

# Evaluering af Vækstfonden

December 2017



## Indholdsfortegnelse

|           |  |           |
|-----------|--|-----------|
| <b>1</b>  | <b>Executive Summary</b>   | <b>2</b>  |
| <b>2</b>  | <b>Introduktion</b>  | <b>5</b>  |
| <b>3</b>  | <b>Vækstfondens formål og virke</b>  | <b>6</b>  |
| <b>4</b>  | <b>Evalueringsstrategi</b>   | <b>8</b>  |
| <b>5</b>  | <b>Aktivitetsanalyse</b>   | <b>10</b> |
|           | 5.1 Aktivitet i evalueringsperioden  | 10        |
|           | 5.2 Direkte investeringer  | 11        |
|           | 5.4 Vækstfondens kationer  | 20        |
|           | 5.5 Vækstfondens anvendelse af de europæiske tabsrammer                        | 22        |
|           | 5.6 Fondsinvesteringer (indirekte investeringer) og syndikeringslån            | 27        |
| <b>7</b>  | <b>Vækstfondens virke i forhold til den erhvervsdemografiske sammensætning</b> | <b>38</b> |
| <b>8</b>  | <b>Omkostningsanalyse og benchmarking</b>                                      | <b>41</b> |
|           | 8.1 Omkostningsanalyse   | 41        |
|           | 8.2 Benchmarking   | 42        |
| <b>9</b>  | <b>Spørgeskemaundersøgelse</b>   | <b>45</b> |
| <b>10</b> | <b>Sammenfattende evaluering og anbefalinger</b>                               | <b>48</b> |
|           | 10.1 Effektivitet  | 48        |
|           | 10.2 Relevans  | 48        |
|           | 10.3 Effekt  | 49        |
| <b>11</b> | <b>Bilag</b>   | <b>50</b> |
|           | 11.1 Figuroversigt   | 50        |
|           | 11.2 Bilag 1 - Oversigt over data modtaget fra Vækstfonden                     | 52        |
|           | 11.3 Bilag 2 - Spørgeskemaundersøgelse   | 53        |
|           | 11.4 Bilag 3 - Benchmarking  | 54        |
|           | 11.5 Bilag 4 -interviews   | 54        |

## 1 Executive Summary

EY har gennemført denne evaluering på baggrund af formålsbeskrivelsen beskrevet i loven for Vækstfonden. Evalueringen viser, at Vækstfonden gennem evalueringsperioden har øget aktiviteten, hvilket ses i den voksende produktportefølje og stigende mængde af kapital under Vækstfondens forvaltning. Det er endvidere EY's vurdering, at Vækstfondens aktiviteter bidrager til opfyldelsen af Vækstfondens formål gennem de i loven fastlagte værktøjer.

Nærværende evaluering omfatter Vækstfondens aktiviteter i perioden 2013-2016 inden for udstedelse af lån, kautioner og garantier, investeringer via fonde samt direkte investeringer. Ligeledes evalueres Vestdansk Vækstkapital.

Vækstfondens formål er at fremme innovation og fornyelse i erhvervslivet for derigennem at opnå større samfundsøkonomisk afkast. Vækstfondens formål tilgodeses gennem medfinansiering af især små og mellemstore virksomheders omkostninger til gennemførelse af perspektivrige og risikobetonede udviklingsprojekter inden for forskning og udvikling af produkter, produktionsmetoder eller serviceydelser samt inden for markedsudvikling, ligesom Vækstfondens formål også tilgodeses gennem investeringer i fonde. Vækstfonden kan, når den yder medfinansiering, yde bl.a. kapitalindsud, lån og garantier.

Nedenfor gennemgås først evalueringens fund angående udviklingen inden for Vækstfondens aktiviteter i evalueringsperioden. Dernæst opsamles der på Vækstfondens effekt, effektivitet og relevans, jf. evalueringens evalueringskriterier.

Vækstfonden har gennem evalueringsperioden øget sin udstedelse af **lån** betydeligt. Det skal ses i lyset af den politiske beslutning truffet i slutningen af 2012 om at give Vækstfonden et udvidet mandat på i alt 6 mia. kr. til at yde efterstillede lån og ansvarlige lån til små og mellemstore virksomheder med perspektivrige, men mere risikofyldte projekter, som har vanskeligt ved at opnå fuld lånefinansiering i det private marked.

Ses der på Vækstfondens **direkte ventureinvesteringer**, er der i investeringsperioden sket en stigning i både antallet af investeringer og den samlede finansiering. Set i lyset af den markante forøgelse i låneaktiviteter og investeringer i fonde (jf. nedenfor) udgør direkte ventureinvesteringer imidlertid en mindre andel af Vækstfondens samlede aktiviteter i 2016 end i 2013. Direkte investeringer har været en af kerneaktiviteterne i Vækstfondens virke siden 2001. Der er i investeringsperioden sket en stigning i antallet af investeringer samt beløbet af investerede midler. Stigningen er primært drevet af opfølgningsinvesteringer, og der investeres oftest i virksomheder i Region Hovedstaden eller Region Midtjylland. Det er dog utvetydigt, at Vækstfondens direkte investeringer fylder relativt mindre i fondens samlede investeringsportefølje, hvilket skal ses i lyset af de ovennævnte aktivitetsændringer. Der er i evalueringsperioden foretaget gennemsnitligt fem nye direkte investeringer om året.

**Fondsinvesteringer** udgør en stigende del af Vækstfondens produktportefølje og er beløbsmæssigt den største aktivitet for Vækstfonden i evalueringsperioden. Dette følger af de politiske beslutninger om etablering af fondskonstruktionerne Dansk Vækstkapital I og II i henholdsvis 2011 og 2015, hvor Vækstfonden tegner sig for hhv. 75 og 57,1 % af de samlede investeringer. Vækstfondens fondsinvesteringer er i evalueringsperioden primært foretaget gennem Vækstfondens investeringer i Dansk Vækstkapital I og II. Vækstfondens investeringer via fonde giver Vækstfonden mulighed for at agere som løftestang for privat medfinansiering. Når Vækstfonden investerer i en fond, sker det i samarbejde med private investorer, og der sker således allerede her en privat medfinansiering. Når fonden investerer i en virksomhed, vil det igen kunne ske i samarbejde med andre investorer, hvilket bidrager til at mobilisere yderligere privat medfinansiering. Dermed opnås et øget gennemslag pr. investeret krone fra Vækstfonden. Endvidere bidrager investeringer via fonde til at opbygge kompetencer i private managementteams og dermed til at opbygge et mere selv bærende marked for risikovillig kapital. Med fondsinvesteringer gives tilsagn til eksterne kapitalforvaltere om at forvalte kapitalen på vegne af investorerne, herunder også

1. "Vækstfondens formål er at fremme innovation og fornyelse i erhvervslivet for derigennem at opnå større samfundsøkonomisk afkast".

2. Vækstfondens formål tilgodeses gennem medfinansiering af især små og mellemstore virksomheders omkostninger til gennemførelse af perspektivrige og risikobetonede udviklingsprojekter inden for forskning og udvikling af produkter, produktionsmetoder eller serviceydelser samt inden for markedsudvikling, ligesom Vækstfondens formål også tilgodeses gennem investeringer i fonde.

Vækstfonden. Investorerne kan dog sidde i diverse rådgivnings- eller investeringskomitéer i de respektive fonde. Dansk Vækstkapital I og II administreres af Vækstfonden på markedsvilkår med fast investerings- og afviklingsperiode, incitamentsstruktur for performance og administrering af fonden m.v. Vækstfonden fungerer således som manager for hhv. Dansk Vækstkapital I og II, hvilket indebærer bl.a. due diligence af potentielle investeringsemner og varetagelse af administration omkring fondene og fondenes bestyrelser. Vækstfonden foretager desuden investeringer i fonde direkte fra fondens egen balance.

Vækstfonden investerer primært i venturefonde og spiller typisk en central rolle som "cornerstone-investor" i forbindelse med etablering af fonde. Investeringstilsagn fra Vækstfonden er således i mange tilfælde afgørende for, at de private fonde kan rejses eller opnå en kritisk masse. Markedet evaluerer og agerer således på baggrund af den signalværdi, der er i, at en tidligere investor fortsat bakker op om managementteamet ved at give tilsagn til fonden. I evalueringsperioden er der givet syv tilsagn til nye fondsinvesteringer, og den gennemsnitlige investeringsstørrelse er i samme periode blevet mindre. Det kan afspejle en udvikling af markedet, men bør også ses i lyset af de generelt bedre konjunkturer over evalueringsperioden, hvor markedet typisk er mere risikovilligt i opgangstider end i perioder med krise og lavkonjunktur.

I løbet af evalueringsperioden har Vækstfonden, som beskrevet ovenfor, udvidet sin forretning. Denne stigning i aktiviteterne ses særligt i låne- og garanti-forretningen. Den markante forøgelse i låne- og garantiaktiviteterne indikerer et betydeligt skifte i Vækstfondens samlede aktivitetsprofil og dermed også den overordnede risikoprofil. Den samlede eksponering af Vækstfondens aktiviteter er nu større end i 2013, men risikoprofilen er samtidig anderledes, idet Vækstfondens aktiviteter i perioden er udvidet med en låneforretning, som har en anden og lavere risikoprofil.

Udviklingen i Vækstfondens forretning afspejles i antallet af ansatte, der i evalueringsperioden er steget fra 68 fuldtidsansatte til 112 fuldtidsansatte. En stigning, der primært er drevet af flere ansatte til at varetage låne-, kautions- og garantiaktiviteter som følge af væksten på særligt dette område.

Fra **modtagernes perspektiv** - virksomheder, der har modtaget finansiering fra Vækstfonden - er der generelt en positiv holdning til og tilfredshed med Vækstfondens virke. I EY's spørgeskemaundersøgelse angiver 70 % af virksomhederne, at de er enten meget enige eller enige i, at kapitaltilførslen medfører, at de kan øge omsætningen i deres virksomhed. I forhold til kapitaltilførselens betydning på lang sigt spørges virksomhederne om deres potentiale for at skabe øget omsætning og flere arbejdspladser inden for de næste fem til ti år. Mere end 80 % af virksomhederne angiver, at de har potentiale til at generere øget omsætning eller ser optimistisk på potentialet for at skabe flere arbejdspladser i fremtiden. De adspurgte virksomheder er således overvejende positive omkring betydningen af den kapitaltilførsel, de har modtaget fra Vækstfonden. Det har dog ligget uden for denne evalueringens omfang at etablere en egentlig kausal sammenhæng mellem Vækstfondens aktiviteter og virksomhedernes performance.

I Vækstfondens lovgrundlag er det defineret, at Vækstfonden skal *medfinansiere især små og mellemstore virksomheders omkostninger til gennemførelse af perspektivrige og risikobetonede udviklingsprojekter*. Medfinansieringen skal ske på markedsvilkår. Kravene til rentabiliteten i Vækstfondens investeringer er ens på tværs af brancher og geografisk placering. EY har i forbindelse med evalueringen undersøgt den geografiske fordeling af Vækstfondens investeringer. For Vækstfondens direkte og indirekte investeringer viser analysen, at disse langt overvejende foretages i virksomheder i Region Hovedstaden og Region Midtjylland på tværs af de omfattede år. Denne geografiske koncentration kan afspejle, at ventureegnede virksomheder typisk er koncentreret om de større byer, idet de ofte trækker på innovation og højtuddannet arbejdskraft fra universiteterne samt tilstedeværelsen af investeringskapital. Derfor kan der være fordele i at styrke Vækstfondens netværk blandt lokale business angels og andre investorer på tværs af landet med henblik på at opbygge større kendskab til eventuelle egenkapitalinvesteringsmuligheder på tværs af regionerne. For låne-, garanti- og kautionsprodukterne er den geografiske spredning større, produkterne når bredt geografisk ud over hele landet, og forskelligartede mønstre ses for hvert år. I forhold til dette perspektiv er det en udfordring, at de meget populære vækstlån, der er det primære produkt fra Vækstfonden i nogle regioner, udløber i 2020.

I evalueringen er Vestdansk Vækstkapital evalueret selvstændigt. Vestdansk Vækstkapital blev politisk besluttet i 2010 og har været forvaltet af Vækstfonden. Vestdansk Vækstkapital indebar en øremærkning af 154 mio. kr. til egenkapitalinvesteringer i Region Nordjylland, Region Midtjylland og Region Syddanmark. EY's analyse viser, at det har været vanskeligt at opnå en bred geografisk spredning i investeringerne. Knap 68 % af investeringerne er foretaget i Region Syddanmark, og 46 % af de investerede

midler er koncentreret i to virksomheder. Sidstnævnte er dog en naturlig konsekvens af venturemarkedets generelle natur, hvor investorer foretager opfølgingsinvesteringer i de (få) mest succesfulde virksomheder. I alt er der foretaget investeringer i 14 virksomheder.

Samlet set kan Vækstfondens relevans, effekt og effektivitet, jf. evalueringskriterierne, opsummeres som følger:

- ▶ Det konkluderes, at Vækstfonden overordnet set er **relevant**. Dette viser stigningen i aktivitet i evalueringssperioden, der skyldes en høj efterspørgsel på vækstlån, hvilket har resulteret i en stigning i antallet af virksomheder, der har modtaget finansiering på denne vis. Når direkte adspurgt om betydningen af Vækstfondens kapitaltilførsel indikerer svarene fra Vækstfondens kunder, at finansieringen har været afgørende for virksomhederne. Dette giver en indikation af, at Vækstfonden er relevant, da der investeres i virksomheder, som ellers ville have svært ved at opnå adgang til kapital, hvormed der gennem disse investeringer kan skabes et større samfundsøkonomisk afkast. I forbindelse med evalueringen er også Vækstfondens tilstedeværelse på tværs af landet undersøgt (jf. ovenfor). Vækstfondens relevans er højere, såfremt fondens produkter og ydelser kommer virksomheder på tværs af landet til gode. Analysen viser, at fondens låneforretning har den bredeste geografiske spredning. Vækstfondens direkte og indirekte investeringer er dog primært koncentreret i Region Hovedstaden og Region Midtjylland, også når der korrigeres for antal virksomheder i regionerne.
- ▶ Overordnet set vurderes det, at Vækstfonden har administreret sine ressourcer omkostningsbevidst og dermed administreres **effektivt**. I perioden er der sket en stigning i såvel omkostninger som antallet af årsværk. Stigningerne korresponderer til en stigning i aktivitet, særligt i låne- og garanti-forretningen. Også i forhold til sammenlignelige nordiske fonde vurderes Vækstfonden at drive sin forretning omkostningseffektivt.
- ▶ Vækstfondens **effekt** kan ses i lyset af målsætningen om at skabe et større samfundsmæssigt afkast. Denne parameter kan opgøres i forhold til den værdiskabelse, der sker i virksomhederne som følge af en kapitaltilførsel fra Vækstfonden. Dette kan opgøres i forhold til virksomhedernes omsætning eller jobskabelse. Det har ikke været inden for denne evalueringens omfang at kortlægge disse effekter ved at etablere kausale sammenhænge. Derimod er modtagerne af Vækstfondens ydelser blevet spurgt til effekten af tilførslen af kapital på såvel kort som lang sigt. Virksomhederne er overvejende positive i forhold til de effekter, som kapitaltilførslen vurderes at ville medføre både på kort og lang sigt. Det skal dog understreges, at det er uden for denne evalueringens omfang at etablere en egentlig kausal sammenhæng mellem Vækstfondens aktiviteter og virksomhedernes performance, hvorfor denne vurdering udelukkende er baseret på virksomhedernes egen vurdering af deres potentiale i de kommende år.

Opsummerende vurderer EY, at Vækstfondens aktiviteter bidrager til opfyldelsen af Vækstfondens formål gennem de i loven fastlagte værktøjer, og at Vækstfonden er relevant og effektiv og bidrager med den ønskede effekt.

## 2 Introduktion

Erhvervsministeriet har ønsket at foretage en evaluering af Vækstfonden. Vækstfondens aktiviteter omfatter direkte og indirekte egenkapitalinvesteringer samt udstedelse af lån, kautioner og garantier. Derudover ønsker Erhvervsministeriet, at der foretages en evaluering af initiativet Vestdansk Vækstkapital, som Vækstfonden har forvaltet.

Vækstfonden er statens finansieringsfond og fungerer som en uafhængig fond med en selvstændig lov og bestyrelse. Loven om Vækstfonden tilsiger, at fonden skal fremme vækst og fornyelse i små og mellemstore virksomheder for på den måde at opnå større samfundsøkonomisk afkast. I samarbejde med private investorer har fonden siden 1992 medfinansieret vækst i over 6.600 virksomheder for et samlet tilsagn på mere end 20 mia. kr. Vækstfonden foretager direkte investeringer i partnerskab med private investorer og finansierer med lån og kautioner i samarbejde med danske finansielle institutioner<sup>1</sup>. Vækstfondens aktiviteter falder i tre dele; investeringer i fonde, direkte investeringer i innovative virksomheder med et internationalt vækstpotentiale – særligt inden for medicoteknik og industriel teknologi – og lån, garantier og kautioner.

Ifølge Erhvervsministeriets opdrag for evalueringen er formålet med nærværende evaluering at gennemføre henholdsvis en kvantitativ og en kvalitativ evaluering af Vækstfondens aktiviteter. Det kvantitative materiale til brug for evalueringen er leveret af Vækstfonden. Det kvalitative materiale er indhentet af EY gennem interviews og survey.

Evalueringen er inddelt i følgende dele:

- 1. Vækstfondens virke og formål**  
Her beskrives Vækstfondens lovgivningsmæssige formål samt de produkter, Vækstfonden tilbyder som følge heraf.
- 2. Evalueringsstrategi**  
Dernæst beskrives EY's analytiske tilgang til evalueringen.
- 3. Aktivitetsanalyse**  
Vækstfondens aktiviteter i perioden 2013-2016 gennemgås her opdelt på den overordnede aktivitet, direkte investeringer, låneaktiviteter og garantier, kautioner, anvendelse af de europæiske tabsrammer samt fondsinvesteringer (indirekte investeringer) og syndikeringslån.
- 4. Vestdansk Vækstkapital**  
Analyse af Vestdansk Vækstkapital og de foretagne investeringer i vækstpuljens løbetid.
- 5. Omkostnings- og benchmarkinganalyse**  
Vækstfondens omkostninger gennemgås og evalueres og benchmarkes med sammenlignelige fonde i Norden.
- 6. Geografisk analyse af Vækstfondens allokering af midler**  
Analyse af, hvilke regioner virksomhederne, der modtager finansiering fra Vækstfonden, er placeret i set i forhold til antallet af virksomheder i regionen.
- 7. Survey**  
Analyse af Vækstfondens kunders holdninger og meninger i forhold til kapitaltilførselns betydning for virksomhedens vækst på kort og lang sigt.
- 8. Sammenfattende evaluering af Vækstfondens aktiviteter i 2013-2016**  
Afslutningsvis samles der op på den samlede evaluering af Vækstfonden ved hjælp af en række evalueringskriterier.

---

<sup>1</sup> Kilde: Vækstfonden.

### 3 Vækstfondens formål og virke

Vækstfonden er en statslig finansieringsfond. Fonden blev etableret i 1992 og er uafhængig med en selvstændig lov og bestyrelse.

Ifølge lov om Vækstfonden er fondens formål at fremme innovation og fornyelse i erhvervslivet for derigennem at opnå et større samfundsøkonomisk afkast.

Herefter følger det, at Vækstfonden kan yde medfinansiering til:

1. Risikobetonede og perspektivrige udviklingsaktiviteter, især i små og mellemstore virksomheder.
2. Udviklingselskaber (ventureselskaber), der tilfører kapital og kompetence til innovation og fornyelse i små og mellemstore virksomheder og udskilte datterselskaber med særlige aktiviteter (spin-off-virksomheder).
3. Pengeinstitutters udlån til udviklingsaktiviteter i mindre virksomheder inden for innovation, markeds- og organisationsudvikling, opstart for iværksættere, generationsskifter m.v.

Som følge heraf har Vækstfonden tre forretningsområder, som er genstand for denne evaluering:

1. **VF Fonde - Investeringer i fonde**  
Vækstfonden investerer i private fonde, som derefter investerer kapitalen i virksomheder. Investeringerne i fonde sker i tæt samarbejde med private investorer.
2. **VF Venture - Investeringer i opstartsvirksomheder**  
Vækstfonden investerer egenkapital i opstartsvirksomheder, der har et stort vækstpotentiale, men som har vanskeligt ved at skaffe tilstrækkelig risikovillig kapital. Investeringerne sker sammen med private investorer eller andre offentlige aktører.
3. **VF Lån, garantier og kautioner - Lån, garantier og kautioner til etablerede små og mellemstore virksomheder**  
Vækstfonden yder lån direkte til små og mellemstore virksomheder med fornuftige vækstplaner, som ikke kan stille tilstrækkelig sikkerhed eller har for lidt egenkapital til at få et lån i banken. Desuden kautionerer fonden for små og mellemstore virksomheders lån, garantier og kreditter til forretningsudvikling i penge- og andre finansieringsinstitutter. Dette er med henblik på, at virksomheder og iværksættere kan få adgang til lånefinansiering, som de ikke ellers ville kunne opnå.

Hertil kommer en række andre aktiviteter under Vækstfondens sekretariat eller administreret af Vækstfonden såsom Danmarks Grønne Investeringsfond, Business Angel Matching fond, DenmarkBridge m.fl., som er uden for denne evaluering afgrænsning.

#### **Nye produkter og relevante aftaler 2013-2016**

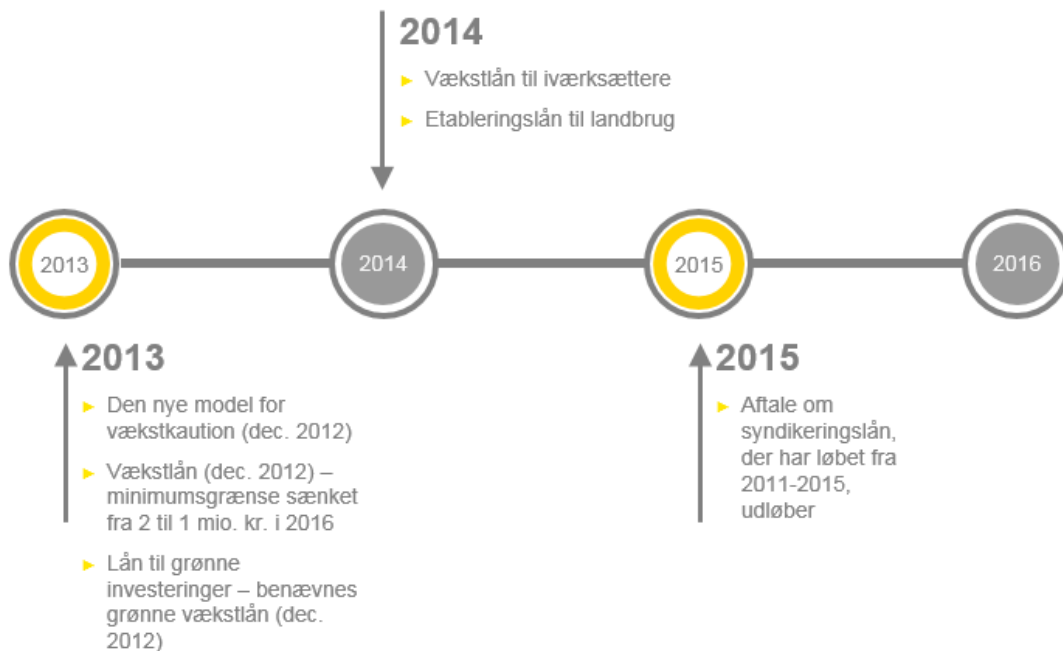
I perioden fra 2013-2016 introduceres flere væsentlige produkter i Vækstfondens portefølje.

Flere af dem stammer fra den "kreditpakke", som regeringen indgik aftale med V, K og DF om i 2012. Pakken indeholder bl.a. en ny model, hvor Vækstfonden låner direkte ud til små og mellemstore virksomheder. De nye lån fik betegnelsen vækstlån og blev endeligt lanceret i december 2012. I december 2012 fik Vækstfonden desuden adgang til at yde lån til grønne investeringer. Det nye initiativ var en del af en grøn omstillingsaftale indgået mellem regeringen og Enhedslisten. Lån til grønne investeringer kaldes i Vækstfonden-regi for grønne vækstlån.

I 2014 indførtes vækstlån til iværksættere og etableringslån til landbrug.

Som led i kreditpakken fra 2012 blev der samtidig fastlagt en ny model for vækstkaution, som gjorde det nemmere for bankerne at bruge ordningen. De kunne herefter trække på kautionerne, uden at Vækstfonden kreditvurderede virksomhederne, men til gengæld blev kautionernes størrelse begrænset betydeligt.

Figur 1: Oversigt over væsentlige ændringer i Vækstfonden under evalueringsperioden





## 4 Evalueringsstrategi

EY har gennemført evalueringen på baggrund af en evalueringsstrategi, der bygger på tre primære elementer: *aktivitetsanalyse*, *omkostnings- og benchmarkinganalyse* samt en *sammenfattende evaluering*. Fokus for evalueringen har været at få et dybt indblik på produktniveau, hvorfor aktivitetsanalysen særligt omhandler produkternes virke i forhold til geografisk og branchemæssig dækning samt relevante analyser for de respektive produktgrupper. Hvor aktivitetsanalysen primært forholder sig til Vækstfondens virke og ageren primært på det danske venturekapitalmarked, beskriver omkostnings- og benchmarkinganalysen Vækstfondens virke i forhold til dens omkostninger og relevante sammenlignelige fonde.

Resultaterne fra de kvantitative analyser understøttes og kvalificeres yderligere af en survey samt kvalitative interviews med relevante aktører på det danske og europæiske låne- og venturemarked.

EY's løsningsmodel for evalueringen består af tre dele:

- ▶ Aktivitetsanalyse af Vækstfondens aktiviteter fra 2013-2016 fordelt på følgende områder:
  - Direkte investeringer
  - Låneaktiviteter
  - Kautionser
  - Vækstfondens anvendelse af de europæiske tabsrammer
  - Fondsinvesteringer (indirekte investeringer)
  - Syndikeringslån
  - Vstdansk Vækstkapital
  - Analyse af Vækstfondens virke i forhold til den erhvervsdemografiske sammensætning
- ▶ Omkostnings- og benchmarkinganalyse
  - Vækstfondens omkostninger
  - Benchmarking af Vækstfondens omkostninger mod sammenlignelige fonde
- ▶ Sammenfattende evaluering

Evalueringsstrategien er illustreret i nedenstående figur.

Figur 2: Evalueringsstrategi for Vækstfonden 2013-2016



### Analyse A: Aktivitetsanalyse

Aktivitetsanalysen har til formål at analysere Vækstfondens direkte og indirekte investeringer samt udlån, kautionser og garantier, som virksomheder har modtaget i evalueringsperioden 2013-2016. Ligeledes analyseres Vstdansk Vækstkapitals aktiviteter (se mere om sidstnævnte i afsnit 5.8).

Som led i aktivitetsanalysen ser EY på parametre som, hvor mange investeringsmidler<sup>2</sup> der er tilført i evalueringsperioden, til hvilke og hvor mange virksomheder, hvor virksomhederne er placeret geografisk og branchemæssigt, hvilken type investeringer<sup>3</sup> de har modtaget m.v.

### **Analyse B: Omkostningsanalyse og benchmarking**

Analyse B er en omkostningsanalyse af Vækstfondens virke fordelt på dens tre primære aktiviteter. I omkostningsanalysen undersøges udviklingen i Vækstfondens omkostninger, antal årsværk m.m. Endvidere sammenholdes Vækstfondens omkostningsniveau med sammenlignelige nordiske fonde. Formålet er at undersøge Vækstfondens omkostningseffektivitet.

#### **Intern omkostningsanalyse**

Med udgangspunkt i Vækstfondens regnskabsdata opgøres Vækstfondens administrationsomkostninger i perioden 2013-2016. Formålet med den interne omkostningsanalyse er at skabe et overblik over Vækstfondens håndtering af deres omkostninger, hvilket er et vigtigt element i forhold til vurdering af Vækstfondens effektivitet.

I omkostningsanalysen sammenholdes administrative omkostninger med relevante omkostningsnøgler for derved at skabe et retvisende billede af Vækstfondens evne til at administrere sine omkostninger.

#### **Benchmarking**

Til brug for benchmarking af Vækstfondens omkostningsniveau benyttes nøgletal for at sammenligne nordiske institutioner.

Udgangspunktet for benchmarkingen er derfor identifikation af søsterorganisationer med stor grad af sammenlignelighed og relevans. EY har udvalgt fondene Almi, Argentum og TESI til benchmarking af Vækstfondens omkostninger.

#### **Sammenfattende evaluering**

På baggrund af resultaterne fra de to delanalyser udarbejdes den sammenfattende evaluering af Vækstfondens aktiviteter fra 2013-2016. Evalueringen struktureres efter tre parametre: Relevans, Effektivitet og Effekt. Disse parametre stemmer overens med de parametre, som tidligere evalueringer har anvendt, med henblik på at skabe sammenhæng, konsistens og sammenlignelighed på tværs af evalueringerne af Vækstfondens virke.

---

<sup>2</sup> "Investering" bredt forstået som direkte og indirekte investeringer samt lån, kautationer og garantier.

<sup>3</sup> Samme som ovenstående, fodnote 2.

## 5 Aktivitetsanalyse

Aktivitetsanalysen har til formål at danne et overblik over Vækstfondens aktiviteter, produkter og generelle virke i evalueringsperioden 2013-2016. Analysen af Vækstfonden er todelt, hvor første del beskriver og analyserer Vækstfondens aktiviteter på investeringsområdet i forhold til fondsinvesteringer og direkte investeringer i opstartsvirksomheder samt samspillet med private investorer.

Den anden del vedrører Vækstfondens aktiviteter i forhold til udlån til små og mellemstore virksomheder samt kautionering af virksomheders lån, garantier og kreditter til forretningsudvikling. Endvidere vil Vækstfondens brug af de europæiske tabsrammer for låneaktiviteten i evalueringsperioden blive afdækket.

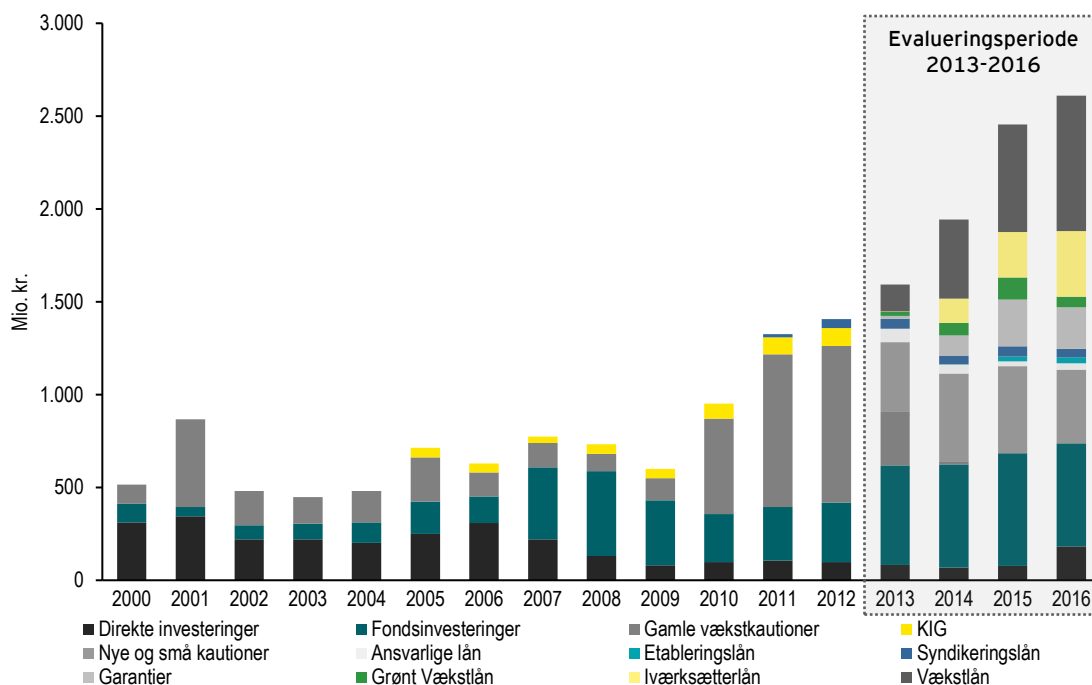
Der kommenteres også på Vækstfondens resultater for de respektive produktkategorier i evalueringsperioden. Disse resultater har været afhængige af udviklingen og låne- og investeringsaktiviteten i tidligere år og ikke nødvendigvis evalueringsperioden isoleret set. Herunder angives den bogførte værdi af alle produktkategorier, som reguleres årligt af tilgang og afgang fra investeringer samt op- og nedskrivninger. Tallet giver derfor et statusbillede pr. en given dato af Vækstfondens værdi af låne- og ejerandele i porteføljevirksohederne.

### 5.1 Aktivitet i evalueringsperioden

Nedenfor ses en oversigt (figur 3) over Vækstfondens aktiviteter siden 2000. Denne evaluering fokuserer på årene 2013-2016.

Der er i perioden 2013-2016 sket flere signifikante ændringer i Vækstfondens aktiviteter og produkter. I 2013 blev vækstlånet og iværksætterlån<sup>4</sup> introduceret, etableringslånet bliver introduceret i 2015, og endelig ophører det politiske mandat for udstedelse af syndikeringslån i 2015. Herudover er der ikke udstedt flere Kom-i-gang-lånekautioner siden 2014 og gamle vækstkautioner siden 2015 - disse er erstattet af produktgruppen nye og små kautioner, jf. figur 3.

Figur 3: Udviklingen i Vækstfondens produkter (2000-2016)



Kilde: Vækstfonden, EY

<sup>4</sup> For at kunne adskille forskellige vækstlån har EY valgt at anvende "iværksætterlån" frem for det officielle navn "Vækstlån til Iværksættere".

Vækstfondens produktportefølje bestod i 2013 af ni forskellige produkter. Tilsagn til fondsinvesteringer udgjorde den største andel opgjort i antal kroner af aktiviteten i 2013 med 34 %, mens den tilsvarende andel var 21 % i 2016. Kautioner udgjorde den næststørste andel af aktiviteten med 24 % af den samlede portefølje i 2013 og oplevede et fald til 15 % af den samlede aktivitet og portefølje. Derimod gik vækstlån fra ved dets introduktion i 2013 at være 9 % af den samlede aktivitet for perioden til at udgøre 28 % i 2016. Iværksætterlånene oplevede ligeledes en stor aktivitet i evalueringsperioden fra 2 % af den samlede aktivitet i 2013 til 14 % i 2016.

Den samlede aktivitet i 2013 udgjorde knap 1,6 mia. kr. fordelt over ni produkter, mens aktiviteten var over 2,6 mia. kr. i 2016 fordelt over ti produkter.

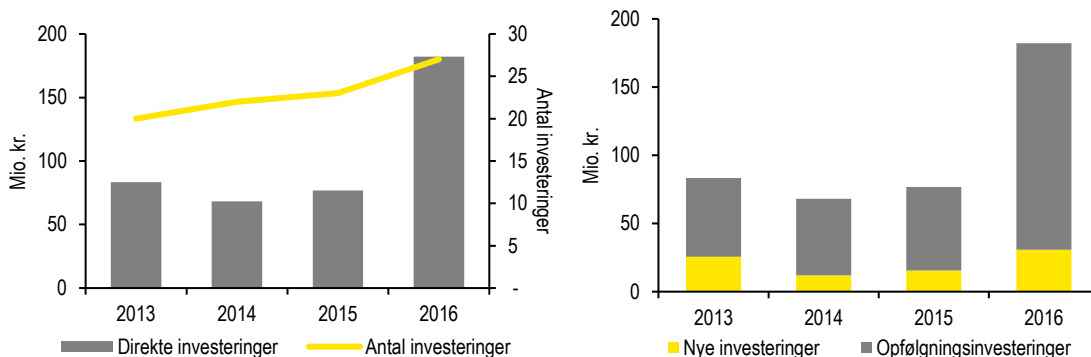
## 5.2 Direkte investeringer

Vækstfonden har siden 2001 foretaget direkte investeringer (egenkapitalindsud og udlån til porteføljevirkksomheder) i virksomheder, som egenfinansieres. Således var balancen i 2016 på 522 mio. kr. i kapitalindsud og udlån til porteføljevirkksomheder på 87 mio. kr. Der investeres i relativt nye virksomheder, der besidder et højt vækstpotentiale. Størrelsen på investeringerne er typisk i omegnen af 5-25 mio. kr. pr. investering med en investeringshorisont på fem til otte år<sup>5</sup>.

Investeringsaktiviteten i evalueringsperioden er let faldende fra 2013-2014, hvorefter aktiviteten stiger. Dette gælder både i forhold til nye investeringer og opfølgingsinvesteringer, jf. figur 4. Betragter vi hele evalueringsperioden, er der over de fire år samlet investeret 410 mio. kr., hvilket svarer til 103 mio. kr. i gennemsnit pr. år.

### 5.2.1 Direkte investeringer: nye investeringer og opfølgingsinvesteringer

Figur 4: Årets direkte investeringer fordelt på antal og beløbsstørrelse (venstre). Årets investeringer (mio. kr.) fordelt på hhv. nye investeringer og opfølgingsinvesteringer (højre).



Kilde: Vækstfonden, EY

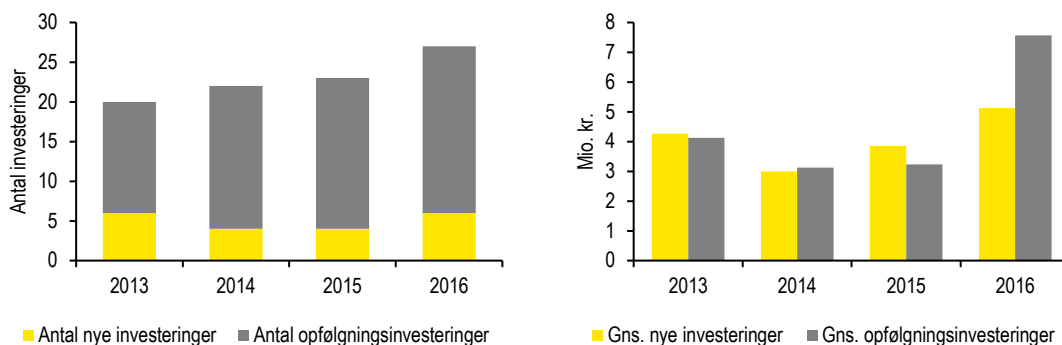
VF Venture har investeret 182 mio. kr. i 2016 mod 83 mio. kr. i 2013. I evalueringsperioden giver dette en gennemsnitlig vækst pr. år på 21 % i perioden 2013-2016. Tilsvarende er antallet af investeringer over perioden 2013-2016 steget fra 20 investeringer i 2013 til 27 investeringer i 2016, jf. figur 5. I 2014 havde Vækstfonden sit laveste aktivitetsniveau målt på investeringsniveau både for nye direkte investeringer og for opfølgingsinvesteringer på knap 68 mio. kr. samlet set, mens antallet af investeringer var lavest i 2013 med 20 investeringer.

En opdeling af investeringer i henholdsvis nye investeringer og opfølgingsinvesteringer viser i 2016, at de nye investeringer udgjorde 17 % af de totale investeringer på 182 mio. kr., hvoraf resten var opfølgingsinvesteringer. Tilsvarende var de totale investeringer i 2013 83 mio. kr., hvor de nye investeringer udgjorde 30 % mod 70 % i opfølgingsinvesteringer (figur 4, højre).

Således var opfølgingsinvesteringerne næsten 4,8 gange større end nye investeringer i 2016, hvorimod denne ratio var 2,2 i 2013.

<sup>5</sup> Kilde: Vækstfondens produktkatalog.

Figur 5: Antal direkte investeringer fordelt på type og år (venstre). Gennemsnitlig størrelse af direkte investeringer (højre).



Kilde: Vækstfonden, EY

Udvikling i antallet af investeringer er primært drevet af forøgelser i antallet af opfølgningsinvesteringer. Udviklingen viser, at Vækstfonden gennemsnitligt investerer i flere virksomheder, herunder flest opfølgningsinvesteringer og større investeringsbeløb pr. virksomhed. Særligt fra 2015 og 2016 sker der en ændring i både antallet af og størrelsen på investeringerne.

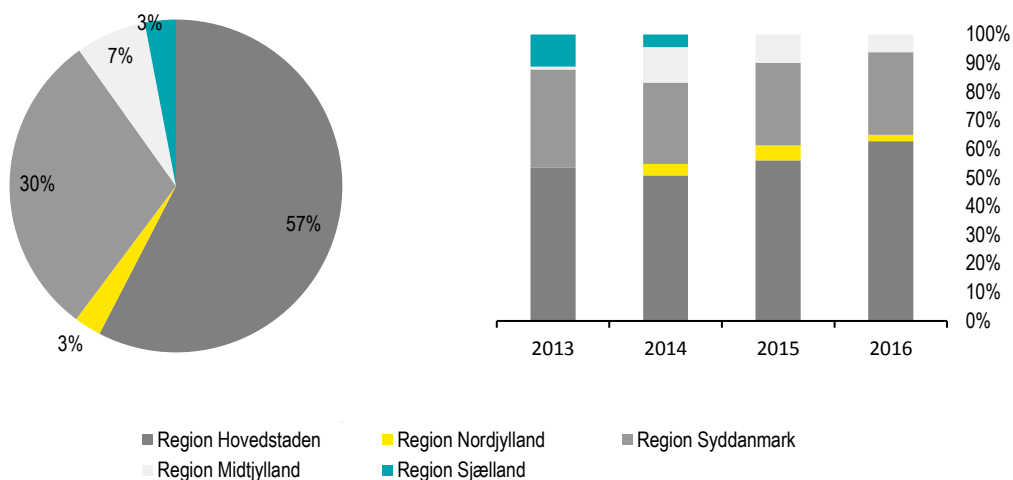
Dette mønster ses i en forøgelse i den gennemsnitlige størrelse på nyinvesteringer siden 2013 fra gennemsnitligt 4,3 mio. kr. pr. investering til gennemsnitligt 5,1 mio. kr. pr. investering i 2016, jf. figur 5. Samme tendens ses for opfølgningsinvesteringerne, der over en fireårig periode stiger fra gennemsnitligt 4,1 mio. kr. pr. investering til gennemsnitligt 7,6 mio. kr. pr. investering. Både forøgelsen af opfølgende investeringer og den generelt større investeringsstørrelse i 2016 sammenlignet med 2013 skal ses i lyset af de generelt betydelig mere gunstige konjunkturer i 2016 end i 2013.

## 5.2.2 Direkte investeringer fordelt på geografi

Vækstfondens direkte investeringer foretages overvejende i virksomheder i Region Hovedstaden og Region Midtjylland på tværs af de omfattede år. Denne geografiske koncentration kan afspejle, at ventureegnede virksomheder typisk er koncentreret om de større byer, idet de ofte trækker på innovation og højtuddannet arbejdskraft fra universiteterne.

Over de fire år, evalueringen omfatter, har Region Hovedstaden og Region Syddanmark tilsammen modtaget ca. 87 % af de totalt investerede midler på 410 mio. kr. med henholdsvis 57 % til førstnævnte og 30 % til sidstnævnte. I Region Midtjylland er andelen af de direkte investeringer 7 %, i Region Nordjylland 3 % og endelig for Region Sjælland 3 %. Endvidere kan det observeres, at andelen af de samlede investeringer stiger i Region Hovedstaden set over evalueringsperioden.

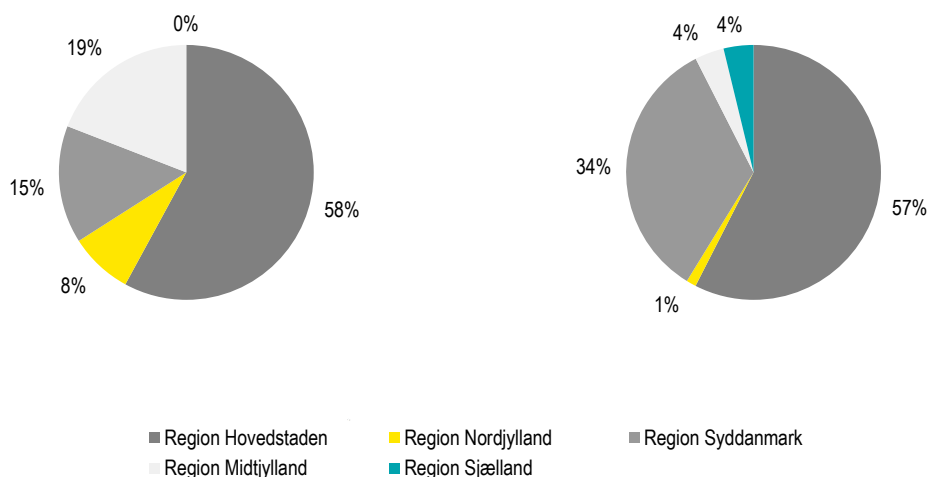
Figur 6: Direkte investeringer fordelt på regioner, 2013-2016, beløb (venstre), Direkte investeringer fordelt på år og regioner, beløb (højre)



Kilde: Vækstfonden

Brydes analysen op i forhold til nye investeringer og opfølgingsinvesteringer, danner der sig et yderligere mønster. I forhold til nye investeringer falder disse stadigvæk til primært Region Hovedstaden, men med en mere jævn fordeling på tværs af de resterende regioner. Der er dog i evalueringsperioden ikke foretaget nye direkte investeringer i Region Sjælland (jf. figur 7, venstre).

Figur 7: Direkte investeringer fordelt på regioner, 2013-2016, nye investeringer (venstre), opfølgingsinvesteringer (højre)



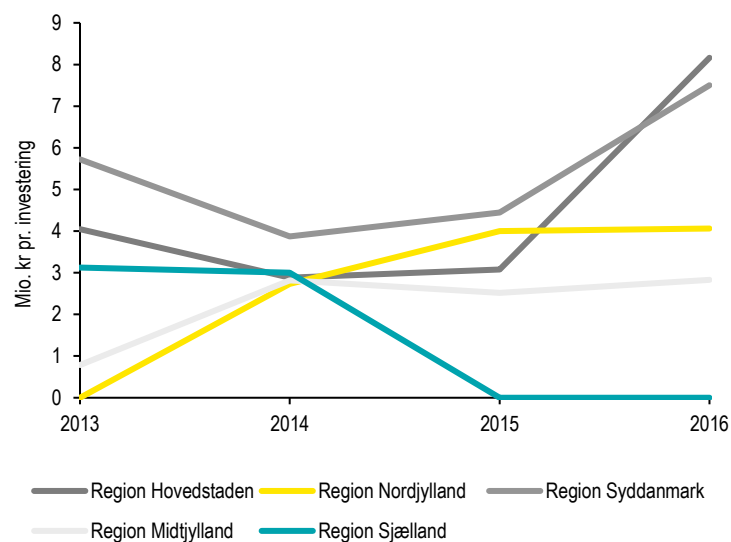
Kilde: Vækstfonden

Betragter vi fordelingen af opfølgingsinvesteringer, der er foretaget over de sidste fire år, finder vi samme mønster som på aggregeret niveau, hvor det særligt er Region Hovedstaden (57 %) og Region Syddanmark (34 %), hvor der er investeret flest midler, jf. figur 7, højre. Der er siden 2013 sket en markant stigning i andelen af opfølgingsinvesteringer, der går til Region Hovedstaden; hvor regionen i 2013 modtog omtrent 33 % af det samlede beløb af opfølgingsinvesteringerne, endte regionen i 2016 på omtrent 65 %.

Når der foretages opfølgende investeringer i en virksomhed, baseres det på, om virksomheden fortsat udvikler sig lovende, og om investorerne fortsat tror på, at virksomheden kan nå sine mål. Hvis det derimod ikke går som forventet, vil de opfølgende investeringer i visse virksomheder ophøre. Visse fejlskøn

er en naturlig del af den højere risiko, der tages ved direkte investeringer i venturesegmentet. Der vil derfor være foretaget nyinvesteringer i visse virksomheder i forventning om en positiv udvikling, som efterfølgende ikke har vist sig, hvorfor de opfølgende investeringer bliver mindre. Dette synes især at være tilfældet i visse regioner, hvor de tidligere foretagne nyinvesteringer tilsyneladende ikke har udviklet sig tilstrækkeligt positivt til at generere betydelige opfølgende investeringer.

Figur 8: Gennemsnitlig størrelse pr. direkte investering fordelt på region



Kilde: Vækstfonden, EY

Ses der på den gennemsnitlige størrelse pr. direkte investering, ligger disse i 2016 på et højere niveau i henholdsvis Region Hovedstaden og Region Syddanmark end i de resterende regioner, jf. figur 8.

### 5.2.3 Direkte investeringer og industri

Der opereres i VF Venture med fem overordnede brancheklassifikationer: bioteknologi, cleantech, informations- og kommunikationsteknologi (ICT), industriel teknologi, medikoteknik og andet. Kort beskrivelse af brancheklassifikationerne gives herunder i tabel 1.

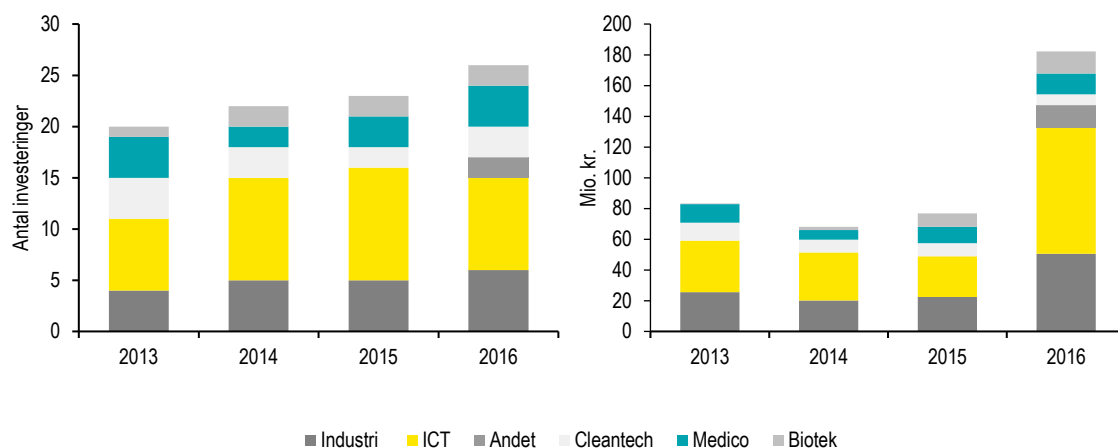
Tabel 1: Definitioner af brancheklassifikationer

| Branche  | Beskrivelse   |
|--|---|
| Bioteknologi                                   | Virksomheder primært inden for landbrugs- og/eller dyrebioteknologi (dvs. plantedagnostik), industriel bioteknologi (dvs. afledte kemikalier) og bioteknologisk orienteret forskning og produktionsudstyr |
| Cleantech                                      | Virksomheder med produkter primært inden for miljø og grøn energi   |
| Informations- og kommunikationsteknologi (ICT) | Primært virksomheder i it-branchen, herunder kommunikations- og computerhardware/software, internetteknologi, relaterede services samt anden elektronik   |
| Industriel teknologi                           | Industriel produktion og forsyningsvirksomheder   |

| Branche      | Beskrivelse   |
|--------------|---|
| Medikoteknik | Primært virksomheder inden for medicinsk udvikling, fremstilling eller levering, herunder instrumenter og udstyr samt relaterede services |
| Andet        | Virksomheder, der falder uden for ovenstående kategorier eller ikke er oplyst   |

I evalueringsperioden er der foretaget 91 investeringer fordelt på ovenstående sektorer; heraf falder to investeringer uden for nævnte sektorklassifikation. Særligt sektorerne ICT og Industriel teknologi har modtaget direkte investeringsmidler. Disse to sektorer tegner sig for henholdsvis 20 % og 35 % af de samlede antal investeringer i 2013. I 2016 er det ligeledes ICT og Industriel teknologi, der tiltrækker flest investeringer på hhv. 23 % og 35 % af de samlede antal investeringer.

Figur 9: Antal (venstre) og investeringsbeløb (højre) af direkte investeringer fordelt på sektor og år



Kilde: Vækstfonden, EY

Beløbsmæssigt udgør 292 mio. kr. af de samlede 410 mio. kr. investeringer til hhv. Industriel teknologi (119 mio. kr.) og ICT (173 mio. kr.) under hele evalueringsperioden. Mellem 2015 og 2016 sker der et større spring i allokerede midler til netop disse to sektorer, hvor investeringssummen fordobles for Industriel teknologi og mere end tredobles for ICT.

#### 5.2.4 Sammenfatning af Vækstfondens direkte investeringer

VF Venture har samlet investeret 410 mio. kr. med en vækst pr. år på 21 % i evalueringsperioden. Nye investeringer beløb sig til 84 mio. kr., mens de resterende 327 mio. kr. gik til opfølgingsinvesteringer i virksomheder i Vækstfondens portefølje. Antallet af nye investeringer og opfølgingsinvesteringer over perioden er steget fra 20 investeringer i 2013 til 27 investeringer i 2016.

Overordnet er investeringerne procentmæssigt blevet tildelt Region Hovedstaden med over halvdelen af den investerede kapital, mens en tredjedel af kapitalen er allokert til Region Syddanmark. Den gennemsnitlige størrelse pr. direkte investering i henholdsvis Region Hovedstaden og Region Syddanmark ligger også på et højere niveau end de resterende regioner.

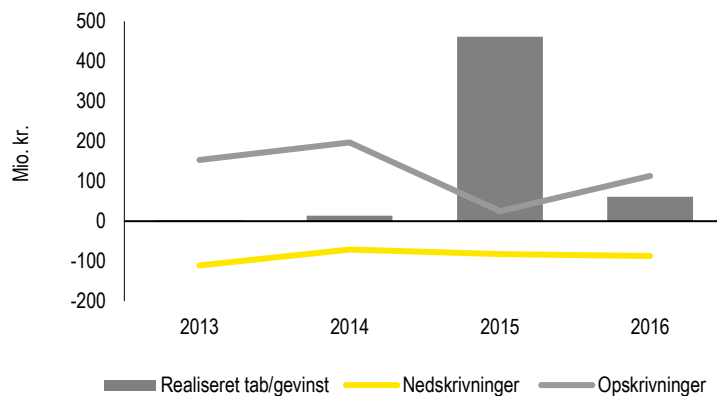
I forhold til brancherne er investeringerne primært tilfaldet Industriel teknologi og ICT.

Det totale resultat fra direkte investeringer er 624 mio. kr. i evalueringsperioden og repræsenterer dermed primært resultatet af Vækstfondens kapitalandele. Tallet indeholder opskrivninger og nedskrivninger for porteføljeverksamhederne samt eventuelle incitamentsordninger til de investeringsansvarlige



medarbejdere. Den aktuelle portefølje tæller 35 virksomheder med bogført værdi af egenkapitalindsud på i alt 522 mio. kr. og en bogført værdi af udlån til porteføljevirkomheder på 87 mio. kr. ultimo 2016.

**Figur 10: Udviklingen i komponenter, der udgør resultat af kapitalandele og direkte investeringer ekskl. incitamentsordning**



Kilde: Vækstfonden, EY

### 5.3 Vækstfondens låneaktiviteter

En af Vækstfondens primære aktiviteter er dens låne- og garantivirksomhed. Gennem disse aktiviteter er Vækstfonden med til at overkomme de økonomiske og strukturelle barrierer, som små og mellemstore virksomheder har i forhold til at opnå eksempelvis et banklån. Således sikrer låne- og garantiprodukterne danske små og mellemstore virksomheder adgang til kapital, hvor finansielle institutioner og aktører ellers ikke ville være gået ind på almindelige markedsvilkår.

EY afdækker i de følgende afsnit Vækstfondens låne- og garantiprodukter. Der er her fokus på de seks store produkter: vækstlån, (vækst)garantier, ansvarlige lån, grønne vækstlån<sup>6</sup>, iværksætterlån og etableringslån.

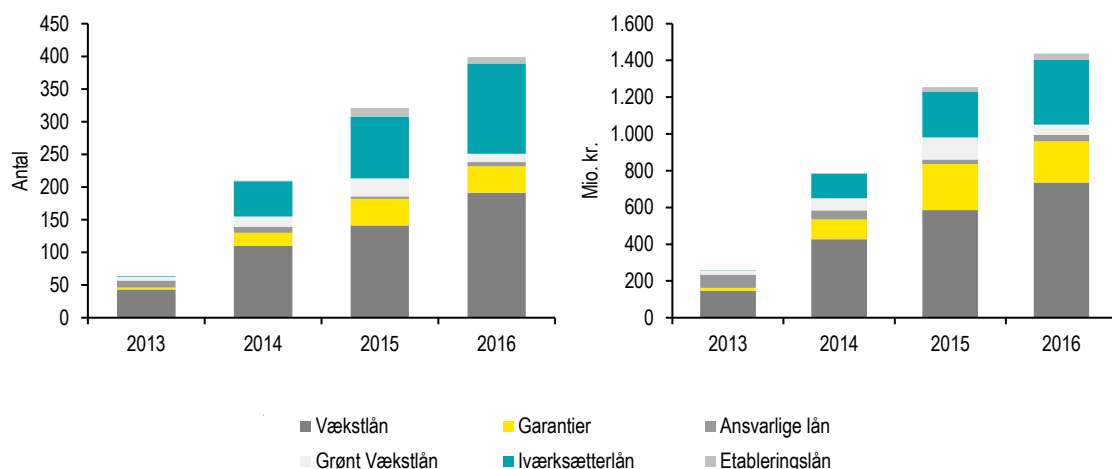
#### 5.3.1 Låneaktivitet

Betragter vi låne- og garantiprodukterne overordnet, er der sket en kraftig vækst i antallet af lån, der er givet, og som følge heraf i det samlede udlånte beløb.

Låneprodukterne har efter evalueringssperioden samlet set udgjort 3,1 mia. kr. fordelt på 889 individuelle lån. Det samlede antal lån inden for et givet år er opgjort i figur 11 (venstre). Vækstlånene (inklusive grønne vækstlån) har i perioden udgjort 69 % af de samlede 3,1 mia. kr., mens iværksætterlån, ansvarlige lån og etableringslån udgjorde hhv. 24 %, 6 % og 2 %.

Tilsvarende udgør garantierne et samlet beløb på 601 mio. kr. fordelt over 105 garantier.

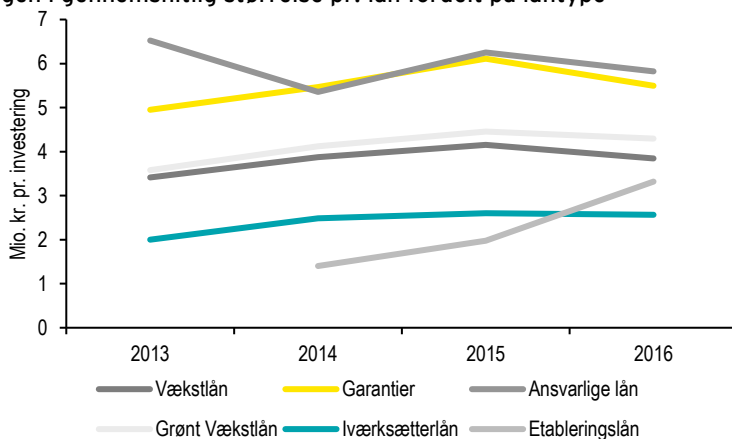
<sup>6</sup> Grønne vækstlån er øremærket kapital til virksomheder med grønne løsninger eller miljømæssige effektiviseringsopgaver. De kan konceptuelt ansues som et almindeligt vækstlån.

**Figur 11: Antal lån (venstre) og beløbsstørrelse (højre) fordelt på type og år**


Kilde: Vækstfonden, EY

Siden introduktionen i 2013 er særligt vækstlånene inklusive grønne vækstlån steget markant i antal frem mod 2016 med en faktor på 4,7 fra 168,2 mio. kr. til 790,8 mio. kr. Iværksætterlån har ligeledes siden deres introduktion vist en stigning fra 2,0 mio. kr. i udstedte lån til 353,8 mio. kr., jf. figur 11. De ansvarlige lån, som udgør 6 % af den udstedte låneportefølje (2013-2016), viser et fald i udstedelse af lån fra 71,8 mio. kr. i 2013 til 35,0 mio. kr. i 2016. Etableringslånene, som blev introduceret i 2014, har ligeledes vist en fremgang ved at gå fra udstedelse på 1,4 mio. kr. i 2014 til 33,2 mio. kr. i 2016.

Der blev udstedt garantier for 14,9 mio. kr. i 2013, og dette steg til 225,3 mio. kr. i 2016, hvilket udgør en stigning på en faktor 15,2 eller en gennemsnitlig vækst pr. år på 97,4 %.

**Figur 12: Udviklingen i gennemsnitlig størrelse pr. lån fordelt på låntype**


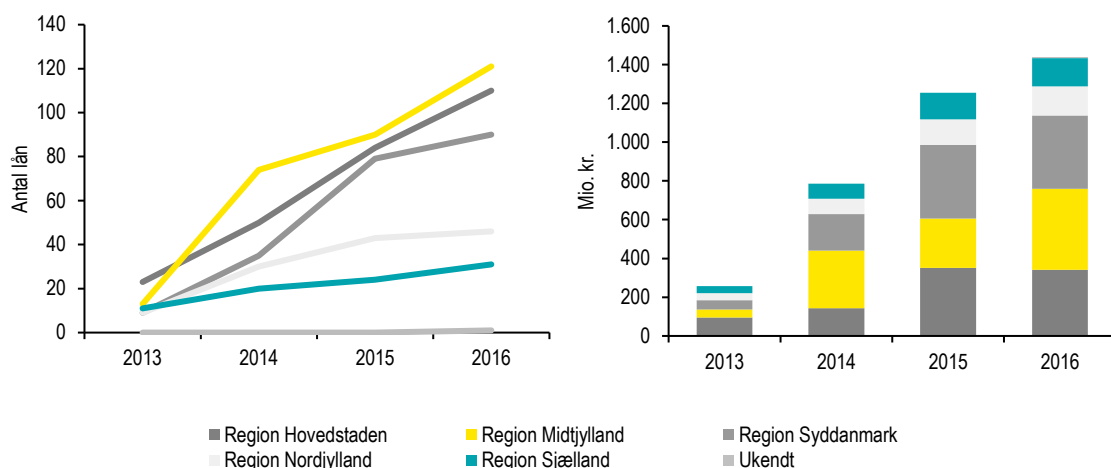
Kilde: Vækstfonden

Overordnet har den gennemsnitlige størrelse på udstedelse af lån samt garanti været stabil, hvor størrelsen pr. lån på etableringslånene særligt gør sig bemærket. I 2014 var lånebeløbet gennemsnitligt på ca. 1,4 mio. kr., og det er steget til 3,4 mio. kr. i 2016. Etableringslånene udgør dog kun ca. 2 % af den samlede portefølje.

### 5.3.2 Geografisk fordeling af lån og garantier

Den geografiske fordeling af lån er afbilledet i figur 13. Som nævnt tidligere er der sket en stor forøgelse i Vækstfondens låneaktiviteter i både antallet og det samlede låne- og garantibeløb. Kigger man på udviklingen over evalueringsperioden, er det særligt Region Hovedstaden, Region Midtjylland og Region Syddanmark, der har set en stor stigning i udviklingen sammenlignet med de to resterende regioner. Således har de tre regioner modtaget over 75 % af de samlede lån og garantier opgjort på lånemidler og med en fortsat stigende tendens. Derimod har stigningen i Region Nordjylland og Region Sjælland været mere moderat.

Figur 13: Lån og garantier (antal til venstre og mio. kr. til højre) fordelt på region og år

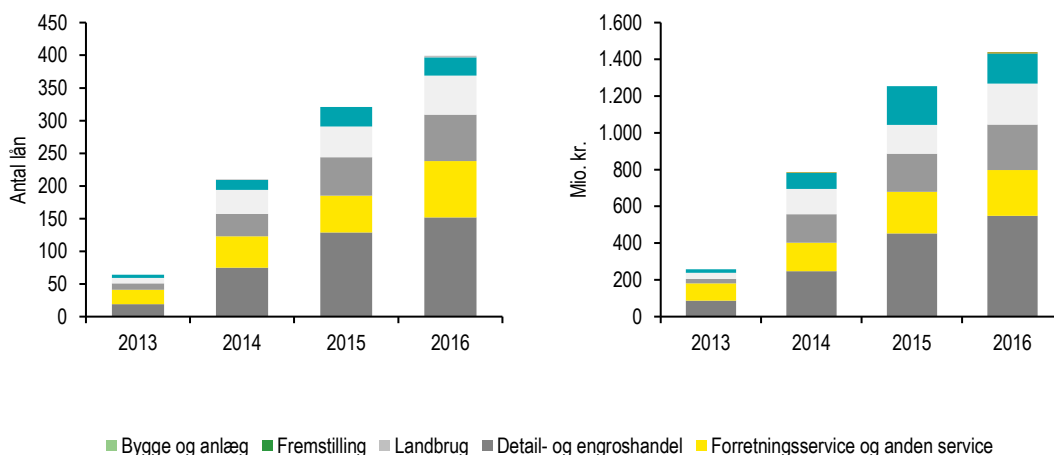


Kilde: Vækstfonden, EY

### 5.3.3 Lån og garantier i forhold til branche

I forhold til lån og garantier fordelt på branche er midler fra Vækstfonden primært gået til brancherne forretningsservice og anden service samt detail- og engroshandel. Sidstnævnte har dog set et relativt fald over evalueringsperioden fra at udgøre 36 % af de samlede investeringer i 2013 til kun 17 % af den samlede portefølje fordelt efter branche.

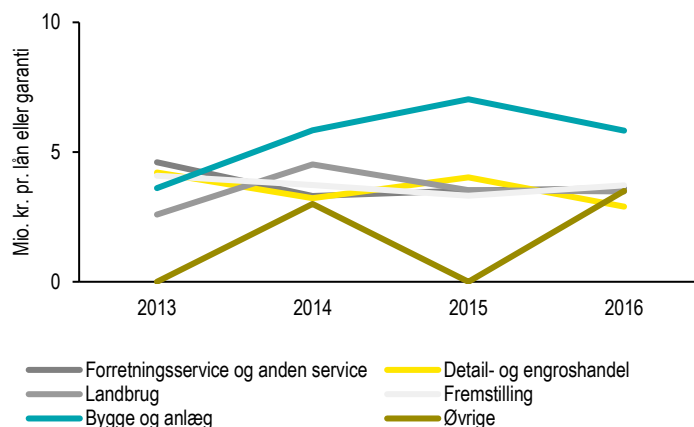
Figur 14: Lån (antal til venstre og lånstørrelse til højre) fordelt på branche og år



Kilde: Vækstfonden, EY

Aktiviteterne har primært været i en størrelsesorden på omkring 3-4 mio. kr. i gennemsnit, men særligt udlån og garantier stillet til bygge- og anlægsbranchen har været højere end de resterende.

Figur 15: Gennemsnitlig størrelse på lån eller garanti fordelt på branche



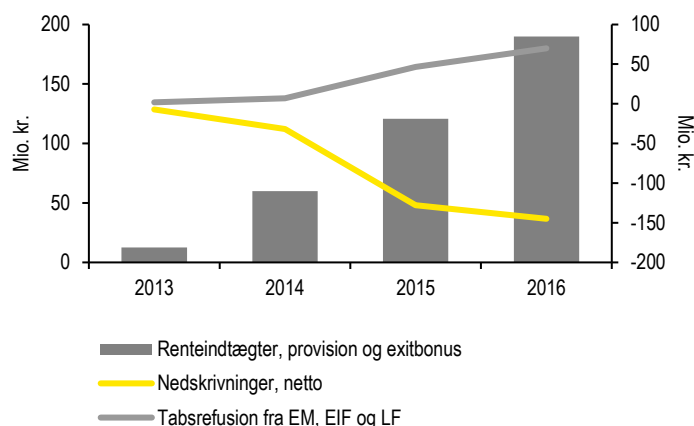
Kilde: Vækstfonden, EY

#### 5.3.4 Sammenfatning af Vækstfondens låneaktiviteter

Fra 2013-2016 har låneaktiviteten samlet set udgjort 3,1 mia. kr. fordelt på 889 individuelle lån. Opgjort i antal kroner er lånene primært faldet i Region Hovedstaden og Region Syddanmark. Særligt Region Hovedstaden, Region Syddanmark og Region Midtjylland har set en høj vækstrate i antallet af tildelte lån i forhold til resten af landet. Midlerne er gået til virksomheder inden for forretningsservice og detail- og engroshandel.

Vækstfondens låneportefølje genererede et resultat på 199 mio. kr. i evalueringsperioden. Tallet er reguleret for nettonedskrivninger, realiserede tab og tabsrefusion fra nationale og europæiske programmer. Låneporteføljen tæller 705 virksomheder med en bogført værdi på i alt 2.546 mio. kr. i 2016.

Figur 16: Udviklingen i komponenter, der udgør resultatet af vækstlån og ansvarlige lån



Kilde: Vækstfonden, EY

Note: Provisioner inkluderer stiftelses- og risikoprovision. Tabsrefusion inkluderer refusion fra Erhvervsministeriet, EIF og Landbrugets FinansieringsBank.

## 5.4 Vækstfondens kationer

Vækstfondens tredje store produktkategori er vækstkationer. Med vækstkationer kan virksomheder opnå adgang til finansiering i banken eller andre finansielle institutioner for lån under 2 mio. kr., i tilfælde af at virksomhederne ikke selv kan stille tilstrækkelig sikkerhed. Endvidere dækker vækstkationerne op til 75 % ved et potentielt tab. Da kationer således har tabsrammer tilknyttet, medfører dette en anden risikoprofil sammenlignet med øvrige produkter. Potentielt medfører dette, at produktet er lettere at distribuere. Vækstkationer er en lånegarantiordning for små virksomheder og kan udfylde forskellige behov og formål - fælles er, at de alle er under 2 mio. kr. De finansielle institutioner indberetter data til Vækstfonden.

Generelt set har udviklingen i antallet og beløbsstørrelserne været stabil over evalueringsperioden, og tydeligst er indfasningen af den nye type af kationer, der helt har afløst de gamle kationstyper og Kom-i-gang-lånene (KIG).

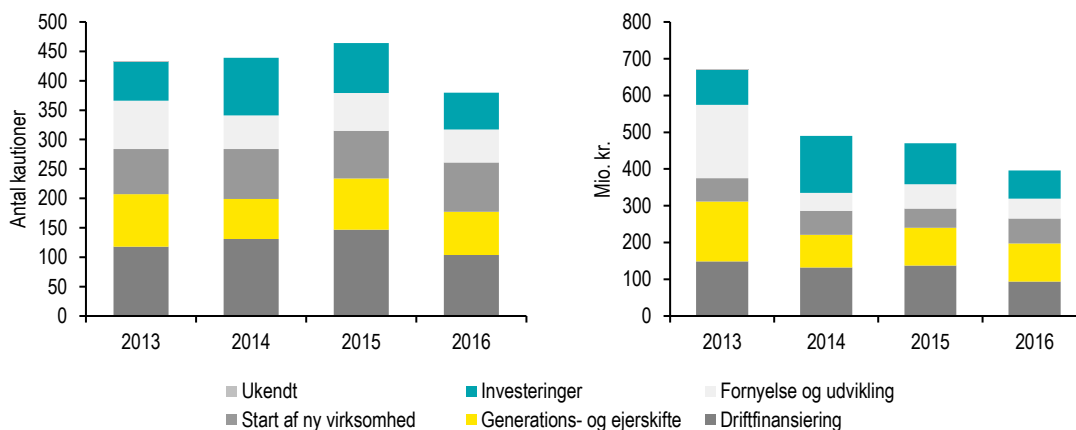
Sammenlignet med forrige evalueringsperiode er der sket et markant fald i beløbsstørrelserne. I 2011 og 2012<sup>7</sup> var de samlede beløb på kationer over 800 mio. kr. Der er således frem mod 2016 tale om en halvering i beløbet, mens antallet af kationer er steget en smule. Således er der tale om mindre størrelser på kationer, der bliver givet. Dette skal ses i lyset af overgangen til den nuværende kationsordning (gammel ordning er erstattet med ny med maks. lånebeløb på 2 mio. kr. i forhold til den gamle med maks. på 25 mio. kr.).

Overordnet set har der været god spredning på tværs af både brancher og regioner, hvilket tyder på, at kationer er et velegnet instrument til at nå bredt ud geografisk.

### 5.4.1 Kationer og formål

Der er i evalueringsperioden stillet vækstkationer for 2,0 mia. kr. fordelt over 1.716 kationer. I 2013 blev der udstedt kationer for 671 mio. kr., mens det i 2016 var reduceret med 60 % til 395,6 mio. kr. Dette skyldes, at den tidligere ordning med kationer lukkes ned i evalueringsperioden (gammel ordning er erstattet med ny med maks. lånebeløb på 2 mio. kr. i forhold til den gamle med maks. på 25 mio. kr.), og der i stedet introduceres en række nye produkter i Vækstfondens portefølje fra 2013 og frem.

Figur 17: Kationer (antal til venstre og kationsbeløb til højre) på tværs af formål



Kilde: Vækstfonden, EY

De efterspurgte kationer har medvirket til at muliggøre en række forskellige formål. Der har overordnet set været en jævn fordeling på tværs af disse formålskategorier (investeringer, fornyelse og udvikling, start af ny virksomhed og generations- og ejerskifte).

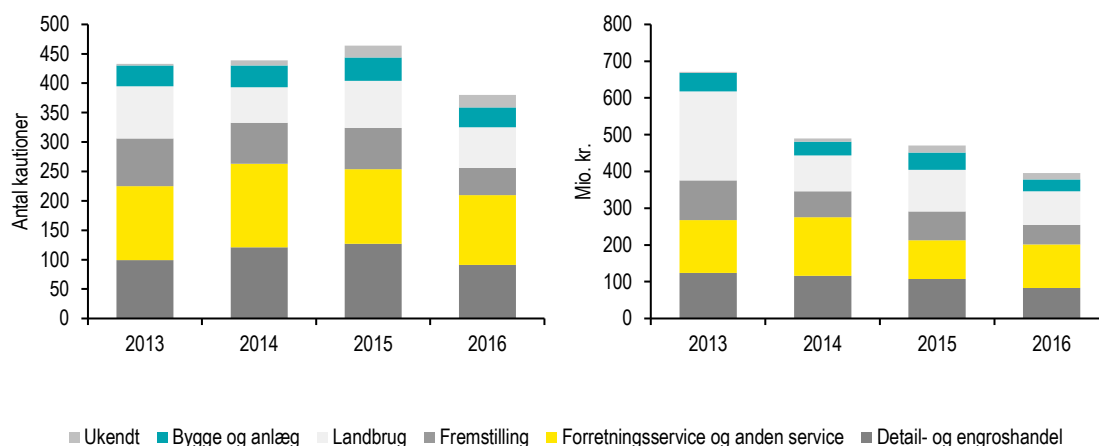
<sup>7</sup> Evaluering 2014.

Den tydeligste ændring observeres under de kautionsbeløb, der er stillet til fornyelse og udvikling. Der blev således i 2013 stillet 199 mio. kr. i kautioner til netop dette formål, og i 2016 var dette blot en fjerdedel af dette beløb (54 mio. kr.).

#### 5.4.2 Kautitioner og branche

Kautitioner stillet i evalueringsperioden har overordnet set været stabilt og jævnt fordelt på tværs af brancherne. Således er der samlet set givet flest til forretningservice og anden service (26 % af de samlede investeringer). Undtagelsen er i 2013, hvor der er udstedt kautioner af større beløb til landbruget.

Figur 18: Kautitioner (antal til venstre og kautionsbeløb til højre) på tværs af branche

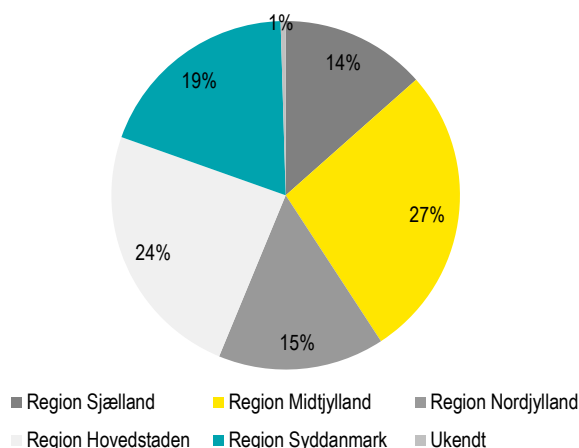


Kilde: Vækstfonden, EY

#### 5.4.3 Kautitioner og geografi

Kautitionerne har under evalueringsperioden fordelt sig jævnt over hele landet, dog med Region Midtjylland og Region Hovedstaden som største modtagere af ydelserne.

Figur 19: Vækstkautioner på tværs af regioner i 2013-2016



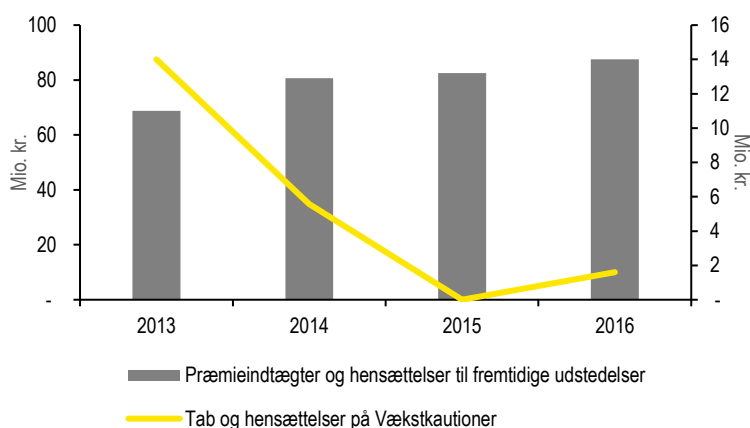
Kilde: Vækstfonden, EY

#### 5.4.4 Sammenfatning af Vækstfondens kationer

Overordnet set har udviklingen i antallet af kationer og beløbsstørrelserne været stabile til svagt faldende over evalueringsperioden. Største ændring er i forhold til formålet, hvormed kationerne er stillet, hvor kationer til fornyelse og udvikling er faldet med knap 75 %. Særligt landbruget har modtaget kationer med en jævn fordeling på tværs af regionerne.

Det totale resultat fra kationer er 183 mio. kr. i evalueringsperioden, hvor tallet er reguleret for hensættelser og konstateret tab. Den aktuelle portefølje omfatter 1.698 virksomheder (med nye kationer og KIG-lån) og 550 virksomheder fra den gamle kationsordning i 2016.

Figur 20: Udviklingen i komponenter, der udgør resultatet af kationer



Kilde: Vækstfonden, EY

Note: Præmieindtægter og hensættelser til fremtidige udstedelser angiver nettoudviklingen. Tab og hensættelser på vækstkationer inkluderer nettoudviklingen i konstaterede tab indgået på tidligere afskrevne fordringer og regulering af hensættelser til tab.

#### 5.5 Vækstfondens anvendelse af de europæiske tabsrammer

Vækstfonden har i evalueringsperioden været en del af fem rammeaftaler med EIF, som dækker på tværs af Vækstfondens produktgrupper.

Fælles for programmerne er, at disse er omfattet af et maksimalt volumenbeløb for porteføljen. Særligt for CIP- og COSME-programmerne skal Vækstfonden udstede en referencevolumen for at aktivere en tabsdækning på 50 % af de udstedte lån, garantier eller kationer. Innovfin-programmet har ligeledes en referencevolumen og aktiveres mod en løbende betaling af provision til EIF. Ved en samlet portefølje på minimumvolumen vil tabsdækningen være 50 % af porteføljen. Microfinance Facility skiller sig ud, med et særligt fokus på mikrolån og officielle krav til virksomheden om omsætning, ansatte og lånegrænse for udstedelse af produktet. Disse lån blev udstedt i forbindelse med vækstkationer<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Uoverensstemmelse opstår, idet lån i Vækstfonden, herunder vækstlån til iværksættere, hen over tid kan skifte registreringstype i Vækstfondens lånesystem, hvilket påvirker tallene for rapporterede lån til Den Europæiske Investeringsfond sammenholdt med antal udstedte lån i Vækstfonden. Tallene for lån indrapporteret til Den Europæiske Investeringsfond er historiske og statiske, mens tallene for udstedte lån er et dynamisk øjeblikbillede.

**Tabel 2: Vækstfondens tabsafdækning af kationer, lån og garantier**

| Europæisk rammeaftale | CIP          | InnovFin     | COSME Direct | COSME Indirect | Micro-loan | I alt          |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|------------|----------------|
| Programstart          | Q1 2014      | Q4 2014      | Q1 2016      | Q3 2016        | Q1 2014    |                |
| Vækstlån              |              | 477,8        |              |                |            | 481,6          |
| Garantier             |              |              |              | -              |            | -              |
| Ansvarlige lån        |              |              |              |                |            | -              |
| Iværksætterlån        | 696,8        | 79,1         |              |                |            | 775,9          |
| Etableringslån        |              |              |              | 8,8            |            | 8,8            |
| Kationer              |              |              | 92,2         |                | 3,8        | 92,2           |
| <b>Total</b>          | <b>696,8</b> | <b>563,8</b> | <b>92,2</b>  | <b>8,8</b>     | <b>3,8</b> | <b>1.365,4</b> |

Kilde: Vækstfonden, EY

Note: I tabellen ses den samlede porteføljeværdi af hhv. produkt og tabsrammeprogram hhv. vertikalt og horisontalt

Innovfin-programmet omfatter en portefølje på 563,8 mio. kr. ultimo 2016, mens den historiske indrapportering af de enkelte produkter til EIF er 556,9 mio. kr.

Tabel 2 illustrerer, hvilke af Vækstfondens produktgrupper der er omfattet af et EIF-initiativ i evalueringssperioden, og giver et øjebliksbillede af, hvor meget af Vækstfondens portefølje der er eller har været tabsafdækket.

### 5.5.1 Competitiveness and Innovation Framework Programme

EIF og Vækstfonden indgik i 2014 en garanti aftale med det formål at støtte små og mellemstore virksomheder. Aftalen er en direkte garanti under Competitiveness and Innovation Framework Programme (CIP), der giver Vækstfonden mulighed for at omfatte efterstillede lån for maksimalt 945 mio. kr. under programmet til nystartede virksomheder i Danmark. CIP-programmet vedrører tabsdækning på Vækstfondens iværksætterlån. Vækstfonden skal udstede en referencevolumen på 609 mio. kr. for at aktivere en tabsdækning på de udstedte lån, som justeres relativt op til en minimumvolumen på 892 mio. kr.

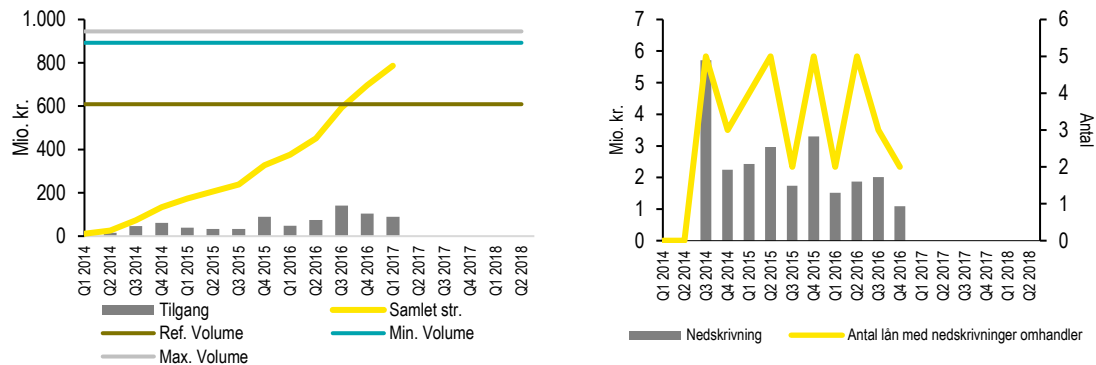
I evalueringssperioden blev der udstedt iværksætterlån svarende til 23 % eller 737,8 mio. kr. af Vækstfondens totale låneaktivitet på 3.124,4 mio. kr. CIP inklusive InnovFin-programmet omfatter i alt 775,8 mio. kr. af de udstedte iværksætterlån. Data modtaget fra Vækstfonden angiver derfor, at der er tabsafdækket mere, end der er udstedt i perioden, hvilket forklarer diskrepansen mellem det statistisk og det indrapporterede data, jf. fodnote 9.

Udstedte lån i aktivitetsperioden, som ikke er omfattet af programmerne, indgår ikke herunder, da disse ikke opfylder kriterierne for fx løbetid på lånet, beløbsstørrelse og lignende til at blive omfattet af en eventuel tabsdækning.

Tilgang af iværksætterlån i perioden viser den totale tilgang til portefølje på 696,8 mio. kr., som omfatter programmet og inkluderes i beregning af den totale referencevolumen. I henhold til aftalevilkårene mellem EIF og Vækstfonden for CIP-programmet nåede Vækstfonden en referencevolumen på 609,0 mio. kr. ved fjerde kvartal 2016 for at aktivere eventuel tabsdækning af iværksætterlånene.



Figur 21: Udviklingen i tilgang til CIP-programmet (venstre) og nedskrivninger og antal lån med nedskrivninger i CIP-programmet (højre)



Kilde: Vækstfonden, EY

Figur 21 viser, at Vækstfonden har nedskrevet i alt 24,9 mio. kr. fordelt på 36 lån, siden rammeaftalen startede i 2014.

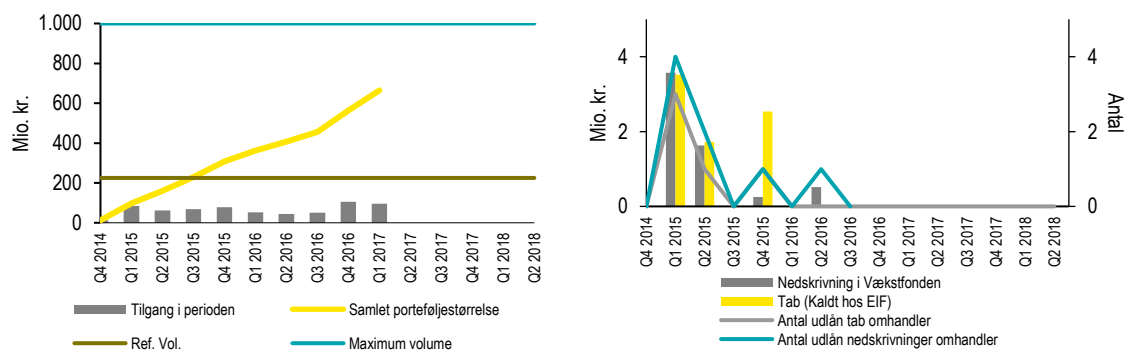
Der er i evalueringsperioden ikke realiseret tab og derfor heller ingen tabsdækning fra EIF. Det endelige resultat af tabsdækningen og programmet kan opgøres ved opnåelse af porteføljens maksimale volumen og det længste låns løbetid herefter.

### 5.5.2 InnovFin SME Guarantee Facility

EIF og Vækstfonden indgik i 2014 en garantiaftale for at øge udlån til innovative små og mellemstore virksomheder i Danmark.

InnovFin-faciliteten vedrører tabsdækning på Vækstfondens vækstlån, grønne vækstlån og iværksætterlån (som ikke er dækket af CIP). Vækstfonden modtager 50 % i tabsdækning på det enkelte udlån mod en kvartalsbetaling af en garantiprovision, som er afhængig af den samlede udestående portefølje for de tre låntyper. For at opnå tabsdækningen skal den samlede portefølje overstige referencevolumenen på 225 mio. kr. inden ultimo 2015, mens programmet kan omfatte i alt 1.000 mio. kr.

Figur 22: Udviklingen i tilgang til InnovFin-programmet (venstre) og nedskrivninger og tab. Antal lån med nedskrivninger i Innovfin-programmet (højre).



Kilde: Vækstfonden, EY

Tilgang i perioden (ovenfor) viser beløbene inden for vækstlån, grønne vækstlån og iværksætterlån, som inkluderes i beregningen af den totale låneportefølje. I henhold til aftalevilkårene mellem EIF og Vækstfonden for InnovFin opfylder Vækstfonden fra tredje kvartal 2015 vilkårene for at aktivere eventuel tabsdækning af udlånene.

Programmet omfatter en tilgang på 24 iværksætterlån på i alt 79,1 mio. kr., mens tilgangen af vækstlån inklusive grønne vækstlån er 477,8 mio. kr. fordelt på 125 lån. I henhold til Vækstfondens interne data er den samlede porteføljestørrelse for programmet på 563,8 mio. kr. frem til 2016.

For de aktive lån i porteføljen har Vækstfonden nedskrevet et forventet tab på 6,0 mio. kr. fordelt på otte lån frem til 2016, mens der er et realiseret tab på 15,5 mio. kr. fordelt på fem lån, heraf 7,8 mio. kr. indhentet hos EIF i henhold til programmet.

Vækstfonden forventer at indgå i en ny aftale, der omfatter samme produktgrupper for fremtidig volumen fra november 2017.

### 5.5.3 Competitiveness of Enterprises and Small and Medium-sized Enterprises

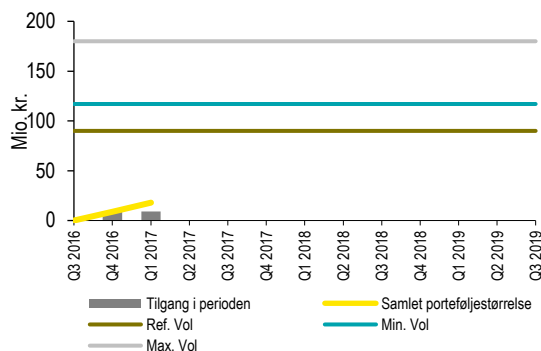
Gennem programmet Competitiveness of Enterprises and Small and Medium-sized Enterprises (COSME) tilbyder EIF garantier og modgarantier, herunder låneporteføljer bestående af små og mellemstore virksomheder, for at hjælpe med at yde flere lån og garantier for SMV'er. Vækstfonden har indgået to rammeaftaler, COSME Direct og COSME Indirect, med EIF for henholdsvis etableringslån og vækstgarantier samt kautioner.

### 5.5.4 COSME Direct

COSME Direct-programmet vedrører Vækstfondens etableringslån og vækstgarantier (udstedt efter 1.9.2017) med krav om en minimumvolumen på 84 mio. kr. Vækstfonden skal udstede en referencevolumen på 140 mio. kr. for at aktivere en tabsdækning på 50 % af de udstedte lån. Ved udstedelse af et samlet lånebeløb mellem referencevolumen og minimumvolumen vil den maksimale tabsdækning blive justeret relativt ligesom Innovfin. Ved et samlet lånebeløb med en minimumvolumen på 182 mio. kr. vil tabsdækningen være 20 % af porteføljen for etableringslån. Programmet tillader en maksimal volumen på i alt 280 mio. kr.

Frem til 2016 udgjorde etableringslån og vækstgarantier 21,5 % eller 660,4 mio. kr. af Vækstfondens totale udlånsportefølje inklusive garantier på 3.734,5 mio. kr.

Figur 23: Udviklingen i tilgang til COSME Direct



Kilde: Vækstfonden, EY

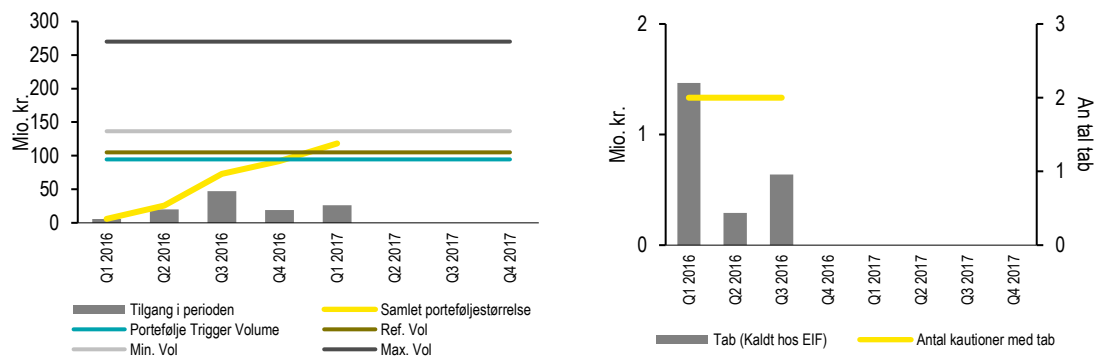
Programmet COSME Direct trådte i kraft fra 3. kvartal 2016, og tilgangen til programmet var alene etableringslån i 2016. Der var en tilgang af etableringslån på 8,8 mio. kr. fordelt på to lån.

### 5.5.5 COSME Indirect

COSME Indirect omfatter Vækstfondens småkautioner, hvor kravet for en minimumvolumen er 94,5 mio. kr. I henhold til programmet og aftalevilkårene er porteføljens referencevolumen på 105 mio. kr. for at aktivere tabsdækningen på 50 % af de udstedte lån.

I tilfælde af udstedelse af kautioner mellem referencevolumen og minimumvolumen vil den maksimale tabsdækning blive justeret relativt ligesom de øvrige nævnte programmer. Ved en samlet kautionsportefølje med en minimumvolumen på 136,5 mio. kr. vil tabsdækningen være 20 % af porteføljen for den totale portefølje omfattet af programmet. Programmet tillader en maksimal volumen på 270 mio. kr.

Figur 24: Udviklingen i tilgang til COSME Indirect (venstre). Tab (mio. kr.) og antal kautioner (højre).



Kilde: Vækstfonden, EY

COSME Direct startede fra 2016. Tilgang i perioden illustrerer vækstkautioner, der indgår i programmet, hvilket viser en tilgang på 92,2 mio. kr. frem til ultimo 2016 fordelt på 250 små vækstkautioner.

Vækstfonden har fået tabsrefusion hos EIF på i alt 2,4 mio. kr. fordelt på i alt seks kautioner.

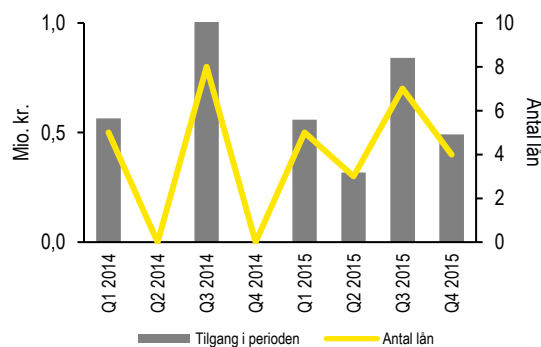
### 5.5.6 Microfinance Facility

Microfinance Facility blev lanceret i 2010 for at øge tilgængeligheden af mikrolån og blev givet i forbindelse med vækstkautioner til etablering eller udvikling af virksomheder, der opfylder de officielle krav for omsætning, ansatte og lånegrænse på 185.000 kr. for udstedelse af produktet.

I perioden 2013 og 2015 havde Vækstfonden en rammeaftale med EIF gennem programmet Microloan, som har dækket over Vækstfondens udstedte kautioner. Ud fra aftalevilkårene dækkede det over en kautionsportefølje med en volumen på op til 3,8 mio. kr., hvor tabsafdækning for enkelte engagementer var 50 % af beløbet.

Vækstfondens portefølje under programmet med løbende tilgang omfattede 32 kautioner, hvor et enkelt engagement er afskrevet. Vækstfonden fik dækket 50 % af tabet på dette.

Figur 25: Udviklingen i tilgang i Microfinance Facility og antal lån



Kilde: Vækstfonden, EY

Microloan-programmet bestod af en endelig portefølje af kautioner på 3,8 mio. kr. fordelt på 32 kautioner. Der var i perioden kun ét tab på en kaution på 44.000 kr.

#### 5.5.7 Sammenfatning for Vækstfondens brug af de europæiske tabsrammer

Vækstfonden formår gennem de indgåede aftaler med EIF at afdække realiserede nedskrivninger og tab gennem de ovenstående programmer med EIF. Programmerne bidrager til udstedelse af lån, kautioner og garantier til virksomheder, som grundet geografisk placering, sektor, nyetablering og lignende har svært ved at fremskaffe finansiering gennem traditionelle finansieringskilder som banker.

Uden de indgåede aftaler ville Vækstfonden selv realisere de fulde tab for de respektive låneprodukter. Vækstfonden har i perioden haft nedskrivninger på i alt 30,9 mio. kr. og har modtaget tabsrefusion på 18,2 mio. kr. mod ellers det dobbelte tab uden programmerne i perioden 2013-2016.

#### 5.6 Fondsinvesteringer (indirekte investeringer) og syndikeringslån

Vækstfonden foretager fondsinvesteringer i fonde, som har fokus på SMV'er med vækstpotentiale. Vækstfonden administrerer desuden to fund-of-funds-konstruktioner; Dansk Vækstkapital I (DVK I) og Dansk Vækstkapital II (DVK II).

Vækstfonden investerer primært i venturefonde og spiller typisk en central rolle som "cornerstone-investor" i forbindelse med etablering af fondene. Investeringstilsagn fra Vækstfonden er således i mange tilfælde afgørende for, at de private fonde kan rejses eller opnå en kritisk masse. Vækstfonden sidder typisk i fondenes investor board eller tilsvarende qua rollen som cornerstone-investor i den pågældende fond. For så vidt angår investeringer i udenlandske fonde giver Vækstfondens rolle som investor anledning til at tiltrække og fastholde fondenes investeringsfokus i Danmark.

Vækstfonden er investor i og fungerer som manager for DVK I og DVK II. Det due diligence-materiale, der udarbejdes i forbindelse med investeringer foretaget i hhv. DVK I og DVK II, stilles til rådighed for de respektive investorer i DVK I og II, hvilket medvirker til at reducere investorernes due diligence-omkostninger og dermed lette adgangen for yderligere investeringer fra disse investorer direkte i de underliggende fonde.

Det totale resultat fra kapitalandele i fonde er 1.607 mio. kr. i hele evalueringsperioden. Tallet afspejler værdireguleringer i fondene og dermed de indirekte investeringer. Den bogførte værdi af fondenes kapitalandele er 5.036 mio. kr. inklusive DVK I og DVK II i 2016. Vækstfonden har tilsagnsforpligtelser for 6.531 mio. kr., heraf 3.711 mio. kr. til DVK I og DVK II.

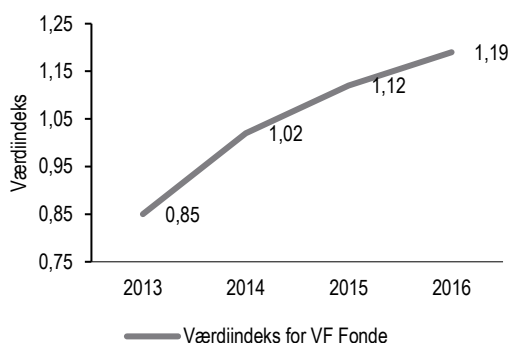
Evalueringen indeholder en særskilt analyse af produktet syndikeringslån, som var lån til videnintensive virksomheder med stort vækstpotentiale, der befinder sig i et tidligt udviklingsstadium og derfor har brug for at få tilført kapital til at kunne udvikle og teste deres produkt/service. Ordningen udløb ultimo 2015.

##### 5.6.1 Investeringer i fonde

Vækstfondens fondsinvesteringer egenfinansieres.

Figur 26 viser værdiindekseringen af VF Fondes fondsinvesteringer siden 2013. Værdiindekset angiver den bogførte værdi i forhold til summen af tilbageløb og indskudt kapital.

Figur 26: Værdiindeks for VF Fonde

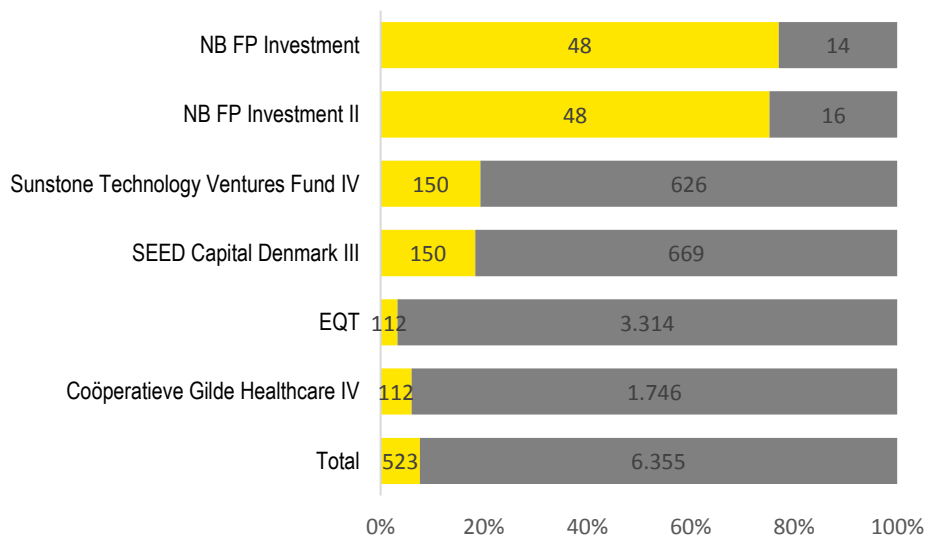


Kilde: Vækstfonden

### Nye fondsinvesteringer

I evalueringsperioden i 2013-2016 har Vækstfonden foretaget seks nye fondsinvesteringer med et tilsagn på 523,2 mio. kr. eller 12,2 % af det totale kapitaltilsagn under forvaltning hos fondene på 6.355 mio. kr. Fire af de syv fondsinvesteringer er foretaget i 2016.

Figur 27: Tilsagn til VF Fondes nye fondsinvesteringer

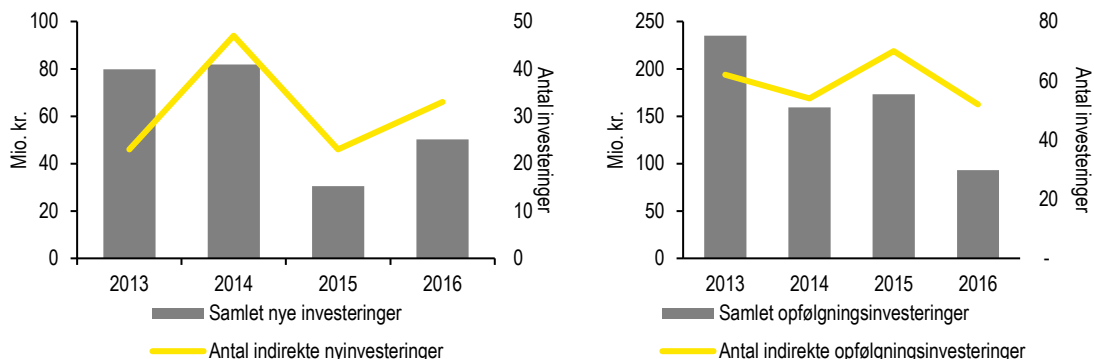


Kilde: Vækstfonden, EY

### Indirekte ny- og opfølgningssinvesteringer

Vækstfonden har indirekte investeret 902,9 mio. kr. i virksomheder gennem deres fondsinvesteringer. Nye investeringer bestod af 26,8 % eller 242,4 mio. kr. af den investerede kapital, mens 660,5 mio. kr. var opfølgningssinvesteringer. Der er foretaget i alt 364 investeringer, henholdsvis 126 nye investeringer og 238 opfølgningssinvesteringer.

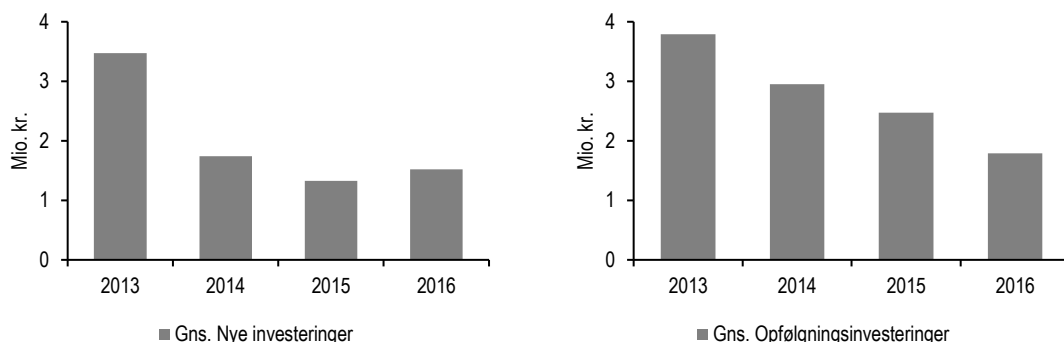
Figur 28: Indirekte ny- (venstre) og opfølgningsinvesteringer (højre) fordelt på samlet investeringsbeløb og antal investeringer



Kilde: Vækstfonden, EY

Givet at evalueringen kun foretages for investeringer mellem 2013 og 2016, kan udviklingen i antallet af indirekte investeringer inden for et givet år kun ses som et øjebliksbillede, og ikke i relation til investeringsernes vintageår. Udviklingen i nye indirekte investeringer har været svingende i evalueringssperioden, hvor der primært i 2013 og 2014 var flest investeringer både målt på antal og samlet investeringsbeløb. De opfølgende indirekte opfølgningsinvesteringer har både i antal og samlet investeringsbeløb været faldende

Figur 29: Gennemsnitligt investeringsbeløb for indirekte ny- (venstre) og opfølgningsinvesteringer (højre)

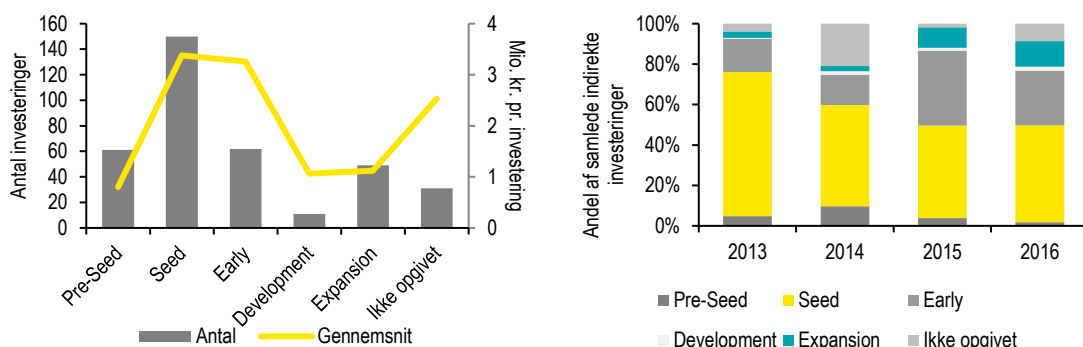


Kilde: Vækstfonden, EY

#### Indirekte investeringer i forhold til virksomhedens stadie

Størstedelen af de indirekte investeringer falder i de tidlige faser af virksomhedens udviklingsstadium. Særligt investeres der i seed-fasen, hvor der i evalueringssperioden har været 150 investeringer fra de forskellige fonde, jf. figur 29.

Figur 30: Indirekte investeringer fordelt på virksomhedsstadiet (venstre) og år (højre)



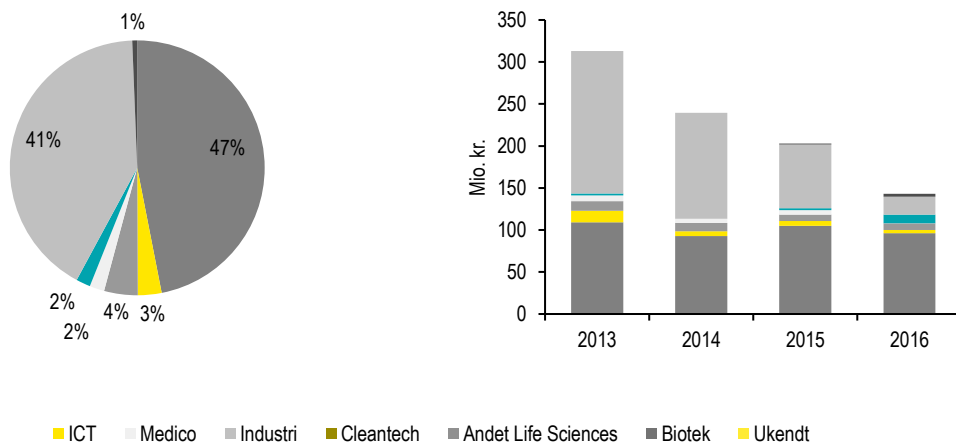
Kilde: Vækstfonden, EY

Datagrundlaget rekvireres af Vækstfonden fra de enkelte fonde, hvorfor kvaliteten og specifikation på kategoriseringen varierer.

**Indirekte investeringer i forhold til branche**

Ser vi på, hvordan de indirekte investeringer har fordelt sig i forhold til virksomhedernes branche, ligger størstedelen af disse i særligt to brancher - ICT og Biotek. Dog har investeringer i Biotek generelt været faldende over perioden, hvorimod ICT er forblevet relativt stor og konstant. Særligt Sunstone Capital's fire technology-fonde har haft indflydelse på de store investeringer til ICT.

Figur 31: Indirekte investeringer fordelt på branche (venstre) og år (højre)



Kilde: Vækstfonden, EY

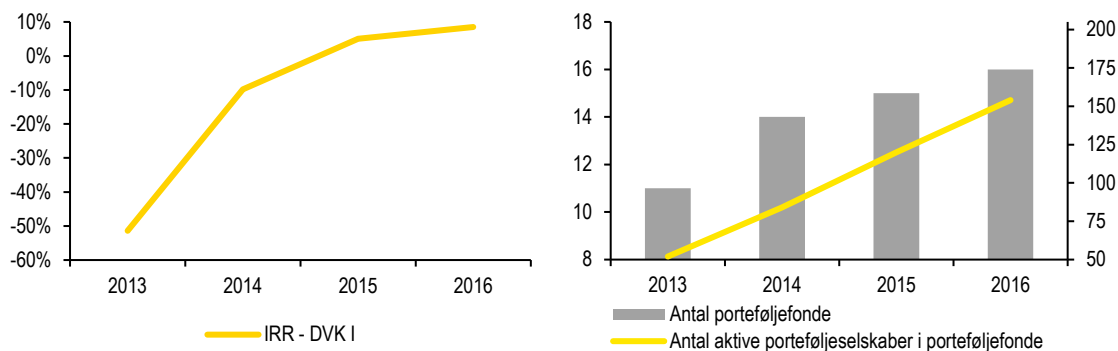
**5.6.2 Dansk Vækstkapital I**

DVK I er en fund-of-funds-konstruktion, der administreres af Vækstfonden, som også er majoritetsinvestor i fonden. DVK I blev etableret i 2011 i et samarbejde mellem Vækstfonden og danske pensionskasser. DVK I er en closed end-fond med en femårig investeringsperiode, der løb frem til 2015. Fondens har en forventet levetid på op til 17 år fra fondsoprettelsen. Der blev i 2011 givet tilsagn til fonden på i alt 4.786,8 mio. kr. fordelt på 42 investorer. Pensionskassernes tilsagn til DVK I udgør 25 % af det samlede tilsagn, mens Vækstfondens tilsagn udgør 75 %, som finansieres af lån optaget hos medinvestorerne (pensionskasserne). I februar 2017 blev det samlede tilsagn nedskrevet til 4.088,2 mio. kr. efter investeringsperiodens ophør.

Siden etableringen af DVK I er der pr. februar 2017 givet tilsagn til fonde for 3.631,5 mio. kr. Det resterende kapitaltilsagn på 456,6 mio. kr. er reserveret til eventuelle co-investeringer samt til at dække omkostninger.

DVK I har en bogført værdi af kapitalandele i porteføljefonde på 2.295,6 mio. kr. samt co-investeringer i porteføljeselskaber med en bogført værdi på 65,0 mio. kr.

**Figur 32: IRR for DVK I (venstre). Antal porteføljefonde og antal aktive porteføljeselskaber heri (højre).**



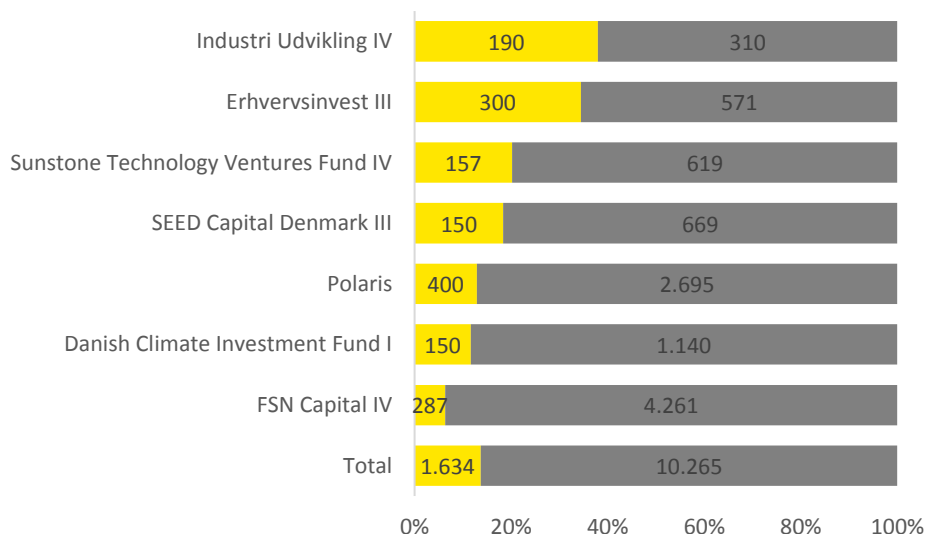
Kilde: Vækstfonden, EY

Figur 32 viser DVK I's interne rente beregnet på basis af fondens reelle pengestrøm. DVK I's interne rente viser en forventelig negativ rente netop efter etableringen af fonden, som repræsenterer investeringsperioden. DVK I fremviser positiv intern rente fra 2015.

### Nye fondsinvesteringer

I evalueringsperioden blev der givet tilsagn til syv fonde for i alt 1.634,3 mio. kr., hvoraf det totale tilsagn til fondene var 11.899,1 mio. kr. Der er givet tilsagn til to fonde pr. år i perioden 2013-2015, mens der i 2016 er givet et enkelt fondstilsagn. Figur 33 viser Vækstfondens andel af DVK I's fondsinvesteringer.

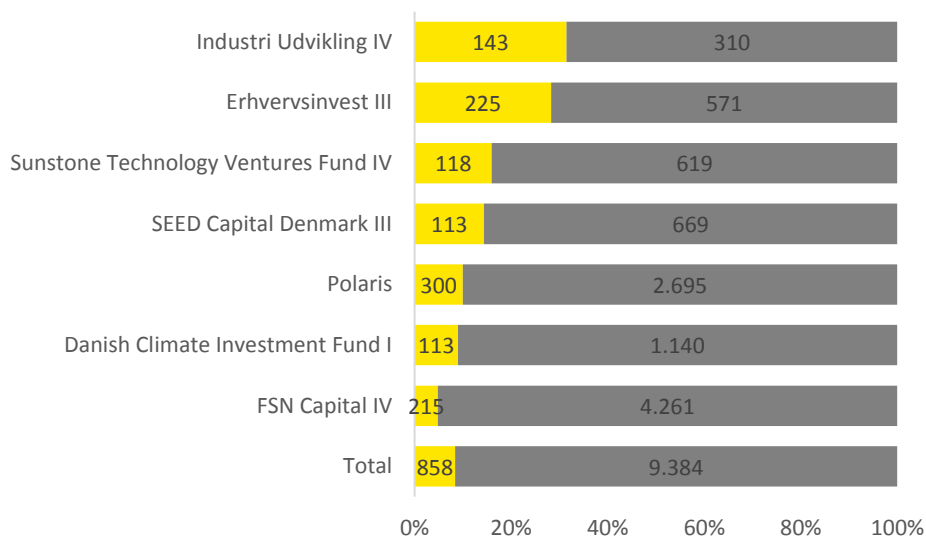
**Figur 33: DVK I's nye fondsinvesteringer**



Kilde: Vækstfonden, EY



Figur 34: Vækstfondens andel af DVK I's nye fondsinvesteringer



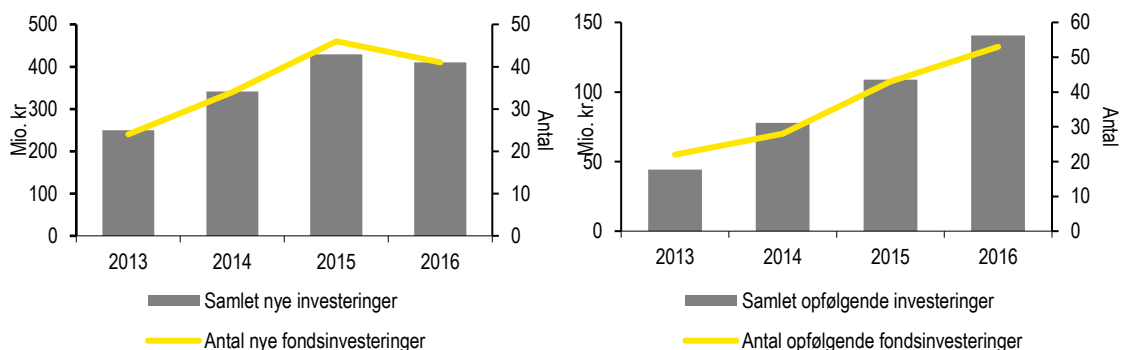
Kilde: Vækstfonden, EY

#### Indirekte ny- og opfølgingsinvesteringer

DVK I har indirekte investeret 1.801,4 mio. kr. i virksomheder gennem fondsinvesteringer. Majoriteten af disse er nyinvesteringer, hvilket følger de underliggende porteføljefondes investeringsstadie.

Nye investeringer udgjorde 79,4 % eller 1.430,0 mio. kr. af den investerede kapital, mens 371,5 mio. kr. var opfølgende investeringer. Der er foretaget i alt 291 investeringer fordelt næsten ligeligt på nye og opfølgende investeringer på henholdsvis 145 og 146 investeringer.

Figur 35: Indirekte ny- (venstre) og opfølgingsinvesteringer (højre) fordelt på samlet investeringsbeløb og antal investeringer

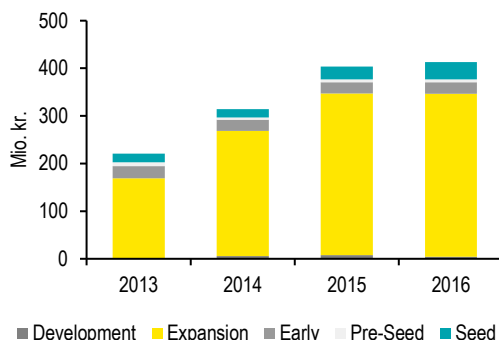


Kilde: Vækstfonden, EY

#### Indirekte investeringer i forhold til virksomhedens stadi

De indirekte investeringer foretaget af de respektive fonde er primært fordelt til virksomheder under ekspansionsfasen. Virksomhederne i ekspansionsfasen aftog med 82 % eller 1.485,1 mio. kr. af den totale investerede kapital på 1.801,4 mio. kr., hvilket hænger sammen med, at en del af fondene i DVK I er buy-out-fonde.

Figur 36: Indirekte investeringer i forhold til virksomhedens stadie

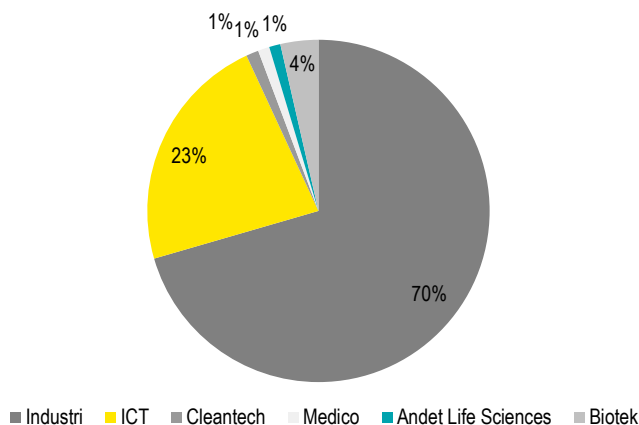


Kilde: Vækstfonden, EY

#### Indirekte investeringer i forhold til branche

Fondene, som DVK I har investeret i, har især investeret i virksomheder inden for særligt to brancher - industri og ICT. Investering i disse brancher har haft en kontinuerlig stigning i evalueringsperioden.

Figur 37: Indirekte investeringer i forhold til virksomhedens branche



Kilde: Vækstfonden, EY

### 5.6.3 Dansk Vækstkapital II

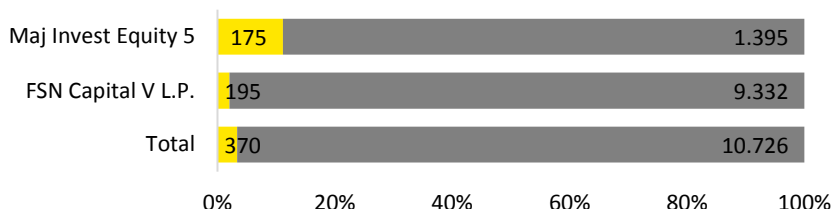
DVK II er ligeledes en fund-of-funds-konstruktion administreret af Vækstfonden. I november 2015 rejste DVK II 2.625,0 mio. kr. fordelt på 11 investorer i forbindelse med en first closing af fonden. Der var i februar 2017 second closing af fonden, hvor der blev rejst yderligere 255 mio. kr. fordelt på tilsagn fra syv investorer, hvoraf to var nye investorer. Det samlede tilsagn i DVK II er således 2.880,0 mio. kr. Vækstfonden er majoritetsinvestor i fonden med et tilsagn på 57,1 % af det samlede tilsagn eller 1.645,1 mio. kr. En del af Vækstfondens tilsagn til fonden finansieres ved låneoptag hos de øvrige investorer i DVK II.

DVK II har samme struktur som DVK I med en femårig investeringsperiode og 17-årig levetid fra 2015. DVK II har indtil videre investeret 3,3 % eller 369,6 mio. kr. af det totale kapitaltilsagn.

### Nye fondsinvesteringer

DVK II har givet to tilsagn i evalueringsperioden i 2016. Det ene tilsagn er på 194,6 mio. kr. til en fond, som forvalter i alt 9.526,4 mio. kr., mens det andet tilsagn er på 175 mio. kr. i en fond, som forvalter i alt 1.569,6 mio. kr.

Figur 38: Nye fondsinvesteringer foretaget af DVK II



Kilde: Vækstfonden, EY

Der har ikke været investeringsaktivitet i fondene i evalueringsperioden.

#### 5.6.4 Sammenfatning

Fondsinvesteringer udgør beløbsmæssigt den største aktivitet for Vækstfonden med tilsagn og investering for 2.254 mio. kr. ud af den samlede investerede kapital på 8.600 mio. kr. i evalueringsperioden.

EY har gennemført interviews med fondene, der har modtaget finansiering i evalueringsperioden. Input fra disse interviews viser, at Vækstfondens fonds- og herunder indirekte investeringer er en vigtig faktor i forhold til fondenes tilblivelse. Den andel som Vækstfondens bidrag udgør i forhold til den rejste kapitalmængde er dog faldende og flere af respondenterne i EY's kvalitative undersøgelse af venture kapitalfondene anser heller ikke længere Vækstfonden som en cornerstone-investor. Derimod er Vækstkapitalens tilsagn qua deres tidligere investorerolle vigtig for fondenes videre kapitalsøgning, da markedet evaluerer og agerer på baggrund af den signalværdi der er i en tidligere investors tilsagn. Vækstfonden udgør i den forbindelse ofte en afgørende rolle ved at være blandt de første tilsagnsgivere til fondene.

I tillæg til investeringer i fonde fra Vækstfondens egen balance er Vækstfonden investor i en lang række fonde via DVK I og DVK II, der blev etableret i hhv. 2011 og 2015 i samarbejde med private institutionelle investorer. DVK I og DVK II administreres af Vækstfonden under markedsvilkår med fast investerings- og afviklingsperiode, incitamentsstruktur for performance og administrering af fonden m.v. Det due diligence- og indstillingsmateriale, der udarbejdes i forbindelse med investeringer foretaget i hhv. DVK I og DVK II, stilles til rådighed for de respektive investorer i DVK I og II, hvilket medvirker til at reducere investorernes due diligence-omkostninger og dermed letter adgangen for yderligere investeringer fra disse investorer direkte i de underliggende fonde.

#### 5.7 Syndikeringslån

Syndikeringslån blev etableret i 2011, hvor også det første lån fra ordningen blev udbetalt. Der blev stillet en samlet låneramme på 250 mio. kr. til rådighed med udløb i 2015<sup>9</sup>. Syndikeringslån er lån til videnintensive virksomheder med stort vækstpotentiale, der befinder sig i et tidligt udviklingsstadium og derfor har brug for at få tilført kapital til at kunne udvikle og teste deres produkt/service. Det overordnede formål med syndikeringslån er at sikre bedre adgang til finansiering for virksomheder i de tidlige udviklingsstadier. Vækstfonden bidrager således med direkte lån (2,0-7,5 mio. kr.) fra lånerammen til virksomhederne på betingelse af, at det udlånte beløb som minimum matches af andre investorer.

<sup>9</sup> EY opgør efter udbetalte lån, hvorfor nogle lån er udbetalt i 2016.

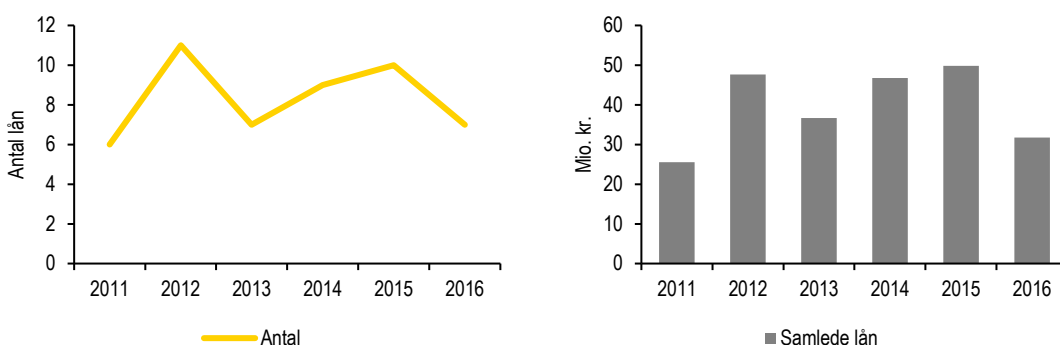
Formålet med disse lån er ifølge Vækstfonden overordnet trefoldigt:

- ▶ At styrke interessen og kapitalgrundlaget for at starte nye vækstvirksomheder.
- ▶ At styrke venturefondenes interesse i at investere i meget tidlig virksomhedsudvikling.
- ▶ At skabe et bedre forhold mellem risiko og afkast for ventureinvestorer, der investerer i vækstvirksomheder på tidlige stadier.

Derudover er afledte formål af mere implicit karakter også relevante såsom vækst og jobskabelse.

Generelt set har udviklingen i antallet og beløbsstørrelserne været stabil over evalueringsperioden.

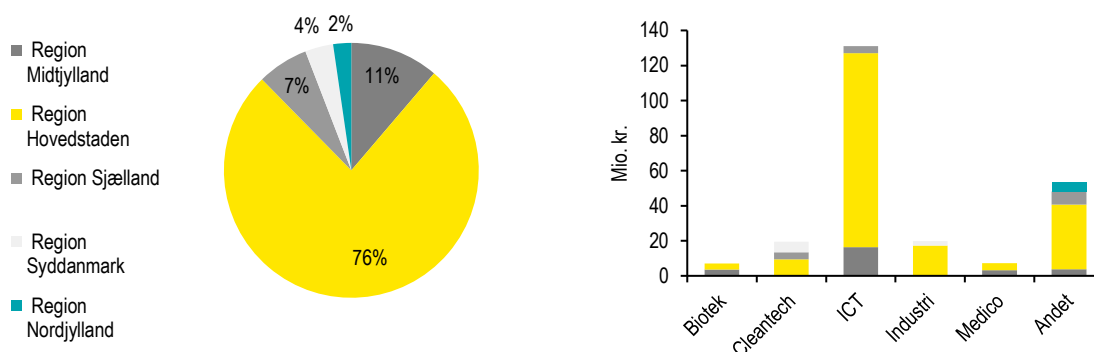
Figur 39: Syndikeringslån, udvikling over tid fordelt på antal (venstre) og beløbsstørrelse (højre)



Kilde: Vækstfonden

Vækstfonden havde frem til marts 2016 udbetalt 238 mio. kr. fordelt over 50 lån. Den samlede værdi af lånetilsagn er ved samme opgørelsestidspunkt på 242 mio. kr. Vækstfonden har i perioden 2011-2016 årligt udstedt ca. otte lån med en gennemsnitlig værdi på 5 mio. kr. pr. lån.

Figur 40: Syndikeringslån fordelt på region (venstre) og branche (højre)



Kilde: Vækstfonden (industri er indberettet af de underliggende fonde), EY

Særligt Region Hovedstaden har gjort brug af syndikeringslåne (figur 40). 76 % af midlerne blev udbetalt til Region Hovedstaden efterfulgt af henholdsvis Region Midtjylland (11 %), Region Sjælland (7 %), Region Syddanmark (4 %) og Region Nordjylland (2 %).

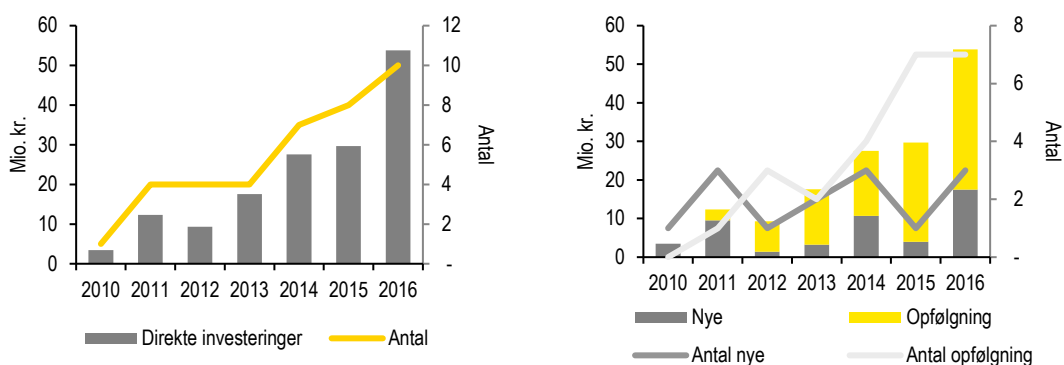
Ser vi på fordelingen af syndikeringslån på tværs af brancher, er det særligt ICT, der har modtaget flest midler i perioden 2011-2016. Det samlede lånebeløb til ICT-branchen er således på 131 mio. kr., hvilket svarer til ca. 55 % af den samlede låneramme.

## 6 Vestdansk Vækstkapital

I 2010 blev investeringspuljen Vestdansk Vækstkapital etableret i forbindelse med regeringsudspillet "Danmark i balance". Vestdansk Vækstkapital fik allokeret 154 mio. kr. øremærket til investeringsaktiviteter i henholdsvis Region Nordjylland, Region Midtjylland og Region Syddanmark. Investeringer med offentlige midler fra Vestdansk Vækstkapital skulle endvidere matches af privat kapital af minimum tilsvarende beløb. Der kunne udelukkende foretages direkte investeringer under Vestdansk Vækstkapital.

### 6.1.1 Direkte investeringer

Figur 41: Direkte investeringer fordelt på antal og beløbsstørrelse (venstre). Antal og beløbsstørrelse på investeringer fordelt på hhv. nye investeringer og opfølgningsinvesteringer (højre).

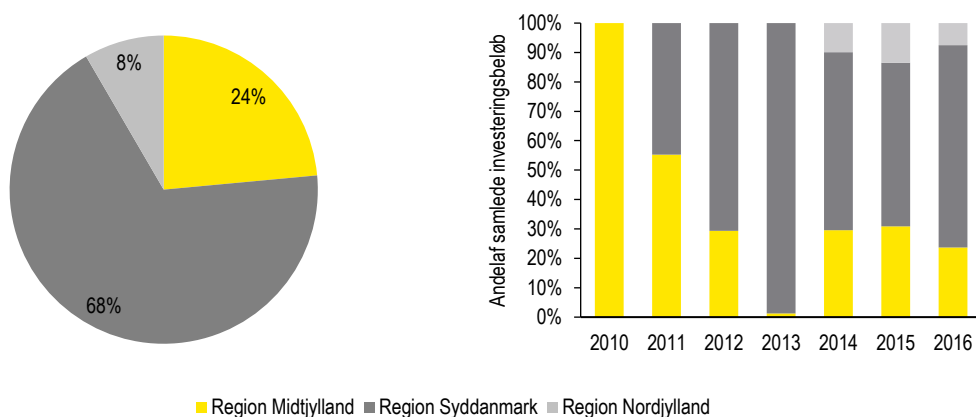


Kilde: Vækstfonden, EY

Der er siden 2010 foretaget 38 direkte investeringer under Vestdansk Vækstkapital fordelt på 14 virksomheder. Samlet set er der investeret for 154 mio. kr. fordelt over de syv år med en generel stigning i både antal og beløb hen over evalueringsperioden. Den gennemsnitlige størrelse pr. investering er 4 mio. kr.

Der er investeret i en til tre nye virksomheder om året, og mens 33 % af kapitalen gik til nyinvesteringer, udgjorde opfølgningsinvesteringer ca. 67 % af de samlede investeringer i 2016.

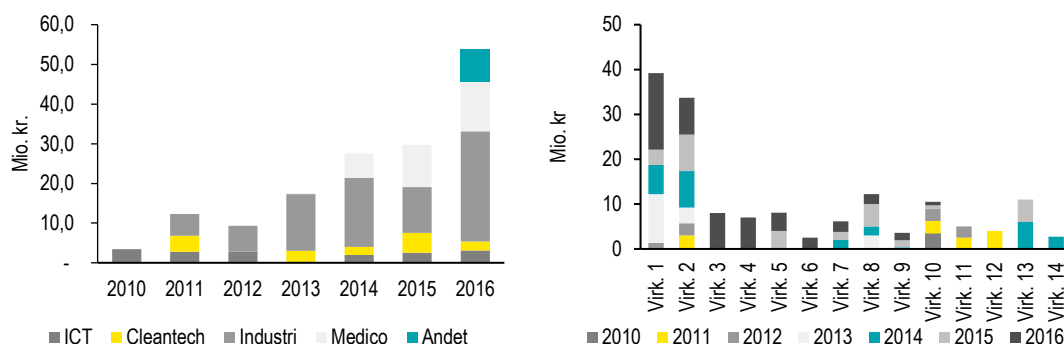
Figur 42: Direkte investeringer (totalt) fordelt over geografi (venstre) og år (højre)



Kilde: Vækstfonden, EY

Den geografiske fordeling af de samlede midler ses i figur 43 (venstre). 68 % af midlerne blev investeret i Region Syddanmark, 24 % i Region Midtjylland og endelig 8 % i Region Nordjylland. Denne fordeling har været nogenlunde konstant siden 2014.

Figur 43: Direkte investeringer fordelt over branche (venstre) og virksomheder/år (højre)



Kilde: Vækstfonden, EY

Betragter vi fordelingen af de direkte investeringer på tværs af brancher, er det særligt industri, der har modtaget midler. 54 %, svarende til 83 mio. kr., gik således til industribranchen efterfulgt af medico (19 %), ICT (11 %), cleantech (11 %) og en residualgruppe på 8 %.

Særligt to virksomheder har modtaget særdeles store investeringer. Virksomhed 1 har modtaget 39 mio. kr. over hele evalueringsperioden, og Virksomhed 2 (begge i Region Syddanmark) har modtaget 33 mio. kr. i samme periode. Disse forklarer tilsammen 90 % af de investeringer, der er tilfaldet Region Syddanmark. Endelig bør det understreges, at grundet de respektive investeringers løbetider er det for tidligt at forholde sig til det endelige resultat.

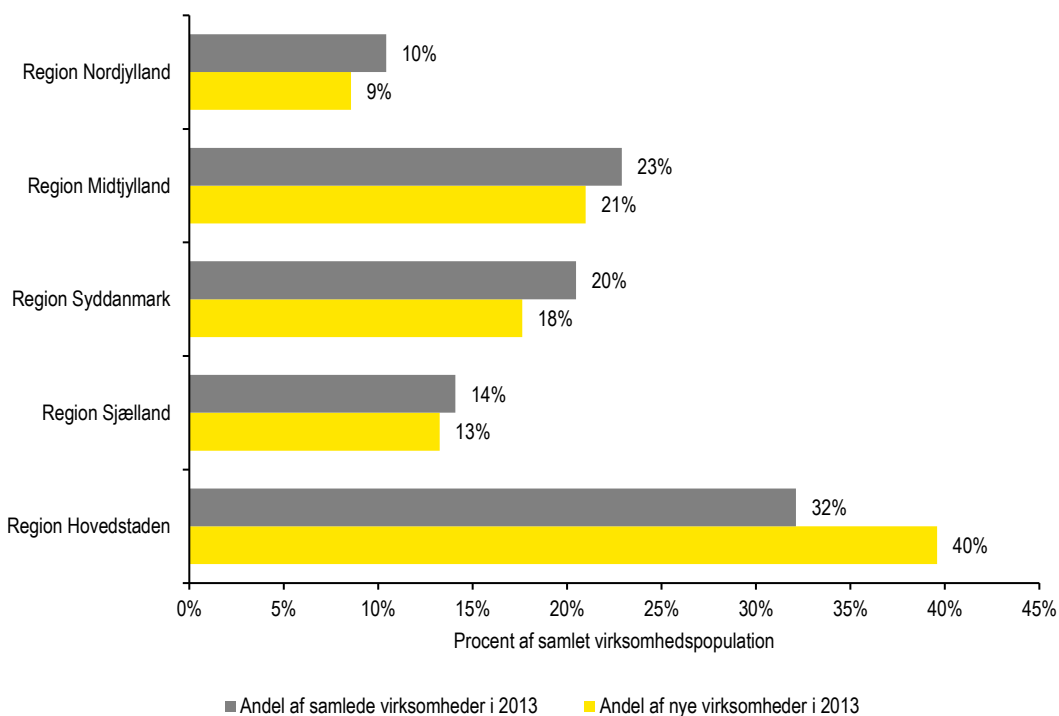
## 7 Vækstfondens virke i forhold til den erhvervsdemografiske sammensætning

EY har i forbindelse med evalueringen undersøgt den geografiske fordeling af Vækstfondens investeringer.

Potentielle vækstvirksomheder findes overalt i Danmark, men påvirkes af en række faktorer. Først og fremmest drejer det sig om antallet af virksomheder i de enkelte landsdele, men herudover vil forskellige områder også have forskellige forudsætninger i forhold til adgangen til kvalificeret arbejdskraft, koncentration af investorer, internationaliseringsgrad samt adgangen til kapital.

I Danmark var der gennemsnitligt set næsten 300.000 virksomheder i årene 2013-2015. For 2013 fordelte virksomhederne sig således, at 32 % var registreret i Region Hovedstaden, 23 % i Region Midtjylland, 20 % i Region Syddanmark, 14 % i Region Sjælland og endelig 10 % i Region Nordjylland. Endvidere blev der i 2013 oprettet omtrent 29.000 nye virksomheder. Populationsdata er hentet fra Danmarks Statistik (GF6). Fordelingen af disse på de respektive regioner ses i nedenstående figur (figur 45). En vigtig pointe er, at andelen af nye virksomheder ikke divergerer substantielt fra den generelle fordeling af eksisterende virksomheder i Danmark.

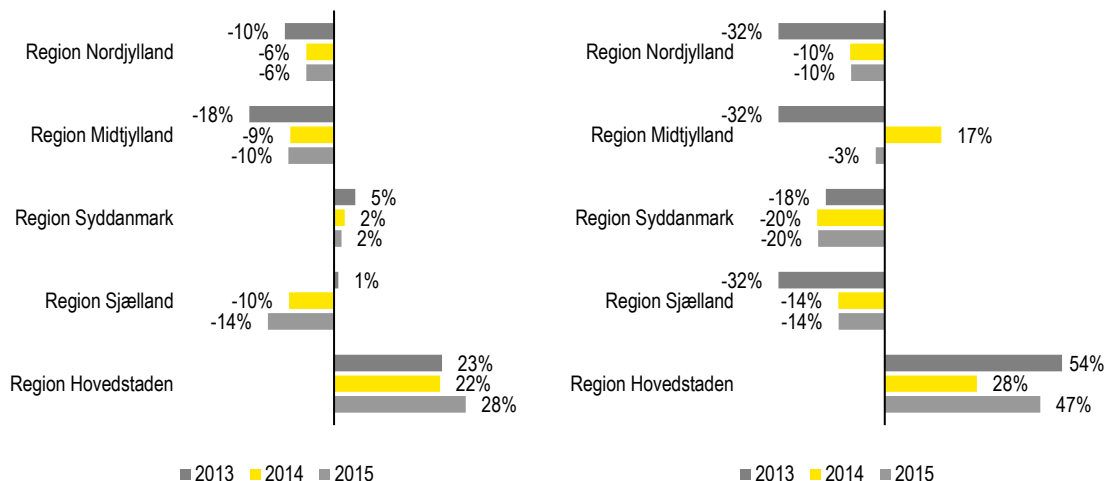
Figur 44: Erhvervsdemografi i Danmark fordelt på region (2013)



Kilde: Danmarks Statistik, GF6

Vi starter med at beskrive udviklingen i de direkte og indirekte investeringer i forhold til fordelingen på tværs af regioner over årene. Sammenligningen stiller andelen af investeringer fra Vækstfonden, virksomheder i en region har modtaget, i forhold til det samlede antal af virksomheder i Danmark. Eksempelvis havde Region Hovedstaden i 2013 32 % af det samlede antal virksomheder i Danmark. I 2015 modtog virksomheder i Region Hovedstaden 55 % af de samlede direkte investeringer fra Vækstfonden. Region Hovedstaden er således i 2015 overrepræsenteret med 23 % i forhold til den samlede fordeling af virksomheder på tværs af regionerne i Danmark.

Figur 45: Andel af virksomheder, der har modtaget direkte investeringer (venstre) og indirekte investeringer (højre) i forhold til regionens andel af virksomheder i Danmark

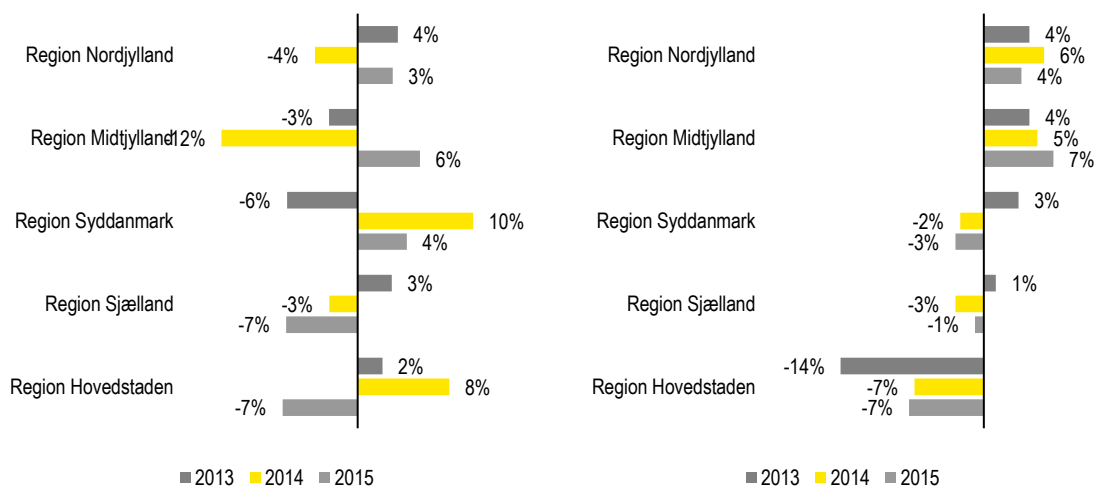


Kilde: Danmarks Statistik, Vækstfonden, EY

Betragter vi ovenstående figur, fremstår det tydeligt, at Region Hovedstaden har modtaget flere investeringer set i forhold til dens størrelse (antal af virksomheder) sammenlignet med de øvrige regioner. Dette er tilfældet for både direkte og indirekte investeringer. Region Syddanmark er også overrepræsenteret i forhold til direkte investeringer, men underrepræsenteret på indirekte investeringer. Dette skal ses i lyset af, at der er flere faktorer, der spiller ind i forhold til fremkomsten af nye vækstvirksomheder med venturepotentiale, herunder kvalificeret arbejdskraft, koncentration af investorer og internationaliseringsgrad.

Foretages samme analyse for lån og kationer, fremkommer et andet billede af den geografiske spredning, hvilket skal ses i lyset af, at der typisk er færre koncentrationseffekter for virksomheder, der har brug for lånekapital, end for venturevirksomheder.

Figur 46: Andel af virksomheder, der har modtaget lån (venstre) og kationer (højre) i forhold til regionens andel af virksomheder i Danmark



Kilde: Danmarks Statistik, Vækstfonden, EY

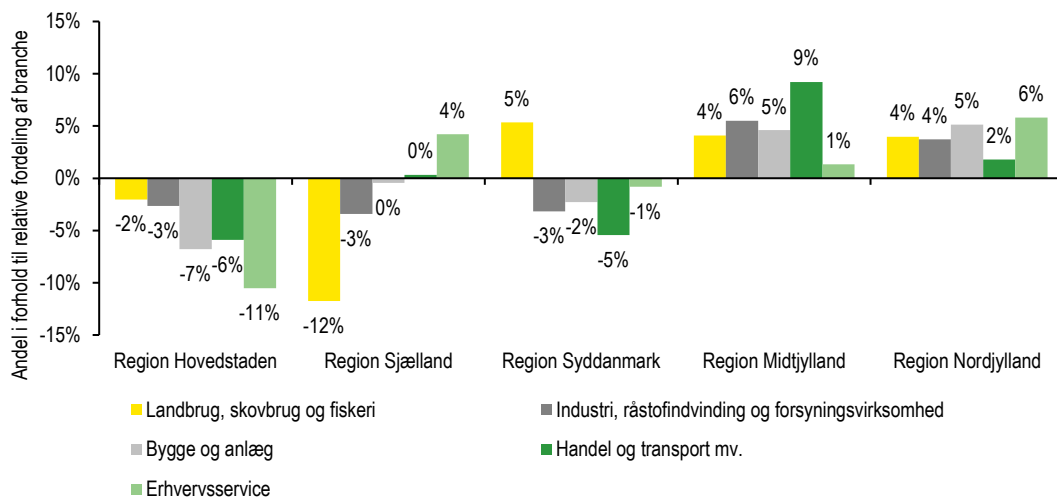


For Vækstfondens låneaktiviteter synes der at være en væsentlig større spredning i aktiviteterne på regionerne, mens der for kautitionerne er et modsatrettet billede i forhold til investeringerne. Her er Region Hovedstaden underrepræsenteret i forhold til de øvrige regioner.

Der kan være to grundforklaringer til den observerede variation i investeringer, låne- og kautionsaktiviteter. Den første forklaring, *kompositionseffekten*, er, at nogle industrier systematisk opnår flere lån end andre industrier, og at disse industrier er koncentreret i nogle regioner. Yderligere kan der inden for industrier være en tendens til, at ventureegnede virksomheder klumper sig sammen i visse geografiske klynger, der i Danmark primært placerer sig i hovedstaden og visse dele af Jylland.

Den anden effekt, *geografieffekten*, består i, at lån og investeringer klumper sig sammen i bestemte regioner uafhængigt af sammensætningen af industrier i regionerne. Vi kan desværre ikke undersøge dette for så vidt angår direkte og indirekte investeringer, men analysen er mulig for låneaktiviteterne.

Figur 47: Andel af virksomheder, der har modtaget lån i forhold til regionens andel af virksomheder og branchefordeling



Kilde: Danmarks Statistik, Vækstfonden, EY

Figuren illustrerer den gennemsnitlige fordeling af tildelte lån på tværs af brancher og region (2013-2015) i forhold til sammensætningen af branchernes størrelser inden for regionen. Ved at fjerne variationen i den underliggende fordeling af brancher inden for de enkelte regioner tegner der sig et mere systematisk billede, hvor Region Hovedstaden, uafhængigt af branche, opnår færre lån. For Region Midtjylland og Region Nordjylland tildeles der flere lån uanset branche. Dette er konsistent med *geografieffekten* - dvs. at uanset de underliggende brancher er der en bias i forhold til opnåede lån på tværs af regionerne, hvor Region Midtjylland og Region Nordjylland uanset branche opnår flere lån end særligt Region Hovedstaden. Det er vigtigt at understrege, at vi ikke afviser kompositionseffekten for direkte investeringer på grund af datamangel.

## 8 Omkostningsanalyse og benchmarking

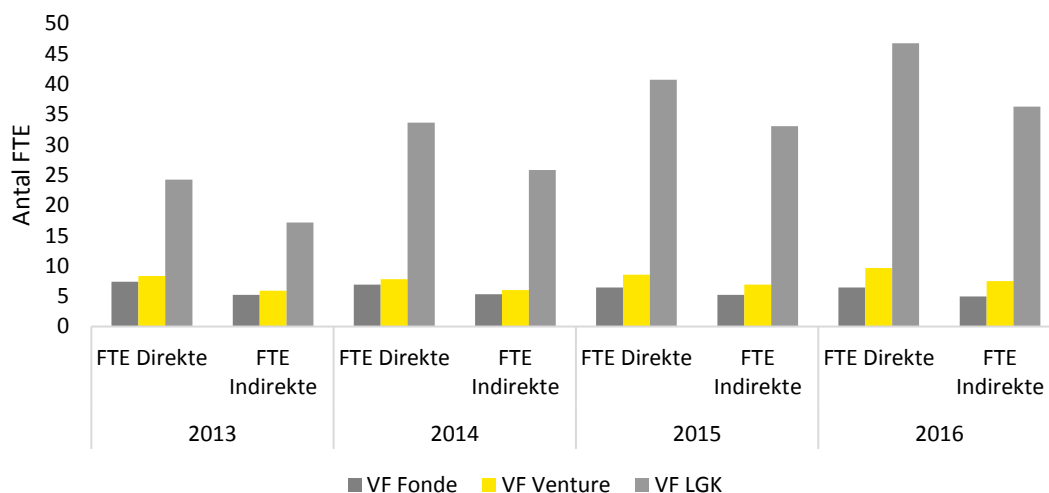
### 8.1 Omkostningsanalyse

I det følgende ses på udviklingen i Vækstfondens interne omkostninger samt antallet af årsværk i evalueringssperioden. Disse overordnede analyser kan tilvejebringe en indikation af udviklingen i omkostninger i Vækstfonden. Det tilvejebragte data kan dog ikke danne grundlag for en egentlig budgetanalyse med gennemgang af Vækstfondens aktiviteter, hvorfor der i nedenstående er tale om en beskrivende analyse af forskellige nøgletal og ikke en egentlig vurdering af, hvorvidt de interne processer er hensigtsmæssige.

#### 8.1.1 Antal ansatte

Antallet af ansatte i Vækstfonden er i evalueringssperioden 2013-2016 steget fra 68 årsværk til 112 årsværk. Figur 49 beskriver denne udvikling. Denne stigning er drevet af en betydelig vækst i antallet af ansatte i VF Lån, garantier og kautions. Her er antallet af direkte årsværk steget fra 24,2 til 46,7 i perioden. For VF Fonde ses i samme periode et lille fald på 1,0 årsværk samt en stigning på 1,8 årsværk i VF Venture.

Figur 48: Årsværk på tværs af år, direkte og indirekte omkostninger samt aktivitetsområde



Ovenstående udvikling i antallet af ansatte i VF Lån, garantier og kautions skal ses i lyset af den tilsvarende udvikling i antallet af udbetalinger inden for samme afdeling. Som nævnt ovenfor er der i perioden 2013-2016 sket en væsentlig stigning i såvel antallet af ansatte som omkostningerne i VF Lån, garantier og kautions. Omkostningerne for denne afdeling er steget fra 53 mio. kr. til 90 mio. kr., en stigning svarende til 69 %, og fra 41,4 årsværk til 83 årsværk<sup>10</sup>, svarende til 101 %. Til sammenligning er antallet af virksomheder, der har modtaget lån, garantier og kautions, steget fra 484 til 759, en stigning på 57 %.

Ovenstående udvikling indikerer et skifte i sammensætningen af Vækstfondens aktiviteter, hvor VF Fonde og VF Venture i slutningen af evalueringssperioden fylder forholdsmeæssigt mindre i Vækstfondens samlede portefølje end tidligere.

<sup>10</sup> For både omkostninger og antal årsværk benyttes data for både direkte og indirekte ansatte med henblik på at sikre, at de samlede omkostninger forbundet med afdelingen inkluderes i analysen.

### 8.1.2 Indirekte og direkte ansatte

Forholdet mellem direkte og indirekte ansatte har i perioden været relativt stabilt. I 2013 var der 0,70 indirekte medarbejder pr. direkte medarbejder mod 0,77 indirekte medarbejder pr. direkte medarbejder i 2016. Stigningen i antallet af indirekte medarbejdere er således steget næsten proportionelt med antallet af direkte medarbejdere fra 28,3 i 2013 til 48,8 i 2016. Disse tal indikerer en stabil brug af supportfunktioner i Vækstfonden i evalueringsperioden.

### 8.1.3 Administrationsomkostninger

Vækstfondens administrationsomkostninger er i evalueringsperioden steget fra 87,9 mio. kr. i 2013 til 130,4 mio. kr. i 2016. I perioden var omkostningerne højest i 2015 med 137,6 mio. kr. grundet ekstraordinært høje indirekte omkostninger i dette år. Ifølge Vækstfonden skyldes dette ekstraordinære betalinger af lønsumsafgift samt ombygning af kontorarealer m.m.

Fordelingen af omkostningerne mellem direkte og indirekte omkostninger har været stabil i perioden på et niveau omkring 50 %. Dog med undtagelse af i 2015, hvor de indirekte omkostninger udgjorde knap 60 % af de samlede omkostninger.

### 8.1.4 Antal ansatte og administrationsomkostninger

Ses der på stigningen i de samlede udgifter i forhold til stigningen i antallet af ansatte, ses det, at antallet af årsværk er steget med 64 % i perioden, hvorimod administrationsomkostningerne til sammenligning er steget med 48 %.

## 8.2 Benchmarking

### 8.2.1 Overblik over de udvalgte offentlige fonde

Til brug for benchmarking har EY udvalgt tre offentlige fonde: Argentum (Norge), Almi (Sverige) og Tesi (Finland). De offentlige fonde har forskellige størrelser, formål og visioner. De udvalgte organisationer tilbyder hver især produkter, som stemmer overens med Vækstfondens, hvorfor disse vurderes at have størst sammenligningspotentiale med Vækstfonden. I udvælgelsen blev der taget hensyn til fondenes sammenlignelighed og rammebetingelser.

Ved at se på Vækstfondens omkostninger i forhold til andre lignende finansielle institutioner er det muligt at vurdere, om Vækstfonden har uforholdsmæssigt høje driftsomkostninger, og hvorvidt Vækstfonden er i overensstemmelse med "markedet" for offentlige investeringsinstitutioner. Eftersom der er forskelle i det nationale lønniveau m.v. i de udvalgte benchmarkinglande, må der dog forventes relative forskelle landene imellem. Eksempelvis er lønniveauet i Norge generelt set højere end i Danmark og de fleste andre europæiske lande, hvilket betyder, at omkostningerne pr. medarbejder forventeligt er højere i Norge.

Nedenfor findes en kort beskrivelse af de udvalgte fonde:

- ▶ **Argentum** (Norge) er et statsligt investeringsselskab, der investerer i private equity. Den samlede kapital, der er forvaltet af Argentum Asset Management, udgjorde i slutningen af 2016 15,6 mia. kr., hvoraf 3,5 mia. kr. kommer fra eksterne investorer. Argentum Fondsinvesteringer er ejet af Ministeriet for Handel, Industri og Fiskeri og har hovedkontor i Bergen og kontor i Oslo.
- ▶ **Almi** (Sverige) er statsejet og er moderselskab for en gruppe med 16 regionale datterselskaber, koncernen Almi Invest AB og IFS Consulting AB. Til brug for benchmarkingen er brugt nøgletal gældende for Almi-koncernen og ikke moderselskabet, da dette dækker over en bredere vifte af opgaver. Almi tilbyder rådgivning, lån og venturekapital (direkte investeringer) til svenske virksomheder. Almi har 21 regionale kontorer med i alt 495 ansatte. Almi udstedte 4.681 lån i 2016 for i alt 2.565,6 mio. kr.
- ▶ **Tesi** (Finland) er et venturekapital- og private equity-selskab, der accelererer virksomheders succeshistorier ved at investere i dem, både gennem direkte investeringer og gennem fonde. Tesi er en statsejet investeringsvirksomhed, men investerer sammen med private investorer på samme vilkår som dem og med samme forventninger til afkast. Tesi har hovedkontor i Helsinki og har i alt 34 ansatte.

## 8.2.2 Dataindsamling

Datagrundlaget for den udførte benchmarkinganalyse er indhentet gennem offentligt tilgængelige årsrapporter for de udvalgte benchmarkingorganisationer, Argentum, Almi og Tesi, fra hhv. 2013, 2014, 2015 og 2016, samt gennem e-mailkorrespondance med ansatte i fondene.

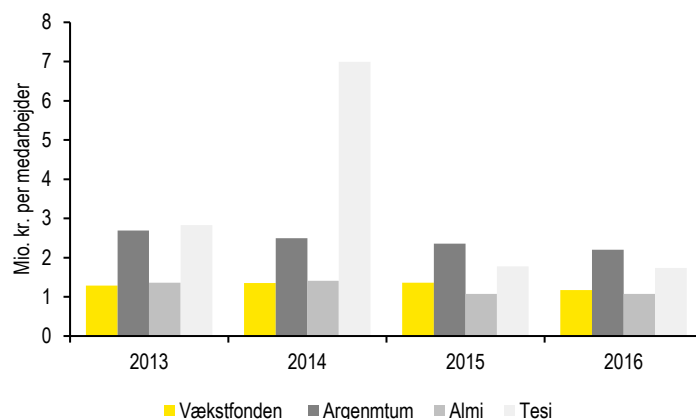
Alle beløb er omregnet til danske kroner, så en sammenligning kan foretages. Eftersom de forskellige fonde har meget forskellige aktiviteter, skal en direkte sammenligning af omkostningerne i de forskellige institutter tolkes med en vis varsomhed.

## 8.2.3 Sammenligning af omkostninger i de offentlige fonde

For at give et overblik over omkostningsniveauet på tværs af fondene sammenholdes administrationsomkostningerne indledningsvis med antallet af medarbejdere for at anskueliggøre omkostningsniveauet i de forskellige fonde, jf. figur 50. For Argentum er der taget udgangspunkt i fondenes lønomkostninger og andre driftsomkostninger, som er lagt sammen. For Almi er alle administrative omkostninger lagt sammen under driftsudgifter i årsrapporterne. For Tesi er der taget udgangspunkt i personaleomkostninger, afskrivninger og andre driftsomkostninger lagt sammen.

## 8.2.4 Omkostninger pr. medarbejder

Figur 49: Omkostninger pr. medarbejder på tværs af benchmarkingvirksomheder og år



Kilde: Diverse årsregnskaber, EY

Af de fire institutter, som indgår i sammenligningen, har Vækstfonden og Almi de laveste omkostninger pr. medarbejder. Argentum har højere omkostninger pr. medarbejder end de øvrige fonde alle år på nær 2013 og 2014. Et højt omkostningsniveau pr. medarbejder kan fx hænge sammen med, at et institut i høj grad bruger eksterne konsulenter og advokater i forbindelse med screening af investeringsmuligheder. Det er gældende for Argentum, hvor de øvrige omkostninger pr. medarbejder udgjorde ca. 1,08 mio. kr. i 2016. Endvidere er det generelle lønniveau højere i Norge end i Danmark, Sverige og Finland, hvilket også kan forklare den store forskel i omkostninger pr. medarbejder. De høje omkostninger pr. medarbejder i Tesi i 2013 og 2014 kan delvist forklares af, at Tesi havde usædvanligt høje driftsudgifter i 2014. Derudover skiftede Tesi regnskabspraksis i 2015, hvilket også kan forklare de høje omkostninger pr. medarbejder i 2013 og 2014.

Givet ovenstående ligger Vækstfonden forventeligt i den lavere ende blandt sammenlignelige fonde. Det kan dog undre, at Vækstfonden ikke ligger under Almi i omkostningerne grundet deres brede geografiske tilstedeværelse, der alt andet lige må forventes at drive en række udgifter. På baggrund af denne sammenligning vurderes Vækstfonden at disponere sine midler omkostningseffektivt og på niveau med sammenlignelige fonde.

I forbindelse med evalueringen er der søgt at fremskaffe data angående de enkelte afdelinger i fondene med henblik på at sammenholde disse med Vækstfondens tre afdelinger. En sådan opdeling findes ikke i årsrapporterne, og mailkorrespondance med medarbejdere i Argentum, Almi og Tesi har desværre ikke kunnet fremskaffe en sådan opdeling. Ydermere opstår samme problem i forhold til fremskaffelse af data på produktion i de enkelte afdelinger, dvs. eksempelvis antallet af udstedte lån. EY havde ønsket at

lave analyser, der kunne kaste lys over omkostningerne forbundet med udstedelse af lån pr. investeret krone i indirekte investeringer samt direkte investeringer og derudover at foretage analyser af fordelingen mellem direkte og indirekte medarbejdere m.m.

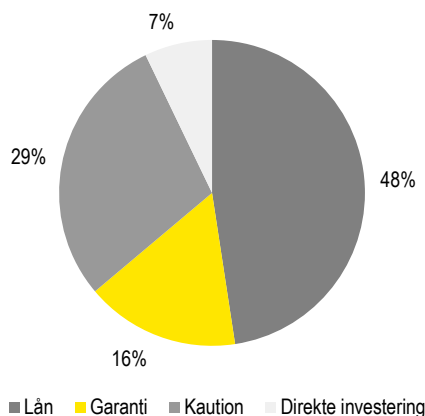
## 9 Spørgeskemaundersøgelse

I forbindelse med evalueringen har EY gennemført en spørgeskemaundersøgelse, som er rundsendt blandt Vækstfondens kunder (låne-, garanti- og kautionsprodukter samt virksomheder, der har modtaget direkte investering fra Vækstfonden). Spørgeskemaundersøgelsen er en mulighed for at indhente input fra kundeperspektivet samt at søge at belyse effekterne af en kapitaltilførsel fra Vækstfonden. Det har ikke været inden for denne evaluerings afgrænsning at søge på anden vis at kaste lys over de effekter, der skabes hos virksomhederne, hvorfor spørgeskemaundersøgelsen benyttes til at bidrage til denne indsigt.

I alt ca. 2.500 virksomheder har modtaget link til spørgeskemaet. 631 virksomheder har tilgået spørgeskemaet, og ud af disse har 437, svarende til ca. 70 % af disse virksomheder, gennemført spørgeskemaet. Yderligere 147 virksomheder, svarende til 22 %, har svaret delvist på spørgeskemaet.

Blandt virksomhederne, der har besvaret spørgeskemaet, har størstedelen modtaget et lån gennem Vækstfonden. Herefter følger kaution, garanti og endelig direkte investering. Fordelingen blandt virksomhederne i spørgeskemaet er således i overensstemmelse med forventningen, givet Vækstfondens kundeportefølje (figur 51).

Figur 50: Fordeling af finansieringsform, som respondenterne har modtaget



Kilde: EY

Indledningsvis spørges der ind til, hvorvidt virksomhederne tidligere har modtaget finansiering fra Vækstfonden. Blandt de deltagende virksomheder gør det sig gældende for ca. 7 %. Blandt disse virksomheder er der virksomheder, der har modtaget såvel direkte investeringer som låne- og garantiprodukter. Der ses ikke en særlig tendens, i forhold til hvilke produkter der tidligere er modtaget af virksomhederne, som har besvaret.

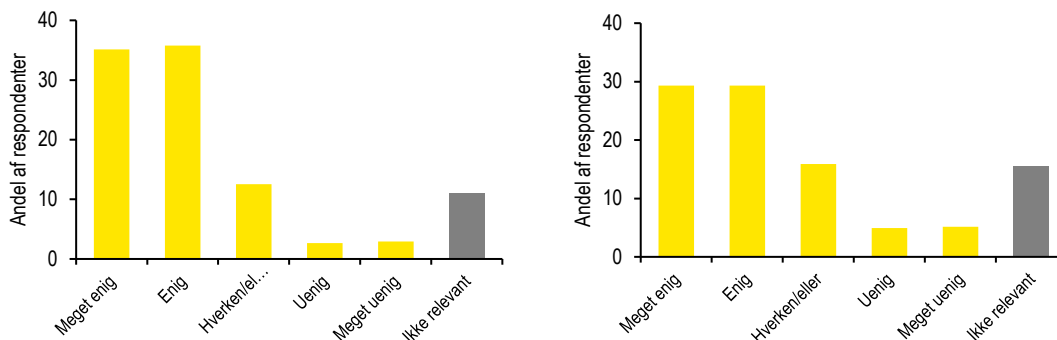
I spørgeskemaet skelnes der mellem kapitaltilførsels betydning for virksomheden på kort henholdsvis lang sigt.

### 9.1.1 Betydning for virksomhedens vækst på kort sigt

Virksomhederne er blevet stillet en række spørgsmål angående kapitaltilførsels betydning for virksomhedens vækst på kort sigt. Dette drejer sig bl.a. om mulighederne for at øge omsætningen, antallet af ansatte, mulighederne for at tiltrække anden kapital samt at øge eksporten.

Ifølge Vækstfondens formålsbeskrivelser skal Vækstfonden medfinansiere lønsom og risikobetonet vækst i virksomheder, som markedet tøver med at finansiere. Som en indikator på, om dette er tilfældet, spørges virksomhederne, om Vækstfondens tilførsel af kapital var afgørende for, at virksomheden kunne realiseres. Ca. 70 % af virksomhederne etableret efter 2012 svarer, at kapitaltilførslen var afgørende for virksomhedens realisering. Dette tyder på, at Vækstfondens arbejde på denne parameter er i overensstemmelse med formålsbeskrivelserne.

Figur 51: Fordeling over respondenteres svar i forhold til Vækstfondens indvirkning på omsætningen (venstre) og adgang til anden kapital (højre)



Kapitaltilførslen har medvirket til, at vi kan øge omsætningen i virksomheden (venstre).

Kapitaltilførslen har været afgørende for virksomhedens tiltrækning af anden kapital (højre).

Kilde: EY

Hvad angår virksomhedens omsætning er 70 % af virksomhederne meget enige eller enige i, at kapitaltilførslen har medvirket til at kunne øge virksomhedens omsætning. Omkring 6 % angiver derimod, at de enten meget uenige eller uenige i udsagnet. Den langt overvejende positive svarprocent indikerer, at kapitaltilførslen fra Vækstfonden har en konkret positiv effekt på virksomhederne her i forhold til deres omsætning på den korte bane.

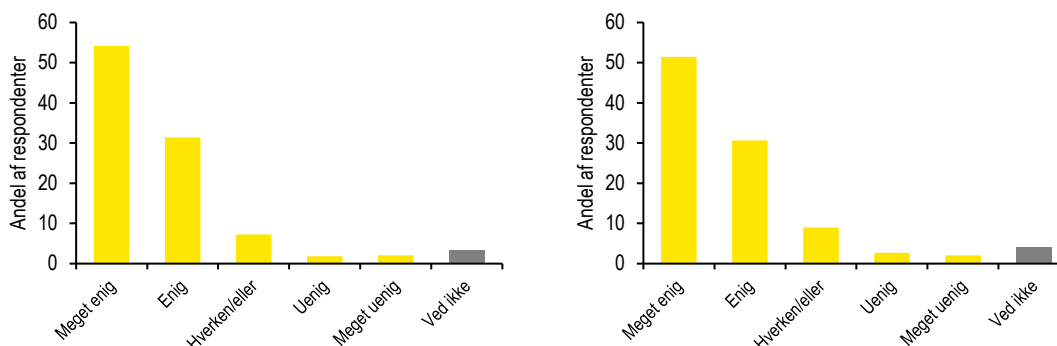
Et andet område, der ønskes belyst, er Vækstfondens indflydelse på virksomhedernes muligheder for at tiltrække anden kapital. I forhold til Vækstfondens målsætning om at skabe samfundsmæssige gevinster gennem kapitalen er det ønskværdigt, hvis Vækstfondens tilførsel af kapital kan betragtes som en løftestang for andre investorer investeringslyst i en virksomhed. I forhold til denne parameter angiver ca. 60 % af de adspurgte virksomheder, at kapitaltilførslen fra Vækstfonden har været afgørende for virksomhedens tiltrækning af anden kapital. 16 % er hverken enige eller uenige i udsagnet, og 10 % er enten uenige eller meget uenige. I forlængelse heraf spørges virksomhederne også om, hvorvidt kapitaltilførslen var den sidste mulighed for at opnå finansiering for virksomheden. Til dette svarer lige godt halvdelen (51 %), at dette er tilfældet (figur 52). Givet Vækstfondens rolle og formål i markedet er det ikke overraskende, at virksomhederne svarer dette.

Derudover er der som nævnt ovenfor spurgt ind til kapitaltilførslens indflydelse på muligheder for innovation (ca. 51 % positive tilkendegivelser), muligheder for at øge eksporten (ca. 37 % positive tilkendegivelser) og mulighederne for at øge antallet af ansatte på den korte bane (ca. 60 % positive tilkendegivelser).

### 9.1.2 Betydning for virksomhedens vækst på lang sigt

Med henblik på at måle kapitaltilførslens betydning på længere sigt spørges der ind til virksomhedernes vurdering af deres potentiale for at skabe øget omsætning og flere arbejdspladser inden for de næste fem til ti år. Disse to variable benyttes som indikationer på en langvarig og ønskværdig effekt af Vækstfondens aktiviteter.

Figur 52: Fordeling over respondenter's svar i forhold til vurdering på fremtidigt potentiale til større omsætning (venstre) og flere arbejdspladser (højre)



Vi har potentiale til at generere større omsætning inden for 5-10 år (venstre).

Vi har potentiale til at generere flere arbejdspladser inden for 5-10 år (højre).

Kilde: EY

Mere end 85 % af virksomhederne angiver, at de har potentiale til at generere øget omsætning på en fem til ti års horisont. Samtidig ser 82 % af virksomhederne optimistisk på potentialet for at skabe flere arbejdspladser i fremtiden (figur 53). For begge de undersøgte parametre gælder det, at virksomhederne vurderer effekten på lang sigt til at være større end på kort sigt. Ifølge virksomhedernes svar er der derfor en modningsperiode, før de vil opleve de fulde effekter af kapitaltilførslen. Skal virksomhedernes udsagn tages for pålydende, vil en egentlig evaluering af effekten af kapitaltilførslen derfor skulle gennemføres, tidligst fem, og gerne ti, år efter at virksomheden har modtaget finansiering.

Ovenstående viser, at de adspurgte virksomheder således er overvejende positive omkring betydningen af den kapitaltilførsel, de har modtaget fra Vækstfonden, særligt på længere sigt. Det har dog ligget uden for denne evalueringens omfang at etablere en egentlig kausal sammenhæng mellem Vækstfondens aktiviteter og virksomhedernes performance, hvorfor virksomhedernes egen vurdering her benyttes som proxy for effekten.

### 9.1.3 Børsnotering

Som en tilføjelse til virksomhedernes vurdering af deres potentiale på lang sigt spørges der også ind til virksomhedernes overvejelser omkring eventuel fremtidig børsnotering.

Når adspurgt i forhold til planer om børsnotering angiver 6 % af virksomhederne, at de overvejer at børsnotere virksomhederne inden for de kommende fem år. 82 % af virksomhederne går ikke med de overvejelser, og de resterende virksomheder svarer "ved ikke".

Givet det markedssegment, som Vækstfonden typisk opererer i, er det forventeligt, at andelen af virksomheder, der overvejer børsnotering, ikke er større. Samtidig er det dog en interessant observation, at en andel af Vækstfondens kunder regner med på fem års sigte at kvalificere sig til børsnotering.

### 9.1.4 Opsamling

Ovenstående viser, at Vækstfondens kunder er overvejende positive når adspurgt omkring de opnåede effekter og fordele ved kapitaltilførslen. Dette er både et udtryk for kundetilfredshed og et mål for effekten af Vækstfondens aktiviteter. Virksomhederne vurderer, at disse effekter på den korte bane er størst hvad angår omsætning og antallet af ansatte m.v. og mindre i forhold til eksempelvis parametrene innovation og eksport. Optimismen angående potentialet for at øge omsætning og antallet af ansatte stiger endvidere, når virksomhederne spørges ind til potentialet på fem til ti års sigte.



## 10 Sammenfattende evaluering og anbefalinger

Den sammenfattende evaluering af Vækstfonden har til formål at afdække og vurdere, i hvor høj grad fonden lever op til deres målsætninger. For at kunne vurdere, i hvor høj grad fonden lever op til sit formål, skal følgende spørgsmål besvares:

- ▶ Fremmer Vækstfonden virksomheders muligheder for kapitalfremskaffelse samt bidrager til vækst i virksomhederne (øget omsætning, flere ansatte) gennem sine aktiviteter?
- ▶ Bidrager Vækstfonden positivt til udviklingen på det danske venturemarked?
- ▶ Har Vækstfonden gennem Vestdansk Vækstkapital bidraget positivt til vestdanske virksomheders adgang til finansiering?

Formålet med Vækstfonden er *"at fremme innovation og fornyelse i erhvervslivet for derigennem at opnå større samfundsøkonomisk afkast."*

Formålet med Vestdansk Vækstkapital er *"at styrke vestdanske virksomheders adgang til finansiering af perspektivrige projekter."*

Evalueringen af Vækstfonden vil tage udgangspunkt i tre udvalgte parametre: Relevans, Effektivitet og Effekt. Disse parametre har været benyttet i de foregående evalueringer og skaber derfor en kontinuitet i evalueringerne. For hver af de tre parametre vil Vækstfonden blive vurderet først, herefter Vestdansk Vækstkapital.

### 10.1 Effektivitet

Vurderingen af Vækstfondens effektivitet er baseret på resultaterne fra omkostningsanalysen og benchmarkingen mod de udvalgte nordiske fonde.

Overordnet set vurderes det, at Vækstfonden har administreret sine ressourcer omkostningsbevidst. I perioden er der sket en stigning i såvel omkostninger som antallet af årsværk. Stigningerne korresponderer til en stigning i aktiviteten, særligt i låne-, garanti- og kautionsforretningen. Endvidere er forholdet mellem indirekte og direkte ansatte stort set konstant i perioden, hvilket indikerer et konstant niveau af brug af støttefunktioner i Vækstfonden. Ovenstående indikerer, at Vækstfondens egen interne vækst sker organisk som følge af en øget aktivitet og dermed efterspørgsel fra kunderne og ikke eksempelvis som følge af oprettelse af nye støttefunktioner eller ekstra administrative processer.

Også i forhold til sammenlignelige nordiske fonde vurderes Vækstfonden at drive sin forretning omkostningseffektivt.

Der er ikke i forbindelse med evalueringen stillet data til rådighed, som kan danne baggrund for en effektivitetsvurdering af Vestdansk Vækstkapital. Denne parameter vurderes Vestdansk Vækstkapital således heller ikke i forhold til.

### 10.2 Relevans

Vækstfondens relevans bedømmes i forhold til, om Vækstfonden lever op til formålsbeskrivelsen "at fremme innovation og fornyelse i erhvervslivet for derigennem at opnå større samfundsøkonomisk afkast".

At dømme efter efterspørgslen på de ydelser, Vækstfonden tilbyder, er Vækstfonden i høj grad relevant. Dette viser stigningen i aktivitet i evalueringsperioden, der i stor udstrækning skyldes en høj efterspørgsel på vækstlån, hvilket har resulteret i en stigning i antallet af virksomheder, der har modtaget finansiering på denne vis.

Skal Vækstfonden også i fremtiden være relevant for denne gruppe af virksomheder, vil det også fremadrettet skulle sikres, at Vækstfonden har mulighed for at yde denne type af service til virksomhederne.

I forbindelse med evalueringen er også Vækstfondens tilstedeværelse på tværs af landet undersøgt. Analysen viser, at Vækstfondens direkte og indirekte investeringer primært er koncentreret i Region Hovedstaden og Midtjylland. Dette billedes ses også, når der tages højde for antallet af virksomheder i regionerne sammenholdt med antallet, der har modtaget finansiering fra Vækstfonden. Kun for låneforretningen viser sig et mere differentieret billede.

Når direkte adspurgt om betydningen af Vækstfondens kapitaltilførsel indikerer svarene fra Vækstfondens kunder, at finansieringen har været afgørende for virksomhederne. Dette giver en indikation af, at Vækstfonden er relevant, da der investeres i virksomheder, som ellers ville have svært ved at opnå adgang til kapital, hvormed der gennem disse investeringer kan skabes et større samfundsøkonomisk afkast. Ca. 70 % af virksomhederne etableret efter 2012 svarer, at kapitaltilførslen var afgørende for virksomhedens realisering, og ca. 60 % af de adspurgte virksomheder angiver, at kapitaltilførslen fra Vækstfonden har været afgørende for virksomhedens tiltrækning af anden kapital.

Vestdansk Vækstkapitals relevans bedømmes i forhold til, om Vestdansk Vækstkapital lever op til formålsbeskrivelsen "at styrke vestdanske virksomheders adgang til finansiering af perspektivrige projekter". Midlerne er udmøntet til virksomhederne inden for den definerede gruppe og dermed styrket disse virksomheders adgang til finansiering. Midlerne er primært tilgået virksomheder i Region Syddanmark. I forhold til relevansbetragtningen og formålsbeskrivelsen om at sikre virksomhederne i Vestdanmark adgang til finansiering er det værd at påpege, at to virksomheder tegner sig for ca. 72 mio. kr. af den samlede pulje på 154 mio. kr. fordelt over syv år. Til sammenligning er den gennemsnitlige investering ca. 4 mio. kr. Det skal imidlertid ses i lyset af ventureinvesteringers natur, hvor der indledningsvis investeres i en større mængde virksomheder med betydelig tilknyttet risiko, hvorefter der kun foretages opfølgende investeringer i de (få) virksomheder, der viser sig at realisere et betydeligt vækstpotentiale. Derved adskiller ventureinvesteringer sig således fra investeringer i mere etablerede virksomheder. Hvorvidt gruppen af potentielle virksomheder har været større end dem, der har modtaget finansiering, falder dog uden for denne evalueringens omfang.

### 10.3 Effekt

Vækstfondens effekt kan ses i lyset af målsætningen om at skabe et større samfundsmæssigt afkast. Denne parameter kan opgøres i forhold til den værdiskabelse, der sker i virksomhederne som følge af en kapitaltilførsel fra Vækstfonden. Dette kan opgøres i forhold til virksomhedernes omsætning eller jobskabelse. Det har ikke været inden for denne evalueringens omfang at kortlægge disse effekter ved at etablere kausale sammenhænge. Derimod er modtagerne af Vækstfondens ydelser blevet spurgt til effekten af tilførslen af kapital på såvel kort som lang sigt.

Fra modtagernes perspektiv - de virksomheder, der har modtaget finansiering fra Vækstfonden - er der generelt en positiv holdning til og tilfredshed med Vækstfondens virke og de effekter, som virksomhederne forventer, at kapitaltilførslen vil medføre. I EY's spørgeskemaundersøgelse angiver 70 % af virksomhederne, at de er enten meget enige eller enige i, at kapitaltilførslen medfører, at de kan øge omsætningen i deres virksomhed. I forhold til kapitaltilførslens betydning på lang sigt spørges virksomhederne om deres potentiale for at skabe øget omsætning og flere arbejdspladser inden for de næste fem til ti år. Mere end 80 % af virksomhederne angiver, at de har potentiale til at generere øget omsætning. Det skal dog understreges, at det er uden for denne evalueringens omfang at etablere en egentlig kausal sammenhæng mellem Vækstfondens aktiviteter og virksomhedernes performance, hvorfor denne vurdering udelukkende er baseret på virksomhedernes egenvurdering af deres potentiale i de kommende år. Stikprøven består dog udelukkende af respondenter, der har modtaget positivt svar i deres ansøgning til finansiering hos Vækstfonden. Tages virksomhedernes udsagn for pålydende, skaber kapitaltilførslen fra Vækstfonden samfundsmæssig effekt gennem tilførslen af kapital til virksomhederne.

Hvad angår Vestdansk Vækstkapital har fonden en løbetid på 17 år, hvorfor det endnu er for tidligt at forholde sig til effekten og resultaterne af de foretagne investeringer. På nuværende tidspunkt er det kun muligt at give en beskrivelse af, hvordan den investerede kapital fordeler sig. Det er endnu for tidligt at sige noget om, hvilken samfundsmæssig effekt investeringerne kan tilskrives. Dette kan med fordel evalueres, når fonden lukkes.

## 11 Bilag

### 11.1 Figuroversigt

|   |    |
|---|----|
| Figur 1: Oversigt over væsentlige ændringer i Vækstfonden under evalueringsperioden   | 7  |
| Figur 2: Evalueringsstrategi for Vækstfonden 2013-2016  | 8  |
| Figur 3: Udviklingen i Vækstfondens produkter (2000-2016)   | 10 |
| Figur 4: Direkte investeringer fordelt på antal og beløbsstørrelse (venstre). Antal investeringer fordelt på hhv. nye investeringer og opfølgingsinvesteringer (højre). | 11 |
| Figur 5: Antal direkte investeringer fordelt på type og år (venstre). Gennemsnitlig størrelse af direkte investeringer (højre).   | 12 |
| Figur 6: Direkte investeringer fordelt på regioner, 2013-2016, beløb (venstre), Direkte investeringer fordelt på år og regioner, beløb (højre)                          | 13 |
| Figur 7: Direkte investeringer fordelt på regioner, 2013-2016, nye investeringer (venstre, opfølgingsinvesteringer (højre)  | 13 |
| Figur 8: Gennemsnitlig størrelse pr. direkte investering fordelt på region  | 14 |
| Figur 9: Antal (venstre) og investeringsbeløb (højre) af direkte investeringer fordelt på sektor og år  | 15 |
| Figur 10: Udviklingen i komponenter, der udgør resultat af kapitalandele og direkte investeringer ekskl. incitamentsordning   | 16 |
| Figur 11: Antal lån (venstre) og beløbsstørrelse (højre) fordelt på type og år  | 17 |
| Figur 12: Udviklingen i gennemsnitlig størrelse pr. lån fordelt på låntype  | 17 |
| Figur 13: Lån og garantier (antal til venstre og mio. kr. til højre) fordelt på region og år  | 18 |
| Figur 14: Lån (antal til venstre og lånstørrelse til højre) fordelt på branche og år  | 18 |
| Figur 15: Gennemsnitlig størrelse på lån eller garanti fordelt på branche   | 19 |
| Figur 16: Udviklingen i komponenter, der udgør resultatet af vækstlån og ansvarlige lån   | 19 |
| Figur 17: Kautionsbeløb (antal til venstre og kautionsbeløb til højre) på tværs af formål   | 20 |
| Figur 18: Kautionsbeløb (antal til venstre og kautionsbeløb til højre) på tværs af branche  | 21 |
| Figur 19: Vækstkautionsbeløb på tværs af regioner i 2013-2016   | 21 |
| Figur 20: Udviklingen i komponenter, der udgør resultatet af kautionsbeløb  | 22 |
| Figur 21: Udviklingen i tilgang til CIP-programmet (venstre) og nedskrivninger og antal lån med nedskrivninger i CIP-programmet (højre)                                 | 24 |
| Figur 22: Udviklingen i tilgang til InnovFin-programmet (venstre) og nedskrivninger og tab. Antal lån med nedskrivninger i Innovfin-programmet (højre).                 | 24 |
| Figur 23: Udviklingen i tilgang til COSME Direct  | 25 |
| Figur 24: Udviklingen i tilgang til COSME Indirect (venstre). Tab (mio. kr.) og antal kautionsbeløb (højre).  | 26 |
| Figur 25: Udviklingen i tilgang i Microfinance Facility og antal lån  | 26 |
| Figur 26: Værdiindeks for VF Fonde  | 28 |
| Figur 27: Tilsagn til VF Fondes nye fondsinvesteringer  | 28 |

|  |                                     |
|--|-------------------------------------|
| Figur 28: Indirekte ny- (venstre) og opfølgingsinvesteringer (højre) fordelt på samlet investeringsbeløb og antal investeringer  | 29                                  |
| Figur 29: Gennemsnitligt investeringsbeløb for indirekte ny- (venstre) og opfølgingsinvesteringer (højre)  | 29                                  |
| Figur 30: Indirekte investeringer fordelt på virksomhedsstadiet (venstre) og år (højre)  | 30                                  |
| Figur 31: Indirekte investeringer fordelt på branche (venstre) og år (højre)   | 30                                  |
| Figur 32: IRR for DVK I (venstre). Antal porteføljefonde og antal aktive porteføljeselskaber heri (højre).   | 31                                  |
| Figur 33: DVK I's nye fondsinvesteringer   | 31                                  |
| Figur 34: Vækstfondens andel af DVK I's nye fondsinvesteringer   | 32                                  |
| Figur 35: Indirekte ny- (venstre) og opfølgingsinvesteringer (højre) fordelt på samlet investeringsbeløb og antal investeringer  | 32                                  |
| Figur 36: Indirekte investeringer i forhold til virksomhedens stadiet  | 33                                  |
| Figur 37: Indirekte investeringer i forhold til virksomhedens branche  | 33                                  |
| Figur 38: Nye fondsinvesteringer foretaget af DVK I  | 34                                  |
| Figur 39: Syndikeringslån, udvikling over tid fordelt på antal (venstre) og beløbsstørrelse (højre)  | 35                                  |
| Figur 40: Syndikeringslån fordelt på region (venstre) og branche (højre)   | 35                                  |
| Figur 41: Udviklingen i komponenter, der udgør resultatet af syndikeringslån   | <b>Error! Bookmark not defined.</b> |
| Figur 42: Direkte investeringer fordelt på antal og beløbsstørrelse (venstre). Antal og beløbsstørrelse på investeringer fordelt på hhv. nye investeringer og opfølgingsinvesteringer (højre). | 36                                  |
| Figur 43: Direkte investeringer (totalt) fordelt over geografi (venstre) og år (højre)   | 36                                  |
| Figur 44: Direkte investeringer fordelt over branche (venstre) og virksomheder/år (højre)  | 37                                  |
| Figur 45: Erhvervsdemografi i Danmark fordelt på region (2013)   | 38                                  |
| Figur 46: Andel af virksomheder, der har modtaget direkte investeringer (venstre) og indirekte investeringer (højre) i forhold til regionens andel af virksomheder i Danmark                   | 39                                  |
| Figur 47: Andel af virksomheder, der har modtaget lån (venstre) og kautioner (højre) i forhold til regionens andel af virksomheder i Danmark   | 39                                  |
| Figur 48: Andel af virksomheder, der har modtaget lån i forhold til regionens andel af virksomheder og branchefordeling  | 40                                  |
| Figur 49: FTE'er på tværs af år, direkte og indirekte omkostninger samt aktivitetsområde   | 41                                  |
| Figur 50: Omkostninger pr. medarbejder på tværs af benchmarkingvirksomheder og år  | 43                                  |
| Figur 51: Fordeling over finansieringsform, respondenterne har modtaget  | 45                                  |
| Figur 52: Fordeling over respondenterne svar i forhold til Vækstfondens indvirkning på omsætningen (venstre) og adgang til anden kapital (højre)   | 46                                  |
| Figur 53: Fordeling over respondenterne svar i forhold til vurdering på fremtidige potentiale til større omsætning (venstre) og flere arbejdspladser (højre)                                   | 47                                  |

## 11.2 Bilag 1 - Oversigt over data modtaget fra Vækstfonden

- ▶ Data om historisk oversigt over Vækstfondens portefølje
- ▶ Data om Direkte investeringer
- ▶ Data om Kautitioner
- ▶ Data om Vækstlån
- ▶ Data om Ansvarlige lån
- ▶ Data om Iværksætterlån
- ▶ Data om Etableringslån
- ▶ Data om Garantier
- ▶ Data og dokumenter vedrørende de europæiske tabsrammer; CIP, Innovfin, COSME Direct COSME Indirect og Microfinance Facility
- ▶ Data om nedskrivninger
- ▶ Data om Fondsinvesteringer, herunder indirekte investeringer
- ▶ Data om Syndikeringslån
- ▶ Data om Dansk Vækstkapital I
- ▶ Data om Dansk Vækstkapital II
- ▶ Data om Vstdansk Vækstkapital
- ▶ Data om Vækstfondens omkostningsfordeling
- ▶ Dokument vedrørende Benchmarking af Vækstfondens administrationsomkostninger
- ▶ Data om Antal ansatte i årsværk i virksomheder, VF finansierer
- ▶ Præsentation om Vækstfondens virke Maj 2017

## 11.3 Bilag 2 - Spørgeskemaundersøgelse

### 1. Vækstfonden evaluering 2013-2016

EY gennemfører en evaluering af Vækstfondens aktiviteter i 2013-2016 for Erhvervsministeriet. Vi skriver til dig, da din virksomhed har modtaget en ydelse fra Vækstfonden i denne periode. Vi vil derfor bede dig om at udfylde dette spørgeskema.

Det tager 5-10 minutter at udfylde spørgeskemaet.  
På forhånd tak for din hjælp.

### 2. Baggrund

a. Hvilke(n) ydelse(r) har din virksomhed/fond modtaget fra Vækstfonden i perioden 2013-2016?

Svarmuligheder: lån, garanti, kaution, direkte investering

Tillægsspørgsmål: Har din virksomhed tidligere modtaget ydelser fra Vækstfonden? Ja/Nej. Hvis ja: hvornår og hvilken ydelse er modtaget?

### 3. Betydning for virksomhedens vækst (kort sigt):

I det følgende forstås kapitaltilførsel som lån, garantier, kautioner og indskud af egenkapital

- Kapitaltilførslen har medvirket til, at vi kan øge omsætningen i virksomheden
- Kapitaltilførslen har medvirket til, at vi kan øge antallet af ansatte i virksomheden
- Kapitaltilførslen har været afgørende for virksomhedens tiltrækning af anden kapital
- Kapitaltilførslen var sidste mulighed for finansiering for os (havde søgt finansiering gennem bank og/eller professionelle investorer)
- Kapitaltilførslen har været medvirkende til, at vi kan øge eksporten
- Kapitaltilførslen var afgørende for virksomhedens muligheder for innovation
- Kapitaltilførslen var afgørende for virksomhedens realisering (Hvis etableringsår er før 2012, svar da "Ikke relevant")

Svarmuligheder: Meget enig, enig, hverken eller, uenig, meget uenig, ved ikke, ikke relevant

### 4. Betydning for vækstpotentiale (lang sigt)

- Vi har potentiale til at generere større omsætning inden for 5-10 år
- Vi har potentiale til at generere flere arbejdspladser inden for 5-10 år

Svarmuligheder: Meget enig, enig, hverken eller, uenig, meget uenig, ved ikke, ikke relevant

### 5. Betydning for fremtidig børsnotering/opkøb. Overvejer I at børsnotere virksomheden inden for de næste fem år?

Svarmuligheder: ja, nej, ved ikke

#### 5.1 Hvis ja, i hvilket omfang har kapitaltilførslen fra Vækstfonden styrket jeres muligheder for at blive børsnoteret?

Svarmuligheder: I høj grad, i nogen grad, hverken eller, i mindre grad, slet ikke, ved ikke

#### 11.4 Bilag 3 - Benchmarking

Til brug for benchmarkingen er der indhentet data angående de udvalgte fonde. Dette er dels sket gennem offentligt tilgængelige årsrapporter på fondenes hjemmesider, dels har der været en del skriftlig dialog samt telefonsamtaler med ansatte i fondene med henblik på at fastslå, hvilke data der kunne anvendes til sammenligningen. Yderligere har der været dialog angående mulighederne for at få beriget det offentlige data med data omkring enkelte afdelinger i fondene samt deres produktion. Det har ikke været muligt for fondene at levere denne type af data, hvorfor sammenligningen af fondene er sket på aggregeret niveau.

Argentum: <http://argentum.no/nb/>

Almi: <https://www.almi.se/>

TESI: <http://www.industryinvestment.com/>

#### 11.5 Bilag 4 -interviews

Der er i forbindelse med evalueringen gennemført en række interview med Vækstfondens samarbejdspartnere. Dette drejer sig om fonde der har modtaget finansiering fra Vækstfonden samt samarbejdspartnere i form af banker, investorer mm. Interviewpersonerne har deltaget i undersøgelsen anonymt efter aftale med disse.