

## KAPITEL VII

# ENTREPRENØRSKAB OG VENTURE-KAPITAL

### VII.1 Indledning

#### Hvorfor fokus på iværksætteri?

Virksomheders dispositioner er på flere måder afgørende for udviklingen i samfundets velstand. Det gælder f.eks. i forhold til jobskabelse, innovation, konkurrence og fleksibilitet. Både eksisterende virksomheder og iværksættere bidrager hertil. Dette kapitel ser nærmere på iværksættere, der af flere grunde kan spille en vigtig rolle. For det første opretter iværksættere nye arbejdspladser, og potentielt kan nye virksomheder vokse sig ganske store i løbet af en relativt kort årrække. For det andet er innovative iværksættere drevet af nye ideer, der kan være til gavn for hele samfundet i form af nye produkter og nye produktionsformer. For det tredje kan iværksættere være med til at intensivere konkurrencen, i det omfang de går ind på markeder, hvor konkurrencen er mangelfuld. For det fjerde kan iværksættere øge fleksibiliteten, da de ikke er underlagt regler om f.eks. arbejdstid.

#### Skal iværksætteri fremmes?

Iværksætteres aktivitet har også stor bevågenhed af den naturlige grund, at offentlige penge i nogle tilfælde er indblandet, bl.a. i form af rådgivning. Netop grænserne for offentlig intervention er et vigtigt spørgsmål i forbindelse med iværksætteri. Skal staten forsøge at fremme iværksætteraktiviteten, og hvorfor kan offentlig støtte til denne form for privat foretagelse begrundes? Mangler iværksættere i forhold til eksisterende virksomheder noget af grundlaget for eller tilskyndelsen til virksomhedsdrift, som staten kan og bør hjælpe med at tilvejebringe? Og er der markedsfejl i tilknytning til iværksætteri, som staten kan hjælpe med at rette op på? Et vigtigt element i denne diskussion er, om der kan gælde særligt lempelige vilkår for nye virksomheder, uden at de bliver konkurrencefordrivende eller en støtte til ineffektivitet, f.eks. fordi små virksomheder ikke kan udnytte stordriftsfordele.

## **Venturekapital vigtig for at ideer realiseres ...**

Venturekapital spiller en særlig rolle i forbindelse med iværksætteraktivitet. Det gælder specielt for iværksættere i innovative og teknologi-intensive brancher, hvor det ofte vil være vanskeligt at rejse kapital gennem almindelige banklån til opstart af ny virksomhed og produktudvikling. Adgang til risikovillig kapital er derfor i mange tilfælde essentielt for, at iværksættere kan komme i gang med at udvikle deres ideer. Venturekapitalister deltager typisk aktivt i realiseringen af projekter og har i mange tilfælde et bedre grundlag for at vurdere risici og muligheder end andre kapitalformidlere. Deres tilstedeværelse mindsker konsekvenserne af markedsfejl (i form af begrænset adgang til kapital) som følge af asymmetrisk information.<sup>1</sup> Staten kan påvirke udbuddet af venturekapital på flere måder, først og fremmest ved at sikre passende institutionelle rammer, der understøtter velfungerende finansielle markeder. Staten kan også mere aktivt tage del i kapitalformidling ved at stille offentlige midler til rådighed.

## **... men virkelyst drives også af en række andre faktorer**

Virkelyst drives af en række andre faktorer end adgang til risikovillig kapital, og fremme af iværksætteraktivitet kan ske på en række fronter. Selve opstarten kan hjælpes direkte på vej med støtte til etablering. Omvendt kan iværksætteri hæmmes af forskellige barrierer i forbindelse med etablering af virksomheder og mere generelt af administrative byrder og finansielle forhold, herunder skattemæssige, af betydning for virksomhedsdrift. Skattesystemet spiller også en rolle i forbindelse med opstart, da en høj skat begrænser mulighederne for opsparing til egenfinansiering. På den anden siden indebærer skattesystemet også en form for risikodeling, der kan virke tilskyndende for iværksætteri.<sup>2</sup>

- 1) Asymmetrisk information opstår, når potentielle investorer ikke fuldt ud kan skelne mellem gode og dårlige projekter, og når investorer efter at have foretaget investeringen ikke kan overvåge det pågældende projekt i et tilstrækkeligt omfang.
- 2) Domar og Musgrave (1944) viser, at en (proportional) skat vil lede til større investering i risikofyldte projekter. Gordon (1985) gør dog opmærksom på, at hvis det offentlige ikke er bedre til at fordele risiko end private markeder, kan effekten mindskes eller forsvinde i og med, at et risikofyldt skatteprovenu implicerer risikobetonede offentlige overførsler og udgifter.

## **Ingen klar sammenhæng mellem iværksætteraktivitet og vækst og innovation**

Helt andre forhold kan også være motiverende for iværksættere, f.eks. det at være sin egen chef og selv styre sin hverdag. For nogle er det måske også et spørgsmål om, at der ikke er andre muligheder for beskæftigelse. Hvis sådanne omstændigheder spiller ind, er det ikke givet, at iværksættere er mere produktive og innovative end andre. Hertil kommer, at mange iværksætteres aktivitet består i duplikering af eksisterende aktivitet, hvilket ikke i sig selv bidrager til mere nyskabelse end anden aktivitet. Får de støtte, vil de måske fortrænge andre på markedet, der skal klare sig på normale markedsmæssige vilkår.

## **Indhold i kapitlet**

I dette kapitel beskrives iværksættere, og hvordan de og deres virksomheder adskiller sig fra resten af befolkningen og fra eksisterende virksomheder. Niveauet for iværksætteraktiviteten belyses bl.a. i et internationalt perspektiv, og der gives på baggrund af empiriske studier en vurdering af, hvorvidt niveauet for iværksætteraktivitet har konsekvenser for vækst og innovation. Kapitlet indeholder endvidere en beskrivelse af venturekapitalens funktion og økonomiske effekter, og det danske venturemarkedes størrelse og sammensætning beskrives i et internationalt perspektiv. Afsluttende bliver det diskuteret, hvad det offentlige kan og bør gøre for at fremme iværksætteraktiviteten og udbuddet af venturekapital af hensyn til deres betydning for vækst og innovation.

## **VII.2 Omfanget af iværksætteraktivitet**

### **Hvad er iværksætteri?**

OECD definerer entreprenørskab som den dynamiske proces, der består i at identificere økonomiske muligheder og reagere derpå ved at udvikle, producere og sælge varer og tjenester, jf. f.eks. OECD (1997). Denne definition rummer aspekter af opstart af ny virksomhed og udvikling af eksisterende virksomhed, risikovillighed og innovationsevne. Entreprenørskab kan derfor ikke relateres til en enkelt begivenhed, men må derimod beskrives på basis af en række indikatorer, der siger noget om de forskellige trin i udviklingen fra ide til produkt, og hvilke faktorer der er fremmende eller hæmmende for denne proces.

## **1 ud af 15 involveret i iværksætteraktivitet i Danmark**

Nogle indikatorer (som primært vedrører opstart) er vist i tabel VII.1. Tallene i første kolonne stammer fra GEM-undersøgelsen i 2002, se Reynolds mfl. (2002).<sup>3</sup> Ifølge undersøgelsen har 6,5 pct. af Danmarks voksne befolkning svarende til 220.000 personer været involveret i opstart af ny virksomhed eller ejet/ledet en virksomhed, som er yngre end 42 måneder.<sup>4</sup> Danmark er placeret som nummer 20 (ud af 37 lande) på listen og dermed i mellemgruppen. Ses der alene på de 11 EU-lande, der er med i undersøgelsen, er Danmark placeret som nr. 2.

## **Forholdsvis få selvstændige i Danmark**

Danmarks relativ høje placering genfindes ikke, når der ses på antallet af selvstændige. Her ligger Danmark forholdsvis lavt. Umiddelbart er der ikke nogen direkte sammenhæng mellem antallet af selvstændige, og hvor mange der er involveret i opstart af virksomhed. Forhold, der kan spille ind, er variation i antallet af virksomheder, der overlever, og i antallet af virksomheder, der bliver omdannet til selskaber. Således har Danmark relativt mange små og mellemstore virksomheder, jf. kapitel II.

## **Etableringsandel på niveau med andre landes**

I GEM-undersøgelsen anvendes en bred definition af iværksætteraktiviteten. Således omfatter opgørelsen også personer, der har forsøgt eller hjulpet med opstart af virksomhed, og nye virksomheder tælles med i 42 måneder. Niveauet for iværksætteraktivitet bliver derfor noget større end i det tilfælde, hvor der alene medtages faktiske opstart i et givet år. Med hensyn til faktiske opstarter foreligger der kun sammenlignelige data for et begrænset antal lande, jf. tabellen. For alle disse lande ligger etableringsandelen (opstarter som andel af antallet af eksisterende virksomheder) på omkring 10 pct., dvs. ingen af dem skiller sig specielt ud.

- 3) GEM (Global Entrepreneurship Monitor) er et internationalt forskningsprogram, der beskriver og analyserer iværksætteraktiviteten i en lang række lande (37 lande i den seneste opgørelse) på baggrund af stikprøver og interviews med eksperter.
- 4) Virksomheder er ikke præcist defineret i GEM-undersøgelsen.

Tabel VII.1 Indikatorer på entreprenørskab

	Personer involveret i opstart af virksomhed (pct. af den voksne befolkning) <sup>a</sup>	Etableringsandel (opstart i pct. af antallet af eksisterende virksomheder) <sup>b</sup>	Udskiftning af virksomheder (etablerings- plus lukningsandel) <sup>b</sup>	Selvstændige (pct. af beskæftigelsen uden for landbruget) <sup>c</sup>
Belgien	3,0	•	•	14,1
Danmark	6,5	10,8	19,6	6,7
Finland	4,6	12,2	29,2	10,0
Frankrig	3,2	11,2	20,1	8,6
Holland	4,6	9,8	15,4	10,0
Irland	9,1	•	•	12,9
Island	11,3	•	•	14,2
Italien	5,9	9,0	15,7	22,7
Norge	8,7	•	•	5,4
Portugal	•	11,4	21,7	19,1
Schweiz	7,1	•	•	•
Spanien	4,6	•	•	18,1
Sverige	4,0	•	•	9,0
Tyskland	5,2	8,1	16,3	9,2
UK	5,4	11,8	•	11,7
Canada	8,8	•	•	16,0
Japan	1,8	•	•	9,7
Korea	14,5	•	•	24,4
USA	10,5	9,3	19,2	7,2

a) Opgørelsen er for 2002 og omfatter personer, der har forsøgt at starte egen virksomhed inden for de seneste 12 måneder eller ejer/leder en virksomhed, som er mindre end 42 måneder gammel.

b) Årligt gennemsnit i perioden 1989-94. Opgørelsen, der er baseret på registerdata, er harmoniseret på tværs af lande.

c) 2001.

Kilde: Reynolds mfl. (2002) og OECD (2002).

### **Intraprenørskab af betydning for iværksætteri**

Intraprenørskab er af betydning for iværksætteraktiviteten i Danmark. 36 pct. af alle nye virksomheder er ifølge Hancock og Bager (2003) startet som en intraprenørskabs-proces – dvs. inden for rammerne af en eksisterende virksomhed. Virksomheder startet op på denne måde har en række fordele i forhold til andre nye virksomheder. Tilknytningen til en eksisterende virksomhed betyder, at iværksætterne kan trække på viden og erfaring vedrørende administration, distribution og marketing og dermed koncentrere deres indsats på udvikling og innovation. Iværksætterne påtager sig ofte også mindre risiko, da eksisterende virksomheder skyder penge i eller fuldt ud finansierer opstarten. Interessen for eksisterende virksomheder kan være at få udskilt særligt risikofyldte projekter, men alligevel bevare en form for styring/kontrol. Kontakten betyder endvidere, at opbygget viden i forbindelse med fejlslagne projekter i mindre grad er tilbøjelig til at gå tabt, da iværksætteren eventuelt kan vende tilbage til sin oprindelige stilling.

### **Også dynamik i opstart svarer til andre landes**

Endelig er et relevant mål for entreprenørskab summen af etableringsandelen og lukningsandelen, der siger noget om dynamikken og dermed fornyelsen og risikovilligheden i erhvervslevet. En stor udskiftning tyder på, at ikke-levedygtige virksomheder nemt kan afvikles, og de dermed frigivne ressourcer kan flyttes til andre virksomheder. Men det kan også være tegn på, at mange håbløse opstarter finder sted. En stor udskiftning kan derfor ikke entydigt tolkes som fordelagtigt. Finlands placering i toppen skal da også ses i sammenhæng med de mange lukninger af virksomheder, der fulgte i recessionen efter Sovjetunionens sammenbrud. Det er værd at bemærke, at Holland, der normalt anses for at have et fleksibelt arbejdsmarked, ligger helt i bunden, hvor Tyskland og Italien også befinder sig. Danmark ligger i midten og på niveau med USA.

### **Men vækstmuligheder mere begrænsede?**

Virksomhedsopstart er som nævnt kun en del af entreprenørskab. Afgørende er også det videre forløb med hensyn til overlevelse og vækst i de nye virksomheder. I OECD's benchmarkstudie er det valgt at bruge kapitaltal for bl.a. venturemarkedet som indikator for virksomhedernes vækstmuligheder, jf. OECD (2002). Her scorer Danmark ikke højt, mens USA ligger helt i top, jf. senere kommentarer om venturekapitalinvesteringer. Medtages denne information ender Danmark et godt stykke

længere nede på listen over omfanget af iværksætteraktivitet opgjort ved at sammenveje indeks for opstart af virksomheder og adgang til venturekapital.<sup>5</sup> Antagelsen er dog diskutabel. Venturekapital udgør kun en mindre del af den nødvendige kapitaltilførsel, og en række andre faktorer spiller en rolle for overlevelse og vækst.

### **Iværksætteraktivitet i Danmark adskiller sig ikke specielt fra andre landes**

Gennemgangen viser, at det er svært at udlede et præcist mål for entreprenørskab, hvilket også er konklusionen i OECD (2002). Der er derfor god grund til at være forsigtig med håndfaste konklusioner. Men på en række områder ser iværksætteraktiviteten i Danmark ikke ud til at adskille sig specielt fra aktiviteten i andre lande, som vi normalt sammenligner os med.

### **Iværksætteraktiviteten varierer med konjunkturudviklingen**

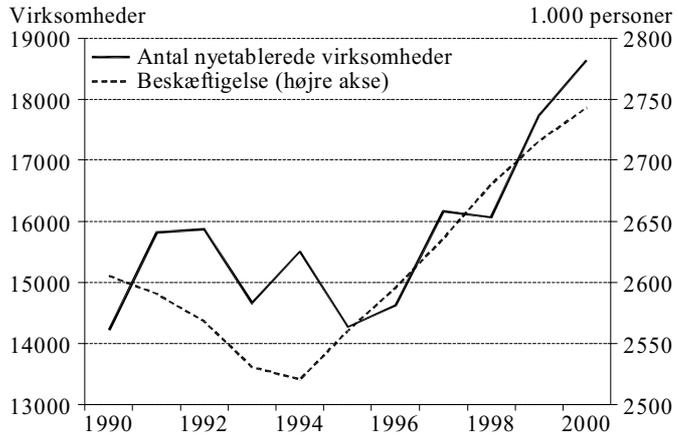
Iværksætteraktiviteten varierer noget fra år til år. Økonomisk vækst ser ud til at have en betydning for iværksætteraktiviteten, jf. figur VII.1. I år, hvor beskæftigelsen stiger (tegn på gode konjunkturer og faldende ledighed), etableres der flere nye virksomheder. Denne sammenhæng med konjunkturudviklingen hænger godt sammen med et væsentligt motiv for iværksætteraktivitet: nemlig muligheder for at gøre en god forretning, som ser ud til at dominere det forhold, at ledighed kan få folk til at starte op selv.

### **Institutionelle forhold bestemmende for niveauet for iværksætteri**

Forskellige kulturelle og sociale normer samt institutionelle rammer (som kun ændres langsomt over tid) er dog også af betydning for iværksætteraktiviteten. At dette er tilfældet, understøttes af den kendsgerning, at landenes relative placering i forhold til hinanden er ret stabil. De institutionelle rammer vedrører bl.a. barrierer i forbindelse med opstart og lukning af virksomhed, tilstedeværelse af risikovillig kapital, muligheder for at modtage rådgivning, muligheder for patentbeskyttelse, beskatning og reguleringer. Endvidere kan infrastruktur, herunder også nærhed til f.eks. forskningsmiljøer, være afgørende for, om nye virksomheder etableres. Tabel VII.2 viser et udvalg af indikatorer.

5) Danmark ender som nr. 17 ud af 21 OECD-lande, jf. Kristensen mfl. (2003).

Figur VII.1 Nyetablerede virksomheder og beskæftigelse



Anm.: Opgørelsen omfatter nye momspligtige firmaer (afgiftspligtig omsætning over 20.000 kr. om året) og går tilbage til 1990.

Kilde: Erhvervs- og Boligstyrelsen (2003).

## Venturekapital- marked i Danmark

Der er betydelig variation i landenes adgang til risikovillig kapital. Således er venturekapitalinvesteringerne målt som andel af de faste bruttoinvesteringer noget større i USA end i de europæiske lande (for Danmarks vedkommende hele 5 gange større). Forskellene afspejler til dels forskellige måder at rejse kapital på, da traditionelle banklån typisk er en vigtigere finansieringskilde i de europæiske lande. Dette kan potentielt være et problem for især innovative og vækstororienterede virksomheder, der på grund af betydelig usikkerhed med hensyn til udfaldet af deres investeringer kan have svært ved at opnå lån. Et veludviklet venturekapitalmarked anses ofte som en afgørende faktor for niveauet for iværksætteri. Venturekapital er behandlet mere uddybende i afsnit VII.4. Mange danske virksomheder er for små til, at det kan betale sig for investorerne at deltage aktivt i driften af virksomheden. For disse virksomheder er mezzaninkapital en alternativ mulighed for at få tilført kapital, jf. afsnit II.4.

Tabel VII.2 *Drivende faktorer for iværksætteri*

	<b>Venture- kapital investeringer (pct. af faste investeringer)<sup>a</sup></b>	<b>Barrierer for iværksætter- aktivitet (indeks)<sup>b</sup></b>	<b>Statsstøtte til små og mellemstore virks. (pct. af BNP)<sup>c</sup></b>	<b>Virkelyst (pct.)<sup>d</sup></b>
Belgien	0,81	2,55	0,074	34
Danmark	0,39	1,32	0,005	37
Finland	0,73	1,93	0,049	26
Frankrig	0,62	2,73	0,050	42
Holland	1,11	1,41	0,014	30
Irland	0,47	1,20	0,004	61
Island	2,07	•	•	49
Italien	0,41	2,74	0,065	57
Norge	0,61	1,33	•	29
Portugal	0,25	1,46	0,041	71
Schweiz	0,50	2,24	•	•
Spanien	0,41	1,77	0,040	56
Sverige	1,21	1,80	0,014	32
Tyskland	0,61	2,10	0,060	35
UK	1,29	0,48	0,018	48
Canada	1,82	0,80	•	•
Japan	0,11	2,33	•	•
Korea	0,87	•	•	•
USA	2,12	1,26	•	67

a) Årligt gennemsnit i perioden 1998-2001. Data for Korea og Japan dækker perioden 1998-2000.

b) Barrierer for iværksætteraktivitet er vurderet på en skala fra 0 til 6 (fra mindst til mest restriktiv). I vurderingen indgår syv underliggende faktorer, der afspejler administrative byrder i forbindelse med opstart, uigennemsigthed i offentlige regelsæt og konkurrencemæssige barrierer. Vurderingen gælder situationen omkring 1998.

c) Statshjælp, som ikke er rettet mod specifikke sektorer eller geografiske områder. Årligt gennemsnit i perioden 1998-2000.

d) Andel af befolkningen i 2001, der ville vælge at være selvstændig, hvis de kunne vælge frit.

Kilde: OECD (2002), IMF: *IFS*, Nicoletti mfl. (2000), European Commission: *State Aid Scoreboard 2002* (spring update), European Commission: *Flash Eurobarometer*, No. 134.

## **Administrative byrder begrænsede i Danmark**

Administrative byrder i forbindelse med opstart og videre drift af virksomhed kan være en alvorlig hæmsko for iværksætteraktivitet. Danmark er i forhold til andre lande tilsyneladende meget lidt restriktiv på dette område (især i forbindelse med opstart), mens især sydeuropæiske virksomheder i langt højere grad er underlagt administrativt besvær.<sup>6</sup> Andre offentlige reguleringer og konkurrencemæssige forhold kan også udgøre barrierer for iværksætteri og indgår i indekset vist i tabellen. De mere favorable vilkår for danske virksomheder gælder i mindre grad med hensyn til beskatning. Både selskabsbeskatningen og personbeskatningen, der i mange tilfælde er mere relevant for iværksættere, ligger på et relativt højt niveau. I nogle lande er beskatningen af små og mellemstore virksomheder tilmed mere lempelig, f.eks. i USA og Storbritannien. Høj skat gør det alt andet lige mindre attraktivt at starte ny virksomhed op, da afkastet af investeringer bliver mindre. Endvidere begrænses mulighederne for at spare op til egenfinansiering. Men skattesystemet indebærer også gennem fradragsmuligheder en form for risikodeling, der kan være til gunst for iværksættere med potentielt underskudsgivende projekter. Endvidere kan der argumenteres for, at det er den relative beskatning af iværksættere og lønmodtagere, der afgør omfanget af iværksætteri, snarere end det absolutte skattniveau.

## **Etablering kan lattes ved at samle rådgivning**

Etablering og drift af virksomhed kræver kontakt med en række offentlige instanser og private rådgivere (revisorer, advokater mv.). Denne proces kan gøres nemmere, hvis iværksættere kun skal henvende sig et enkelt sted (i såkaldte one-stop-shops) for at få oplysninger og vejledning. Inkubatorer eller virksomhedskuvøser stiller også fysiske rammer til rådighed og muliggør virksomhedsopstart under meget beskyttede forhold og med adgang til ekspertise på en række centrale områder. Sådanne kan eventuelt være placeret i forskerparker i tilknytning til etablerede forskermiljøer. Danmark ligger noget under EU-gennemsnittet for antallet af inkubatorer i forhold til antallet af små og mellemstore virksomheder, jf. European Commission (2002).

6) Belæg herfor findes også i European Commission (2002) og Fonseca mfl. (2001).

**Offentlige  
reguleringer  
kan hæmme  
iværksætteri**

Offentlige reguleringer afspejler ofte hensynet til forskellige interesser og kan i nogle tilfælde virke som en barriere for iværksætteri. Konkursreglerne varierer en del på tværs af landegrænser, jf. OECD (2001). Kreditorer kan i Danmark gøre krav på aktiver i relativt lang tid i forhold til i f.eks. USA og Storbritannien. En restriktiv konkurslovgivning kan hindre iværksættere i at genstarte, hvis de går ned med deres virksomhed. Dermed går deres opnåede erfaring tabt, og deres risikovillighed straffes. På den anden side har en vis kreditorbeskyttelse betydning for, at investeringer faktisk finder sted.

**Danmark yder  
kun begrænset  
statsstøtte til små  
virksomheder**

Nogle lande begunstiger også små og mellemstore virksomheder i form af statsstøtte. Statsstøtte til små virksomheder er ikke en udbredt praksis i Danmark. Denne form for erhvervs politik forekommer også i en række tilfælde ret tvivlsom, da den kan være med til at fastholde ressourcer i ineffektive virksomheder og i det hele taget skabe forkerte incitamenter.

**Danmark har ikke  
iværksætterkultur**

Lysten til at blive iværksætter varierer en del på tværs af landegrænser og afspejler bl.a., hvor attraktivt det er i forhold til at have et almindeligt lønmodtagerjob. Andelen af befolkningen med et ønske om at blive selvstændig siger noget herom. Målt på denne måde er virkelysten lille i Danmark og i øvrigt også i de andre nordiske lande og Holland. Dette hænger givetvis sammen med indretningen af velfærdssystemet, der er med til at begrænse lønspredningen, men som også betyder, at ingen tvinges ud i at skulle starte egen virksomhed, fordi de ingen anden mulighed har for at få en indkomst.

**Samlet vurdering  
af rammerne for  
iværksættere**

Samlet set er erhvervsmæssige rammebetingelser for iværksættere i Danmark ikke specielt restriktive i forhold til andre landes, men der kan muligvis være et problem med hensyn til adgangen til risikovillig kapital. Regeringen ønsker at forbedre rammerne for iværksætteri og har fremlagt en række forslag til initiativer, der kan føre til øget iværksætteraktivitet, jf. boks VII.1.

Regeringen fremlagde i januar 2003 en handlingsplan for iværksættere. Initiativerne heri skal få flere til at etablere egen virksomhed og sikre, at flere af de nye virksomheder overlever og hurtigere kommer til at vokse. Sigtet er, at Danmark skal tilhøre de førende lande på iværksætterområdet i 2010. Regeringen har afsat 435 mio. kr. til at gennemføre de forskellige initiativer over de næste fire år. De konkrete forslag er:

- Konkurslovgivningen skal justeres, sådan at det bliver lettere for iværksættere, der har måttet lukke deres virksomhed, at genstarte
- Iværksætterkultur skal på dagsordenen i det danske uddannelsessystem
- Rådgivning skal samles på ét sted i lokalområdet, og der skal udvikles et net af private rådgivere, som skal tilbyde gratis eller billig rådgivning, bl.a. om udarbejdelse af forretningsplaner
- De administrative byrder i mindre og nystartede virksomheder skal reduceres ved mere udbredt anvendelse af edb
- Virksomheder under tre år skal fritages fra en række administrative opgaver, bl.a. indberetninger til Danmarks Statistik
- Der skal etableres en iværksætterfond sammen med private investorer med henblik på sikre innovationsfinansiering i de tidlige faser
- Kravet til, hvor meget der skal investeres for at bruge etableringskontoordningen, skal nedsættes fra 189.000 kr. til 100.000 kr.
- Reglerne for de såkaldte VækstKautitioner ændres, sådan at det bliver nemmere at bruge kautitionerne inden for serviceerhvervene og virksomheder, som skal i gang med generationsskifte
- Innovationsmiljøer skal udvikle samspillet med universiteter og andre videninstitutioner og endvidere have øget fokus på overlevelsesmuligheder for de virksomheder, som startes i disse miljøer
- Teknologi-overførsel og kommercialisering af viden og forskningsresultater inden for bio-sundhedsområdet skal fremmes

### **Gør iværksættere en forskel?**

Ét er, hvad de erhvervsmæssige rammebetingelser for iværksættere betyder for opstart af nye virksomheder, noget andet er, hvad omfanget af iværksætteraktivitet betyder for innovation og vækst i samfundet som helhed. Empirien på dette område giver ikke noget entydigt svar. Den mest simple form for entreprenørskab består i at være selvstændig. Mange studier tager derfor udgangspunkt heri, selvom der også foregår entreprenant aktivitet i etablerede virksomheder. Et resultat er, at der er en negativ sammenhæng mellem selvstændiges andel af be-

skæftigelsen og BNP pr. indbygger, jf. OECD (2000). Blanchflower (2000) kan ikke finde belæg for, at en større andel af selvstændige skulle føre til højere økonomisk vækst, og begrundet det bl.a. med mindre geografisk mobilitet blandt iværksættere. Audretsch og Keilbach (2002) estimerer en produktionsfunktion for tyske regioner, der inkluderer et mål for entreprenørskab målt ved antallet af opstarter i forhold til befolkningen, og finder højere produktivitet og vækst i regioner med stor iværksætteraktivitet. Scarpetta mfl. (2002) dekomponerer arbejdskraftsproduktivitet i bidrag fra vækst i produktivitet i eksisterende virksomheder, ændringer i markedsandele mellem dem samt tilgang og afgang af virksomheder (se også kapitel VI om dette). Sidstnævnte forhold giver et bidrag på 20-40 pct., men afspejler især lav produktivitet i virksomheder, der lukker, da nye virksomheder ikke er specielt produktive.

### **VII.3 Profil af iværksættere**

#### **Iværksætteres karakteristika**

De fleste nye virksomheder starter uden ansatte. Derfor er personen bag virksomheden afgørende for succes. På baggrund af oplysninger om nye virksomheder, der startede som personligt ejede virksomheder i 2000 (13.641 ud af i alt 18.640 virksomheder, dvs. omkring 75 pct.), sammenligner Erhvervs- og Boligstyrelsen (2003) iværksætterne med befolkningen i alderen 16 til 66 år (som regnes som potentielle iværksættere).

#### **Typisk yngre mænd**

Iværksættere adskiller sig ikke markant fra den øvrige befolkning. Indkomsterne blandt iværksættere og befolkningen er ret ens. Men der er andre små forskelle, som angivet herunder. Der er relativt mange mænd blandt iværksætterne, jf. tabel VII.3. De fleste iværksættere har ingen eller negativ formue. Iværksættere er typisk under 35 år, og der er forholdsvis få iværksættere i de ældre aldersgrupper. Der er forholdsvis mange indvandrere blandt iværksætterne. De fleste iværksættere kommer fra beskæftigelsen, men forholdsvis mange bliver iværksættere efter ledighed.

Tabel VII.3 Profil af iværksættere

	Iværksættere	Befolkningen 16-66 år
Mænd	70	51
Under 35 år	57	38
Indvandrere	11	7
I beskæftigelse året inden start af egen virksomhed	80	74
Arbejdsløs inden start af egen virksomhed	7	3
Privat ansættelse inden start af egen virksomhed <sup>a</sup>	77	65
Ingen eller negativ formue	58	42
Formue mellem 1 - 99.999 kr.	21	29
Formue mellem 100.000 - 199.999 kr.	7	8
Formue over 200.000 kr.	14	21
Indkomst under 100.000 kr.	8	11
Indkomst mellem 100.000 - 199.999 kr.	23	25
Indkomst mellem 200.000 - 299.999 kr.	38	39
Indkomst mellem 300.000 - 399.999 kr.	19	15
Indkomst over 400.000 kr.	12	10
Erhvervsfaglig uddannelse, 15-39-årige	39	31
Erhvervsfaglig uddannelse, 40+ årige	39	38
Lang videregående uddannelse, 15-39-årige	5	4
Lang videregående uddannelse, 40+ årige	10	5
Over 3 års erhvervs erfaring, 15-39-årige	75	63
Over 3 års erhvervs erfaring, 40+ årige	90	85

a) Afgrænset til personer, der er i beskæftigelse.

Kilde: Erhvervs- og Boligstyrelsen (2003).

### Højere kompetenceniveau

Iværksættere er karakteriseret ved et højere kompetenceniveau end befolkningen som helhed, både med hensyn til erhvervs erfaring og erhvervsuddannelse. Der er forholdsvis mange blandt de yngre iværksættere, der har en erhvervsfaglig uddannelse. Modsat er der blandt de ældre iværksættere forholdsvis mange med en gymnasial eksamen og en videregående uddannelse. Begge aldersgrupper er relativt veluddannede sammen-

lignet med befolkningen generelt, men med forskellige typer af uddannelse. En del iværksættere starter med stor erfaring. Og det er forholdsvis sjældent, at iværksættere, selv blandt de yngste, starter egen virksomhed uden forudgående beskæftigelse i et lønmodtagerjob.

### **Succesfulde iværksætteres karakteristika**

For at sige noget mere præcist om succesfulde iværksættere præsenterer Erhvervs- og Boligstyrelsen (2003) en logistisk regression, der gør det muligt at isolere effekten af flere forskellige faktorer på sandsynligheden for, at iværksætterens virksomhed overlever fra 1994 til 2000. Overlevelsesandelen er i denne periode på 32 pct.

### **Kompetencer afgørende for succes**

Mere end seks års erfaring øger overlevelsessandsynligheden med 3 pct.point, og effekten af branchekendskab er 5 pct.point. Branchekendskab dækker over, at erhvervs erfaring er opnået inden for samme branche, som virksomhed startes op i. Uddannelse er også af betydning, idet en erhvervsfaglig uddannelse øger overlevelsessandsynligheden med 2 pct.point. En videregående uddannelse har kun en mindre effekt på overlevelsessandsynligheden. Erhvervs erfaring er altså mindst lige så vigtig som formel uddannelse. Alt i alt er iværksætterens kompetencer afgørende. Der er også en positiv sammenhæng mellem iværksætterens formue og overlevelsen. En større formue afspejler givetvis i en eller anden grad større kompetencer. En stor formue kan også være af betydning for overlevelse som følge af kreditmarkedsimperfektioner, der begrænser iværksætterens adgang til kapital.

### **Positiv effekt af rådgivning**

Rådgivning i etableringsfasen forbedrer overlevelschancerne betydeligt.<sup>7</sup> Dette viser sig ved, at iværksættere, der har benyttet klippekortsordningen, har en betydelig større chance for at overleve (plus 4 pct.point eller 8 pct.point afhængigt af, om iværksætteren har modtaget mere end indledende rådgivning). Langt de fleste iværksættere, der har benyttet klippekortsordningen, har også modtaget etableringsydelse, og de har taget imod rådgivning netop for at få etableringsydelse. Etableringsydelsen har potentielt også en positiv effekt på overlevelsen, fordi den gør det muligt at holde nye virksomheder i live i

7) En række ordninger er beskrevet i kapitel II.

længere tid, mens rådgivning forbedrer iværksætterens forudsætninger for virksomhedsdrift.

### **Klippekortsordning erstattet af gratis rådgivning**

Klippekortsordningen blev erstattet af gratis rådgivning i slutningen af 1997, og etableringsydelsen bortfaldt. Som konsekvens faldt antallet af iværksættere, der søgte rådgivning drastisk. I 1998 søgte 4.500 rådgivning; før havde det været op mod 10.000 personer årligt. På samme måde faldt andelen af iværksættere, der kom fra arbejdsløshed, fra 67 pct. i 1997 til 25 pct. i 1998, jf. Erhvervsfremme Styrelsen (1999). Erhvervs- og Boligstyrelsen (2003) finder en stor positiv effekt af gratis rådgivning, idet sandsynligheden for at overleve i perioden 1998-2000 er 13 pct.point højere for dem, der har modtaget rådgivning. En del af effekten skal dog tilskrives, at rådgivning kan virke som en selektionsmekanisme, idet iværksættere, der vælger at benytte ordningen, givetvis generelt sætter sig bedre ind i forhold vedrørende virksomhedsdrift. Hertil kommer, at gratis rådgivning skal modtages inden virksomhedsstart (klippekortsordningen kunne anvendes både før og efter virksomhedsstart) og således potentielt vil få nogle til at indse, at de ikke bør forsøge at starte egen virksomhed.

### **Beløb til støtte**

Klippekortsordningen gav mulighed for at få gratis indledende rådgivning inden for en ramme på 3.000 kr. Denne rådgivning skulle munde ud i en forretningsplan, der gav 70 pct. tilskud til videre rådgivning inden for en ramme af 27.000 kr. (dvs. i alt en støtte på 21.900 kr.). Med forretningsplanen kunne arbejdsløse dagpengemodtagere få etableringsydelse på 70.000 kr. årligt i op til 2½ år.

### **Gratis rådgivning bedre end klippekortsordning**

Med ordningen "gratis rådgivning" er rammen for indledende rådgivning, som iværksætteren ikke skal betale for, blevet sat op til 7.000 kr. Da effekten på overlevelse er beregnet over en anden tidshorisont, er det svært direkte at sammenligne klippekortsordningen og gratis rådgivning. En forsigtig sammenligning af kravet til værditilvækst, som en virksomhed skal skabe, for at omkostningen ved de forskellige ordninger bliver dækket ind, peger dog på, at penge brugt på gratis rådgivning har en langt større effekt (også når der tages højde for forskellig tidshorisont), jf. tabel VII.4.

Tabel VII.4 Forskellige ordningers krav til skabelse af merværdi

	Enheds- omkostning	Effekt på overlevelsessandsynlighed	Periode, effekten er målt over	Krav til værditilvækst
	--- Kr. ---	--- Pct. ---	--- År ---	--- Kr. ---
Klippekort	21.900	8	1994-2000	273.750
Gratis rådgivning	7.000	13	1998-2000	53.846

Anm.: Kravet til skabelse af værditilvækst er beregnet som enhedsomkostningen ved ordningen divideret med meroverlevelsessandsynligheden ved ordningen. Tallene i tabellen skal tolkes med forsigtighed, da det bl.a. er svært direkte at sammenligne de to ordninger.

Kilde: Egne beregninger.

### Samfundsøkonomisk værdi af rådgivning kendes ikke

Ovenstående betragtning siger ikke noget om, hvorvidt rådgivning samfundsøkonomisk er hensigtsmæssig. For at undersøge, om ordningen er hensigtsmæssig, må det undersøges, om de overlevende virksomheder blot fortrænger eksisterende aktivitet uden til tilføje markedet dynamik, eller om de foretager innovation og/eller intensiverer konkurrencen og skaber betydelig værditilvækst. Der findes ikke entydigt empirisk belæg for, hvad iværksættere betyder for beskæftigelse, vækst og innovation, jf. afsnit VII.2, og en beregning af den samfundsøkonomiske værdi af rådgivning skal i øvrigt også tage hensyn til det skatteforvridningstab, der er i forbindelse med finansieringen af ordningen.

## VII.4 Venturekapital

### Hvad er venturekapital?

Venturekapital er risikovillig kapital, hvor investoren supplerer tilvejebringelsen af kapital med aktiv deltagelse i virksomhedens udvikling. Venturekapital er derfor attraktiv for iværksætteren i de tidlige faser af virksomhedens udvikling, hvor ventureinvestorens kompetence inden for f.eks. organisation, strategi og marketing betyder, at iværksætteren kan fokusere på sit kerneområde, jf. boks VII.2. Der vil derfor typisk være tale om, at ventureinvestoren har særligt branchekendskab. Venturekapital udgør dermed en speciel form for finansielt bindeled, som adskiller sig væsentligt fra traditionel mere passiv lånefinansiering.

**Seed finansiering:** mindre investering, der gør entreprenøren i stand til at undersøge om projektet er muligt og økonomisk attraktivt. I denne fase bidrager venturekapitalisten til at undersøge projektets levedygtighed.

**Start-up finansiering:** investeringer i at operationalisere virksomheden bl.a. i form af at udvikle prototype, tiltrække medarbejdere og ledelse. Venturekapitalisten kan i denne fase bidrage til udviklingen af virksomhedens organisation og strategi.

**Expansion finansiering:** investeringer for at nå en omsætning, der dækker virksomhedens omkostninger eller giver et mindre afkast. I denne fase kan venturekapitalisten hjælpe med at finde yderligere finansiering samt skabe kontakt til klienter og leverandører.

**Ventureselskaber:** professionelle, uafhængige kapitalforvaltere, der supplerer kompetencetilførsel med egenkapital eller egenkapital-lignende investeringer i private innovative virksomheder, der befinder sig i seed, start-up eller ekspansionsfasen.

**Corporate ventureselskaber:** kapitaltilførsel kommer fra et moderselskab og investeringerne foretages primært i innovative virksomheder inden for moderselskabets kerneområde.

**Business angels:** velhavende privatpersoner, der investerer risikovillig kapital i uoprettede innovative virksomheder, de ikke har familiemæssig tilknytning til.

### **Venturekapital velegnet i højteknologiske brancher**

Venturekapital er derfor særligt velegnet for nystartede virksomheder i teknologi-intensive brancher, som ifølge en række empiriske analyser kan have svært ved at skaffe tilstrækkelig kapital til at finansiere sine projekter, jf. Himmelberg og Petersen (1994) samt Van Praag (2002).<sup>9</sup> Det kan primært tilskrives tre forhold, jf. Carpenter og Petersen (2002). For det første er nye virksomheder ofte kendetegnet ved, at der er betydelig asymmetrisk information mellem virksomhed og potentielle investorer, da entreprenøren må formodes at have det største kendskab til den nye teknologi. Entreprenøren har derfor bedre mulighed for at vurdere virksomhedens risikoprofil og indtjeningspotentiale. For det andet er afkastet af investeringer i innovative virksomheder forbundet med stor usikkerhed.

8) Boksen bygger på Botazzi og Da Rin (2002) samt VækstFonden (2002a).

9) Mulighederne for at tilvejebringe kapital til finansiering af f.eks. IT-relaterede projekter synes dog at have været ekstraordinært gode i sidste del af 1990'erne.

For det tredje kan innovative virksomheder ofte kun tilvejebringe begrænset sikkerhed for investeringen, da aktiverne i overvejende grad er af immateriel karakter. Samlet set er en investor i en ny teknologi-intensiv virksomhed således i en vis udstrækning tvunget til at fæste lid til entreprenørens viden om og evner til at udvikle den teknologi, som er grundlaget for virksomhedens oprettelse.

### **Venturekapital kan mindske markedsfejl**

Den asymmetriske information mellem den potentielle investor og entreprenøren indebærer en risiko for, at sunde projekter ikke kan rejse den ønskede kapital. Der kan derved opstå markedsfejl. Adverse selection opstår, når potentielle investorer ikke fuldt ud er i stand til at skelne mellem gode og dårlige projekter. Moral hazard opstår, fordi investoren efter at have foretaget investeringen ikke kan overvåge projektet i tilstrækkeligt omfang til at sikre, at entreprenøren handler i investors interesse. Den store usikkerhed om udfaldet af projektet indebærer, at det kan være svært at evaluere entreprenørens indsats. Ventureinvestorens specialiserede viden om markedsforhold og teknologi inden for den pågældende branche betyder, at investoren må forventes at have bedre forudsætninger for at bedømme sammenhængen mellem projektets risikoprofil og afkastmuligheder end andre kapitalformidlere og derved mindske adverse selection problemet. Samtidig vil venturekapitalistens aktive deltagelse, der bl.a. består i at vejlede og overvåge projektet, som udgangspunkt bidrage til at mindske problemet med moral hazard.

### **Venturekapital kan øge værditilvækst**

Samlet set er der således tale om, at venturekapitalen kan forventes at tilføre virksomhederne værditilvækst, da der er tale om komplementaritet mellem investor og entreprenør i innovationsprocessen. Hellmann og Puri (2000) undersøger, om venturekapital bidrager til at reducere tidsrummet fra ideen fødes til produktet bliver introduceret på markedet. Analysen er baseret på en tilfældig stikprøve af 173 nystartede virksomheder i Silicon Valley, hvoraf en tredjedel er ikke-venturefinansierede virksomheder. Hellmann og Puri (2000) finder, at venturekapital bidrager mærkbart til at øge sandsynligheden for, at virk-

somheden bringer et nyt produkt på markedet.<sup>10</sup> Virkningen af venturekapital er særlig tydelig for virksomheder, der introducerer mere radikale innovationer, hvilket skal ses i sammenhæng med, at hurtig markedsintroduktion af nye produkter er strategisk vigtig i dette segment. På samme datagrundlag viser Hellmann og Puri (2002), at venturekapitalister bidrager til at forøge nystartede virksomheders værdi ved at fremme virksomhedernes professionalisering, så de kan finde deres ståsted i markedet. Kortum og Lerner (2000) viser tilsvarende, at FoU finansieret ved venturekapital er markant mere effektiv end FoU finansieret via traditionelle kanaler, da en uforholdsmæssig stor andel af patenteringsaktiviteten bliver skabt i venturefinansierede virksomheder.<sup>11</sup> Hovedparten af de empiriske analyser på amerikanske data understøtter således hypotesen om, at venturekapital medvirker til at styrke innovationsprocessen i virksomhederne i sammenligning med virksomheder, hvor venturekapital ikke indgår som finansieringskilde. I Europa tegner der sig tilsyneladende et tvetydigt billede af venturekapitalens bidrag til at fremme innovation og vækst.

- 10) Hellmann og Puri (2000) tester, i hvilket omfang resultaterne kan tilskrives, at venturekapitalister udvælger bedre virksomheder versus, at venturekapitalister bidrager til at gøre virksomhederne bedre. Det sker bl.a. på grundlag af information om virksomhedernes strategi, branchetilhørsforhold og branchens forventede vækst. Følsomhedsanalyserne indikerer, at resultaterne ikke er drevet af selektion. Hellmann og Puri (2000) tager imidlertid ikke højde for mulige kausalitetsproblemer. Det kan være tilfældet, at mere innovative virksomheder vælger venturekapital, snarere end at venturekapital bidrager til øget innovation i virksomhederne, jf. Gompers og Lerner (2001).
- 11) Kortum og Lerner (2000) anvender bl.a. lovændringen i USA i 1979, der tillod pensionsfonde at investere i ventureselskaber, til at adressere eventuelle problemer med kausalitet. Den positive sammenhæng mellem venturekapital og patentaktivitet kan således være drevet af en ændring i de teknologiske muligheder. De finder, at lovændringen førte til en betragtelig stigning i udbuddet af venturekapital, som ikke var korreleret med et skift i den teknologiske udvikling.

## **Venturekapital synes at bidrage til vækst i omsætning og beskæftigelse ...**

Et engagement af venturekapital i en nystartet virksomhed forventes samtidig at resultere i, at virksomheden bl.a. vil opleve højere omsætnings- og beskæftigelsesvækst i forhold til virksomheder finansieret af passive investorer. Ved at sammenholde venturefinansierede virksomheder med ikke-venturefinansierede virksomheder ud fra kriterier som antal ansatte, alder og branchefordeling finder Christensen og Christensen (2002), at danske venturefinansierede virksomheder i perioden 1994-98 har oplevet en signifikant højere vækst i omsætning og beskæftigelse. Denne vækst synes imidlertid at ske på bekostning af virksomhedernes profitabilitet, idet venturefinansierede virksomheder har mindre overskud. Dette mønster genfindes i VækstFonden (2002a) i en lignende analyse for perioden 1997-2001. På svenske data finder Isaksson (2001) tilsvarende, at venturefinansierede virksomheder vokser betydeligt hurtigere end sammenlignelige virksomheder. Denne tilvækst har været specielt stor i de mindste virksomheder. Engel (2002) finder, at tyske venturefinansierede virksomheder har en højere vækst i beskæftigelsen end ikke-venturefinansierede som følge af venturekapitalistens aktive deltagelse.<sup>12</sup>

## **... men europæiske erfaringer tvetydige**

På baggrund af en analyse af virksomheder, der er noteret på de europæiske teknologi-børser, finder Botazzi og Da Rin (2002) ikke indikationer af, at tilførsel af venturekapital har haft en signifikant effekt på virksomhedernes vækst. Manigart og Van Hyfte (1999) finder tilsvarende på belgiske data, at venturefinansierede virksomheder ikke har opnået en signifikant højere beskæftigelsesvækst sammenholdt med ikke-venturefinansierede virksomheder. Dette understøttes af Buergel mfl. (2000) i en analyse af knap 600 britiske og tyske nystartede højteknologiske virksomheder. Samlet set peger empirien i overvejende grad på, at venturefinansierede virksomheder klarer sig bedre end ikke-venturefinansierede virksomheder som følge af venturekapitalistens aktive deltagelse. Der er dog en tendens til, at de amerikanske studier i højere grad understøtter

12) Engel (2002) forsøger i modsætning til de øvrige studier at kontrollere for, at venturekapitalisten ex ante kan være i stand til at identificere virksomheder med et stort vækstpotaiale. Engel (2002) bestemmer vækstpotaialet på baggrund af virksomheds- og ledelsesspecifikke karakteristika.

venturekapitalens positive samfundsøkonomiske effekter, mens de europæiske erfaringer er mere tvetydige.

### **Positive effekter af venturekapital en forudsætning for at kunne retfærdiggøre offentlig indblanding**

Positive samfundsøkonomiske virkninger af venturekapital er en nødvendig betingelse i relation til at kunne retfærdiggøre offentlig indblanding på markedet for venturekapital. To primære økonomiske argumenter for at tilføre små virksomheder offentlige midler er således, at, jf. Lerner (2002): (i) det private kapitalmarked stiller for lidt kapital til rådighed for nye virksomheder, og det offentlige kan spille en vigtig rolle ved at give de pågældende virksomheder et blå stempel, der kan bruges som signal over for private investorer, (ii) offentlig indblanding kan fremme teknologisk vidensspredning.<sup>13</sup>

### **Venturemarkedet er lille i Danmark**

Venturemarkedets størrelse viser på den ene side teknologiintensive virksomheders mulighed for at få adgang til risikovillig kapital. På den anden side kan markedets størrelse også anvendes som indikator på økonomiens innovationsevne, idet efterspørgslen efter risikovillig kapital og kvaliteten af denne efterspørgsel også påvirker udbuddet. Venturekapitalindustrien i Danmark er relativt ny i international sammenhæng. De første danske ventureselskaber blev etableret i starten af 1980'erne, og antallet af selskaber steg frem til slutningen af 1980'erne, jf. Christensen (2002). Herefter var der en kraftig reduktion i antallet af selskaber bl.a. som følge af konjunkturtilbageslaget, jf. Økonomiministeriet (1999). Udviklingen af det danske venturemarked har igen taget fart i løbet af 1990'erne. De største markeder i Europa findes i Island, Storbritannien og Holland, mens Danmark er at finde i den nedre del, jf. tabel VII.5.

### **Få investeringer i seed fasen**

Specielt i Europa finder ventureinvesteringerne i overvejende grad sted i de senere faser af virksomhedernes udvikling, hvor usikkerheden om projekternes levedygtighed er blevet mindre. Den lille andel af investeringerne i seed fasen kan betyde, at udviklingen af nye innovative virksomheder hæmmes, da adgang til seed finansiering ofte vil være en kritisk faktor, når iværksætternes ideer skal afprøves. Samtidig påvirker få investeringer i seed fasen hele venturemarkedets udvikling, da ef-

13) Se afsnit VI.1 for en uddybning.

terspørgslen efter kapital i de senere faser vil falde, når færre projekter opnår finansiering. De få investeringer i seed fasen kan derfor indikere, at venturemarkederne ikke er særligt vel-fungerende. Det understøttes af Reynolds mfl. (2002), hvor Danmark er placeret som nummer 14 ud af 34 lande i vurderingen af, hvor let det er at få adgang til venturekapital og finansiering fra business angels.

*Tabel VII.5 Venturekapital fordelt på finansieringsfaser, gennemsnit 1998-2001*

	<b>Seed</b>	<b>Start-up</b>	<b>Expansion</b>	<b>I alt</b>
	----- Pct. af BNP -----			
Belgien	0,02	0,06	0,10	0,17
Danmark	0,01	0,02	0,05	0,08
Finland	0,01	0,06	0,06	0,14
Frankrig	0,00	0,04	0,08	0,12
Holland	0,00	0,07	0,17	0,24
Irland	0,00	0,05	0,06	0,11
Island		0,19	0,29	0,48
Italien	0,00	0,02	0,05	0,08
Norge	0,00	0,03	0,10	0,13
Portugal	0,00	0,02	0,05	0,07
Schweiz	0,00	0,05	0,05	0,10
Spanien	0,00	0,02	0,08	0,10
Sverige	0,01	0,07	0,13	0,21
Tyskland	0,01	0,04	0,07	0,13
UK	0,00	0,04	0,17	0,22
Canada		0,19	0,18	0,36
Japan		0,01	0,02	0,03
Korea		0,11	0,14	0,25
USA		0,13	0,29	0,42

Anm.: Data for Korea og Japan er for perioden 1998-2000. VækstFonden (2001) finder, at størrelsen af det danske venturemarked er undervurderet i EVCA's opgørelse. Det samme kan imidlertid være tilfældet for en række andre lande.

Kilde: EVCA, *EVCA Yearbook* og OECD (2002).

### **Lille kapitaltilførsel fra pensionskasser**

Venturekapitalister finansierer deres aktiviteter ved at tilvejebringe kapital fra institutionelle investorer, såsom pensionskasser og forsikringsselskaber. I international sammenhæng deltager pensionskasserne i Danmark dog kun i begrænset omfang i denne investeringsform, mens bankerne til gengæld bidrager med en forholdsvis stor andel af kapitalen i venturemarkedet, jf. bl.a. Baygan og Freudenberg (2000). Bankernes andel har dog været aftagende igennem de senere år. Ifølge VækstFonden (2002a) ejede bankerne ved udgangen af 2001 ca. en tredjedel af de 15,9 mia. kr., der udgjorde den samlede kapital under forvaltning på det danske venturemarked.

### **VækstFondens formål**

Indikationerne af, at der kan være finansieringsmæssige barrierer for danske virksomheder, har medvirket til, at der i de senere år er blevet gennemført en række erhvervspolitiske tiltag med primær fokus på at tilføre kapital og kompetence til små og innovative danske virksomheder.<sup>14</sup> Det største initiativ er i denne sammenhæng etableringen af VækstFonden i 1992 med det formål at fremme innovation og fornyelse i erhvervslivet for derigennem at opnå et større samfundsøkonomisk afkast. VækstFonden ændrede strategi i 2001, jf. boks VII.3.<sup>15</sup> VækstFonden skal underkastes ekstern evaluering i 2004.

- 14) Det relativt nye danske marked for venturekapital kombineret med markante udsving på det samlede aktiemarked i de senere år betyder, at det er svært at sige noget om, i hvilket omfang den offentlige indsats kan have fortrængt privat kapital.
- 15) Boksen og de følgende to afsnit bygger bl.a. på Økonomi- og Erhvervsministeriet (2002) samt VækstFonden (2002b).

VækstFonden blev etableret i 1992 med en grundkapital på 2 mia. kr. VækstFonden har siden etableringen haft til formål at fremme innovation og fornyelse i erhvervslivet for derigennem at opnå større samfundsøkonomisk afkast. VækstFonden ændrede strategi i 2001. En primær årsag til ændringen var, at VækstFonden måtte afskrive mere end 60 pct. af det samlede udlån. De store tab skyldtes bl.a., at finansieringen var projektorienteret. Selv i tilfælde, hvor virksomhederne klarede sig godt, men det pågældende projekt, som VækstFonden medfinansierede, mislykkedes, skulle lånene ikke afdrages. Samtidig fik VækstFonden heller ikke del i overskuddet fra de succesfulde projekter, da VækstFonden blot krævede et afkast svarende til markedsrenten på sine risikofyldte udlån. Udlånene gav derfor samlet set et negativt afkast, som blev kompenseret ved afkastet af obligationsbeholdningen. Størstedelen af kapitalen var i obligationer, da VækstFonden var underlagt et krav om, at egenkapitalen ikke måtte være mindre end 1,7 mia. kr.

Formålet med VækstFondens nye strategi er at øge investeringsvolumen for derved i højere grad at bidrage til udviklingen af nye projekter og virksomheder. Stigningen i investeringsvolumen skal imidlertid ske uden at bringe egenkapitalen under 1,7 mia. kr. Samtidig er den langsigtede målsætning, at investeringsaktiviteten skal udvides ved at reinvestere kapital og afkast fra afsluttede investeringer. Det betyder, at afkastet af VækstFondens investeringer skal være positivt over tid, hvilket forudsætter, at investeringerne skal ske på mere kommercielle vilkår sammenholdt med den gamle strategi. VækstFonden stiller derfor krav om at få en forholdsmæssig andel af overskuddet fra de succesfulde projekter. For at sikre dette anvender VækstFonden to finansieringstyper: Egenkapitalindsud og lån med resultatbetaling. Egenkapital eller egenkapitallignende finansiering er primært rettet mod meget kapitalkrævende højteknologiske virksomheder, hvor der er privat medfinansiering. Lån med resultatbetaling vil derimod blive tilbudt virksomheder, hvor det vurderes ikke at være muligt at kunne sælge ejerandele i virksomheden, f.eks. som følge af at ejerne ønsker at bevare kontrollen.

**VækstFondens aktiviteter ...**

For at opfylde formålet kan VækstFonden medfinansiere:

- risikobetonede og perspektivrige udviklingsaktiviteter især i små og mellemstore virksomheder.
- ventureselskaber, der tilfører kapital og kompetence til innovation og fornyelse i små og mellemstore virksomheder.
- pengeinstitutters udlån til udviklingsaktiviteter i mindre virksomheder (VækstKaution).

### **... vurderes ud fra flere kriterier**

VækstFonden vurderer potentielle aktiviteter ud fra, at:

- aktiviteten kan forventes at resultere i en effekt ud over de rent privatøkonomiske fordele for virksomheden, der udfører aktiviteten.
- der er foretaget en gennemgang af aktivitetens miljømæssige og etiske konsekvenser
- der kan dokumenteres ledelsesmæssig kompetence og en sammenhængende udviklingsplan, som bl.a. sandsynliggør, at der er udsigt til et finansielt afkast, der modsvarer den påtagne risiko.
- aktiviteten har et langt eller mellemlangt sigte, som ikke ville kunne forventes gennemført uden Fondens medvirken, eller som vil blive væsentligt fremskyndet som følge af Fondens medfinansiering.

### **VækstFonden søger at gå ind, hvor markedet tøver**

VækstFonden udvælger som udgangspunkt segmenter i markedet, hvor der er tegn på, at andre investorer tøver med at stille risikovillig kapital til rådighed, jf. VækstFonden (2002b). Det sker ud fra en snæver tilgang i forhold til finansieringsfaser og teknologier, hvor Danmark i international sammenhæng skal have en styrkeposition inden for den givne teknologi. Kriterierne afspejles i sammensætningen af VækstFondens portefølje i årene 2001-02. Fordelt på faser var knap tre fjerdedele af investeringerne placeret i seed fasen, mens fordelingen på brancher viser, at knap to tredjedele af investeringerne var foretaget inden for bioteknologi og IKT. Samtidig lægges der vægt på at sikre privat medfinansiering for derved at tiltrække kapital og kompetencer til underfinansierede dele af venturemarkedet for at virke som løftestang. VækstFonden skønner således, at manglende kompetencer på investorsiden i at vurdere forholdet mellem risikoprofil og afkastpotentiale er en væsentlig årsag til, at markedet tøver i de tidlige faser.<sup>16</sup> VækstFondens resultat blev i 2002 et underskud på 165 mio. kr., jf. VækstFonden (2003).

### **Mulige årsager til markedstøven på udbudssiden ...**

Spørgsmålet er, om årsagen til, at dele af markedet er underfinansieret, kan tilskrives manglende kompetencer hos investorerne i vurderingen af projekterne i dette segment eller snarere

16) Erhvervsfremme Styrelsen (1998) peger også på, at manglende erfaringer i ventureselskaber er en barriere.

beror på sunde privatøkonomiske vurderinger.<sup>17</sup> At nogle virksomheder ikke kan tiltrække venturekapital, og derfor ikke er i stand til at gennemføre de ønskede projekter, er ikke tilstrækkelig grund til, at det offentlige skal intervenere på markedet.

### **... og på efterspørgselssiden**

Få investeringer i visse segmenter af markedet kan også være drevet af forhold på efterspørgselssiden. Det kan f.eks. skyldes, at iværksætterne ikke har tilstrækkelig viden om, hvor de skal søge finansiering, eller at den ønskede kapital er for lille til, at ventureselskaberne er interesserede i at gå ind i projektet som følge af for store transaktionsomkostninger. Det er i forhold til disse to aspekter, at business angels spiller en nøglerolle, da de ofte foretager mindre investeringer og samtidig lægger stor vægt på at vejlede og overvåge den pågældende investering.

### **Kan VækstFonden overvinde informationsproblemerne?**

Er der tale om en markedsfejl på kapitalmarkedet, implicerer det, at VækstFonden skal være i stand til at overvinde informationsproblemerne og derigennem identificere de mest lovende virksomheder. Spørgsmålet er, hvilke forhold der gør, at det offentlige måtte have bedre forudsætninger for dette end specialiserede finansielle investorer. Lerner (2002) nævner sundhedssektoren (bioteknologi) og forsvarsindustrien (højteknologi) som eksempler i USA, hvor det offentlige kan forventes at have betydelig indsigt i, hvilke virksomheder der er de mest lovende. I Danmark kan Energistyrelsen og Forskningscenter Risø formodes at have særligt kendskab til energiteknologi, men som nævnt er det ikke VækstFondens primære fokusområde.

### **Stor udfordring for VækstFonden**

Som udgangspunkt kan VækstFonden derfor næppe forventes at have bedre forudsætninger for at vurdere potentielle projekter end professionelle private investorer. VækstFonden står således over for en stor udfordring, når gode projekter skal skelnes fra dårlige projekter. Hvis VækstFonden ikke kan overvinde informationsproblemerne, kan fejlvurderinger forekomme.

17) Det kan indikere, at afkastet af investeringer i de tidlige faser har vist sig at være relativt lavt. Det synes imidlertid ikke at være tilfældet. Venture Economics (2001) opgør således det gennemsnitlige årlige afkast for investeringer i seed fasen i perioden 1990-2000 til ca. 14 og 35 pct. i henholdsvis Europa og USA.

På den baggrund vil det være svært at give de pågældende virksomheder et blåt stempel, der kan bruges som signal over for private investorer. Er det tilfældet, vil VækstFonden på sigt ikke ad den vej kunne anspore de private til at investere.

### **Sammenhæng mellem rationale for offentlig indblanding og VækstFondens strategi?**

Samtidig kan VækstFondens manglende information medføre, at Fonden fremmer innovation, som ville være blevet finansieret af private midler. Det betyder, at der er en risiko for, at VækstFonden stimulerer innovationer, hvor forskellen mellem det samfunds- og privatøkonomiske afkast er lille. I VækstFondens investeringskriterier er der således meget fokus på projekternes kommercielle værdi. Det kan bl.a. tilskrives, at VækstFondens strategi stiller krav til et løbende afkast af formuen for at kunne opretholde investeringsniveauet. Samlet set indebærer dette institutionelle set-up en risiko for, at VækstFonden i højere grad udvælger projekter ud fra en kommerciel synsvinkel og i mindre grad ud fra en vurdering af, om der er et reelt behov for offentlig finansiering. Umiddelbart kan en eventuel succes derved tilskrives VækstFonden, men ofte vil der være tale om fortrængning af privat kapital, jf. Wallsten (2000). Der er derfor risiko for, at det marginale bidrag fra den offentlige finansiering ikke bliver ret stort.

### **Offentlig indsats kan have negative effekter**

I praksis kan offentlig indblanding have den stik modsatte virkning af den tilsigtede, jf. Leleux og Surlemont (2003). Det gælder specielt, hvis der er uklarhed omkring, hvilke investeringskriterier der ligger til grund for den offentlige indsats. Som udgangspunkt må det således forventes, at det offentlige finansierer projekter til vilkår, der er mere gunstige end markedet tilbyder. Det kan resultere i, at det offentlige tiltrækker de bedste projekter og derved efterlader finansieringen af de dårlige projekter til private ventureselskaber. VækstFonden fokuserer på områder, hvor private investorers afkastforventninger tilsyneladende ikke står mål med risikoen, hvilket implicerer, at VækstFonden accepterer en lavere forrentning end private investorer ved en given risiko. Det vil i givet fald medføre, at det bliver sværere for nye private venturefonde at etablere sig på markedet. Samlet set kan det resultere i (1) en inefficent allokering af kapitalen eller, at (2) yderligere adgangsbarrierer bliver skabt for en industri, som det offentlige i praksis ønsker at støtte. I det omfang, VækstFonden sikrer, at

den private medfinansiering består af en bred portefølje af finansielle samarbejdspartnere, vil det dog mindske problemet.<sup>18</sup>

### **Afgørende faktorer bag udvikling af venturemarkedet**

På trods af den betydelige offentlige indblanding på markedet for venturekapital i Europa, er der kun udarbejdet meget få empiriske studier af, hvilken rolle den offentlige indblanding har, og de økonomiske effekter heraf. Det er som udgangspunkt relevant at spørge, hvorfor der er så stor forskel på venturemarkedernes størrelse internationalt set. Jeng og Wells (2000) samt Black og Gilson (1998) finder, at en drivende kraft bag markedet for venturekapital er, at der er et robust aktiemarked, der gør det muligt for venturekapitalisten at realisere sin gevinst. Becker og Hellmann (2002) konkluderer ligeledes i en analyse af det tyske marked for venturekapital, at et robust aktiemarked er en nødvendighed for udviklingen af venturemarkedet, men de understreger samtidig, at det ikke er en tilstrækkelig betingelse. Tilstedeværelsen af meget dygtige entreprenører vurderes således til at være kritisk. Gompers og Lerner (1998) viser, at initiativer på skatteområdet har haft en gunstig virkning på venturemarkedet. Den positive effekt synes imidlertid at være stærkest på efterspørgselsiden, hvilket umiddelbart tilsiger, at en offentlig erhvervsfremmeindsats i højere grad bør rettes mod en styrkelse af rammevilkår og incitamenter for entreprenørerne end for ventureinvestorerne.

### **Offentlig kapital synes at fungere som løftestang for venturemarkedet**

I en analyse af 15 europæiske lande, herunder Danmark, for perioden 1990-96 finder Leleux og Surlemont (2003), at venturemarkedet er relativt lille i lande, hvor offentlig kapital udgør en større andel af markedet. På baggrund af denne simple sammenhæng er det imidlertid ikke muligt at udlede, om det er manglen på privat kapital, der er årsag til den offentlige indsats, eller om det er offentlig kapital, der begrænser udviklingen af markedet. Leleux og Surlemont (2003) undersøger derfor, hvilken vej sammenhængen går. Analyserne viser, at offentlig indblanding synes at finde sted på et tidspunkt, hvor markedet allerede er i vækst og har nået et vist niveau.

18) VækstFonden har foretaget kapitalindskud i 9 ventureselskaber. VækstFondens indskud i disse selskaber udgør 780 mio. kr. ud af et samlet kapitalgrundlag på ca. 2,2 mia. kr., jf. VækstFonden (2003). Samlet set havde VækstFonden i 2002 placeret kapital i ca. 300 virksomheder.

Den offentlige indsats synes således ikke at være rettet mod seed fasen med det formål at sætte gang i udviklingen af venturemarkedet. Leleux og Surlemont (2003) finder imidlertid ikke belæg for, at den offentlige indsats efterfølgende fortrænger private midler. Resultaterne peger i stedet i retning af, at tilførsel af offentlig kapital til venturemarkedet sender et stærkt og troværdigt signal til private investorer. Den offentlige blåstempling af betydningen af risikovillig kapital kan derfor virke som løftestang for det samlede venturemarked.

## VII.5 Politikanbefalinger

### **Danmark placeret i midten**

Niveauet for iværksætteraktivitet og de erhvervsmæssige rammebetingelser for iværksættere i Danmark er belyst i dette kapitel. I en international sammenligning er Danmark i mange henseender placeret i midtergruppen. Det gælder både med hensyn til omfanget af iværksætteri og med hensyn til, hvor restriktive forholdene for nye virksomheder samlet set er. På nogle områder er det nemmere at være iværksætter i Danmark, og på andre områder er det sværere. Specielt kan det fremhæves, at mens adgang til risikovillig kapital muligvis kan være et problem, er der relativt gode muligheder for lånefinansiering.

### **Handlingsplan for iværksættere**

Regeringen fremlagde i januar 2003 en handlingsplan for iværksættere. Initiativerne heri skal få flere til at etablere egen virksomhed og sikre, at flere nye virksomheder overlever og hurtigere kommer til at vokse. Sigtet er, at Danmark skal tilhøre de førende lande på iværksætterområdet i 2010. De konkrete forslag i handlingsplanen er beskrevet i boks VII.1 i kapitlet.

### **Handlingsplanens overordnede sigte er diskutabelt ...**

Det overordnede mål med handlingsplanen kan diskuteres. Både iværksættere og etablerede virksomheder bidrager til fornyelse i erhvervslivet, men der findes ikke entydig empirisk belæg for, at lande med mange iværksættere klarer sig bedre med hensyn til vækst, innovation og beskæftigelse. Umiddelbart er der altså ikke klare grunde til at yde direkte støtte (dvs. bruge offentlige penge på) nystartede virksomheder i forhold til etablerede.

**... men flere elementer kan forsvares**

Initiativer med offentlige subsidier er relativt begrænsede i handlingsplanen, og mange af de enkelte hensigtserklæringer virker fornuftige nok. Et eksempel er at samle rådgivning på et sted og skabe netværk, som iværksættere kan trække på.

**Rådgivning har positive effekter**

Rådgivning har potentielt to vigtige effekter. For det første kan iværksættere få et bedre grundlag for at udvikle deres ideer, og de kan mere generelt blive bedre i stand til at drive forretning. For det andet kan rådgivning afholde potentielle iværksættere fra at gå videre med dårlige projekter. I begge tilfælde forbedres nye virksomheders levedygtighed. Empiri bekræfter, at dette er tilfældet, da virksomheder, der har modtaget rådgivning, har en forøget sandsynlighed for overlevelse. Beregninger i kapitlet viser, at kravet til den værditilvækst, som en ny virksomhed skal skabe, for at gennemsnitsomkostningen ved rådgivning, der sikrer overlevelse i to år, bliver dækket ind, er godt 50.000 kr. For at vurdere, om ordningen er hensigtsmæssig, må det undersøges, om de overlevende virksomheder blot fortrænger eksisterende aktivitet uden at tilføje markedet dynamik, eller om de innoverer og/eller intensiverer konkurrencen og skaber en værditilvækst.

**Kapitalmarkedet påvirkes på flere måder af initiativer**

En afledt effekt af bedre rådgivning og antagelig bedre forretningsplaner vil givetvis være at reducere problemer med at rejse kapital. En nedsat kreditorbeskyttelse, som vil være konsekvensen af en mindre restriktiv konkurslovgivning, trækker i den anden retning, da investorerne højst sandsynligt vil kræve en større risikopræmie som følge af moral hazard-problemer (iværksættere går i gang med mere risikable foretagender, da konsekvensen af at gå ned er mindre). Hvorvidt afvejning mellem iværksætterhensyn og kreditorhensyn i dag er rimelig, kan ikke afgøres på det foreliggende informationsgrundlag. Argumentet for at lade iværksættere genstarte er, at de kan have været uheldige og trods alt have opnået gavnlig viden og/eller have bedre forudsætninger for at starte egen virksomhed end andre.

**Iværksætterfond skal afhjælpe mangel på seed-kapital**

Handlingsplanens initiativ vedrørende oprettelsen af en iværksætterfond skal afhjælpe problemer med mangel på kapital i de tidlige faser af opstarten af nye virksomheder. Situationen i dag afspejler, at investorer ikke kan få et afkast, der står mål

med risikoen, og derfor vælger at placere deres investeringer andre steder. Mangel på kapital er en konsekvens af en markedsimperfektion, som eksempelvis kan skyldes asymmetrisk information mellem potentielle investorer og iværksættere, og offentlig indblanding kan under visse omstændigheder være velbegrunderet med henblik på at hjælpe et selvstående privat marked i gang.

### **Argumenter for mere permanent offentlig rolle på venturemarkedet**

En mere permanent offentlig tilstedeværelse på venturekapitalmarkedet kan i visse tilfælde også begrundes. Ventureinvesteringer er behæftet med særlig stor risiko, og der kan være argumenter for, at staten skal bære en del af risikoen eller på anden vis belønne riskovillighed forbundet med denne type af investeringer. Også hvis der er eksterne effekter af ventureinvesteringer, som private investorer ikke tager hensyn til, f.eks. i form af øget spredning af viden og teknologi, kan en offentlig deltager på venturekapitalmarkedet have en mere vedvarende berettigelse.

### **Realistisk mål for VækstFonden?**

VækstFonden har til formål at fremme innovation og fornyelse i erhvervslivet. Strategien er i dag at øge investeringsvolumen og derved bidrage til udvikling af nye projekter og virksomheder. Målet er at skabe det mest velfungerende marked for innovationsfinansiering i Europa. I kapitlet er der ikke foretaget en egentlig vurdering af VækstFondens virke, da dette er for tidligt i forhold til den nye strategi, der trådte i kraft i 2001. Hensigten er derimod at pege på en række principielle forhold, som bør indgå i overvejelserne, når VækstFonden skal evalueres i 2004:

- Et velfungerende venturemarked kræver, at der er muligheder for at afhænde modne selskaber og købe eksisterende selskaber. I dag begrænser et illikvidt aktiemarked disse muligheder.
- VækstFondens strategi beror på en del privatøkonomisk rådgivning, men i jo højere grad, det er tilfældet, desto mindre behov/rationale er der for offentlig indblanding, da det fortrænger privat aktivitet. Derfor er det vigtigt, at der er åbenhed om, hvilke karakteristika der kendetegner projekter, som får henholdsvis afslag og finansiering af VækstFonden. Det vil give bedre mulighed for

at vurdere, om der er sammenhæng mellem argumenterne for offentlig indsats og VækstFondens investeringskriterier. Det kan f.eks. bidrage til at afklare, om VækstFonden primært finansierer projekter, der har fået afslag hos private investorer, og om projekterne er kendetegnet ved at have en forholdsvis høj FoU-intensitet.

- På længere sigt bør VækstFonden privatiseres (eller alternativt blot opløses), hvis der ikke identificeres grunde til mere permanent tilstedeværelse, men inden det sker, skal markedet have en dybde og bredde, der gør, at kapitalen og kompetencerne ikke samles på få aktører og derved skaber monopol-lignende forhold.

## Litteraturliste

Audretsch, D. and M. Keilbach (2002): Entrepreneurship Capital and Economic Performance. ZEW Discussion Paper No. 02-76.

Baygan, G. and M. Freudenberg (2000): The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries: Implications for Measurement and Policy. OECD STI Working Papers No. 2000/7.

Becker, R. and T. Hellmann (2002): The Genesis of Venture Capital – Lessons from the German Experience. Mimeo, Stanford University.

Black, B.S. and R.J. Gilson (1998): Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets. *Journal of Financial Economics*, 47, pp. 243-277.

Blanchflower, D. (2000): Self-employment in OECD Countries. *Labour Economics*, 7, pp. 471-505.

Bottazzi, L. and M. Da Rin (2002): European Venture Capital. *Economic Policy*, 34, pp. 231-269.

Buergel, O., A. Fier, G. Licht and G. Murray (2000): Internationalisation of High-Tech Start-Ups and Fast Growth – Evidence for UK and Germany. ZEW Discussion Paper No. 00-35.

Carpenter, R.E. and B.C. Petersen (2002): Capital Market Imperfections, High-Tech Investment, and New Equity Financing. *Economic Journal*, 112 (477), pp. F54-F72.

Christensen, J.L. (2002): The Rise and Possible Sustainable Revitalization of the Danish Venture Capital Market. Mimeo, Aalborg University.

Christensen, J.L. and C.E. Christensen (2002): The Impact of Venture Capital in Denmark. Paper for IKE-seminar 30/10-2002.

Domar, E. and R. Musgrave (1944): Proportional Income Taxation and Risk Taking. *Quarterly Journal of Economics*, 57, pp. 382-422.

Engel, D. (2002): The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation. ZEW Discussion Paper No. 02-02.

Erhvervs- og Boligstyrelsen (2003): *De nye iværksættere – 4. statistiske portræt*. København

Erhvervsfremme Styrelsen (1998): *Private investorers bidrag til innovation*. København.

Erhvervsfremme Styrelsen (1999): *Evaluering af Erhvervsministeriets iværksætterordning – Gratis rådgivning før virksomhedsstart*. København.

European Commission (2002): Benchmarking the Administration of Business Start-Ups.

European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA): *EVCA Yearbook*. Diverse årgange. Bruxelles.

Fonseca, R., P. Lopez-Garcia and C. Pissarides (2001): Entrepreneurship, Start-Up Costs and Employment. *European Economic Review*, 45, pp. 692-705.

Gompers, P. and J. Lerner (1998): What Drives Venture Capital Fundraising. *Brookings Papers on Economic Activity – Microeconomics*, pp. 149-192.

Gompers, P. and J. Lerner (2001): The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), pp. 145-168.

Gordon, R. (1985): Taxation of Corporate Capital Income: Tax Revenues versus Tax Distortions. *Quarterly Journal of Economics*, 100, pp. 1-27.

Hancock, M. and T. Bager (2003): Global Entrepreneurship

Monitor – Danish National Report 2002. Centre for Small Business Studies. University of Southern Denmark.

Hellmann, T. and M. Puri (2000): The Interaction between Product Market and Financing Strategy. *Review of Financial Studies*, 13 (4), pp. 959-984.

Hellmann, T. and M. Puri (2002): Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence. *Journal of Finance*, 57 (1), pp. 169-197.

Himmelberg, C.P. and B.C. Petersen (1994): R&D and Internal Finance: a Panel Study of Small Firms in High-Tech Industries. *Review of Economics and Statistics*, 76 (1), pp. 38-51.

Isaksson, A. (2001): Effekter av venture capital i Sverige. Mimeo, Umeå School of Business and Economics.

Jeng, L.A. and P.C. Wells (2000): The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across Countries. *Journal of Corporate Finance*, 6, pp. 241-289.

Kortum, S. and J. Lerner (2000): Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation. *RAND Journal of Economics*, 31 (4), pp. 674-692.

Kristensen, M., C. Kjeldsen og J. Rosted (2003): Et benchmark studie af iværksætteraktivitet – Hvad kan Danmark lære? Økonomi- og Erhvervsministeriets enhed for erhvervsøkonomisk forskning og analyse.

Leleux, B. and B. Surlemont (2003): Public versus Private Venture Capital: Seeding or Crowding out? A pan-European Analysis. *Journal of Business Venturing*, 18, pp. 81-104.

Lerner, J. (2002): When Bureaucrats meet Entrepreneurs: The Design of Effective 'Public Venture Capital' Programmes. *Economic Journal*, 112 (477), pp. F73-F84.

Manigart, S. and W. Van Hyfte (1999): Post-Investment

Evolution of Belgian Venture Capital Backed Companies: An Empirical Study. Paper presented at the Babson College-Kaufmann Foundation Entrepreneurship Research Conference.

Nicoletti, G., S. Scarpetta and O. Boylaud (2000): Summary Indicators of Product Market Regulation with an Extension to Employment Protection Legislation. OECD Economic Department Working Papers No. 226.

OECD (1997). Pervasive Entrepreneurship: A Source of Economic Dynamism. In: *OECD Economic Surveys 1996-97 – United States*. Paris.

OECD (2000): *Employment Outlook*, June 2000. Paris.

OECD (2001): *The New Economy: Beyond the Hype. The OECD Growth Project*. Paris.

OECD (2002): Benchmarking: “Forstering Firms Creation and Entrepreneurship”. Directorate for Science, Technology and Industry, OECD.

Reynolds, P., W. Bygrave, E. Autio, L. Cox and M. Hay (2002): *Global Entrepreneurship Monitor: 2002 Executive Report*. Babson College/London Business School.

Scarpetta, S., P. Hemmings, T. Tressel, J. Woo (2002): The Role of Policy and Institutions for Productivity and Firm Dynamics: Evidence from Micro and Industry Data. OECD Working Paper No. 329.

Van Praag, M. (2002): Initial Capital Constraints Hinder Entrepreneurial Venture Performance: An Empirical Analysis. Paper presented at the CESifo Conference on Venture Capital, Entrepreneurship, and Public Policy, Munich 22-23 November 2002.

Venture Economics (2001): *Investment Benchmarks European Private Equity*. London.

VækstFonden (2001): *Det danske marked for venturekapital*

*og private equity*. København.

VækstFonden (2002a): *Det danske marked for venturekapital og private equity (2002)*. København.

VækstFonden (2002b): *Samfundsøkonomiske effekter af VækstFondens nye strategi*. København.

VækstFonden (2003): *Årsrapport 2002*. København.

Wallsten, S. J. (2000): The Effects of Government-Industry R&D Programs on Private R&D: the Case of the Small Business Innovation Research Program. *RAND Journal of Economics*, 31 (1), pp. 82-100.

Økonomiministeriet (1999): *Risikovillig kapital*. København.

Økonomi- og Erhvervsministeriet (2002): *Bekendtgørelse om VækstFondens virke*. Bekendtgørelse nr. 550 af 1. juli 2002. København.