

tørerne på det danske venturemarked, og i en given investeringssituation forholde sig til den kompetenceprofil, som en mulig investeringspartner er i besiddelse af. Dette kræver bl.a., at fonden har kompetencer til aktivt at sparre med de private investorer, og er i stand til at gennemskue de overordnede principper og konkrete mekanismer, der gøres brug af i forbindelse med egenkapitalindskud. Med andre ord skal VækstFonden ikke agere som et privat ventureselskab.

Et af de mest enkle risikokapitalinstrumenter der findes, er egenkapital i form af aktier. Som udgangspunkt ser udvalget positivt på, at VækstFondens største grad medfinansierer udviklingsaktiviteter ved at tilføre egenkapital. Dette skyldes primært følgende 3 forhold:

- 1) Egenkapitalfinansiering giver på enkel vis VækstFonden en økonomisk andel i virksomhedernes kommercielle succes. Hvis ikke de store tab, som VækstFonden ofte vil lide, når den finansierer projekter med store kommercielle risici, modsvares af større gevinster, når det går godt, vil grundkapitalen på et tidspunkt forsvinde. En mere udbredt anvendelse af egenkapitalinstrumenter kan på den vis styrke VækstFondens mulighed for at deltage i projekter med endog meget store kommercielle risici.
- 2) Egenkapitalfinansiering er velegnet til at indgå i partnerskab med private aktører. Dette skyldes, at investeringerne ofte er så risikobetonede, at den private sektor udelukkende vil foretage denne type investeringer, såfremt der er tale om egenkapitalindskud.
- 3) Egenkapitalfinansiering i partnerskab med private investorer indebærer ofte, at der tilføres værdifulde kompetencer til det enkelte investeringsobjekt. Det forøger virksomhedernes muligheder for at opnå kommerciel succes og vil reducere VækstFondens tab.

Det er endvidere fremført, at kunstige "upside-instrumenter" – såsom fondens lån til meget risikobetonede udviklingsprojekter (upside lån) – er uhensigtsmæssige finansieringsformer. Konstruktion af kunst-

ge upside elementer i forbindelse med tildeling af lån eller tilskud – som derved gør det ud for fondens andel af virksomhedens kommercielle succes – giver specielt i forbindelse med senere kapitaltilførsler et fåget billede af virksomhedens værdi, og er til stor gene for private investorer. Endvidere er administrationen heraf ganske kompliceret både for virksomheden og VækstFonden.

Det er dog udvalgets opfattelse, at der bør være restriktioner på VækstFondens aktiepositioner. Navnlig er det vigtigt, at positionerne ikke har karakter af aktivt ejerskab. Der er alene tale om positioner, der giver adgang til samme afkast, som tilfalder ejerne.

Det er udvalgets opfattelse, at innovationsaktiviteterne i nyere, mindre virksomheder, der er delvist ejet af større virksomheder, de såkaldte spin-off virksomheder, ofte indebærer et betydeligt samfundsmæssigt afkast. De er som nævnt ligeledes meget risikobetonede, hvorfor de typisk har svært ved at opnå finansiering fra andre end moderselskabet. Da moderselskabet ikke ønsker at stå alene med udviklingsomkostningerne – hvilket var én af årsagerne til at skille aktiviteten ud – er det oplagt, at VækstFonden har mulighed for at gøre en forskel ved at medfinansiere sådanne spin-offs. Innovationsaktiviteter, i andre virksomheder der ikke er omfattet af den EU-retlige definition af små og mellemstore virksomheder, jf. Europa-Kommissionens henstilling af 3. april 1996, kan også i visse tilfælde have store samfundsmæssige perspektiver, der rækker ud over de privat økonomiske fordele for virksomheden⁵⁾.

En medfinansiering af spin-off virksomheder, og andre virksomheder, der ikke er omfattet af den EU-retlige definition af små og mellemstore virksomheder, bør kun finde sted i begrænset omfang og som udgangspunkt kun som egenkapitalindskud og i partnerskab med anden privat investor, som evt. fremskaffes med hjælp fra VækstFonden eller i kraft af VækstFondens medfinansiering. Herved sikres, at værdiansættelsen af virksomheden sker på markedsvilkår. Da spin-off virksomheder og andre virksomheder, der ikke er omfattet af den EU-retlige definition af små og

⁵⁾ Ved små og mellemstore virksomheder (SMV) forstås virksomheder, der har under 250 ansatte og enten en årlig omsætning på ikke over 40 mio. euro eller en årlig samlet balance på ikke over 27 mio. euro. Endvidere skal virksomhederne opfylde følgende uafhængighedskriterium: En enkelt virksomhed eller flere virksomheder i fællesskab, der ikke opfylder kriterierne for en SMV, må ikke besidde 25 pct. eller derover af kapitalen eller stemmerettighederne. Denne tærskel kan overskrides i følgende to tilfælde: 1) Hvis virksomheden ejes af offentlige investeringsselskaber, ventureselskaber eller institutionelle investorer, forudsat at de hverken kontrollerer virksomheden individuelt eller i fællesskab. 2) Hvis kapitalen er spredt på en sådan måde, at det ikke er muligt at afgøre, hvem der ejer den, og virksomheden erklærer, at den med rette kan antage, at en enkelt virksomhed eller flere virksomheder i fællesskab, der ikke opfylder definitionen på en SMV ikke ejer 25 pct. eller derover af den. (Europa-Kommissionens henstilling af 3. april 1996).