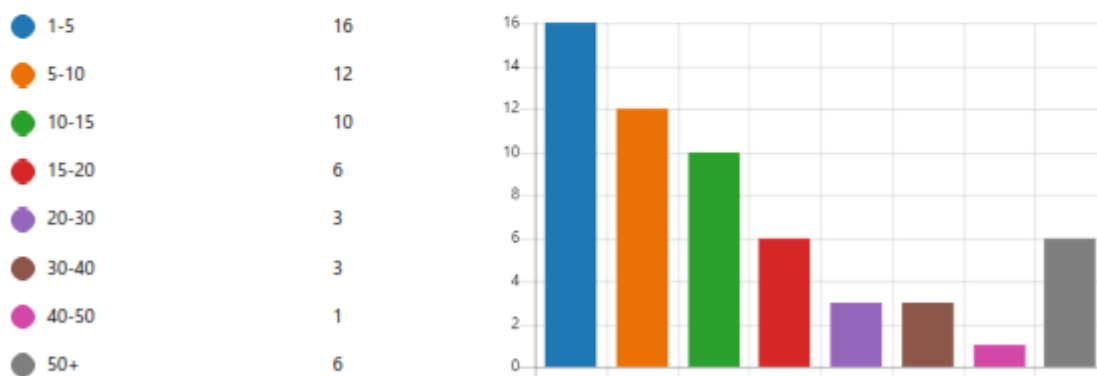
ID	Angiv evt. dit navn/navn på din virksomhed
2	Commercial Excellence Cvr 38004409
3	Jeg investerer både Alene og i Gruppe af BA. Men mest alene ell sammen med 1 mere
5	Kickass capital
6	Flemsen Holding ApS og Flemsen Holding NewCo ApS
11	RCG ApS
12	Keystones A/S
15	Dico ApS
16	Rulebreaker Ventures
17	Northcap Partners
18	Hafstrøm Nielsen
19	Vækstfonden
21	Gongfi ApS
22	IT+ Holding
23	Artlinco A/S - Søren Frahm
24	Lena Beck Rørvig
26	Dorte Gro Holding ApS
27	36540117
30	Borean Innovation A/S
31	Spitfire Copenhagen
33	Anonym
35	Novo Holdings
37	Sunstone Life Science Ventures
38	NH Rasmussen Holding II ApS
39	finnstoy.dk aps
40	Kinondo Invest v/Jacob Thygesen
42	Industri Udvikling
43	Vestvej Holding
44	Thorbjørn Rønje / Morph Capital A/S
45	Enrico Krog Iversen
46	Andersen Advisory Group A/S

- 48 Wild Child Capital
- 51 Bjerre Kusk Holding ApS
- 52 ABridge ApS (den primære 'skal' for vores VC investeringer, Gundersen FO)

4. Hvor mange år har du/l været aktiv(e) som investor(er) på markedet for risikovillig kapital?



5. Hvor mange startupvirksomheder har du/din virksomhed investeret i i alt?



6. Angiv evt. navne på nogle af de startups du/din virksomhed har investeret i.

38
Svar

Seneste svar
"Ønsker jeg ikke"

Spørgsmål 6: Kommentarer fra respondenter

ID	Angiv evt. navne på nogle af de startups du/din virksomhed har investeret i.
2	North Consulting
3	Capdesk
4	Actimo ApS
6	Tiimo, Swiipe, Cornered, Straxfix Technology.....
8	Falcon.io, Octoshape, Linkfire, Intelepeer
9	Vivino, endomondo, trustpilot
10	Apoteka
11	NORD.Investment, mDundo, Sky.Garden, Likvido, Meploy
12	Fluidan, Remic Microphones, Space Invaders, Monsenso, etc.
14	Blue Ocean Robotics, OnRobot, Mapspeople, Neurescue, Marleybones....
15	Jubii, Mermaid Computers, I-data, DIBS, se iverigt portefølvirksomheder p.t. på www.dico.dk
16	November First, Ocean.io, SafeOnline, Tame, EasySize, ... inddirekte TrustPilot, Spotify, Kahoot, iZettle, Klarna, Napatech, Asetek, ...
17	Falcon Social, Autouncle, Scalado, Visiopharm
19	Se: https://vfventure.com/da/portefoelje/
20	Euroinvestor, Amalo, Ageras, GoLearn, nBoard
21	Abrella ApS, Pool Legends IVS, Fieldsense ApS, Linkaiders ApS,
22	Ohmatex, ClearviewTrade, Fieldsense
23	INDU, ProParent, Tap-It, Weedfighter, Applytech
24	Adiso & Recruitio
27	LuggageHero, Tales
28	Revolut, LuggageHero
30	se borean.dk
31	BotXO, Colibo, Meploy, Mdundo
32	Labster, Seaborg Technologies, Lifeshelter, WaterBearNetwork, Seasony
33	Anonym
35	Veloxis, Orphazyme, Galecto
38	Secunia, HelloRetail, Penneo, Crediwire, Adi, Ashtown, Supwiz, Pento, Forgotten Anne, Meeting VR, Datafy
39	CLC Bio A/S, Cetrea A/S, FieldSense A/S, Flow Robotics A/S, Ohmatex A/S,
40	Soundboks, Plastix, NorCod
43	Teton.ai, Cavea, GoGlamping, PlantCab, OnRobot, Vildmarkbad + fonde

- Investor / Co-Builder - Complyon.com - Compliance management (i.e. GDPR, Risk & Control) - Kontrast.dk - Liberal-conservative Danish media - Risika.dk - Credit rating and CFO dashboards - Molteo.com - Project management tool for in construction companies - Unobrush.com - Toothbrushing reimaged - Meetbutter.io - Zoom for workshops - DevelopDiverse.com - Inclusive communication for talent recruiting - CocktailCompany.dk - Cocktail Catering & Virtual Cocktail Events - IsTilFest.dk - Ice production - Danero - Romanian vineyard and winery - Swiipe.dk - One-Click shopping - BlackBox Trading - Crypto Algo-trading Investor only - Boost.vc - VC Fund with investments in, Etherscan, Coinbase, Aragon, Polychain and more. - Pronomos Capital - Build-a-city as a service - Mattereum.com - Tokenization on blockchain - Reserve.org - Stablecoin designed to reduce risk
- 44
- 45 Universal Robots, OnRobot, Perception Robotics
- 46 CBB Mobil, Mobilethink, Tweaker, Configit
- 48 Joe & The Juice, Gazello, The Agora Hotel, Jungle Space StartUps
- 51 Confekt.io, AnnoAnno, Vuuh.com, Reshopper, BRIKK
- 52 OnRobot / Cardlay / GekkoBrain / Ambolt AI / Lorenz Technology / Eupry / Ulobby / MyMonii mv.
- 53 BeMyEyes, SolarSack,
- 58 Ønsker jeg ikke

7. Hvilket stadie investerer du/I typisk på?

💡 Insights

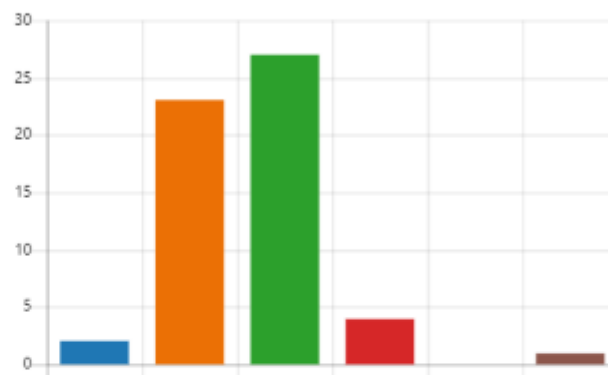
- Seed stage [definition: første e... 23
- Early stage [definition: vist pro... 28
- Late stage [definition: finansie... 6



8. Hvad er din/jeres investeringshorisont?

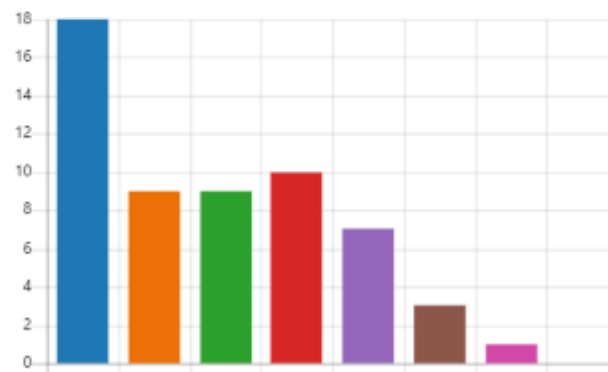
💡 Insights

- 0-3 år 2
- 3-6 år 23
- 6-9 år 27
- 9-12 år 4
- 12-15 år 0
- 15+ år 1

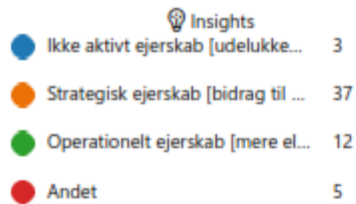


9. Hvor stor en ejerandel går du/I typisk efter?

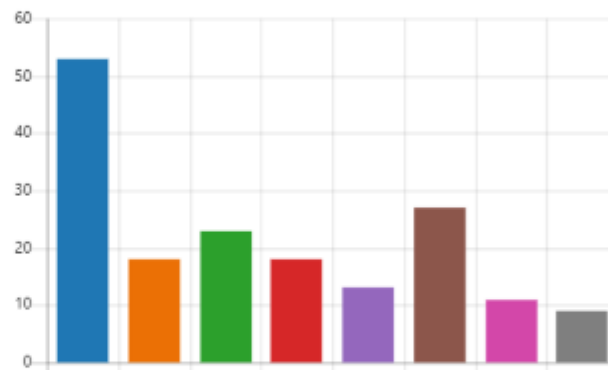
- 0-5% 18
- 5-10% 9
- 10-15% 9
- 15-20% 10
- 20-30% 7
- 30-40% 3
- 40-50% 1
- +50% 0



10. Hvilken grad af aktivitet følger med dit/jeres ejerskab?



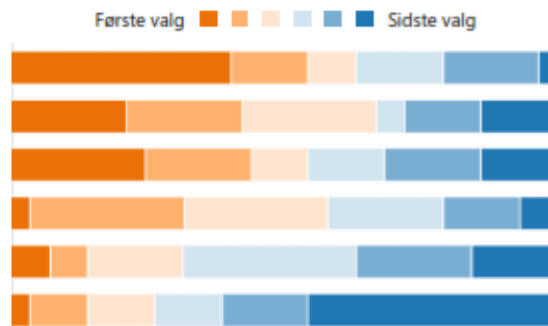
11. Hvilke parametre vurderer du/l er VIGTIGST i screening processen af startupvirksomhederne?



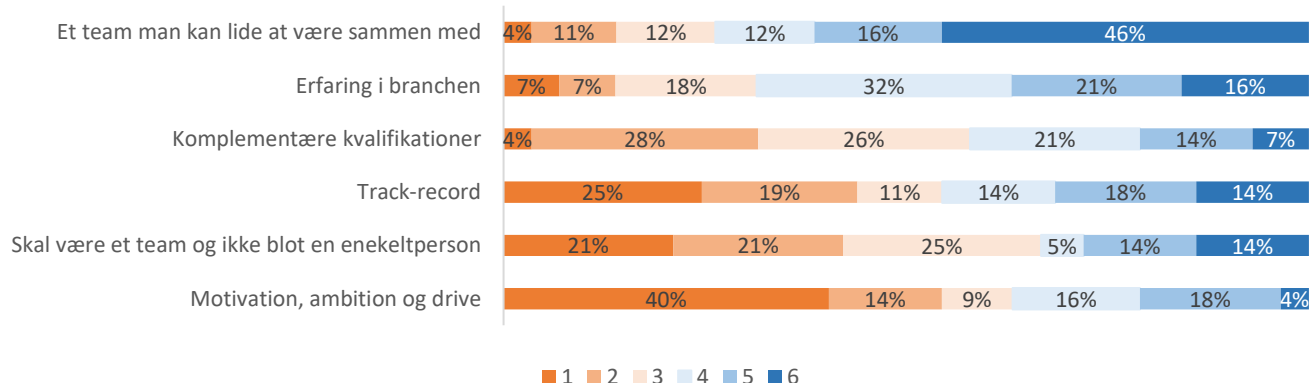
12. Når du/l skal vurdere et team, hvad er så vigtigst?

Rangering Indstillinger

- | | |
|---|-----------------------------------|
| 1 | Motivation, ambition og drive |
| 2 | Skal være et team og ikke blot... |
| 3 | Track-record [erfaring med op... |
| 4 | Komplementære kvalifikationer |
| 5 | Erfaring i branchen [uddannel... |
| 6 | Et team man kan lide at være ... |



Spørgsmål 12 (detaljeret)



13. Total Addressable Market

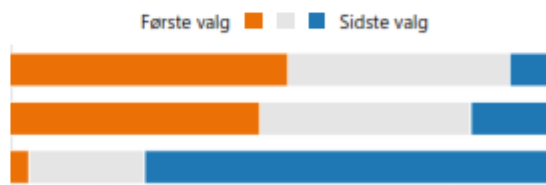
Lokalt potentiale	0
Nationalt potentiale	6
Internationalt potentiale	42
Hvis problemet er stort nok - ...	5
Andet	4



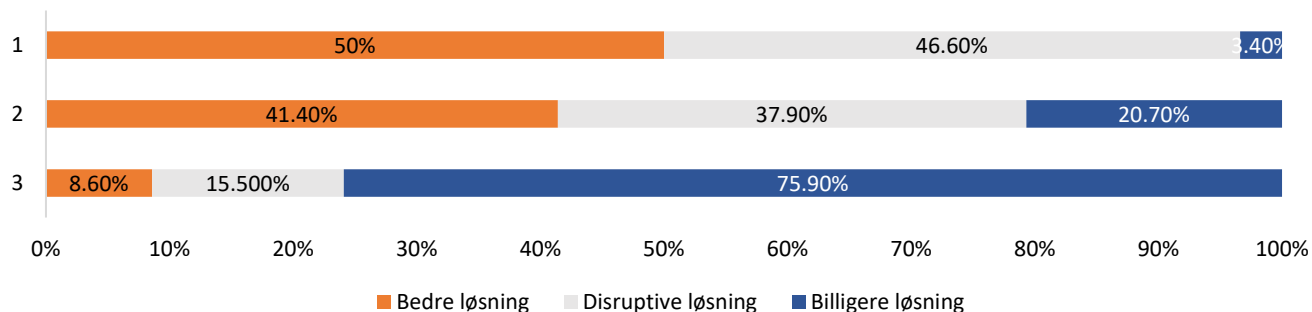
14. Transformativitet

Rangering Indstillinger

1	Bedre løsning [feks. mere bru...
2	Disruptive løsning
3	Billigere løsning



Transformative på tværs af finansieringsstadier (detaljeret)



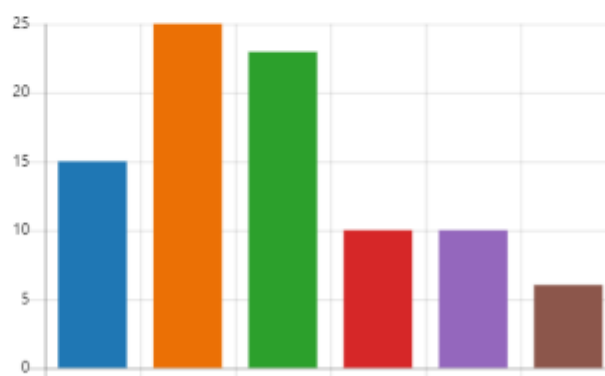
15. Traction

● Proof-of-concept [bevis på for...	23
● Proof-of-business [forretninge...	19
● Proof-of-scalability [forretning...	9
● Andet	6



16. Kunder/Omsætning

● Test-fase [produktet/servicen ...]	15
● Kunder [virksomheden har no...]	25
● Omsætning [virksomheden ha...]	23
● Vækstende kundeantal [virkso...]	10
● Vækstende omsætning [virkso...]	10
● Andet	6



17. Angiv venligst eventuelle kommentarer til spørgsmål 11-16.

10

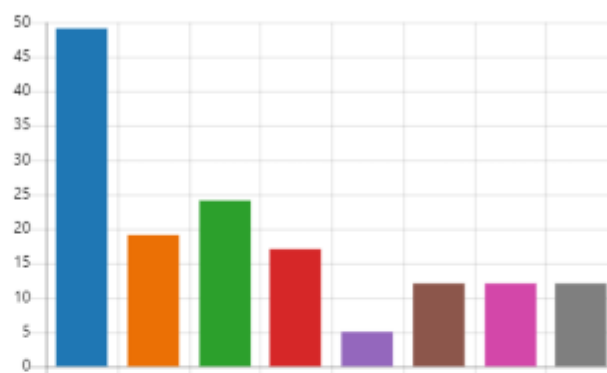
Svar

Seneste svar

"Det er vigtigt, at virksomhedens produkt/service løser et erkendt og pr...

18. Hvilken branche investerer du/i i?

Tech	49
Consumer goods	19
E-commerce	24
Health care	17
Landbrug	5
Industri	12
Finans	12
Andet	12



19. Er der nogle særlige forhold man skal være opmærksom på indenfor de primære brancher du/i investerer i?

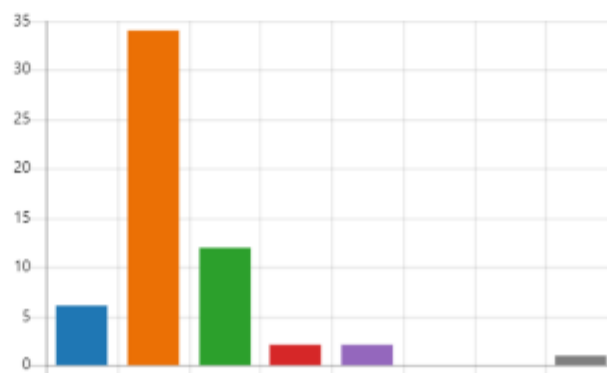
16

Svar

Seneste svar

20. Hvilken forventning har du/i typisk til afkastkravet for en investering?

0-5x	6
5-10x	34
10-15x	12
15-20x	2
20-30x	2
30-40x	0
40-50x	0
+50x	1



Spørgsmål 17: Kommentarer fra respondenter

ID Angiv venligst eventuelle kommentarer til spørgsmål 11-16.

- 3 Det er ikke at der kan proppes i boxe. Nogle gange er personerne bare de rigtige, så skal resten nok komme (man kan godt give køb på enkelte af sine parametre)
- 9 til spm 6 jeres definition af seed stage er for tidligt. Vi kalder det pre-seed stage for tech virksomheder.
- 15 Ad 14. Virksomhederne har sjældent dokumenteret "proof of scalability", men man skal kunne tro på at det kan etableres/tilpasses, således at det kan nås evt. efter et par år.
- 29 Det bliver efter min mening ikke så anvendelige konklusioner der kommer ud af dette. Der er ikke kun et svar, der burde tillades flere og vægtede svar.
- 32 Det ville være klædeligt med svarmuligheder der indbefattede Impact som svar
- 33 Nr. 15 afhænger af sektor og teknologi dybde
- 43 Der er mere end blot sort/hvidt, casen kan være god og intet bevist men ideen er god så kunne jeg bliver fristet.
- Min portefølje er opdelt i to kategorier:
- Early stage hvor det er krav at der er et begrænset antal betalende kunder / pilotkunder. MVP skal være på plads ligesom team mv
- 52 Scale-up er dette også vigtige parameter, men når der skal sættes mere `fart` i maskinen er det meget vigtigt der ligger en klar strategi for eksekvering baseret på traction og erfaringer ligesom der skal være styr på `unit metrics` (ie. CAC vs LTV), segmentering, kommunikation osv
- 55 Spg. 6 er ikke korrekt svaret, da det er mellem svarmulighed 2 og 3 vi går ind.
- 57 Vores fund investerer kun i secondaries, dvs. vi går først ind EFTER min. en a-runde.
- Man kan have udviklet "verdens bedste og flotteste papirklips", men det er nok et produkt, som kunderne ikke vægter særlig højt.

Spørgsmål 19: Kommentarer fra respondenter

ID	Er der nogle særlige forhold man skal være opmærksom på indenfor de primære brancher du/I investerer i?
3	Finans er reguleret. Personer skal være kapable
4	Stærkt netværk
6	Næh.....
7	Det skal være skalerbart og vi skal kunne se et globalt potentiale
9	syndikeringspotentiale og exit spiller også en rolle når man skal bygge globale vindere
10	Kompleksitet. Jeg foretrækker kompleksitet, da det er med til at reducere entry og konkurrence
12	Vi investerer bredt, så meget fokus på team og kundebeviser...
16	Undgå politisk regulerede markeder ... f.eks. energi-markeder med feed-in tariffer, eller by-cykler i offentligt udbud, ... Undgå kapital-intensive investeringer , typisk hardware.
20	Kræver stor viden om hvordan tech fungerer og hvordan kunder reagerer
35	Det tager lang tid i biotech før der kommer salg
37	Vi investerer i R&D risikoafklaring, ikke i kommerciel acceleration eller vækst. Modellerne for værdisætning og værdiskabelse er meget forskellige.
41	Regulering
43	Der er mange om budet.
46	Jeg investerer udelukkende i cloud-baserede softwareselskaber, der bygger på SaaS som forretningsmodel
48	Tech er et buzzword, og F&B er en af de hårdeste brancher at få success i.
52	Jeg investerer IKKE i betting, gaming, blockchain, crypto valutaer, Pharma, BioTech

21. Angiv venligst dit/din virksomheds gennemsnitlige afkast på investeringer gennem de sidste 5 år.

41

Svar

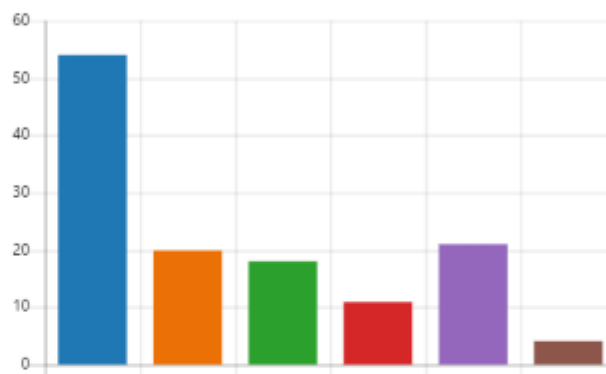
Seneste svar

"For tidligt at sige. Har kun været igang i 4 år og arbejder med en tids..."

"25%"

22. Hvad udgør en succesfuld investering for dig/din virksomhed?

Exit af virksomhed med afkast ...	54
Børsnotering af virksomhed	20
Opbygning af en profitabel vir...	18
Sociale, bæredygtige og/eller ...	11
Sjov og lærerig process omrin...	21
Andet	4



23. Hvad skal en kontrakt indeholde mellem dig/din virksomhed som investor og founder/target virksomheden, for at sikre den kontraktlige "gode aftale" og strømlinede interesser?

35

Svar

Seneste svar

"Motivation for founders skal bevares"

"En fair og balanceret aftale hvor Founders har indflydelse og mulighe..."

"Enighed om de væsentlige beslutninger"

24. Benytter du/I management fees (forvaltningshonorar) i det kontraktlige forhold?

💡 Insights

Ja	9
Nej	48



Spørgsmål 21: Kommentarer fra respondenter

ID	Angiv venligst dit/din virksomheds gennemsnitlige afkast på investeringer gennem de sidste 5 år.
2	4x
3	15%
4	10-15x
5	10+
6	Seks gange
7	3X i gennemsnit - Ventures er et Outlier game - så det er få investeringer der skal betale hele fonden hjem
8	15%
9	20% +
10	120% per år / 6x ialt
11	1 x
12	Multibel på 3 x investeringen
13	Ingen exits endnu
15	3,5 X
17	2X
18	15X
20	Aner det ikke
21	Måske 300%
22	0
23	har ikke exittet
25	30
27	30%
29	X10
30	1,8
31	2x
32	N/A
33	N/A
35	18% IRR
38	1.000%
39	8x
40	0% - een investering med højt afkast og 4 med negativt afkast.

- 43 20% pr. År.
- 44 Svært helt at sige endnu da vi kun er ca. 3-4 år inden i vores første cyklus, men nok omkring 50-100% pr. år.
- 45 80X
- 46 10X
- 48 1 exit på 25x so far.
- 49 Na
- 50 Er så stort et mix af aktier, ejendomme så vel som private equity at dette ikke kan besvares så simpelt
- 52 N/A
- 53 20-30%
- 56 25%
- 58 For tidligt at sige. Har kun været igang i 4 år og arbejder med en tidshorisont på mere end 5 år.

Spørgsmål 23: Kommentarer fra respondenter

ID	Hvad skal en kontrakt indeholde mellem dig/din virksomhed som investor og founder/target virksomheden, for at sikre den kontraktlige "gode aftale" og strømlinede interesser?
2	Exit terms
3	Aligned incentives. Det er meget individuelt ved hver virksomhed.....det kunne man skrive bøger om
4	Stærkt og professionel ejeraftale med vetoet samt tilsvarende investment agreement
6	Ikke noget usædvanligt. Almindeligt termsheet er fint for mig. Alle investorer skal være stillet ens (bortset fra Warrants. Vi har strukturerede standard kontrakter som vi typisk anvender - men noget af det der er vigtigt er hvordan captable ser ud nu - og om der er plads til en venture rejse. Der er mange ting der er vigtige i en kontrakt, Founder vesting, Lockup på founders, veto rettigheder, Warrants til team og andre Co-founders osv.
7	standard VC terms nedenfor blander I kontrakt mellem LPs og os som VC og VC kontrakt til iværksætterne.
9	jeg svarer nedenfor i relation til iværksættere
10	exit conditions, betingelser for kapital forhøjelser, bestyrelsespost, corporate governance, liste over væsentlige beslutninger som kræver godkendelse af mig som investor.
12	Helt standard ejeraftale med mindretalsbeskyttelsesklausuler etc. Det er vigtigt at der etableres "fælles interesser" mellem founders og investor; - herunder lægger vi vægt på at founders ikke har andre "sideinteresser"; - det medfører f.eks at vi aldrig investerer i datterselskaber/spin-outs, hvor ejere/founders også har andre interesser.
15	
16	At ingen part har veto, eller majoritet. At det erklærede fælles mål ikke kan "blokeres" senere.
19	Bestyrelsespost, drag-along, tag-along, præferenceaktier, leaver provisions, veto-rettigheder på material decisions og garantier
20	At vi er enige om ambitionerne
23	konkrete mål samt skarp fordeling af opgaver og ansvar
29	Ærlighed, transparans, holde aftaler, dele både gode og dårlige nyheder, ingen halve sandheder Det er en hel dokumentpakke, hvoraf investeringsaftale med milestones/trancher samt ejeraftale og ansættelsesaftaler er de væsentligeste
30	
31	Good leaver bad leaver clause
32	Ligeværdighed i krav - founder friendliness som basis
33	Vilkår der sikre strømlinede interesser og at grundantagelserne for investeringer er til stede - fx bad/good leaver
34	Kortfattet ejeraftale med sædvanlige vilkår.
35	fair risk-reward deling Det kan ikke besvares i et par linjer da kontrakten skal aftale mange aspekter af en udvikling som kan gå både fantastisk og helt galt - især når interesserne netop ikke er strømlinede. Derfor er det ofte en kompleks kontrakt med mange sider. Det som man måske kan fremhæve er at den bør være transparent og diverse komplekse paragraffer bør eksemplificeres med udregninger så alle forstår implikationerne af hvad som er aftalt.
37	
38	Det er mest forventningsaftalen som er vigtigst. Forventninger for indsats, resultater, mål, fremtid. Og det gennem drøftelser. At forsøge at tilsikre strømlinede interesser gennem en kontrakt er næppe muligt i en startup.

- 39 fair og balancerede vilkår
- 40 Beskrivelse af business case, samarbejdsmodel og indflydelse i tilfælde af væsentlige spørgsmål
- 42 Fælles mål om exit og størrelsesorden på selskabet til den tid. Enighed om væsentlige beslutninger. Ledelsen driver virksomheden i dagligdagen. Vi deltager fra bestyrelsen og i strategiprocesser mm.
- 43 ?
- 44 Vesting, samme aktieklasse, tag along/drag along, warrant pool, at de selv investerer både tid og penge.
- 46 En kontrakt, der holder hele vejen igennem og som ikke skal lave om med deraf udvanding er foundere
- 48 Lige gyldigt hvad, hvis der ikke er kemi, og man kommer til det stadie hvor man skal til at diskutere kontrakt forhold så er der nok ikke meget mere at komme efter. En kontrakt skal indeholde det væsentlige omkring forventninger til hinanden samt aktiefordelinger.
- 50 afhængigt af virksomheden, men arbejder ofte med preference aktie hvor investor får udloddet dividende først indtil investeringen er tilbagebetalt + specifikationer for udbetaling af udbytte + div tag and drag
- 51 Ejeraftale, investeringsafkast
- 52 Sædvanlige klausuler i SHA om minoritetsbeskyttelse ved VC investeringer (Væsentlige beslutninger, drag-along, tag along, founder lock up, konkurrenceklausul, forkøbsret mv.)
- 56 Enighed om de væsentlige beslutninger
- 57 En fair og balanceret aftale hvor Founders har indflydelse og mulighed for højt afkast, når tingene lykkes.
- 58 Motivation for founders skal bevares

25. Benytter du/I carried interest (honorar ved merafkast) i det kontraktlige forhold?



26. Er preferred stock (præferenceaktie) et krav i det kontraktlige forhold?

💡 Insights



27. Benytter du/I konvertible lån?

💡 Insights



28. Kommenter venligst på spørgsmål 24-27.

21

Svar

Seneste svar

"Afkastet på investeringen skal bære det hele. Konvertible lån kan vær...

"Det er case-by-case vilkår, men ovenstående kan benyttes - herunder...

29. Er der andre mere subjektive parametre, der ligger til grund for din/jeres motivation for at være business angel/ventureinvestorer?

21

Svar

Seneste svar

"Min egen evne til og forudsætning for at bidrage"

Spørgsmål 28: Kommentarer fra respondenter

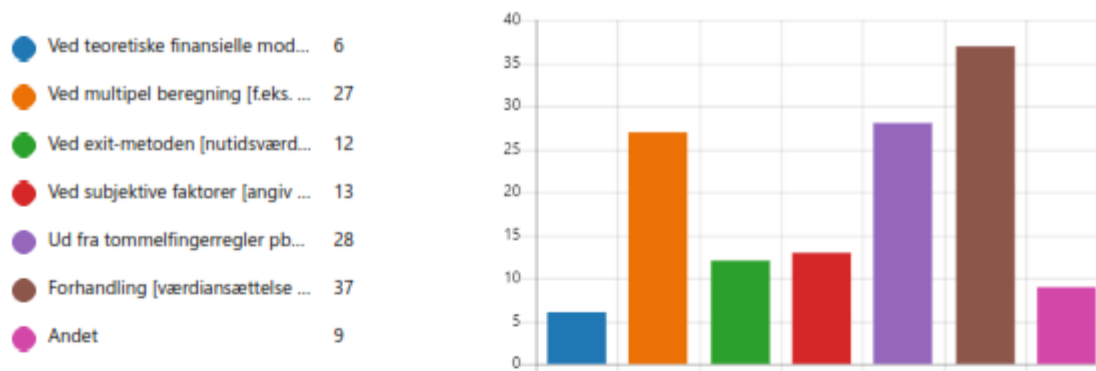
ID Kommenter venligst på spørgsmål 24-27.

- 3 Man skal være realistisk med disse virksomheder. Pengene har det bedre inde i virksomheden så de kan arbejde.
- 5 Har benyttet mig af alle 3 muligheder i 25-27, men det er ikke et krav
- 6 Jeg har konvertible lån, men gør det ikke mere.
- 11 Det fleste kan ikke svares med Ja/Nej, da det helt afhænger af investeringen. Svar 25-27 både være både/og.
- 12 Vi holder det simpelt samtidig med at der ikke bliver forskel på investorerne og founders
- I enkelte tilfælde benyttes præference aktie struktur, da det nogle gange kan "bridge" et valuation-gap mellem founders og investorer, men det skaber allerede lidt uens interesser.
- 16 Konvertible lån er blot for at udskyde det tungere arbejde med aftaler og den svære diskussion om valuation.
26. Investeres som hovedregel egenkapital, men kan ligeledes ydes konvertible lån som eksempelvis bridgefinansiering frem imod næste runde
- 19
- 20 Jeg køber mig ind og er med på lige fod med founderne
- 26 Vil ikke benytte konvertible lån fremadrettet. Ikke en fordel for mig som investor.
- 30 investeringen skal arbejde i selskabet. Præferencer fordi ejerandelen er lille i fht risiko.
- Spørgsmål 27 kan udvides med konvertible noter der ikke som sådan er lån med renter og afdrag . Eksempler er SAFE og HATCH aftaler
- 32
- 34 Vigtigst er fælles incitamentsstruktur og ikke potentielt kompleks og konfliktskabende.
- Bemærk at der ovenstående er tale om to forskellige kontraktlige forhold. 23&24 relatere sig til kontrakten imellem os og vores investorer (pensionskasser etc) og 24&25 relatere sig til vores portefølje selskaber som vi har investeret i.
- 37
- Låneinvestering giver nogle ekstra sikkerheder i tilfælde af en dårlig udvikling. De andre elementer er mere en skævvridning af afkastprofilen i forhold til ejerandelene
- 40
- 43 Fra case til case
- 48 Vi bruger ikke altid preferred stock men det kan være en af mange forhandlings metoder.
- 51 Ønsker at være founder friendly
- Præferenceaktier benyttes ofte, men er ikke et krav.
- 52 Konvertible lån anvendes på eksisterende porteføljeinvesteringer, men aldrig som den initiere investering i en virksomhed.
- 57 Det er case-by-case vilkår, men ovenstående kan benyttes - herunder også warrants.
- 58 Afkastet på investeringen skal bære det hele. Konvertible lån kan være praktiske, f.eks. hvor værdisætning er svær

Spørgsmål 29: Kommentarer fra respondenter

ID	Er der andre mere subjektive parametre, der ligger til grund for din/jeres motivation for at være business angel/ventureinvestorer?
3	Vil gerne give noget tilbage. De fortjener support. Det skal stadig ha prospect til at være end god forretning. Verden har brug for disruption for at vi kan komme videre. Ledelse skal være hudløs ærlige i deres frekvente investor kommunikation. Shit can happen, but dont hide it.
4	Skabe vækst og arbejdspladser i Danmark
7	Det er fantastisk at være med til hjælpe dygtige founders til at blive succesfulde. Vi har et stort Value Add program - og fordi vi har været på over 400 start-up rejser de sidste 20 år - så ved vi hvad der virker for tidligere iværksættere.
12	Passionen for at arbejde med startups
15	En fantastisk mulighed for at arbejde med meget engagerede mennesker, som vil gøre en forskel; - og oftest er virksomhederne så små, så man undgår "politik" i arbejdet, men fokuserer på at lykkes med virksomheden.
16	Og så har vi lavet så mange forskellige typer fejl, som mange founders kunne have glæde af at undgå :)
20	Det skal være danske investeringer, som giver noget tilbage til det danske samfund.
26	Det er sjovt :-)
29	Der er en række meget unge startups, hvor erfaring fra markedet er ikke eksisterende - de skal hjælpes af en voksen/erfaren, og ikke af en række ligeså uvidende i et tilfældigt start-up-miljø.
30	Sjovt
35	Lærerigt
37	Frihed, nysgerrighed, opportunisme
40	ja, det ligger i regler om innovationsmiljøer at staten skal være med til at tage risiko som det private marked ikke vil
43	Produkterne (medicin) hjælper forhåbentligt på et tidspunkt patienter
44	Ja, jeg vi gør en forskel for patienter som i dag ikke har nogen mulighed for behandling. Vi fokuserer oftest på de mest kritiske sygdomme med den korteste forventede levetid. Vi synes biomedicinsk viden skab er fedt :-) .. og er næsten allesammen naturvidenskabeligt uddannet.
48	Der er stor tilfredsstillelse i at kunne bidrage med noget i samspillet med nogle ivrige og ambitiøse forretningsfolk
50	Nye ideer
51	At kunne skalere mig selv som founder igennem andre founders.
52	At forblive relevant i et hurtigt voksende marked.
58	Skal tro på founderen/teamet og have lydt til at arbejde med dem
	Målet om et godt afkast og kunne være med til at bidrage positivt til udviklingen
	Generelt indsigt fra VC investeringer anvendes desuden til generel information om investeringer i modne PE og noterede værdipapirer.
	Min egen evne til og forudsætning for at bidrage

30. Hvordan foregår værdiansættelsesprocessen?



31. Kommenter gerne på ovenstående besvarelse.

17

Svar

Seneste svar

"Kommer meget an på stadie, branche/løsning og den samlede pakke...."

32. Beskriv hvordan du/I forstår best practice ift. din/jeres investeringsstrategi.

27

Svar

Seneste svar

"Er dækket af andre elementer i besvarelsen"

"Et stærkt, ambitiøst og motiveret team med den rigtige løsning i en v..."

33. Er der nogle specifikke punkter der tidligere har gjort at en investering IKKE er blevet succesfuld?

31

Svar

Seneste svar

"Jeg har to dårlige eksempler. Et hvor teamet ikke levede op til forvent..."

"Team og forretningssystem. Forretningssystemet kan være underinves..."

34. Hvilke parametre ser du/din virksomhed som værende afgørende i processen efter investeringen, for at skabe en succesfuld investering indenfor investeringshorisonten?

31

Svar

Seneste svar

"Klar plan inden investeringen og tæt opfølgning efter"

"At der kan eksekveres på planen, og at de nødvendige prioriteringer o..."

Spørgsmål 31: Kommentarer fra respondenter

ID	Kommenter gerne på ovenstående besvarelse.
3	Person Produkt Prospect. Ville jeg selv købe- bruge det. Kan jeg se et marked.
9	det er ofte for tidligt at lave DCF beregninger. konkurrence situationen kan påvirke valuation
12	Vi holder kurser i dette område, så vi kan sige mange ting om det...
15	Et stærk lederteam er afgørende; da man skal være i stand til at lære af kunder/konkurrenter og ændre/tilpasse virksomhedens produktoffering / primære marked / prissætning etc ligesom det er vigtigt at kunne tiltrække nye kvalificerede folk til projektet. Og så lægger vi (subjektivt) vægt på at vi kan få et godt, åbent og ærligt samarbejde med founders om udvikling af virksomheden.
16	Det er en balance. Hvis muligheden er stor nok, så bliver der nok til alle ved en god eksekvering. Founders og nøglepersoner skal beholde nok til at være motiveret også efter senere udvandringer. Det betyder noget, hvor mange founders der er i teamet. Jo flere ... jo mindre får de hver. Omvendt, er det godt med mere end en founder.
20	Jeg kommer med meget andet end penge og investerer derfor sjældent særligt meget.
30	founder team skal være motiveret men investor skal også have mulighed for +10X på den enkelte case (i vores segment tabes 50%, 40% bliver so so og 10% bliver gode).
32	Subjektive faktorer kan være sales and partnership pipeline, goodwill, impact
33	Jo tidligere selskabet er i udviklingsstadiet, desto mere vanskeligt bliver værdiansættelse ud fra matematiske modeller og i realiteten også meningsløse. Typisk giver det mere mening at gå pragmatisk til værdiansættelse og anskue det fra et udvandrings og kapitalbehovs perspektiv
34	Vil ofte være binært udfaldsrum - så vigtigst er at øge sandsynligheden for succes, herunder at sikre nøglepersoners motivation, ikke den specifikke værdiansættelse.
35	Brug af konvertible lån er en måde at undgå værdiansættelsesproblematik
37	Værdiansættelse: Hvor mange penge er blevet brugt og er de brugt fornuftigt. Skal vi investere: Hvor velunderbygget er sammenhængen imellem biologi og sygdom, hvor innovativ er tilgangen, hvor godt er teamet, hvor efterspurgt er løsninger til den pågældende sygdom og kan vi få andre investorer interesseret i sagen.
40	Fokuserer på at skønne et realistisk omsætnings- og indtjeningsniveau i løbet af en 3-5 års periode for at se hvilken værdi virksomheden kan have ved exit. Dette sammenholdes med afkastkrav og risiko.
43	Der er også en del som er simpel mavefornemmelse
48	Tech er som sagt buzzword og vil typisk have buzz multipler som valuation før de har omsætning, de skal lige have et koldt bad og falde ned til jorden. F&B er "lettere" og der er mange beregninger på en faktuel valuation og så kan man beregne goodwill derefter.
52	Generelt skal jeg kunne se en 10x afkast på hver investering. Dvs. går jeg ind til Pre money val på 40m skal jeg kunne se at denne kan blive +400m værd. Tidshorisont er ikke så væsentlig (omend det naturligvis påvirker IRR)
57	Kommer meget an på stadiet, branche/løsning og den samlede pakke. Generelt meget lidt "Excel" drevet værdiansættelse.

Spørgsmål 32: Kommentarer fra respondenter

ID	Beskriv hvordan du/I forstår best practice ift. din/jeres investeringsstrategi.
2	Det skal være noget, hvor jeg med mine kompetencer og netværk, kan gøre en positiv forskel for virksomheden.
3	Det er summen af ovenstående og god erfaring og god due diligence.
4	Erfaring og mod samt dyb forretningsforståelse - jeg går aldrig ind i en branche eller forretningsmodel, som jeg ikke forstår.
6	Branchekendskab (og teamet).
7	Når man investerer i tidlige tech virksomheder - er det vaskeligt at bruge sædvanlige værdiansættelses modeller idet der ofte ikke er så mange tal at regne på.
9	primære er at skabe finansielt afkast til vores LPs. best practice indeholder evnen til at spotte de kommende vindere, tiltrække dem og hjælpe dem videre gennem deres udvikling, finansiering og ultimativ exit. vi følgere hele tiden med i intl best practice og pr
10	Eksekvering sætter jeg højest. En founder kan have verdens bedste ide eller produkt, men det er evnen til at eksekvere, markedsføre og sælge og hele spully chain som er det afgørende . INTET sælger sig selv!
12	Investeringer i et syndikat med 5-19 investorer, hvor virksomheden får tilført en række nye vigtige kompetencer...
15	Man skal "købe ind" til en OK pris, - og så skal der opstå en situation, hvor det er rigtigt for virksomheden og founders at exitte (sælge/IPO'e), - og det sker typisk oftere hvis man er lykkedes med at skabe en spændende, voksende virksomhed med et stærk team og et markedsledende produkt/service.
16	Den vigtigste aktivitet er at etablere og eksekvere en go-to-market strategi. Hvilket i praksis er meget sværere end man tror.
20	Jeg investerer i ting som jeg selv kan bidrage med i forhold til viden og netværk. Og så skal jeg kunne aktivere mine egne følgere på sociale medier, før jeg gider at være med.
29	Spredning, spredning, spredning og engagement
30	et solidt samarbejde mellem founder team og investor/investorer
32	Profit and Purpose. Ligevægtighed mellem begge sider.
34	Indsigt og klar forventningsafstemning.
35	Et godt team med en differentieret produkt profil, hvor den underliggende biologi er fuldt forstået
37	Specialisering, erfaring og et godt ry bland co-investorer og entreprenører.
38	- dialog med teamet - klare data og transparence ifht data og informationer fra teamet, og krystalklare målsætninger - afdækning af de har mangler og svage områder/faktorer/risks
40	Først og fremmest en løsning som seriøse kunder har vist sig villige til at købe. En forretningsmodel som giver en reel indtjening, hvis det lykkes at vokse. Finansiering skal række minimum 18 mdr og gerne længere - ting tager længere tid end i planen.
43	?
46	Vækst
48	En masse hårdt arbejde i den rigtige retning med en grund ide som ikke er helt ved siden af. Vær ikke bange for at dele den med så mange du kan og lyt til feedback fra folk inden for samme industri. Bare fordi den allerede er fundet på betyder ikke at det ikke duer. Der skal også være et mix af det rigtige team..
50	At team/founder har den rigtige personlighed og kompetencer til iværksætter

- Der skal være en marked i vækst. Der skal være USP. Teamet skal have en 'Hacker, Hustler og Hipster' type. Dvs. Min to personer der kan udfylde rollen som tech wizard, super sælgeren og trendspotteren. Derudover skal der være tech innovation og/eller business model innovation Skal være international potentiale.
- Det er klart vigtigt at lave sin due diligence. Det er afgørende at lave en investering på så solidt et grundlag som muligt. Vi har designet vores due diligence proces til, at måle og veje virksomhed på det juridiske, finansielle og det helt generelle.
- Et stærkt, ambitiøst og motiveret team med den rigtige løsning i en voksende branche med kan penetreres i en fornuftig balance mellem investeringer, tid og risiko.
- Er dækket af andre elementer i besvarelsen

Spørgsmål 33: Kommentarer fra respondenter

ID	Er der nogle specifikke punkter der tidligere har gjort at en investering IKKE er blevet succesfuld?
	Ja:
2	Dårligt styr på økonomi, Urealistiske vækstmål, Manglende kompetencer i ledelsen, Dårlig personlig kemi
3	Founders- ledelse forstod ikke beskeden om at forstå egne begrænsninger og behov for komplementære kompetencer. Vær ydmyg og tag imod hjælp.....den er til rådighed.
4	-
6	Jeg har ikke haft tab endnu.
7	9 ud af 10 startup virksomheder fejler - og derfor er du nød til at have en portefølje tilgang når du investerer. SOm tidligere nævnt så er Ventures et outlier game - og det gælder om at spotte og investere ind i de virksomheder som kan blive globale vindere.
9	masser! mest teams manglende evne til at eksekvere
10	Founder har været igangsætter og ikke haft evnen til at skalere virksomheden, men har ikke været villig til at overlade det og ledelsen til andre. Manglende enighed blandt investorerne til funding. Uenighed om værdiansættelse ved behov for kapitaludvidelser.
11	Meget ofte at teamet ikke fungerer optimalt / ikke kan eksekvere godt nok.
12	Uerfarent team, der tager dårlige beslutninger. Produktet har ikke vist sig at være unikt/godt nok, måske kombineret med store internationale konkurrenter, der via US -venture kapital har mulighed for at "outspende" på marketing. Strid i ejergruppen / uærlige founders.
15	Nogle gange forsvinder/skifter markedet, - og virksomheden reagerer for sent (hvis de overhovedet kan...)
16	Nogle gange opstår der en "blindhed", når man selv mener, at man har "forstået det", og antager, at det har founders så også. Men det er ikke altid tilfældet.
18	Konflikter mellem stiftere / ejere / ledere.
20	At investere i de forkerte mennesker, det går altid galt, uanset hvor godt resten er.
29	Mange, det kræver meget mere plads og tid mange ting - men team spiller altid meget ind både for dårlige og gode cases. det lyder som en floskel, men det er sandt: verdens bedste idé og et halvsidt team: bliver i bedste fald en so so investering, en halvsidt idé og verdens bedste team: bliver en stor succes - hver gang.

- 32 At involvere sig i en forretning som privat equity investor på et område man ikke selv forstår
- 33 Teamet performede ikke som forventet. Markedstiming
- 34 Investering pga. relationer, manglende forventningsafstemning og manglende indflydelse som minoritetsaktionær.
- 35 Mange tidlige biotek investeringer går i vasken fordi forståelsen af den underliggende biologi ikke var god nok
- Investeringer med binære udfald i R&D forløbet
- 37 Investeringer med for mange parallelle og gensidigt afhængige innovationer
- HelloRetail er flyttet fra 0 i omsætning til +25m DKK ARR efter jeg købte venture selskab ud. Var der ikke blevet fundet afklaret ejerskab så var casen ikke flyttet fremad.
- 40 Teknologi ikke tilstrækkelig stærk. Value proposition for svag og dermed for langsom markedspenetration
- 43 Teamet
- For svagt team eller dårlige værdier i teamet. Early stage handler næsten udelukkende om team og deres vilje, drive, kompetencer osv.
- 44
- 46 Dårligt ledelsesteam
- 48 arrogante founders / rodet cap tables
- 50 Dårlig kode, lærte her ikke at investere i produkter hvor jeg ikke formår at vurdere kvaliteten
- 52 Ja, typisk team og deres mangel på prioritering og eksekvering.
- 55 Vi er endnu en ny fond, og har heldigvis, indtil videre, kun oplevet medvind.
- Team og forretningssystem. Forretningssystemet kan være underinvesteret, for kompleks, forældet eller koste for meget at opbygge til, at der kan skabes en attraktiv case på kort og lang sigte.
- 57
- Jeg har to dårlige eksempler. Et hvor teamet ikke levede op til forventninger og hvor vi måtte sige farvel til stifteren og et andet, hvor virksomheden blev fældet af corona
- 58

Spørgsmål 34: Kommentarer fra respondenter

ID	Hvilke parametre ser du/din virksomhed som værende afgørende i processen efter investeringen, for at skabe en succesfuld investering indenfor investeringshorisonten?
2	For mig er det vigtigste at være "hands on" og bidrage aktivt
	Prioriter ! Fokuser på kernen. Opdater en god pipeline- roadmap, men bliv bedst til dit produkt- service.
	Vær ydmyge, tag i mod hjælp, etabler advisory Board, komplimentære kompetencer, ærlig og frekvent investor kommunikation. Ofte kan vi hjælpe hvis noget kører af sporet..
3	Hele området omkring skattemæssige fordele ved Angel invest (og for startups) er misset i dette skema. Det vil gøre en kæmpe forskel for hele Startup markedet. Der kan DK lære af UK.
4	Hårdt arbejde og med meget involvering fra min side af
6	x
	erfaring med at investere i early stage start-ups - og en systematisk investeringsproces - efterfulgt af et skræddersyet value-add
7	program - der hjælper founders over de største og mest typiske begynder fejl.
9	hurtig og struktureret skalering når unit economics er klare. kontinuerlig opgradering af teamet
10	At arbejde tæt sammen med den virksomhed der er investeret i og bruge erfaring og kompetence til konstant at hjælpe med fremdrift.

- 12 Motivationen hos founders, salg af produkter, evnen til skalering og at de kan sikre sig investeringer på rejsen
Ansætte de rigtige/kompetente folk, - og holde fokus på strategien.
- 15 Founders vil ofte for mange ting i for mange retninger på en gang, som så sjældent lykkes.
Go-to-market planlægning, organisering/rekruttering specielt omkring marketing, salg og produkt management/markering.
- 16 Forudsætninger for næste fundraising.
- 18 Kendskab til virksomheden opnået ved at arbejde som rådgiver i 12 måneder før investering.
- 19 Opbygningen af stærkt team og hårdt arbejde
- 20 Lade founderne være i fred, så de kan få arbejdsro og så hjælpe dem alt det man kan, når de har brug for det.
- 26 Teamet er altafgørende
- 29 Timing er nok den vigtigste efter min mening
samarbejde og synergi mellem founder team og investorer
agilitet mht produkt, forretningsmodel og strategi
arbejde meget og tidligt sammen med kunder og begynd at få comitment fra dem tidligt
- 30 "frikadelle reglen" mht exit
- 32 Aktivt ejerskab
- 33 Adgang til viden, netværk og risikovillig kapital
- 34 Udover basale parametre (gældende for alle virksomheder) er de afgørende parametre ekstremt individuelle.
- 35 At de største risici bliver adresseret først
- 37 God ledelse, gode investorer og løbende interaktion med den etablerede industri.
- eksekvering!
- målrettet eksekvering!
- 38 - klar afstemning fremad ifht nye målsætninger
Transparens omkring strategien - brudt ned i actions for de kommende 12 mdr. Etablering af styring og opfølgning til at drive actions.
- 40
- 43 Temaet følges tæt
At hjælpe med funding, skalering, brand narrativ, marketing, salgsorganisation og generel støtte og netværk til founders på alt de har brug for.
- 44
- 46 1) At den nødvendige kapital er til stede; 2) At selskabet vokser som planlagt
- 48 At snak bliver til realitet og at der bliver sat en skrap men realistisk timeline for KPIs
Ikke udvikle for meget på produkt/service, være en god sælger både mht klassisk salg men også til at få mennesker til at tro på og joine dig, kreativitet i at finde løsninger således at hvis noget ikke går så er du god til at finde på andre fremgangsmåder, vilje, stædighed og kampvilje samt business sense
- 50
- Vi er jo ikke med til at skabe noget som passive investorer. Derfor er det afgørende at lave et godt forarbejde, og så håbe på at virksomheden er stærk nok til at bære ansvaret for at skabe succes.
- 55
- 57 At der kan eksekveres på planen, og at de nødvendige prioriteringer og fravalg bliver gennemført.
- 58 Klar plan inden investeringen og tæt opfølgning efter

Bilag 18: Finansieringsstadie ift. investeringshorisont

Investeringshorisont	Seed stage	Early stage	Late stage	Total
0-3 år	0%	7%	0%	4%
3-6 år	35%	39%	67%	40%
6-9 år	52%	46%	33%	47%
9-12 år	9%	7%	0%	7%
+12 år	4%	0%	0%	2%
Total	100%	100%	100%	100%

Bilag 18: Investeringshorisont på finansieringsstadier
Kilde: Egen tilvirkning, spørgeskema

Bilag 19: Vigtigste parametre ift. finansieringsstadie

Screeningsparametre	Seed-stage	Early-stage	Late-stage	Total
Team	33%	30%	25%	31%
Total Addressable market	13%	7%	15%	11%
Transformative	12%	11%	5%	11%
Timing	12%	5%	5%	8%
Traction	13%	19%	10%	16%
Total return	6%	5%	15%	6%
Technology	12%	15%	15%	13%
Andet	0%	8%	10%	5%
Total	100%	100%	100%	100%

Bilag 19: Respondenternes valg af vigtigste screeningsparametre ift. stadie
Kilde: Spørgeskema, Egen tilvirkning

Bilag 20: Løvens Hule værdiansættelsesanalyse

Virksomhed Stadie	Siccaro Early	Barons Early	Party in a Box Seed	Mutebox Seed	Weldingdroid Seed	Sales Styling Early	Geek'd Seed	O'tay Seed	Citat.dk Seed
SØGER	400,000.00	750,000.00	200,000.00	300,000.00	200,000.00	650,000.00	400,000.00	300,000.00	800,000.00
Penge	7.50%	7.50%	10%	10%	10%	10%	10%	12%	10%
Ejerandel	5,333,333.33	10,000,000.00	2,000,000.00	3,000,000.00	2,000,000.00	6,500,000.00	4,000,000.00	2,500,000.00	8,000,000.00
INVESTERING	1,125,000.00	750,000.00	400,000.00	400,000.00	400,000.00	1,400,000.00	400,000.00	300,000.00	1,200,000.00
Penge	33.30%	10%	25%	20%	30%	50%	35%	20%	20%
Ejerandel	3,378,378.38	7,500,000.00	1,600,000.00	2,000,000.00	1,333,333.33	2,800,000.00	1,142,857.14	1,500,000.00	6,000,000.00
Forskel	-37%	-25%	-20%	-33%	-33%	-57%	-71%	-40%	-25%

Virksomhed Stadie	Mr. Beef Early	raskrask Early	First drawing Seed	Kabeltromlen.dk Early	Min Landsby Seed	K for Kage.dk Early	Dialekt Early	Watery Early	Co-meet Seed
SØGER	600,000.00	500,000.00	150,000.00	400,000.00	250,000.00	450,000.00	600,000.00	175,000.00	250,000.00
Penge	10%	5%	15%	10%	10%	15%	8%	5%	2.50%
Ejerandel	6,000,000.00	10,000,000.00	1,000,000.00	4,000,000.00	2,500,000.00	3,000,000.00	7,500,000.00	3,500,000.00	10,000,000.00
INVESTERING	750,000.00	1,600,000.00	250,000.00	600,000.00	300,000.00	675,000.00	1,200,000.00	500,000.00	25,000.00
Penge	20%	20%	50%	20%	20%	30%	20%	16%	20%
Ejerandel	3,750,000.00	8,000,000.00	500,000.00	3,000,000.00	1,500,000.00	2,250,000.00	6,000,000.00	3,125,000.00	125,000.00
Forskel	-38%	-20%	-50%	-25%	-40%	-25%	-20%	-11%	-99%

Virksomhed Stadie	An Ivy Early	L'amourbox + Winkwink Early	Kaj(Tørrestativ) Seed	Pierrot la Lune Early	MySelfie.dk Early	Istid Seed	Kitchen4kids Early	Agurk Seed	ByNogel Seed
SØGER	200,000.00	1,200,000.00	100,000.00	500,000.00	250,000.00	300,000.00	300,000.00	300,000.00	250,000.00
Penge	10%	10%	100%	20%	5%	8%	8%	20%	5%
Ejerandel	2,000,000.00	12,000,000.00	100,000.00	2,500,000.00	5,000,000.00	3,750,000.00	3,750,000.00	1,500,000.00	5,000,000.00
INVESTERING	500,000.00	1,400,000.00	100,000.00	750,000.00	1,000,000.00	500,000.00	320,000.00	300,000.00	250,000.00
Penge	25%	30%	100%	30%	25%	20%	20%	25%	10%
Ejerandel	2,000,000.00	4,666,666.67	100,000.00	2,500,000.00	4,000,000.00	2,500,000.00	1,600,000.00	1,200,000.00	2,500,000.00
Forskel	0%	-61%	0%	0%	-20%	-33%	-57%	-20%	-50%

Virksomhed Stadie	Halkær Ådal Early	Surfears Early	Naturens Slik (B- gum) Early	Jukeit Seed	Urban Garden Company Seed	Cleady Early	Zen Company Seed	LabFresh Seed
SØGER	200,000.00	3,000,000.00	200,000.00	200,000.00	200,000.00	750,000.00	150,000.00	350,000.00
Penge	10%	10%	10%	10%	10%	6%	10%	7%
Ejerandel	2,000,000.00	30,000,000.00	2,000,000.00	2,000,000.00	2,000,000.00	12,500,000.00	1,500,000.00	5,000,000.00
INVESTERING	200,000.00	3,000,000.00	600,000.00	250,000.00	250,000.00	750,000.00	200,000.00	600,000.00
Penge	15%	15%	30%	25%	45%	12%	25%	15%
Ejerandel	1,333,333.33	20,000,000.00	2,000,000.00	1,000,000.00	555,555.56	6,250,000.00	800,000.00	4,000,000.00
Forskel	-33%	-33%	0%	-50%	-72%	-50%	-47%	-20%

Bilag 20: Løvens Hule værdiansættelsesanalyse
Kilde: Løvens Hule, Egen tilvirkning