

Kapitalmarkedet for nyetablerte foretak

En studie av etterspørsels- og tilbudssiden

Rapport avlevert 1. november 2002

Nærings- og handelsdepartementet

Nærings- og handelsdepartementet oppnevnte 15.10.2001 en prosjektgruppe for å kartlegge tilgangen på kapital til næringslivet.

Prosjektgruppa har nå avsluttet sitt arbeid og legger med dette fram sin rapport.

Oslo 01.11.2002



Atle Bjørkheim
(prosjektleder)



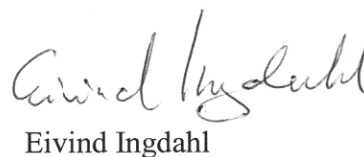
Kim Høyer Holum



Hilde-Marie Branæs



Kristian Thowsen



Eivind Ingdahl

1. INNLEDNING.....	4
1.1 OPPDRAG OG GJENNOMFØRING	4
1.2 SAMMENDRAG.....	4
2 KAPITALMARKEDET	8
2.1 KAPITALMARKEDET FOR SMÅ OG MELLOMSTORE FORETAK (SMB)	8
2.1.1 SMB og lånemarkedet	9
2.1.2 SMB og risikokapitalmarkedet.....	10
2.1.3 Mulige konsekvenser av asymmetrisk informasjon i kapitalmarkedene .	10
3 BESKRIVELSE AV KAPITALMARKEDETS ETTERSPORSELSSIDE.....	11
3.1 LEVEBRØDSFORETAK.....	11
3.2 VEKSTFORETAK.....	11
3.3 VEKSTFORETAKS UTVIKLINGSFASER OG BEHOV.....	12
3.3.1 Kapitalbehov hos foretak med stort potensial.....	13
3.3.2 Kapitalkilder.....	14
3.3.3 Kapitalpreferanser	15
3.4 EMPIRISKE STUDIER AV ETTERSPORSELSSIDEN	16
3.4.1 Surveyundersøkelse blant nyregistreringer i Enhetsregisteret.....	16
3.4.2 Survey- og casestudier blant foretak i NTNUs nyskappingsprogram	19
3.4.3 Surveyundersøkelse blant små- og mellomstore aksjeselskaper.....	20
3.4.4 Casestudie av høyteknologiforetak.....	20
3.4.5 Surveyundersøkelse blant medlemmer i First Tuesday.....	20
4 BESKRIVELSE AV KAPITALMARKEDETS TILBUDSSIDE.....	21
4.1 RISIKOKAPITALMARKEDET	21
4.1.1 Private equity.....	21
4.1.1.1 Venturekapital	22
4.1.1.2 Annen private equity.....	22
4.2 TILBYDERE AV PRIVATE EQUITY	23
4.2.1 Private investorer.....	25
4.2.2 Ventureforetak	27
4.2.3 Direkte Corporate Venture.....	36
4.3 AVHENDING AV INVESTERINGER (EXIT).....	38
4.4 LÅNEMARKEDET	40
4.5 EMPIRISKE STUDIER AV TILBUDSSIDEN	41
4.5.1 European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA).....	41
4.5.2 Intervjuer med norske private investorer og ventureforetak.....	42
4.5.3 Intervjuer med banker	43
5 RAMMEBETINGELSER.....	44
5.1 ENTREPRENØRSKAP	44
5.2 FOU-SYSTEMET.....	45
5.3 KORT OM UTFORMING OG UTBREDELSE AV SKATTEINCENTIVER.....	45
5.4 KORT OM SKATTEINCENTIVER I NORGE	48
5.5 KAPITALNETTVERK	48
5.5.1 Organisert transaksjonsmarked	49

5.5.2	<i>Organiserte informasjonsnettverk</i>	50
6	FAGLITTERATURENS SYN PÅ KAPITALMARKEDET FOR NYETABLERINGER	51
7	SAMMENFATTENDE VURDERINGER AV KAPITALMARKEDET FOR NYETABLERINGER	54
7.1	TILBUDSSIDEN	54
7.1.1	<i>Kapitalkilder i forhold til foretakets utviklingsstadier</i>	55
7.1.2	<i>Lite utbygd venturenæring</i>	56
7.1.3	<i>Regionale forhold</i>	56
7.1.4	<i>Konjunkturførhold er opphav til svikt i private equity-markedet</i>	57
7.2	ETTERSSPØRSELSSIDEN	57
7.2.1	<i>Mangel på kommersielle ideer med vekstpotensial</i>	57
7.2.2	<i>Mangel på ledelses-/kommersialiseringskompetanse</i>	57
7.2.3	<i>Mangel på kunnskap om kapitaltilbydere</i>	57
7.3	MANGEL PÅ ENTREPRENØRSKAPSKULTUR	58
7.4	IMPLIKASJONER FOR KAPITALVIRKEMIDLER	58
7.5	NETTVERK	60
7.6	RAMMEBETINGELSER	60
8	KONKLUSJONER	61
9	APPENDIX	62
9.1	FIGUROVERSIKT	62
9.2	TABELLOVERSIKT	63

1. Innledning

1.1 Oppdrag og gjennomføring

Nærings- og handelsdepartementet (NHD) har behov for kunnskap om hvordan og hvor godt norsk næringsliv får dekket sitt finansieringsbehov. Kunnskap er nødvendig både for utformingen av den generelle næringspolitikken, og for å innrette det offentlige virkemiddelapparatet på området.

Både Holden-utvalget (*NOU 2000:21*) og evalueringsrapporten for Statens nærings- og distriktsutviklingsfond (SND) (*Arnold et al., 2000*) pekte på at det var mangelfullt med oppdaterte utredninger om markedet for næringsfinansiering. På bakgrunn av dette besluttet NHD å iverksette en utredning av det norske markedet på dette området.

For å gjennomføre utredningsarbeidet ble det nedsatt en prosjektgruppe bestående av medlemmer fra Nærings- og handelsdepartementet og en representant fra Statens nærings- og distriktsutviklingsfond. Prosjektgruppa fikk følgende mandat for sitt arbeid:

”Prosjektgruppa skal foreta en generell utredning av det norske kapitalmarkedet med tanke på å kartlegge markedet for finansiering av næringsvirksomhet. I denne kartleggingen skal det legges vekt på de samfunnsøkonomiske sidene ved ulike former for markedssvikt.”

For å konsentrere arbeidet om problemstillinger av særlig interesse for Nærings- og handelsdepartementet, har prosjektgruppa avgrenset arbeidet til å kartlegge de nasjonale kapitalmarketers funksjonsmåte i forhold til små og mellomstore foretak (SMB). Denne avgrensningen er gjort fordi SMB har begrenset tilgang til internasjonale kapitalmarkeder, og fordi SMB står overfor særlige utfordringer også i nasjonale kapitalmarkeder. I denne utredningen skilles det ikke mellom bedrift og foretak/prosjekt, og SMB brukes som felles forkortelse.

Utredningsarbeid har vært gjennomført på følgende måte:

- Kartlegging og gjennomgang av nasjonal og internasjonal litteratur på området.
- Samtaler med forskjellige markedsaktører og aktører i virkemiddelapparatet.
- Eksternt utredningsmiljø gitt i oppdrag å foreta ytterligere kartlegging.
- Utarbeiding av endelig rapport.

1.2 Sammendrag

I kapittel 2 foretas en kortfattet beskrivelse av kapitalmarkedet for SMB. Markedet er for det første preget av asymmetrisk informasjon, forstått på den måte at etterspørselssiden og finansieringssiden har forskjellig informasjon om foretakets muligheter for suksess. For det andre er markedet preget av at majoriteten av SMB ikke har tilgang til en ordnet markeds- plass for omsetning av risikokapitalinstrumenter. Dette fører til større informasjons- problemer i førstehåndsmarkedet og lav likviditet i annenhåndsmarkedet. Begge forannevnte forhold kan gi opphav til feilallokering av kapital i samfunnsøkonomisk forstand.

I kapittel 3 beskrives kapitalmarkedets etterspørselside. Ut fra en forutsetning om at vekstambisjoner og vekstpotensial sier noe om behovet for eksternt kapitaltilførsel, trekkes det her et skille mellom levebrødsforetak og vekstforetak. Fokus settes på finansieringsbehov og finansielle vilkår for nyetablerte vekstforetak. Konklusjonene er at

for nyetablerte vekstforetak er det tålmodig og kompetent risikokapital som etterspørres. I kapitlet presenteres også nyere empiriske studier av etterspørselssiden i kapitalmarkedet. Dette materialet viser for det første at ca. 90 % av nyetableringene i Norge må karakteriseres som typiske levebrødsforetak med relativt beskjedne muligheter for utvikling ut over det å skape en arbeidsplass for entreprenøren. For levebrødsforetak dekker det private kapitalmarkedet finansieringsbehovet. For det andre viser materialet at nyetablerte vekstforetak opplever tilgangen på tålmodig og kompetent risikokapital som et problem. Studiene indikerer også at nyetablerte vekstforetak underfinansieres i samfunnsøkonomisk forstand, dvs. at prosjekter som burde vært realisert ikke får finansiering, eller blir uforholdsmessig dyrt å finansiere, på grunn av skepsis hos finansieringssiden.

I kapittel 4 beskrives tilbudssiden, med hovedvekt på kapitaltilbydere til nyetablerte vekstforetak. *Banker* er først og fremst tilbydere av fremmedkapital og er svært fokusert på pantesikkerhet og inntjening. Banker er derfor først og fremst en kapitalkilde for foretak som har etablert seg i markedet. *Private investorer* (Business angels) er en viktig risikokapitalkilde fordi de har klare preferanser i retning av tidligfaseinvesteringer i foretak i geografisk nærhet. De mest profesjonelle private investorene tilfører også kompetanse som kan bidra til å utvikle foretaket. *Såkornforetak* tilbyr risikokapital og kompetanse i tidlige faser av foretaks utvikling, men stiller også høye krav til avkastning og vekst. *Ventureforetak* tilbyr risikokapital, men normalt ikke i de tidligste stadiene av et foretaks utvikling. Ventureforetak investerer først og fremst når nyetablerte foretak ekspanderer gjennom oppbygging av produksjonskapasitet og markedsføringsaktiviteter. Ventureforetak representerer i større grad enn såkornforetak en betydningsfull kompetansebase for utviklingen av vekstforetak. Risikokapital fra ventureforetak er et tilbud for foretak med særlig høy vekst. Dette betyr at det vil være en relativt stor mengde vekstforetak som har behov for kapital, men som ikke tilfredsstillers vilkårene ventureforetakene stiller.

I kapittel 5 gjennomgås rammevilkår som påvirker nyskappingsaktiviteten og kapitalmarkedet. Når det gjelder *entreprenørskapskultur*, så har Norge en svært lav andel av befolkningen som betrakter det å starte et foretak eller skape sin egen arbeidsplass som en naturlig og ønsket karrierevei. Tilbydere av risikokapital peker på at man i Norge heller ikke har innrettet *FoU-systemet* mot å skape kommersielle muligheter. En rekke land har benyttet skatteincentiver for å stimulere tilbudet av risikokapital. Kapitlet har derfor en kortfattet gjennomgang av bruk av skatteincentiver for å fremme kapitaltilbudet.

I kapittel 6 presenterer faglitteraturens syn på om nyetableringer systematisk underfinansieres, og mulige implikasjoner for det offentlige. Faglitteraturen gir ingen klare svar, verken teoretisk eller empirisk. Den gir derfor ikke grunnlag for å fastslå at nyetableringer systematisk underfinansieres. Litteraturen gir imidlertid noen anbefalinger mht. hvilke virkemidler som kan benyttes dersom en ønsker å stimulere tilgangen på venturekapital.

I kapittel 7 fortas en sammenfattende vurdering av kapitalmarkedet for nyetableringer og implikasjoner for politikktutforming skisseres. Hovedvurderingene er som følger:

Sammenfattende vurderinger om tilbudssiden

- *Konjunkturer skaper svingninger i risikokapitalmarkedet for unoterte foretak (private equity-markedet)*

Dette ser en i utviklingen over de siste to årene, der utviklingen gikk fra en periode med stor konkurranse om å tilby finansiering, til kapitaltørke i 2002. Dette har to konsekvenser:

- For det første vil ”dårlige” prosjekter få finansiering i gode tider, mens ”gode” prosjekter ikke får finansiering i dårlige tider.
- For det andre påvirker konjunktorene tilbydernes plassering i forhold til hvilken fase de investerer i. Man kan si at aktørene ”sklir” horisontalt. I en høykonjunktur vil aktørene bli presset mot tidligfaseinvesteringer, fordi det er større konkurranse om prosjektene, mens de beveger seg lenger ut i utviklingsløpet ved lavkonjunktur. Dette kan føre til konjunkturmessige ”hull” i markedet.

I Europa utgjør banker og pensjonsfond hovedtyngden av investorene i ventureforetak. I Norge utgjør disse en svært liten andel. For privatpersoner er forholdet motsatt. Da institusjonelle investorer normalt er langsiktige i sine investeringer, mens privatpersoner typisk er mer konjunkturfølsomme, kan dette indikere at det norske private equity-markedet er mer konjunkturfølsomt enn hva tilfellet er i andre land.

- *Private investorer er en viktig kapitalkilde i tidlig fase*

Private investorer er den viktigste risikokapitalkilde i tidlig fase av et foretaks utvikling. Potensialet for investeringer er mye større enn den faktiske investeringsaktiviteten. I Norge er det totale kapitaltilbudet fra private investorer bare litt større enn kapitaltilbudet fra ventureforetakene. I USA og Storbritannia utgjør private investorer ”bærebjelken” i private equity-markedet, og representerer et kapitaltilbud som anslagsvis er 4-6 ganger større enn tilbudet fra ventureforetak.

- *Norge har en relativt lite utbygd venturenæring*

Ventureforetak maksimerer avkastning og minimerer risiko gjennom å avgrense investeringsaktiviteten til teknologiske nisjer. Norge har en relativt sett lite utbygd venturenæring, og risikoen er derfor større for at prosjekter ikke får finansiering, ikke fordi de ikke representerer gode investeringsmuligheter, men fordi kapitaltilbydne mangler kompetanse og innsikt til å vurdere og følge opp prosjekter som faller utenfor ventureforetakenes avgsnede markedssegmenter.

Sammenfattende vurderinger om etterspørselssiden

- *Mangel på kommersielle ideer med vekstpotensial*

Størsteparten av nyetableringer i Norge er lavteknologiske levebrødsforetak. Disse representerer en viktig fornyelse av den nasjonale foretaksporteføljen, og de bidrar til et forbedret vare- og tjenestetilbud og generell dynamikk i næringslivet. Levebrødsforetakene vil imidlertid ikke ha det store potensialet eller ambisjoner for videre vekst eller verdiskaping.

- *Mangel på entreprenørskap*

Aktørene i det norske kapitalmarkedet er av den oppfatning at det genereres for få investeringsklare ideer/prosjekter innenfor både de kompetanseintensive næringene og fra forsknings og utviklingsmiljøene i Norge.

- *Mangel på ledelses-/kommersialiseringskompetanse*

Normalt gir investorene uttrykk for at entreprenøren har rimelig god kompetanse på produkt og teknologi. Prosjektvurderinger dreier seg om hvorvidt teknologien og

produktideen har et markedspotensial, og hvorvidt entreprenøren eller foretaket vil være i stand til å utnytte dette. Det som ofte fører til at investor avstår fra å investere, eller som skaper problemer etter at man har investert, er at entreprenøren eller foretaksledelsen mangler innsikt og kompetanse til å kommersialisere foretakets produkter eller tjenester.

- *Mangel på kunnskap om finansieringskilder*

Ny etablerte foretak gir uttrykk for at de har for liten oversikt over offentlige tilskudds- og støtteordninger. Det skorter også på entreprenørenes kunnskap om private kapitalkilder. Dette kan føre til problemer i forhold til å få tilgang på rett type finansiering, til rett tid og til rett pris. Manglende kunnskap om kapitaltilbyderes behov for og bruk av risikostyringsinstrumenter og exitstrategi, kan føre til at kontraktsforhandlinger bryter sammen, og finansiering uteblir.

Implikasjoner for det offentlige

- *Entreprenørskap*

Det synes å være behov for flere incentivsystemer både mot entreprenører generelt, mot forskere og ikke minst mot ansatte med kommersielle ideer ute i næringslivet. Når det gjelder fagmiljøene så må disse oppleve at man får mer igjen for å bidra til at forskningen blir kommersialisert. Videre bør en legge opp til incentiver for de ulike fagmiljøer/forskningsmiljøer når det gjelder tettere samarbeid med ulike typer egenkapitalaktører. Dette vil også redusere det kunnskapsgap som i dag ser ut til å foreligge på dette området.

- *Mangel på såkornkapital*

I såkornfasen vil det i mange tilfeller være svært vanskelig å tiltrekke seg egenkapital da investorene, både private investorer og såkornforetak, ønsker at noe av den teknologiske risikoen skal være avklart. Det vil si at disse investorene stort sett investerer i oppstartsfasen. Det fremkommer *entydige* signaler både fra tilbuds- og etterspørselssiden om at såkornfinansiering er særskilt problematisk. Det synes som om det er mangelfullt med effektive virkemidler for å drive nyskappingsprosjektene fra idè til det som kan kalles et investeringsklart prosjekt. Dette betyr at prosjektene i denne fasen i stor grad må finansieres med egne midler fra entreprenøren, og gjennom statlige tilskudd. Det offentlige bør derfor i større grad prioritere såkornfasen.

- *Lavkonjunktur medfører kapitaltørke i hele private equity-markedet*

I dag er det "kapitaltørke" i private equity-markedet. Mye tyder derfor på at private aktører ikke evner å være langsiktig nok, sett fra et samfunnsperspektiv, og at det offentlige dermed kan spille en rolle ved å jevne ut svingningene i markedet. En kan imidlertid stille spørsmålstegn ved om det offentlige vil være i stand til å endre sin aktivitet raskt nok til å fylle en slik rolle, gitt de raske endringene som kjennetegner dette markedet.

- *Mangel på kunnskap om finansieringskilder*

Dette er et gjennomgående problem som stiller store krav til markedsføring og kontaktflate for førstelinjetjenesten, da særlig i kommunale næringssetater, SND og bankvesenet.

For å løse disse problemene har man i en rekke land i Europa og USA opprettet ulike former for formaliserte møtesteder for investorer og entreprenører (Business angel networks). Det offentlige bør derfor støtte opprettelse av regionale og nasjonale nettverk av private investorer. Slike nettverk bør fortrinnsvis etableres i samarbeid med regionale såkornforetak, innovasjonsselskaper eller lignende.

2 Kapitalmarkedet

Kapitalmarkedet består i realiteten av mange forskjellige delmarkeder. Det finnes aksjemarked, obligasjonsmarked, sertifikatmarked, opsjonsmarked, lånemarked etc. De ulike delmarkedene kan være mer eller mindre organiserte, og kapitalmarkedets effektivitet er resultatet av effektiviteten i de forskjellige delmarkedene.

Kapitalmarkedet kan sies å ha to hovedfunksjoner i økonomien. For det første å bidra til allokering av ressurser over tid, og for det andre å omfordele risiko. Denne allokeringen og omfordelingen foregår i prinsippet ved at markedsdeltakerne utsteder og handler med finansielle instrumenter.

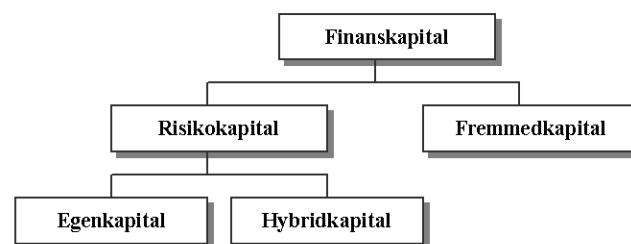
Et effektivt kapitalmarked kanalisere kapital til de prosjekter som har den beste avkastnings- og risikoprofilen. Mindre gode prosjekter ”straffes” med lavere prising, hvilket innebærer dyrere kapital eller ingen tilførsel av kapital.

Realinvesteringer og annen aktivitet som kan gi grunnlag for økonomisk vekst, er som regel forbundet med risiko. For at risikoaverse aktører skal kunne foreta slike investeringer, er kapitalmarkedets evne til å fordele risiko mellom aktørene av stor betydning.

Et effektivt kapitalmarked kan også bidra til å gjøre den løpende ressursbruken i økonomien mest mulig effektiv. Foretak som er finansiert gjennom aksjer, obligasjoner eller sertifikater blir fortløpende vurdert av eiere, lånegivere og mulige nye eiere. Gjennom aksjemarkedet kan foretak kjøpes opp, fisjonere eller fusjonere, med sikte på en mer effektiv bruk av den eksisterende kapitalen.

Man kan skille mellom to hovedtyper av finanskapital: Risikokapital og fremmedkapital, jf. fig. 1.

Figur 1 *Typer finanskapital*



Fremmedkapital har prioritet foran risikokapital ved tap og konkurs. På den annen side har ikke fremmedkapital beslutningsrett i foretaket, og får heller ikke ”avlønning” ut over renter, uansett hvor godt foretaket går.

Risikokapital kan grupperes i egenkapitalinstrumenter som aksjer og grunnfondsbevis, og hybridinstrumenter som representerer mellomformer av egenkapital og fremmedkapital.

2.1 Kapitalmarkedet for små og mellomstore foretak (SMB)

En grunnleggende antakelse knyttet til finansiering av SMB, er at entreprenøren/ledelsen i foretaket har bedre informasjon om foretaksinterne forhold enn eksterne investorer/långivere (asymmetrisk informasjon).

Asymmetrisk informasjon mellom investorsiden og entreprenøren øker risikoen for at finansieringssiden feilvurderer prosjektets og entreprenørens kvalitet (adverse selection problem), samtidig som det gir økt behov for kontrollmekanismer for å sikre seg mot foretaksbeslutninger som er til skade for finansieringssiden (moral hazard problem). *Williamson (1975)* hevder riktignok at "innsidere" alltid vil være bedre informert en "eksterne", men fenomenet vil være mindre påtakelig for store foretak. Dette fordi eierposter i store foretak normalt omsettes regelmessig på en børs. De er derfor underlagt strengere informasjonsplikt, og vil i tillegg være gjenstand for regelmessig gjennomlysning av eksterne analytikere. Det er derfor grunn til å anta at informasjonsproblemene er større for SMB enn for store foretak, og større for nyetableringer enn for etablerte SMB.

Et annet aspekt ved finansiering av SMB, er at det for majoriteten av SMB ikke eksisterer en ordnet markedsplass for omsetning av risikokapitalinstrumenter. Dette fører til et mer uoversiktlig førstehåndsmarked og et lite likvid annenhåndsmarked. Et lite likvid annenhåndsmarked øker investorenes avkastningskrav, noe som gir høyere kapitalkostnader i førstehåndsmarkedet. Lav likviditet reduserer muligheten for emisjoner og svekker markedets generelle informasjonsoppgave ved at markedet gir en ukorrekt prising av aksjer, både absolutt og relativt til hverandre. Dette svekker resirkulasjonen av kapital mellom foretak og sektorer. Lav markedslikviditet gir også større incentiver til ulovlig innsidehandel ved at det er langt færre aktive informasjonssøkere.

En tredje forhold er at konkurrisikoen er større for små foretak enn for store, og større for yngre foretak enn for etablerte foretak. Dette kan forklares med at små foretak typisk har mindre ledelsesressurser, og er mer avhengig av egeninntjening som kapitalkilde. Disse forholdene reduserer foretakets omstillingsmuligheter ved svingninger i produktmarkeder og i økonomien generelt.

2.1.1 SMB og lånemarkedet

En mulig løsning på problemer med å vurdere entreprenørers/prosjekters godhet, er å foreta mer omfattende kredittvurderinger. For mange prosjekter vil dette være uaktuelt fordi det medfører for store transaksjonskostnader.

En alternativ løsning er at gode prosjekter identifiseres gjennom at låntaker signaliserer villighet til å påføre seg selv tap dersom prosjektet ikke holder mål. Slike signaler kan være:

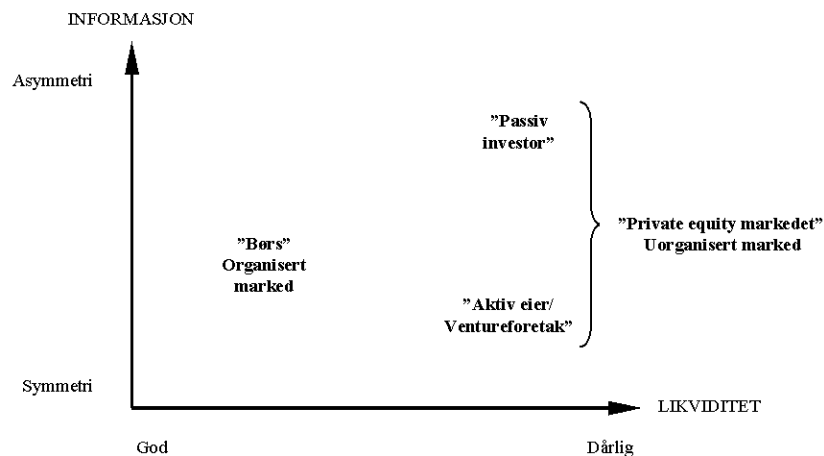
- *Vilje til å stille garanti eller pantesikkerhet.* Dette vil imidlertid ha begrenset verdi innen virksomhet som forutsetter spesialisert utstyr med begrenset verdi utenfor virksomheten, eller innenfor virksomhet som ligger i utkantstrøk med dårlig fungerende annenhåndsmarked for kapitalutstyr. Tilsvarende gjelder investeringer i immaterielle aktiva som vanskelig kan pantsettes, typiske investeringer i tidlige faser av et foretaks livssyklus.
- *Vilje til å investere egenkapital i prosjektet.* Manglende egenkapital hos den prosjektinitierende aktør vil her være et problem når det gjelder å få lønnsomme prosjekter realisert.

Informasjonsproblemer påfører finansinstitusjonene kostnader. Ved å konsentrere virksomheten om foretak i geografisk nærhet og relativt få bransjer, reduserer finansinstitusjonene sine samlede informasjonskostnader. En slik utvikling kan gi seg utslag i manglende konkurranse i enkelte deler av lånemarkedet, eller at enkelte finansielle produkter mangler i visse områder.

2.1.2 SMB og risikokapitalmarkedet

Majoriteten av risikofinansiering av SMB finner sted i hva vi kaller det uorganiserte markedet (private equity -markedet). Det er kun de største SMB som vil kunne finansiere sin virksomhet i det organiserte markedet (Oslo Børs). Figur 2 illustrerer forskjellene mellom børsmarkedet og private equity -markedet når det gjelder informasjonsskjevheter mellom ledelse/interne eiere og eksterne investorer, samt forskjeller i transaksjonskostnader forbundet med realisering av investeringen (likviditeten).

Figur 2 Kjennetegn ved det uorganiserte risikokapitalmarkedet



Kilde: Basert på Gjørum og Johnsen (1996)

Private equity-markedet er preget av stor grad av asymmetrisk informasjon og dårlig likviditet. I børsmarkedet er informasjons- og likviditetsproblemene av mindre omfang.

Investorer i private equity-markedet kan redusere problemet med asymmetrisk informasjon gjennom å kanalisere kapitalen via foretak spesialisert på prosjektvurderinger og prosjektoppfølgning (ventureforetak), eller gjennom å involvere seg direkte i foretaket som aktive eiere. Selv om disse metodene reduserer informasjonsproblemet, reduserer de ikke problemet med lav likviditet. Informasjons- og likviditetsproblemer i private equity-markedet kan føre til at investorer velger å stå utenfor dette markedet, og heller delta i børsmarkedet.

2.1.3 Mulige konsekvenser av asymmetrisk informasjon i kapitalmarkedene

Informasjonsgapet mellom investeringssiden og finansieringssiden kan føre til to typer allokeringssfeil:

1. Prosjekter som burde vært realisert både fra et foretaks- og samfunnsøkonomisk synspunkt, får ikke finansiering eller blir uforholdsmessig dyrt å finansiere på grunn av skepsis hos finansieringssiden.
2. Prosjekter oppnår finansiering fordi finansieringssiden ikke er i stand til se at foretaket vurderer forventet lønnsomhet for optimistisk.

Hvilken av de to feilene som er mest alvorlig, avhenger av de økonomiske konsekvensene de har. Irreversible investeringer med betydelige ikke-gjenvinnbare kostnader gjør det relativt viktigere å ikke involvere seg i ulønnsomme prosjekter. En vil derfor forvente at det eksterne kapitalmarkedet i særlig grad vil diskriminere mot prosjekter med høy grad av

irreversibilitet og betydelige ikke-gjenvinnbare kostnader. Den andre typen allokeringssfeil vil en vente dominerer på områder der en kan komme seg ut av et tapsbringende prosjekt uten alt for store kostnader (*Reve og Walderhaug red., 1997*).

3 Beskrivelse av kapitalmarkedets etterspørselsside

Store deler av norsk næringsliv består av SMB. Basert på registreringer i Foretaksregisteret viser *Spilling et al. (1998)* at hele 99,5 % av de registrerte foretakene var på under 100 sysselsatte. 96,8 % av foretakene var små, dvs. med under 20 sysselsatte, og så mange som 85 % var mikroforetak med under 5 sysselsatte.

Foretaket utgjør det juridiske subjekt som myndighetene retter sin næringspolitikk mot, men det er viktig å huske at for små foretak er det vanligvis ikke "foretaket" som er aktøren, men "entreprenøren". Det er entreprenøren og ikke foretaket som fatter beslutninger om å vokse, innovere, internasjonalisere, ansette eller ikke ansette. Entreprenører kommer fra ulike miljøer og tradisjoner, og har ulike vekstambisjoner og syn på forretningsdrift.

Det er umulig å gi en uttømmende beskrivelse som dekker alle SMB. Derfor kan det være hensiktsmessig å framstille noen idealtyper, selv om dette vil innebære en vesentlig forenkling av virkeligheten. For vårt formål er det hensiktsmessig å skille mellom foretak med begrenset behov for ekstern finansiering, og foretak med stort behov for ekstern finansiering. Ut fra en forutsetning om at et foretaks vekstpotensial sier noe om kapitalbehovet, skiller vi mellom *levebrødsforetak* og *vekstforetak*.

3.1 Levebrødsforetak

Levebrødsforetak er gjerne foretak innenfor tradisjonelle områder som varehandel og andre tjenesteytende næringer. Foretaket har små etableringskostnader som normalt ikke forutsetter eksterne investorer. Foretaket representerer entreprenørens levebrød og formuesplassering, og entreprenøren ønsker full kontroll uten innblanding av andre.

Slike foretak vil, etter å ha klart seg gjennom en etableringsfase, kunne ha en lang virksomhetstid foran seg hvor de forblir små. Etableringstiden kan være en kritisk fase, men etter at foretaket er etablert og gir et rimelig overskudd, vil det kunne holde seg på et stabilt nivå med et begrenset antall relativt sikre arbeidsplasser. Investeringer vil etter hvert kunne genereres fra eget driftsoverskudd, eller ved lån basert på stabilt kundeforhold hos bank eller annen finansinstitusjon. Eierskapet vil ofte holdes innenfor familien.

3.2 Vekstforetak

Dette er foretak som gjerne etableres på grunnlag av en ny vare eller tjeneste. Foretakets målsetting er å utvikle en vare eller tjeneste med sikte på markedsintroduksjon og videre vekst. Vekst krever ofte ekstern kapitaltilførsel. Slike foretak kan ha store potensielle muligheter, men på samme tid er risikoen for å mislykkes betydelig. Kapitalbehovet er gjerne så stort at det forutsetter medvirkning fra eksterne investorer. Grunnleggerne av slike foretak er i mange tilfelle høyt utdannede mennesker som i fellesskap ønsker å realisere en dristig forretningsidé. Slike foretak vil ofte ha mindre vansker enn tradisjonelle levebrødsforetak med å akseptere at nye eiere kommer inn hvis dette kan bidra til å realisere forretningsideen. Ved kapital, markedskunnskap og annen spisskompetanse, vil nye eiere og nye folk i ledelsen kunne bidra til at foretakets videre vekst sikres.

I denne studien finner vi det også hensiktsmessig å skille mellom *nyetablering* og *etablert foretak*. Dette fordi nyetableringer i liten grad har tilgang til finansiering gjennom egeninntjening, noe som gjør slike foretak spesielt sårbare ved svikt i kapitalmarkedet. Med nyetablering siktes det her ikke til opprettelse av nye juridiske enheter i forbindelse med oppkjøp og omstrukturering av etablerte foretak.

Denne studien fokuserer på finansielle vilkår for nyetablerte vekstforetak, jf. grått felt i fig. 3.

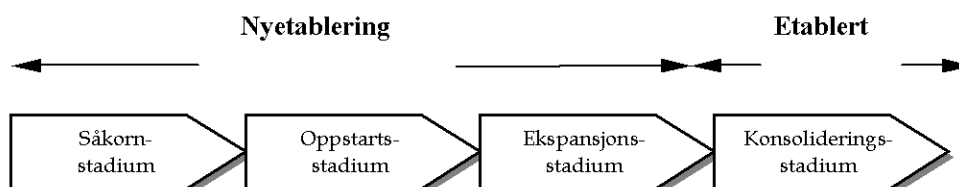
Figur 3 SMB-segmentet og fokus for denne studie

	Nyetablering	Etablert foretak
Lite vekstpotensial	Levebrødsforetak	Levebrødsforetak
Moderat/stort vekstpotensial	Vekstforetak	Vekstforetak

3.3 Vekstforetaks utviklingsfaser og behov

Et foretak gjennomløper flere utviklingsstadier fra forretningsidé til etablert foretak i markedet. Figur 4 nedenfor viser en stilisert framstilling av en normalsyklus for et foretaks utvikling. Denne framstillingen av utviklingsstadier er i samsvar med utviklingsstadier brukt av European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA).

Figur 4 Vekstforetakets utviklingsstadier



Såkornstadiet omfatter forskning og utvikling av et forretningskonsept, analyser av marked og konkurrerende teknologi og utarbeidelse av forretningsplan og prototyp.
Oppstartsstadiet omfatter videre produkt/tjenesteutvikling. Produksjonskapasiteten bygges opp og det startes innledende markedsføringsaktiviteter, men foretaket har ennå ikke gjennomført kommersielt salg.
Ekspansjonsstadiet omfatter markedsintroduksjon og videre oppbygging av produksjonskapasitet og økte markedsføringsaktiviteter.
Konsolideringsstadiet omfatter befesting av foretakets posisjon i markedet, og eventuell restrukturering av foretaket.

Spørsmålet er hvor man skal trekke skillet mellom nyetablering og etablert foretak. I denne studien defineres nyetablering som stadiene fram til foretaket har begynt å konsolidere seg etter å ha passert sin første vekstperiode.

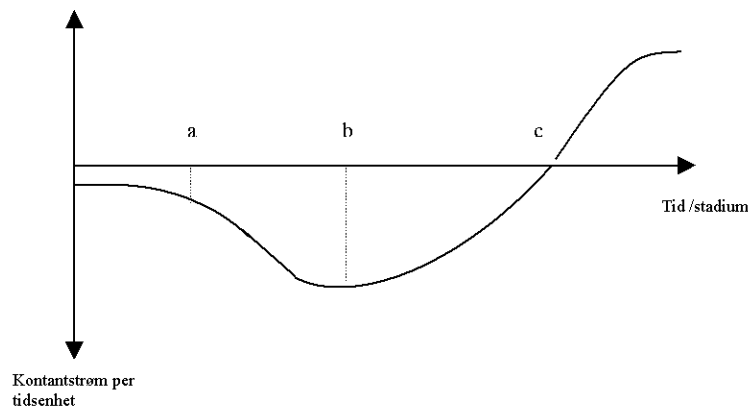
Foretaks behov for ekstern finansiering påvirkes av teknologiinnhold og markedsforhold. I tillegg kommer foretakets egeninntjeningssevne og tidsprogresjon gjennom utviklingsstadiene. Disse forholdene medfører at det er store forskjeller i vekstforetaks behov for ekstern finansiering. Mange internasjonale studier vier særlig oppmerksomhet til foretak som klassifiseres som New Technology Based Firms (NTBFs) eller Born Globals. I denne utredningens benyttes ikke disse begrepene, men NTBFs og Born Globals vil typisk tilhøre foretak med stort potensial og stort kapitalbehov, jf. avsnittet nedenfor.

3.3.1 Kapitalbehov hos foretak med stort potensial¹

For teknologibaserte foretak vil kapitalbehovet typisk ikke være stort i tidlige faser, sammenliknet med behov som kan oppstå i senere faser. Tidlig i prosjektene vil det være behov for kapital til utvikling og testing av ny teknologi, noe som ikke trenger være særlig kapitalkrevende. Bygging av en prototyp eller pilotanlegg kan i noen tilfelle kreve mer kapital, men særlig stort blir kapitalbehovet først når det skal investeres i fullskala produksjon og i markedsutvikling. Disse fremtidige behovene vil til dels være betinget av utfallene av utviklingen i tidligere faser av prosjektet, og av de kommersialiseringsstrategiene som velges. De fremtidige kapitalbehovet vil derfor i utgangspunktet være uklart.

Kapitalbehovene vil typisk ha en tidsprofil som vist i figur 5 nedenfor, der det akkumulerte kapitalbehovet tilsvarer arealet som kurven avtegner under tidsaksen.

Figur 5 Kapitalbehov ved høytteknologietablering



Kilde: Matson (2000)

I en tid, frem til a, er risikoen stor, men kapitalbehovet lite. Behovene for kapital øker frem til et punkt, b, der teknologi- og markedsutviklingen blir mindre kapitalkrevende og salgsinntekter opptrer, inntil netto kontantstrømmer blir positive etter et punkt c i prosjekt-fremdriften. De store investeringsbehovene opptrer i faser der risiko og usikkerhet etter hvert blir avslørt, tiden fram til avkastning på kapitalen blir kortere og likviditeten for nye kapitalinnskudd blir bedre. Finansieringshindringene blir følgelig mindre i faser der kapitalbehovet er størst.

Hos *Christensen og Lystad (1990)* er det anslått at det for høytteknologiforetak typisk tar 10 år for foretaket når punkt c i figur 5. *Matson (2000)* hevder imidlertid at forskning og prototyp utvikling (fram til punkt a), ikke sjelden spenner over 10-12 år.

¹ Basert på Matson (2000)

Med utgangspunkt i en overlevelsesrate på 7,5 % etter fem faser fordelt over i alt 10 år, beregner Christensen og Lystad kapitalbehovet som kreves for å etablere et høyteknologiforetak i markedet, jf. tabell 1.

Tabell 1. Totalt kapitalbehov ved etablering av høyteknologiforetak

Fase	År pr. fase	Antall prosjekter	Ny kapital pr. prosjekt (MNOK)	Akkumulerte kostnader pr. prosjekt (MNOK)
I Ide	1	200	1	1
II Utvikling	2	60	4	5
III Markedsintroduksjon	2	30	15	20
IV Markedsetablering	2	20	30	50
V Overgang til etablert foretak	3	15	50	100

Kilde: Christensen og Lystad (1990)

For de etablerte foretakene viser eksempelet et akkumulert kapitalbehov på 100 mill. kroner. For å frambringe 15 etablerte høyteknologiforetak, blir det totale kapitalbehovet 2 240 mill. kroner ($200 \times 1 + 60 \times 4 + 30 \times 15 + 20 \times 30 + 15 \times 50$).

3.3.2 Kapitalkilder

Et foretak kan skaffe seg kapital på tre måter:

- Generere kapital fra egen drift
- Tilførsel av ekstern risikokapital
- Låneopptak

Den viktigste kapitalkilden for SMB er egenkapital tilført fra driften. God selvfinansieringsevne styrker foretakets overlevelsessevne og handlingsmuligheter. Dette øker også foretakets attraktivitet som investeringsobjekt for eksterne investorer. Egenfinansiering forutsetter at foretaket har et overskudd å høste av, noe som beskriver kapitalkildens klare begrensning. Svak egenkapitalbase og begrensede muligheter til å hente inn slik kapital utenfra, gjør foretak særlige sårbare ved svingninger i inntektene.

Ekstern risikokapital

Det er ulike syn på hva slags betydning eierskap har for et foretaks konkurransevne og utvikling. Hvis en ser på eierskap ensbetydende med ren kapitalformidling, vil spørsmålet om hvem som tilfører kapitalen være underordnet.

Det er blitt mer vanlig å betrakte eierskap og egenskaper ved eierne som en konkurransefaktor for foretaket. Kompetente eiere kan bidra til foretakets evne til å etablere, utnytte og bevare konkurransefortrinn. Begrepet kompetent eierskap gjenspeiler på denne måten et vidt spekter av ressurser, både materielle og immaterielle. Det er vanlig å skille mellom tre typer ressurser som eieren kan bidra med:

(1) Finansiering

Finansiering er den grunnleggende rollen ved eierskapet. Kapital er en forutsetning for å framskaffe produksjonsmidler og sikre likviditet. Eierne vil normalt ha klare målsettinger og krav til avkastning på den investerte kapitalen, noe som skaper press på ledelsen i foretaket. Dette vil gjelde i situasjoner hvor eier- og lederrollen ikke er sammenfallende.

(2) Incentiver

Foretaksledelsen kan motta styringskorrektiver både fra nåværende og potensielle eiere. Slike signaler kan komme fra foretakets styre og fra kapitalmarkedet gjennom kurssvingninger. En forutsetning for at eierskap skal gi grunnlag for incentiver, er at disse kanalene benyttes, noe som forutsetter styringsevne/-vilje, og et velfungerende kapitalmarked.

(3) Kompetanse

Eierskapet kan tilføre foretaket kompetanse. Kunnskapsoverføringen gjennom eierskap kan tenkes på flere områder, bl.a. industriell, finansiell og markedsmessig kompetanse. Det er vanlig å skille mellom aktive og passive eiere. Aktive eiere vil ha klare målsettinger med foretakene de investerer i, og tar del i styre/ledelse av foretaket, eller bidrar med konsulentbistand eller nettverk. Passive eiere betrakter investeringen som en ren finansiell plassering. De vil kjøpe og avhende eiendeler ut fra hva som antas gir den beste avkastning i forhold til risiko. Passive eiere vil imidlertid også kunne være langsiktige.

Fremmedkapital

Fremmedkapital tilføres fra banker og andre finansinstitusjoner, fra obligasjons- og sertifikatmarkedet, fra privatpersoner (familie, venner) og leverandører. For små foretak er banker og andre finansinstitusjoner en viktig kilde. Obligasjons- og sertifikatmarkedet er mindre aktuelt pga. krav om minste lånebeløp, emisjonskostnader og formaliteter. Private lån og leverandørkreditter kan derimot være av vesentlig betydning for mindre foretak.

3.3.3 Kapitalpreferanser

Nyetableringer

I oppstarten er den vanligste finansieringskilden entreprenøren selv, kanskje med noe hjelp fra familie og venner. I tillegg til oppsparte midler anvendes ofte en rekke andre metoder for å finansiere aktiviteten. Eksempler på slike metoder er tilbakeholdelse av lønn, forhaling av betalingsfrister etc. (*Winborg, 2000*). Dette skyldes dels at man ikke får annen finansiering i en tidlig fase, og dels at man ønsker å avklare forretningskonseptet så langt det er mulig før man søker eksterne finansieringskilder.

Nyetableringer vil ofte være dårlig tilpasset bankenes tradisjonelle krav for lånefinansiering. Gjeld medfører nye og faste betalingsforpliktelser. De aller fleste nyetableringer har ofte en svak eller negativ kontantstrøm. Et låneopptak vil, i form av avdrag og løpende renter, ytterligere forsterke den negative kontantstrømmen. Dette medfører at nyetableringer som regel vil unngå å ta opp lån.

Finansiering med ekstern risikokapital medfører flere fordelaktige virkninger for et nystartet foretak. Gjennom risikofinansiering forsterkes soliditeten, likviditeten og kontantstrømmen, og dermed øker muligheten for videre finansiering. Nystartede foretak betaler vanligvis ikke utbytte, og risikokapitalen tapper dermed ikke foretaket for kapital. Tilbydere av risikokapital vil også kunne tilføre foretaket verdifull kompetanse og nettverk.

På den annen side vil ekstern risikokapital for de opprinnelige eierne medføre tap av innflytelse og redusert eierandel i eventuelle framtidige overskudd. Entreprenører vil etter manges utsagn ønske å beholde størst mulig eierskap, noe som forklares med eierskapsfølelser i forhold til forretningsidè/teknologi, så vel som ønsker om maksimal

profitt. Entreprenørens ønsker om eierskap kan komme i konflikt med profittkravet dersom maksimal profitt krever finansiering av vekst som ikke er oppnåelig uten avgivelse av eierandeler. Dersom entreprenøren ikke aksepterer at høy eierandel av en liten virksomhet kan gi mindre profitt enn en mindre eierandel av et vekstforetak, vil dette kunne begrense foretakets utvikling.

Ved ekstern risikokapitalfinansiering er det viktig for entreprenøren at han ikke mister for mye av beslutningsretten, og blir sittende igjen med for mye av risikoen. Entreprenøren vil normalt ikke sitte med en diversifisert investeringsportefølje, og fra dennes synsvinkel må derfor foretaket anses for å være beheftet med både foretaksspesifikk (usystematisk) og markedsmessig (systematisk) risiko. Nyetablerte foretak har behov for investorer som er interesserte i foretaksutvikling og som er beredt til å redde foretaket gjennom finansielle kriser, og som ikke er motivert av ønsker om kortsiktige spekulative gevinster. Det er tålmodig og kompetent risikokapital som etterspørres.

Etablerte foretak

Under forutsetningen om perfekt fungerende kapitalmarked, predikerer Miller og Modigliani -teoremet (*Miller og Modigliani, 1958*) at det ikke er mulig å øke et foretaks eller et prosjekts verdi gjennom valg av finansieringsform. Tilsynelatende fordel med billig gjeld vil bli nøyaktig oppveid av høyere egenkapitalkostnad som følge av større finansiell risiko. Nettoeffekten av den direkte og indirekte gjeldskostnaden vil dermed medføre at foretaksverdien forblir uendret. Foretak vil derfor være indifferent mht. valg av kapitalstruktur.

Desto mer man fjerner seg fra forutsetningen om perfekte kapitalmarkeder, desto flere faktorer blir relevante ved valg av finansieringsform.

I informasjonsøkonomiske finansieringsteorier bryter man med en av forutsetningene for Miller Modigliani-teoremet ved eksplisitt å forutsette at det er asymmetrisk informasjon mellom foretakets ulike interessenter. Den mest kjente informasjonsøkonomiske finansieringsteorien kalles hakkeordensteorien (pecking order), og den sier følgende:

- Finansier nyinvesteringer i størst mulig grad med tilbakeholdt egenkapital
- Bruk deretter gjeld som er mest mulig risikofri (for eksempel gjeld med høy panteprioritet)
- Finansier med ny risikokapital som siste utvei

Bakgrunnen for dette finansieringshierarkiet er forutsetningen om asymmetrisk informasjon, pluss en antakelse om at mens noen foretak utsteder korrekt prisede aksjer, er det andre som bare utsteder når aksjene er overpriset i forhold til sin sanne verdi. Denne sanne verdi er det bare foretakets ledelse som kjenner.

I følge *Boye og Kinserdal (1992)* er finansiell teori for upresis til at den kan angi hva som er optimal egenkapitalandel. De mener at det er fornuftig med en høy egenkapitalandel (30-40%) fordi dette gir en støtpute for dårlige økonomiske tider, beredskap for investerings- og lånekapasitet, som igjen gir handlefrihet og omstillingsmuligheter.

3.4 Empiriske studier av etterspørselssiden

3.4.1 Surveyundersøkelse blant nyregistreringer i Enhetsregisteret

På oppdrag fra prosjektgruppen foretok Handelshøgskolen i Bodø i samarbeid med NTNU (*Borch et al., 2002*) en kartlegging av nyregistrerte foretak i Enhetsregisteret i

Brønnøysund. Enhetsregisteret inneholder opplysninger om enheter som har registreringsplikt i Arbeidsgiverregisteret, Merverdiavgiftsmantallet, Foretaksregisteret med mer.

Spørreskjema ble sendt til alle nyregistreringer i tidsrommet fra 20. mai 2002 til 15. juni 2002 (totalt 3121), og skjemaet ble sendt en uke etter at registrering ble gjort. Denne kartleggingen dekker derfor foretak som er i en svært tidlig fase av sin utvikling.

Borch et al. kategoriserer foretakene etter hvilke vekstambisjoner entreprenøren har. Kartleggingen avdekker at en stor andel av etableringene, ca. 90 %, må karakteriseres som typiske levebrødsforetak med relativt beskjedne muligheter for utvikling utover det å skape en arbeidsplass for entreprenøren. Næringsmessig representerer de nye foretakene en spredning, men med en hovedvekt på lokal tjenesteyting og handel. På mange måter reflekterer foretakene også det som eksisterer i nærmiljøet, fordi forretningsideen tenderer til å være basert på den yrkeserfaring etablereren har fått i det lokale arbeidsmarkedet.

For å avdekke eventuelle regionale forskjeller i tilvekst av foretakstyper, ble landet inndelt i syv regioner:

- Oslo og Akershus
- Hedmark og Oppland
- Sør-Østlandet
- Agder og Rogaland
- Vestlandet
- Trøndelag
- Nord-Norge

Studien viser at levebrødsforetak er noe overrepresentert i regionene "Hedmark og Oppland", "Vestlandet" og i "Nord-Norge", mens vekstforetak er noe overrepresentert i regionene "Oslo og Akershus" og "Trøndelag".

Når det gjelder i hvilken grad foretaket representerer en innovasjon (nyhet), så oppgir foretak i regionen "Trøndelag" at de har høyere nyhetsgrad enn foretak i de andre regionene. Også foretak i "Oslo og Akershus" melder om relativt høy nyhetsgrad, mens den laveste nyhetsgraden finner vi blant foretak lokalisert i "Hedmark og Oppland". Etableringer i "Oslo og Akershus", "Trøndelag" og "Nord-Norge", er i større grad rettet mot et internasjonalt marked enn etableringer i de andre regionene.

Dersom vi ser på i hvilken grad de nyetablerte foretakene har forsøkt å skaffe seg kapital fra ulike kapitaltilbydere, så viser *Borch et al.* at ca. 60 % av etableringene ikke hadde gjort forsøk på å få lån, og at 83,5 % ikke hadde gjort forsøk på å få ekstern egenkapital. Hovedforklaringen er den store andelen av levebrødsforetak. Mange av disse har så beskjedne vekstambisjoner at de i realiteten kan finansieres utelukkende ved entreprenørens egenkapital og foretakets egeninntjening. Dette inntrykket forsterkes av at familie er en viktig kilde til lån ved etableringen. Mange av foretakene i undersøkelsen var kommet svært kort i sin utvikling, og det er derfor sannsynlig at enkelte vil få behov for å søke lånekapital på et senere tidspunkt.

Eierstruktur ved etablering

Tabell 2 nedenfor viser at private investorer er den klart største eksterne investorgruppen. Tidligere studier (*Kolvreid og Landström, 1997; Reitan og Sørheim, 2000; 2001*) har også indikert at private investorer er en hyppig anvendt kapitalkilde for unge foretak med

vekstambisjoner. Tilsvarende andel private for investorer i Sverige har vært 1-2 % (Winborg, 2000).

Tabell 2. Eierstruktur i nyetableringer mai-juni 2002

Eierstruktur i foretaket	Vekstforetak	Levebrød	Totalt
Etablerer, ledelse med familie	90,9%	95,9%	95,4%
Private investorer	6,5%	2,0%	2,4%
Såkm-/Ventureforetak	0,2%	0,2%	0,3%
Industriell/kommersiell partner	2,2%	0,6%	0,7%
Annen	0,2%	1,3%	1,2%
N	91	856	947

Kilde: Borch et al. (2002)

Kapitalbehov i nærmeste framtid

Dersom en ser på kapitalen som er skutt inn i foretakene, er de aller fleste startet med en beskjeden kapitalbase. For hele utvalget er det i gjennomsnitt skutt inn vel 186 000 kroner i egenkapital. Bare vel 6 % av etableringene hadde en egenkapital på over 500 000 kroner, og kun 9,5 % av etableringene hadde tatt opp lån på 500 000 kroner eller mer.

Den store majoritet av nyetableringer i studien har et beskjedent kapitalbehov. Gjennomsnittstall for kapitalbehov for levebrødsforetak og vekstforetak er gjengitt i tabell 3.

Tabell 3. Gjennomsnittlig kapitalbehov på 1 og 3 års sikt

	Levebrødsforetak	Vekstforetak
Kapitalbehov innen 1 år	115 000	1 793 000
Kapitalbehov innen 3 år	303 000	5 025 000

Kilde: Borch et al. (2002)

Regionale forskjeller i etterspørselen?

I forhold til det totale tilbudet av lånekapital er det ingen indikasjoner i resultatene i Borch et al. på at lånekapital er mindre tilgjengelig i de mer perifere regionene. Resultatene antyder tvert imot at foretak i små kommuner og i distriktene har hatt større aktivitet mot denne kapitalkilden.

Analysen viser heller ingen signifikante forskjeller mellom landsdeler i tilbøyeligheten til å søke ekstern egenkapital. Det er heller ingen statistisk signifikante forskjeller mellom kommunestørrelse og tilbud om, eller aksept av ekstern egenkapital. Heller ikke mellom landsdeler er det noen statistisk signifikante forskjeller når det gjelder tilbud om og aksept av ekstern egenkapital.

Regionale forskjeller i entreprenørers egen vurdering av kapitaltilbudet?

Som indikator på regionale forskjeller ble brukt etablerernes vurderinger av interessen blant investorer til å bidra med finansiering på minimum 100 000 kroner i ett eller tre år fram i tid. Egenkapitalmarkedet vurderes til å fungerer best i "Oslo og Akershus". Også egenkapitalmarkedet i "Trøndelag" er bedre enn det vi finner i resten av landet. Dette kan ha flere årsaker, men det var i disse regionene man fant prosjekter med størst "nyhetsgrad".

3.4.2 Survey- og casestudier blant foretak i NTNUs nyskappingsprogram

For å kartlegge vekstforetak spesielt, har *Borch et al. (2002)* undersøkt data fra 102 foretak som har deltatt på NTNUs nyskappingsprogram. Foretakene ble etablert i perioden 1996-2002, og datainnsamlingen ble gjennomført våren 2002 gjennom spørreundersøkelser og casestudier. Foretakene ble bl.a. bedt om å angi hvilke områder som skapte/skaper problemer for dem i arbeidet med å utvikle foretaket, jf. tabell 4.

Tabell 4. Barrierer for videre utvikling ved teknologietableringer

Prosjekter som "lever"	Helt/delvis uenig	Nøytral	Helt/delvis enig	n
Problemer med markedsintroduksjon	30,6 %	37,1 %	32,3 %	62
Finansielle problemer	25,8 %	12,9 %	61,3 %	62
Ikke avsatt nok personalressurser	42,9 %	20,6 %	36,5 %	63
Ikke nødvendig ledelseskompentanse	54,8 %	30,6 %	14,5 %	62

Kilde: *Borch et al. (2002)*

Foretakene opplever problemer knyttet til flere områder. Foretakene peker imidlertid på at tilgangen på finansielle ressurser er hovedproblemet i arbeidet med å utvikle foretaket. Hele 61 % av foretakene opplever dette som et problem. Dette er i samsvar med andre studier av teknologietableringer (*Jenssen, 2000*).

Kapasitetsproblemer som følge av at man mangler menneskelige ressurser og problemer med markedsintroduksjon, er også sentrale problemområder. De ulike problemområdene henger selvsagt sammen idet mangel på finansielle ressurser gjør det mer problematisk å avsette personellressurser til utvikling og markedsintroduksjon.

Borch et al. peker i hovedsak på fire problemområder knyttet til foretakene i NTNUs nyskappingsprogram:

(1) Mangel på informasjon om tilgjengelige offentlige virkemidler

Nyetablerte foretak mangler oversikt over de tilskudds- og støtteordninger som finnes. Ett av foretakene fikk et regionalt såkorn-selskap på eiersiden, uten at dette ga noe bidrag i forhold til å kartlegge hvilke muligheter som lå i tilgjengelige offentlige virkemidler.

(2) Mangel på tilbydere i tidlig fase av etableringen

Generelt opplever foretakene størst problemer med kapitaltilgangen i tidlig fase – fasen før etablering og under etablering. Flere av foretakene opplever at såkornkapitalmiljøet i mindre grad fokuserer på såkornfinansiering og i større grad opererer som tradisjonelle ventureforetak.

(3) Mangel på teknologisk innsikt hos kapitaltilbydere

Flere av foretakene oppfatter at venturemiljøene i Norge ikke har nok teknologisk innsikt, og derfor har problemer med å vurdere teknologitunge prosjekter.

For ett av foretakene innebar dette at man henvendte seg til spesialiserte ventureforetak i USA. Fordi norske venturemiljøer i liten grad hadde formalisert samarbeid med amerikanske venturemiljøer, måtte foretaket stå for innsalget på egenhånd, noe som var en krevende oppgave selv under høykonjunkturen i 1999. Men arbeidet ga resultater og foretaket fikk gjennom flere emisjoner inn mer enn 30 millioner amerikanske dollar. Men dette innebar også at man ble et høyteknologiforetak med amerikansk hovedkontor og et norsk avdelingskontor.

(4) Konjunkturavhengighet

Alle teknologiforetakene i studien er opptatt av at konjunktursvingninger påvirker tilgangen på kapital. Foretakene oppfatter generelt sett tilgangen på finanskapital som vanskelig. Foretak har ulike tilnæringsmåter i forhold til hvordan en nedgangs-konjunktur håndteres. Foretak som har vært flinkest til å bygge nettverk, spesielt mot regionale aktører, har lyktes best i oppnå langsiktig finansiering.

3.4.3 Surveyundersøkelse blant små- og mellomstore aksjeselskaper

Reitan (2001) er en empirisk studie av finansielle vilkår for SMB i Norge. Studien baserer seg på en survey blant 1310 aksjeselskaper.

Studien indikerer at foretak i tidlige stadier av livssyklusen oppfatter både tilgangen på kapital og markedet for kjøp og salg av aksjer, vanskeligere enn foretak i mer modne stadier. Det er særlig unge ekspansive foretak som opplever finansieringen som et problem.

Generelt sett er ikke tilgang på ekstern risikokapital et av de største hindre for SMB, men foretakene har problemer med å orientere seg i det private risikokapitalmarkedet i det nær 2/3 av SMB mener de har for dårlig tilgang til /oversikt over potensielle finansieringskilder. Derfor er kapitalnettverk og møtesteder ønsket av et stort flertall av foretakene, og spesielt av nyetablerte foretak.

Reitan viser at i tidlige faser er finansiering fra private investorer en viktig kilde til ekstern finansiering, mens bankene blir viktigere når foretakene er kommet lenger i sin utvikling. Foretak i tidlige faser viser større vekstambisjoner enn mer modne foretak. Unge foretak er mer interessert i å få nye deleiere for å muliggjøre vekst og utvikling enn å vokse basert på egen inntjening eller lån fra bank. Videre hadde foretak i tidlig fase flere eiere, gjort flere emisjoner enn mer modne foretak. Reitan mener dette kan indikere at holdningene til eksternt eierskap er i ferd med å endre seg, hvor unge foretak i større grad ser nytten av å få inn nye kompetente eiere.

3.4.4 Casestudie av høyteknologiforetak

Matson (1999b) er en casestudie av 42 høyteknologiforetak med utspring hovedsakelig fra NTNU og SINTEF. Studien avdekker at tilgangen på langsiktig og kompetent risikokapital er et problem. Noe av forklaringen er i følge Matson at caseutvalget domineres av foretak som ikke har lyktes, sett fra entreprenørens synspunkt, men at en god del av casene tilhører gruppen av forkastningsfeil (gode prosjekter som burde fått finansiering). Det interessante med denne studien er at Matson hevder at årsaken til manglende finansiering generelt sett ikke var kapitalmangel, men kontraheringsproblemer mellom entreprenør og investor.

3.4.5 Surveyundersøkelse blant medlemmer i First Tuesday

First Tuesday er en frivillig organisasjon bestående av personer knyttet til IKT-næringen i Norge. First Tuesday gjennomførte i 2001 en spørreundersøkelse blant 2000 av sine entreprenørmedlemmer, ca. 250 av disse besvarte undersøkelsen.

På spørsmål om hva som utgjør de største utfordringer i forbindelse med etablering av ny virksomhet, framheves mangel på kapital som den største utfordringen.

4 Beskrivelse av kapitalmarkedets tilbudsside

Her deler vi markedet i markedet for risikokapital og fremmedkapital. Fokus vil være på risikokapitalmarkedet.

4.1 Risikokapitalmarkedet

Førstehåndssalg av egenkapitalinstrumenter skjer gjennom emisjoner. Ved emisjoner selger eksisterende eiere ut deler av eiendomsretten til foretakets framtidige kontantstrøm. Salget kan foregå i form av en rettet emisjon eller en offentlig emisjon.

Ved offentlig emisjon kan allmennheten kjøpe aksjer. Offentlige emisjoner er underlagt mer omfattende prosedyreregler og informasjonsplikter for utsteder. Offentlige emisjoner blir normalt tilrettelagt av et meglerforetak.

En rettet emisjon er salg til en eller flere forhåndsbestemte investorer. Dette kan skje med eller uten mellomkomst av et meglerforetak. Rettede emisjoner brukes vanligvis av mindre foretak med få eiere. Dette skjer gjerne når foretak ikke klarer å finansiere veksten gjennom tilbakeholdt kontantstrøm, ny gjeld eller innskudd av ny egenkapital fra eksisterende eiere. Emisjonen rettes da normalt mot en eller flere utvalgte investorer som kan tilføre selskapet kompetanse og nettverk i tillegg til kapital. Rettede emisjoner foregår ofte trinnvis etter stadier i foretakets utvikling.

Offentlig emisjon uten fortrinnsrett for eksisterende eiere er ofte et av de siste skrittene på foretakets vei mot børsnotering. I denne fasen skjer det gjerne en viss form for organisert omsetning av foretakets papirer.

4.1.1 Private equity

Private equity-markedet omfatter risikokapitalinvesteringer i foretak som ennå ikke er notert på en børs, jf. fig. 6.

Figur 6 Inndeling av risikokapitalmarkedet



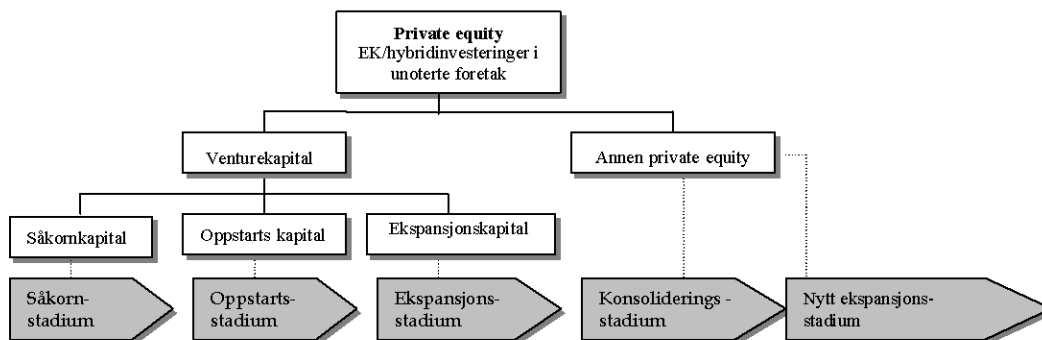
For foretak som befinner seg i en tidlig fase av sin utvikling kan private equity-markedet karakteriseres som et "direkte søk-marked". Dette fordi kjøper og selger må finne hverandre direkte, dvs. at både informasjonsinnhentning og transaksjonsinngåelse foregår på privat og uformell basis. Et slik marked er preget av informasjonsproblemer når det gjelder å finne hverandre, og stor grad av asymmetrisk informasjon mellom aktørene både før og etter eventuell kontraktsinngåelse.

For foretak som er kommet lenger i sin utvikling kan det være aktuelt å benytte en agent for å finne investorer. Disse agentene har gjerne spesiell kunnskap om verdsettelse av

foretak, og meglerforetak er typiske tilbydere av slike tjenester. Denne del av private equity-markedet kan derfor karakteriseres som et ”megler-marked”. I dette markedet underlettes søket etter investorer og graden av asymmetri mellom kjøper og selger før kontraktsinngåelse reduseres.

For å sikre seg mot uønsket atferd fra foretakets side, vil investorene normalt finansiere foretaket i flere runder. Dette medfører at man operer med ulike kapitalbegreper som undermengder under private equity- begrepet. Fordi det ikke finnes allmenne definisjoner å ty til, hersker det en viss begrepsforvirring. Figur 7 nedenfor tar sikte på å avklare begrepsbruken slik den bl.a. brukes av EVCA.

Figur 7 Venturekapital og annen private equity



4.1.1.1 Venturekapital

Venturekapital er kapital som tilføres i de tidlige fasene av et foretaks utvikling. Enkelte definisjoner av venturekapital understreker et aktivt eierskap fra investors side. Her brukes begrepet også om kapital som skytes inn av en passiv investor, f. eks. er ikke alle private investorer aktive eiere.

Venturekapital deles igjen inn i:

- *Såkornkapital*, dvs. kapital og kompetanse tilført for å utvikle forretningskonseptet i form av en prototyp el.
- *Oppstartskapital*, dvs. finansiering av videre produkt/tjenesteutvikling og innledende markedsføring.
- *Ekspansjonskapital*, dvs. finansiering av ekspansjon av produksjons- og salgskapasitet. Ekspansjonsfinansiering kan enkelte ganger deles i en tidlig og en sen ekspansjonsfinansiering.

4.1.1.2 Annen private equity

Dette omfatter bl.a. kapital brukt til:

- *Management buyout (MBO)*, dvs. at investor kjøper ut eiere i foretakets ledelse, ofte entreprenøren(e), for å kunne innsette nytt lederteam.
- *Management buyin (MBI)* som er å ”kjøpe” inn en eller flere utenforstående ledere som kan ta over foretaket, fordi investorer mener sittende ledelse mangler nødvendig kompetanse.
- *Leverage buyout (LBO)* er et kjøp som finansieres med høy låneandel. Ved LBO er tanken vanligvis at det oppkjøpte foretakets midler i etterkant kan dekke rentekostnader og avdrag.

4.2 Tilbydere av private equity

I den akademiske litteraturen skilles det ofte mellom formelle og uformelle investorer. Uformelle investorer er en betegnelse som brukes på privatpersoner som investerer egne midler. Disse kan inndeles i:

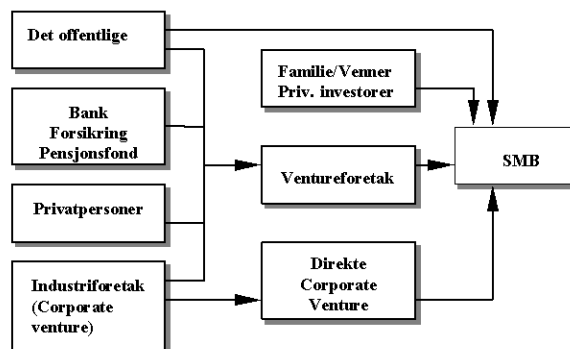
- *Venner og familie*
- *Private investorer* (også kalt Business angels) som i denne sammenheng er privatpersoner som tilbyr risikovillig kapital til unoterte foretak som de ikke har formelle eller familiære forbindelser med.

Formelle investorer er betegnelsen på investorer i form av organiserte foretak. Disse kan grupperes i:

- *Institusjonelle investorer* som forsikringsselskaper, pensjonskasser og aksjefond.
- *Ventureforetak* som er foretak som investerer i unoterte SMB, og som har som forretningsidé å være aktive eier, og på den måten tilføre porteføljeforetakene merverdi. De omtales gjerne som ventureforetak uavhengig om de investerer klassisk venturekapital, eller annen private equity.
- *Corporate Venture (CV)*. Med dette menes et stort foretak som opptrer som investor i unoterte SMB. Det skilles gjerne mellom indirekte og direkte CV. Ved direkte CV kanaliseres kapitalen direkte til SMB, mens ved indirekte CV kanaliseres kapitalen gjennom et uavhengig ventureforetak.
- *Offentlige aktører*.

Hvordan private equity kanaliseres til SMB er vist i figur 8 nedenfor.

Figur 8 Private equity-strømmer



Kilde: Basert på Matson (2000)

Private investorer kanaliserer kapital direkte til SMB. Det gjør også foretak som driver direkte corporate venture. Avhengig av rådende økonomiske konjunkturer vil årlige direkte investeringer i SMB være anslagsvis 100-200 mill. kroner fra direkte corporate venturevirksomhet, 1,5 - 2,5 mrd. kroner fra ventureforetak og 2 -5 mrd. kroner fra private investorer.

Institusjonelle investorer, industrieforetak og privatpersoner kanaliserer ofte kapital indirekte via ventureforetak. Det er flere årsaker til at investorer velger å investere via et ventureforetak som mellomledd.

De to viktigste årsakene er (Hay og Morris, 1991):

(1) *Transaksjonskostnader og diversifisering av risiko*

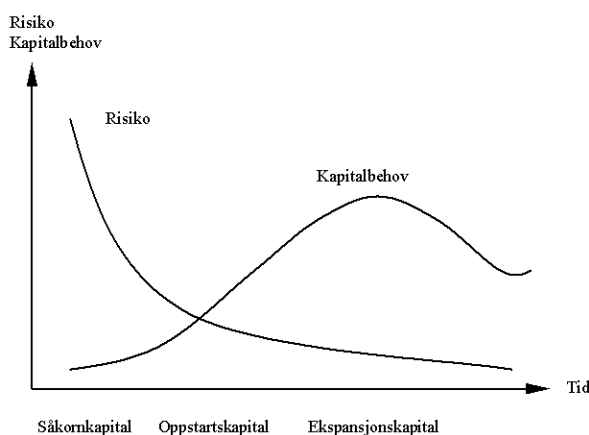
Alle investorer kan selv velge å diversifisere sin portefølje av investeringer, men dette kan medføre store transaksjonskostnader, spesielt om det dreier seg om mindre beløp. En måte å unngå dette problemet på, er å plassere sin kapital hos et ventureforetak hvor det er mulig å oppnå en høyere grad av diversifisering til en lavere kostnad. Dette kan være særlig viktig for privatpersoner som vil plassere deler av sin sparekapital utenfor det organiserte markedet.

(2) *Skalafordeler*

Skal en investor investere i et foretak, kreves det analyser av foretakets ledelse, framtidsutsikter og risiko. Når investeringen er gjennomført, kreves en viss kontroll med daglig ledelse. Alt dette medfører kostnader. Dersom informasjonsinnhentingen i stedet gjøres av et ventureforetak på vegne av mange investorer, så oppnås skalafordeler.

Risikoaverse investorer forventer å bli kompensert for høyere risiko i form av høyere avkastning. Generelt kan man si at jo kortere et foretak har kommet i sin utvikling, desto større er risikoen knyttet til produkt, marked og foretaksledelse (foretaksspesifikk risiko). De investeringer som trenger finansiering er i stor grad immaterielle og investeringene er lite likvide. Det som ytterligere kompliserer markedsprosessen, er forekomsten av asymmetrisk informasjon mellom aktørene. Figur 8 illustrerer forholdet mellom risiko og kapitalbehov under foretaks utvikling.

Figur 9 Risiko og kapitalbehov under foretaks utvikling

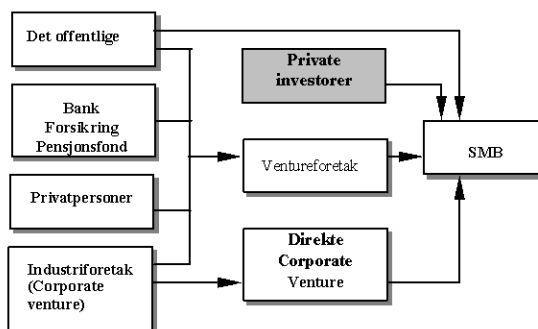


Det er uklart i hvilken grad investors avkastningskrav bør reflektere en likviditetspremie utover risikotillegget. *Gjærum og Johnsen (1996)* hevder det kan argumenteres for en likviditetspremie i størrelsesorden 4-6 % for investeringer i unoterte foretak og ventureforetak. *Matson (2000)* hevder at investorer i ventureforetak ikke kan operere med samme likviditetspremie som ved direkte investering i SMB. Dette fordi eierposter i fondene er lettere omsettelige enn eierposter i porteføljeforetakene, samt at institusjonelle investorer i ventureforetak er langsiktige investorer, og derfor ikke forventer høy likviditetspremie.

Ved å investere i en veldiversifisert portefølje kan investor kvitte seg med den foretaksspesifikke risiko, og kun sitte igjen med den systematiske risiko som prosjektet tilfører porteføljen. Dersom investorer overser effekten en portefølje har på

avkastningskravet, vil kravet settes for høyt, noe som fører til at flere prosjekter vurderes som ulønnsomme.

4.2.1 Private investorer



Studier av det norske markedet indikerer at det er mangelfulle kommunikasjonskanaler mellom entreprenører og private investorer (Reitan og Sørheim 2000; Reitan et al., 1998 og Høegh-Krohn, 1996). Utenlandsk forskning bekrefter at dette ikke bare gjelder norske forhold (Harrison og Mason, 1992; Frear og Wetzel, 1990).

Fiet (1995.b) finner at private investorer legger relativt mindre vekt på risiko enn hva ventureforetak gjør, og at private investorer bruker mer uformelle kontakter og i mindre grad etablerte informantnettverk og prosjektanalyser. Det er grunn til å tro at også norske private investorer i mindre grad gjør bruk av kvantitative analyser, og i hovedsak baserer sin investeringsbeslutning på kjennskap til, og tillit til, entreprenøren. Når slik tillit er til stede, er det av mindre betydning om investoren ikke forstår teknologien til bunns.

Kategorier av private investorer

Selv om prototypen på en private investor er en mann mellom 35 og 55 år med lang utdannelse, lang arbeidserfaring og solid økonomi, utgjør likevel private investorer en heterogen gruppe. Sørheim og Landström (2001) grupperer norske private investorer i fire kategorier, jf. tabell 5.

Tabell 5. Kategorier av private investorer

		Kompetanse	
		Lav	Høy
Investeringsaktivitet	Høy	Gruppe 2 Tradere (24% av investorene)	Gruppe 4 Profesjonelle Business Angels (25% av investorene)
	Lav	Gruppe 1 Lottoinvestorer (30% av investorene)	Gruppe 3 Analytiske investorer (21% av investorene)

Kilde: Basert på Sørheim og Landström (2001)

(1) "Lottoinvestorer" er kjennetegnet ved:

- Lite egne erfaringer som entreprenør.
- De tenderer til å ha lavere inntekt og netto formue enn andre investortyper, og plasserer kun en mindre andel av sin formue i unoterte foretak.
- Media er en viktig informasjonskilde for investeringer. Forretningsmessige nettverk blir sjelden brukt, noe som indikerer at de mangler slikt nettverk.
- Investering sammen med andre forekommer i mindre grad, og graden av aktivt eierskap er lav.

(2) "Tradere" er kjennetegnet ved:

- Høyt aktivitetsnivå, har foretatt gjennomsnittlig 4,5 investeringer de tre siste årene.
- De har lite ledelses- og entreprenørfaring.
- De tenderer til å ha relativt høy inntekt og netto formue, og en betydelig andel av denne formuen er plassert i unoterte aksjer.
- Deres aktive eierskap er relativt begrenset.
- Investeringshorisonten er vanligvis under tre år, hvilket indikerer at mange av disse investorene ser på investeringen som en finansiell plassering.

(3) "Analytiske investorer" er kjennetegnet ved:

- Relativt høy grad av kompetanse i form av ledelses- og entreprenørfaring.
- Relativt liten investeringsaktivitet.
- Kun en liten andel av deres formue er plassert i unoterte foretak.
- Venner og bekjente er en viktig informasjonskilde mht. investeringsmuligheter, og investeringer foretas ofte sammen med andre.
- Mer en 1/3 av disse investorene har investert regionalt de tre siste årene til tross for ellers liten investeringsaktivitet.

(4) "Profesjonelle Business angels" er kjennetegnet ved:

- Svært høy investeringsaktivitet, har gjennomsnittlig foretatt 7,3 investeringer de siste tre årene.
- De har stor erfaring fra ledelse og som entreprenører.
- En stor andel av disse investerer sammen med andre og fungerer som lead investor for disse, eller investerer på initiativ fra en annen lead investor.
- Personlige og forretningsmessige nettverk er viktigste kilde til informasjon, media brukes i liten grad.
- De har lenger investeringshorisont enn de andre investorgruppene, og er mer aktive eiere i form av styredeltakere eller som konsulenter.

Geografisk spredning på investorene

Det er god geografisk spredning blant investorene, og det er derfor ikke grunnlag for å si at private investorer i mindre grad befinner seg utenfor det sentrale Østlandet (Reitan et al., 1998)

Investeringspreferanser

Reitan et al. (1998) viser at private investorer i stor grad investerer i nyetablerte og forholdsvis unge vekstforetak. Mer enn en tredjedel har investert før første salg, og over halvparten av investeringene har skjedd i nyetablerte foretak (0-2 år). De investerer i stor grad i geografisk nærhet, halvparten av alle investeringer er gjort innenfor en radius på 50 km fra hjem eller arbeid. De investerer primært i foretak som er basert på teknologi og som har et internasjonalt marked. Bransjen industri/teknologi er den klart dominerende i

porteføljene. Profilen i porteføljene viser at man satser på foretak med stort potensial, men også forholdsvis stor risiko.

Tidshorisont og avkastningskrav

Det er stor spredning i utvalget med hensyn til tidshorisont på investeringene og avkastningskrav. 42,6 % av investorene forventer å sitte med en investering i et unotert foretak i 3-5 år. 34 % er relativt utålmodige og forventer salg innen 2 år. Forventninger til avkastning varierer en god del. Om lag 80 % forventer mindre enn 50 % årlig avkastning, og ca. 50 % forventer mindre enn 30 % årlig avkastning. De fleste ønsker å avhende sine aksjer gjennom at foretaket børsintroduseres, eller at det foretas et salg til en annen av foretakets aksjonærer (Reitan et al., 1998).

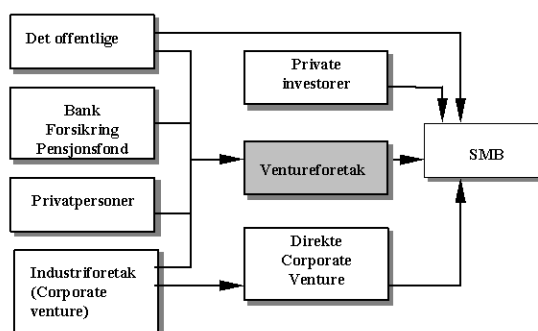
Norske investorer skiller seg noe fra utenlandske investorer

Det er enkelte trekk ved de norske investorer som synes å skille dem fra investorer i Storbritannia (Harrison og Mason, 1992) og Sverige (Landström, 1993). Norske private investorer har samlet sett lavere inntekt og formue. Færre norske har etablerererfaring og er foretakseiere. Blant norske investorer ønsker en større andel ytterligere investeringer i unoterte foretak. Dette kan tyde på at det er et noe større ikke-utløst potensial i det norske private kapitalmarkedet enn i de utenlandske. Norske private investorer investerer i liten grad i modne foretak, og mer innenfor industri- og teknologirelaterte bransjer. Kun 1/3 av norske investorer involverer seg aktivt i porteføljeforetakene, mens for de andre landene varierer tallene fra ca. 70 % til 90 %. En forklaring på den lave graden av aktivt engasjement kan være at norske investorer i større grad saminvesterer (Reitan og Sørheim, 2000).

Volum på investeringer

Størrelsen på investeringene fra private investorer er ikke mulig å estimere med høy grad av sikkerhet. Reitan et al. (1998) estimerer det aktive private risikokapitalmarkedet i Norge til 3 mrd. kroner. Med aktiv menes her at investor har foretatt investeringer i løpet av de tre siste årene. Det årlige potensialet blant private investorer anslås til 12 mrd. kroner.

4.2.2 Ventureforetak



Ventureforetak spesialiserer seg på å gå inn med aktivt eierskap i foretak med stort utviklingspotensial. Foretakene det investeres i benevnes gjerne som porteføljeforetak fordi ventureforetak normalt sprer sin risiko gjennom å investere i en portefølje av foretak. Kombinasjonene av porteføljeforetakets forutsetninger (produkt, entreprenør og marked) og ventureforetakets kapital og kompetanse, skal forhåpentligvis føre til at porteføljeforetakenes utviklingspotensial realiseres. Når ønsket utvikling er nådd, eller når samarbeidet mellom ventureforetak og porteføljeforetak ikke lenger gir en merverdi, ønsker ventureforetaket å realisere sin investering. Perioden fra investering til realisering

(exit) avhenger av på hvilket stadium ventureforetaket investerer, jf. fig. 20. Ventureforetak som spesialisere seg på finansiering i de tidligste stadier omtales gjerne som *såkornforetak*.

Historikk

Ventureforetak oppstod i USA i tiden etter andre verdenskrig, og det tok forholdsvis lang tid før denne type foretak ble utbredt i Europa. Fra starten i 1983 fram til 1986, vokste antallet norske ventureforetak svært hurtig. Fra å være et marked med kun to foretak i 1983, var det i 1986 30 aktive foretak.

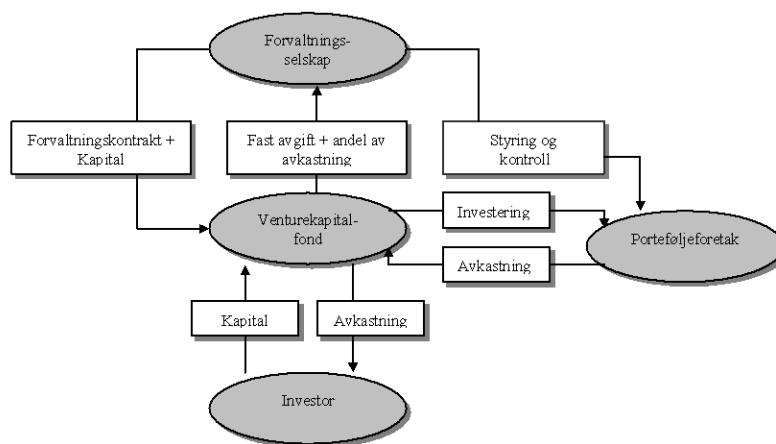
Børskrakket i 1987 førte til en voldsom stagnasjon i det norske venturemarkedet. Ventureforetakene reduserte antall nyinvesteringer, og forsøkte i større grad å sikre de engasjementer man allerede hadde. I tillegg la flere ventureforetak ned virksomheten (*Knapstad og Isaksen, 1994*).

Fra midten av nitti-tallet har det har vært en jevn vekst i norsk venturenæring. Dette har medført at Norge har fått en mer moden næring med økt konkurranse om prosjektene.

Organisering av ventureforetak

Historisk har ventureforetak vært investeringsforetak opprettet av privatpersoner for å forestå forvaltning av deres private formuer. I de senere årene har det derimot blitt mer vanlig å organisere uavhengige ventureforetak etter modellen vist i figur 10.

Figur 10 Vanlig organisering av ventureforetak



Kilde: Isaksson (2000)

En slik organisering innebærer at ventureforetaket består av et forvaltningsselskap som etablerer ett eller flere fond hvor eksterne investorer kan plassere kapital, som forvaltningsselskapet igjen investerer i porteføljeforetak. Eksterne investorer vil typisk være industri, institusjonelle investorer og privatpersoner, jf. fig. 8 ovenfor.

Forvaltningsselskapet forvalter fond(ene) og er ansvarlig for all kontakt med porteføljeforetakene, fra prosjektutvelgelse til exit. Kompensasjonen til forvaltningsselskapet består normalt av et fast honorar, avhengig av det enkelte fonds størrelse, og en andel av den avkastning som oppnås på investeringene. Forvaltningsselskapet kan også være investorer i fondet.

Fondene kan være organisert som aksjeselskaper, allmennaksjeselskaper eller kommandittselskaper. Valg av organisatorisk løsning påvirker mulighetene til å trekke til seg institusjonelle investorer, for eksempel er livselskaper og pensjonskasser av lovpålagte grunner forhindret fra å investere i fond organisert som kommandittselskap.

Fondene kan organiseres med begrenset varighet, eller de kan være uten angitt levetid. De kan ha en definert kapitalramme som skal ligge fast over tid, eller de kan være åpne for nye kapitalinnskudd. Når ventureforetaket investerer i tidlige stadier av foretakenes utvikling, og fondet er lukket for supplerende kapitalinnskudd, må det reserveres midler for oppfølgingsinvesteringer i de påfølgende stadier. Alternativt må det være muligheter til å utvide fondets kapitalramme.

De store ventureforetakene er normalt organisert slik at fondsdeltakerne kommitterer en definert kapitalramme som kalles inn ved behov, og porteføljeinvesteringene realiseres (exit) innen et på forhånd fastsatt tidsrom.

Det eksisterer noe forskning, spesielt fra USA, som angår organisasjonsformens innvirkning på ventureforetaks atferd. Et poeng er at tidsbegrensede fond kan medføre kortsiktig atferd for å tilfredsstille investorene. Når fondets levetid er ute, og investorene skal få sin avsluttende avkastning, skal resultatet være best mulig. Dette kan motivere forvaltningsselskapet til å velge strategier for maksimering av porteføljeforetakets verdi i forhold til denne fristen, noe som kan komme i strid med maksimering av porteføljeforetakets verdi på lengre sikt (*Matson, 2000*).

Markedsprosesser

Ventureforetak kan ha ulike strategier for å maksimere avkastning og minimere risiko. Strategiene knytter seg til sammensetningen av investeringsporteføljen, både mht. antall investeringer og investeringsstadium.

Det vil dessuten typisk være slik at ventureforetakets muligheter for å bidra til vekst i porteføljeforetakene er størst i tidlige faser av foretakenes utvikling, der risikoen også er størst. Ventureforetak vil måtte avveie potensiell avkastning mot risiko ved tidligfaseinvestering på bakgrunn av de krav og forventninger som stilles av fondets investorer.

Enkelte ventureforetak minimerer risiko gjennom å ha et vidt investeringsfokus og spre seg på forholdsvis mange prosjekter. Andre minimerer risiko gjennom å spesialisere seg på teknologiske nisjer, gjøre færre investeringer men redusere risiko gjennom tett oppfølging av porteføljeforetakene. Ventureforetak spesialisert på tidligfaseinvesteringer (såkornforetak) investerer i prosjekter med høy risiko. Såkornforetak har derfor ofte en bredere investeringsprofil og et forholdsvis stort antall investeringer.

Det er vanlig at ventureforetak samfinansierer (syndikerer) med andre ventureforetak i prosjektene. Slik samfinansiering vil typisk være begrunnet med ønske om assistanse til prosjektvurdering, ønske om risikoreduksjon gjennom diversifisering og behov for å fremskaffe store kapitalbeløp. Venturenæringen i Norge er liten og oversiktlig. Det kan derfor være grunn til å anta at det norske markedet er mer preget av samarbeid enn av konkurranse. Et lite antall ledende ventureforetak har kjennskap til hverandres interesser og kompetanse, og vil relativt lett kunne utnytte dette til gjensidig fordel.

Tilfanget av prosjekter (deal flow) skjer hovedsakelig gjennom forespørsler fra foretak eller enkeltpersoner, men også gjennom ventureforetakenes eget nettverk av porteføljeforetak og investorer.

De fleste ventureforetak har stort sett identiske framgangsmåter ved investeringsbeslutninger. I hovedsak dreier dette seg om tre ulike stadier:

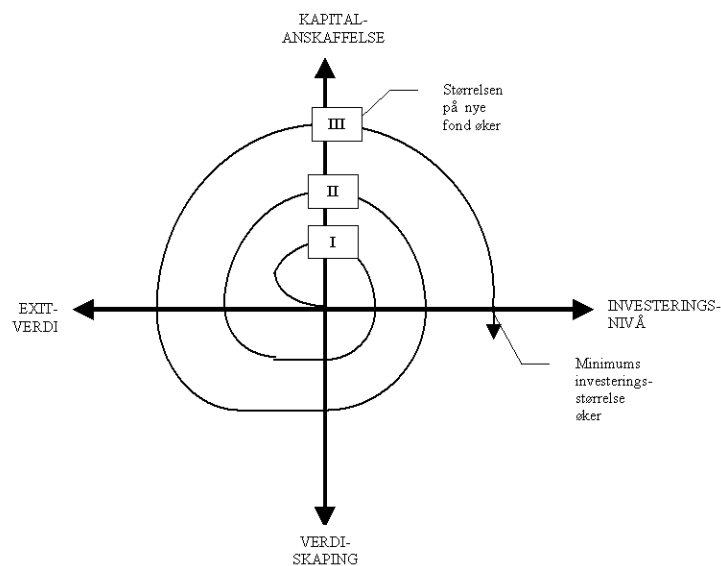
(1) Screening

Det er det første ventureforetakene gjør. De fleste ventureforetak bruker kun 0,5 - 2 timer på screeningen, og ca. 90 % av prosjektene faller ut i dette stadiet.

Ventureforetak har ofte definerte teknologiområder de investerer innenfor, og ofte også et geografisk nedslagsfelt for sine investeringer. Prosjekter som faller utenfor disse definerte rammene er uaktuelle. Ting tyder på at flere ventureforetak blir mer internasjonalt orientert, og at dette er en utvikling som vil fortsette. Dette gjelder både i forhold til hvilke investorer som er med på å sette sammen fondene, og i forhold til det geografiske nedslagsfeltet for investeringene. I dag er det slik at flere av de norske ventureforetakene ser Skandinavia som sitt primære nedslagsfelt. Enkelte definerer også USA som investeringsområde.

Dyktige ventureforetak opparbeider seg et renommè blant investorer. Dette gjør det lettere for ventureforetaket å finne investorer til nye fond som etableres. Nye fond vokser i størrelse, noe som igjen fører til at minimumsstørrelsen på investeringene øker. Denne prosessen framgår av figur 11 som viser hva vi kan kalle venturekapitalspiralen.

Figur 11 Venturekapitalspiralen



Kilde: Seppä (2000)

I tillegg er kravene til arbeidsinnsats og ekspertise i stor grad uavhengig av prosjektens størrelse. Konsekvensen av denne skalafordelen er at mange ventureforetak, under ellers like forhold, foretrekker å arbeide med et lite antall relativt store prosjekter.

Ovennevnte forhold innebærer at entreprenører som kommer til et ventureforetak med et lite prosjekt og et lite kapitalbehov, vil ha relativt vanskelig for å vinne fram.

Hvis et prosjekt har gått igjennom screeningen, så foretar man en grundig gjennomgang (due dilligence) av prosjektet. Ventureforetaket involverer da ofte flere personer.

(2) Due dilligence

Mange ventureforetak har en investeringskomité. Denne foretar en gjennomgang av foretaksledelse, teknologiske-, juridiske- og markedsmessige forhold, og beslutter hvilke foretak det skal innledes forhandlinger med.

I sin vurdering av teknologi og marked anvender ventureforetaket et omfattende kontaktnett. Dette innbefatter akademiske fagmiljøer, kunder, leverandører og potensielle kunder. Dette omfatter både investors egne kontakter og kontakter foreslått av entreprenørene selv.

Aktuelle investeringsobjekter skal ha et betydelig markedspotensial. Teknologien skal være unik, enten i form av patentering, eller gjennom et tidsmessig forsprang. Konkurransesituasjonen for aktuelle produkter/tjenester er viktig.

Et helt sentralt vurderingstema er ledelsen i foretaket man overveier å investere i. Ventureforetak ønsker å sikre følgende forhold:

- At det er en kompetent ledelse i foretaket i forhold til de utfordringene man står overfor teknologisk.
- At foretaket har egenskaper og kapasitet til å utvikle markedssiden.
- At ledelsen har en holdning som gjør at det er mulig å samarbeide med dem for å utvikle foretaket videre.

Det som oftest gjør at ventureforetak ikke investerer, eller som skaper problemer etter at man har investert, er at entreprenøren eller ledelsen i porteføljeforetaket mangler innsikt og kompetanse til å skape et marked for foretakets produkter eller tjenester.

Ventureforetak vurderer også hva man selv kan bidra med i forhold til å bringe foretaket videre. Dette siste krever at ventureforetaket har innsikt nok i teknologi og marked til å ha et relativt klart bilde av hva foretaket skal gjøre for å lykkes.

Avhendingsmuligheter (exit) er et også et sentralt kriterium for beslutning om å innlede forhandlinger. De generelle økonomiske konjunktorene vil påvirke avhendingsmulighetene. Exitvurderingen påvirkes også av levetiden på fondene kapitalen hentes fra. Normalt er det definert en levetid for fondene på fra 5-8 år. Dette innebærer at investeringene gjøres innenfor en femårsperiode, og at det må skapes en exit innen 3-5 år. Det er vanlig at ventureforetak har en opsjon i forhold til sine investorer til utvide fondets levetid dersom exitmulighetene oppleves som problematiske, og det antas at utsettelse gir bedre avkastning. En slik opsjon kan for eksempel lyde på utvidet levetid for fondet i 2x1 år.

(3) Forhandlinger

Dersom ventureforetaket ønsker å investere i foretaket innledes forhandlinger mellom partene. I disse forhandlingene er det mange ting som kan spille inn, for eksempel om det er andre investorer på vei inn i foretaket, antall ansatte, entreprenørens prisforlangende etc.

Det endelige utfall av forhandlingene vil avhenge av partenes relative forhandlingsstyrke, og det er nærliggende å anta at ventureforetaket er den sterkeste parten i forhandlingene. Dette ut fra en forestiling om at entreprenøren trenger kapital, har få eller ingen alternative finansieringskilder, er tidsmessig presset og beredt til å gi avkall på eierandeler for å unngå fallitt. Ventureforetaket på sin side stiller med forhandlingsekspertise, og ber entreprenøren komme med det første utspillet til verdsetting. Man ønsker å bruke rikelig tid for å bli kjent med entreprenør og teknologi. Når tidspresset blir stort for entreprenøren, vil ventureforetaket lettere kunne vinne frem med sine krav.

Matson (2000) hevder at forhandlingsstyrken til ventureforetakene likevel ikke er så dominerende som ovennevnte kan gi inntrykk av. Ventureforetaket står også ovenfor et tidsdillemma og kan ikke ensidig diktere sine betingelser fordi det er avhengig av å få tak på de beste prosjektene, og de vet at entreprenøren kan gå til andre dersom han ikke blir rimelig behandlet. Dette kan også bidra til et dårlig renommé, og i neste omgang redusere mulighetene for å bli kontaktet av potensielt interessante kandidater.

Bygrave (1996) har gjort anslag som viser at ventureforetak har avkastningskrav av varierende størrelse avhengig av hvilket stadium de investerer i. De differensierte kravene er presentert i tabell 6.

Tabell 6. Avkastningskrav hos ventureforetak

	Avkastningskrav p.a.	Porteføljeandel
Såkornkapital	80%	0.06
Oppstartskapital	50-60%	0.32
Ekspansjonskapital	30-40%	0.42
Restruktureringskapital	25-30%	0.21
Balansert portefølje	44%	1

Kilde: Bygrave (1996)

Det balanserte avkastningskravet er basert på en portefølje som har en 7 års horisont, og der andelene er som angitt i tabellen.

I stedet for et eksplisitt avkastningskrav brukes ofte en generell regel om at en skal ha femdoblet investeringen i løpet av tre til fem år, eller tidoblet investeringen i løpet av fem til syv år. Dette svarer til et avkastningskrav i nærheten av 40 % (*Gjærum og Johnsen, 1996*). Dette baseres på at minst to av ti investeringer blir totalt mislykket, to blir suksesser, og resten blir alt fra dårlige til akseptable investeringer. Ventureforetakenes eksistens er bygget rundt de fåtall ubetingede suksessene som gir investorene mange-dobling av investeringene. I de beste eksemplene kan ventureforetaket få igjen flere hundre ganger sin opprinnelige investering, og det er ventureforetakenes mål å finne disse gullklumpene.

De ventureforetakene vi har vært i kontakt med oppgir avkastningskrav på fra 15 % til 40 % på sin portefølje. Da norske ventureforetak i all hovedsak venter med å investere til foretaket befinner seg i ekspansjonsstadiet, er dette i overensstemmelse med de størrelser som er skissert i tabell 6 ovenfor. Det ser ut som de regionale venturemiljøene har noe lavere krav til avkastning enn de som opptrer nasjonalt og internasjonalt.

Av alle foretak som gjennomgår screening, ender ventureforetaket vanligvis med å investere i mellom 0,5 –5,0 % av disse.

Tradisjonelt varierer eierandelen til ventureforetakene fra noen få prosent opp mot negativ kontroll (mer en 1/3). Noen krever det siste. Det oppgis at det er en tendens til at investeringene blir større og større. I forhold til hvor stor andel av kapitalen som man beregner å sette av til oppfølgingsinvesteringer, så oppgis denne andelen å ha vokst betydelig de siste årene.

Oppfølging av porteføljeforetak

Ventureforetakene krever uten unntak styrerepresentasjon, enten direkte eller gjennom partnere som man gjør parallellinvesteringer med. Ventureforetak følger opp delvis gjennom styrearbeid, men også gjennom kontakt mellom styremøter. Ventureforetakene beskriver en prosess der de arbeider så tett med ledelsen at de nesten kan regnes for å være en del av denne.

Styrearbeidet oppleves som krevende fordi de administrative støttesystemene i porteføljeforetakene ofte er lite utviklet, og fordi teknologi og markedsarbeid oppleves som komplisert. Ventureforetakene bruker mye tid også på å konsultere fagekspertise i forhold til utviklingen i prosjektene, og på å koble porteføljeforetak mot ulike eksterne aktører som kan bidra i utviklingsarbeidet.

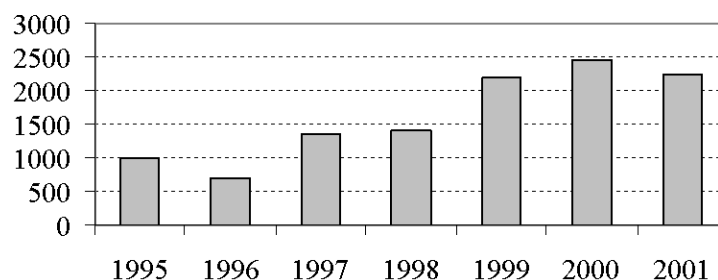
Såkornforetak har ofte mange små prosjekter i sin portefølje. Dette gjør at såkornforetak har vanskeligere for å følge opp porteføljeforetakene på samme måte som mer tradisjonelle ventureforetak gjør.

Volum i markedet

Anslagsvis er det i dag et sted mellom 30 - 50 foretak involvert i investeringer innenfor venturekapital og annen private equity i Norge. Antallet ventureforetak varierer sterkt over tid. Dette skyldes at flertallet av disse foretakene er svært små, og at de er aktive kun i økonomiske oppgangstider. Dette gjør det er svært vanskelig å få oversikt over markedet. I EVCAs statistikk for 2001 oppgis at det er 28 private equity-foretak i Norge, hvorav 20 som fokuserer på venturekapital.

Jensen et al. (2001) har estimert at total forvaltningskapital hos ventureforetakene i Norge utgjør ca. 19 mrd. kroner (da er statens investeringsfond, Argentum Fondsinvestor AS, holdt utenfor). Figur 12 viser utviklingen i private equity-investeringer i Norge de senere årene.

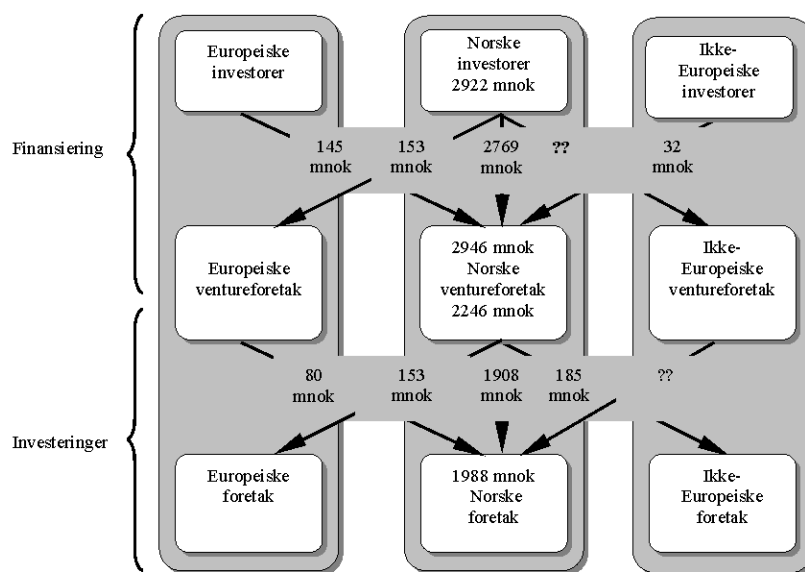
Figur 12 Private equity -investeringer 1995-2001 (MNOK)



Kilde: EVCAs årsrapporter

Også markedene for private equity er blitt mer internasjonale. Flere ventureforetak henter inn kapital i utlandet og foretar investeringer internasjonalt. Figur 13 viser kapitalstrømmer til og fra Norge i 2001, både på finansieringssiden og investeringssiden.

Figur 13 Private equity strømmer gjennom ventureforetak i 2001 (MNOK)

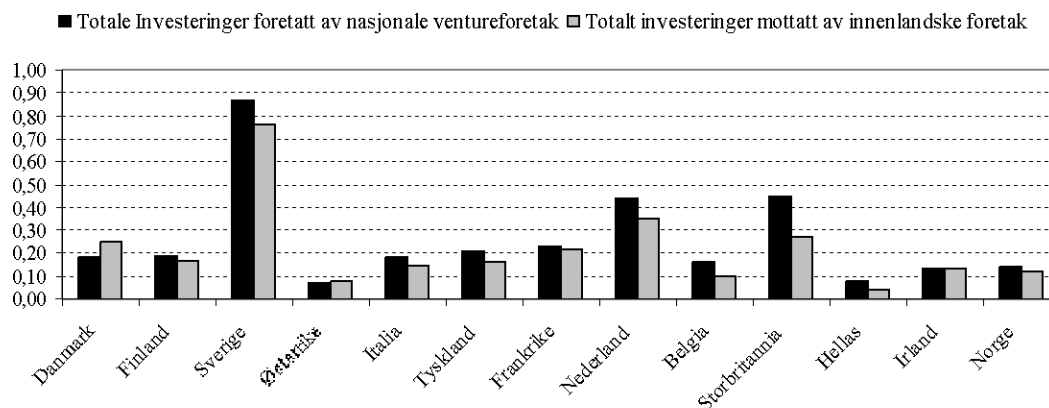


Kilde: Egne beregninger basert på EVCAs årsrapport 2002

Da EVCAs statistikk kun innbefatter europeiske ventureforetak, er det dessverre ikke mulig å beregne kapitalstrømmene fra norske investorer til ikke-europeiske ventureforetak og kapitalstrømmer til Norge fra ikke-europeiske ventureforetak. Med forbehold om forannevnte, så viser figur 13 at Norge i 2001 var netto eksportør av private equity. Totalt mottok landet 257 mill. kroner, mens 491 mill. kroner gikk ut av landet. Figuren viser også at kun ca. 6% av ventureforetakenes kapital ble hentet utenlands i 2001.

For å plassere Norge i et europeisk perspektiv, viser figur 14 forholdet mellom lands brutto nasjonalprodukt (BNP) og investeringer foretatt av nasjonale ventureforetak, både nasjonalt og internasjonalt og forholdet mellom lands BNP og totale investeringer nasjonalt av nasjonale og andre europeiske ventureforetak.

Figur 14 Private equity investeringer foretatt av ventureforetak i 2001 i prosent av BNP

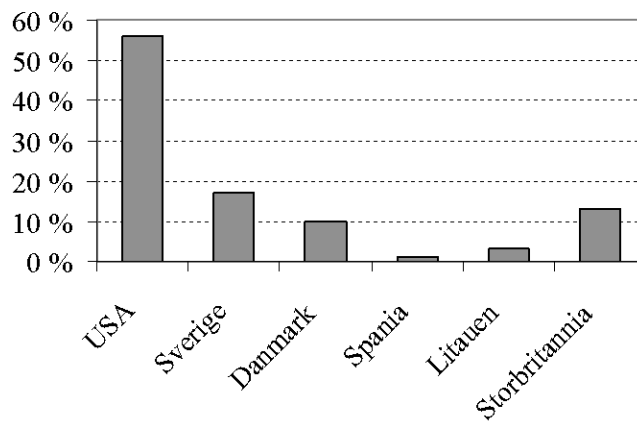


Kilde: Egne beregninger basert på EVCAs årsrapport 2002

Figur 14 viser for det første at den norske venturenæringen, målt i investeringsaktivitet, er relativt liten i forhold til våre nordiske naboland. For det andre ser vi at i 2001 var det kun i Danmark og Østerrike at det nasjonale næringslivet mottok mer private equity-investeringer enn hva den nasjonale venturenæringen foretok av investeringer.

For Norges del gikk ca. 15 % av ventureforetakenes investeringer utenlands i 2001. Ser vi på hvorledes de norske investeringene fordeler seg, så gikk brorparten til USA, jf. fig.15.

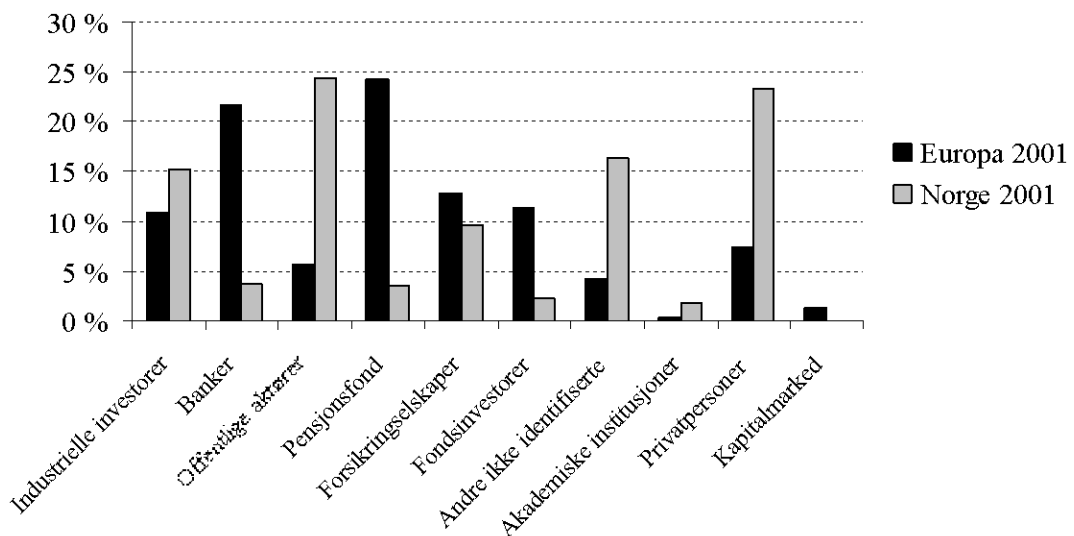
Figur 15 Fordeling av utenlandsinvesteringer foretatt av norske ventureforetak i 2001



Kilde: Norsk Venturekapital Forening (2002)

Også på finansieringssiden kan det være nyttig å sette Norge i et internasjonalt perspektiv. Figur 16 sammenlikner Norge med gjennomsnittstall for Europa når det gjelder hvilke investorer som finansierer ventureforetak.

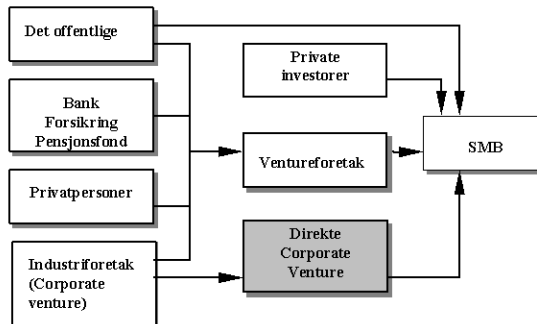
Figur 16 Finansiering av norske og europeiske ventureforetak i 2001



Kilde: EVCA's årsrapport 2002

Figuren viser at banker og pensjonsfond utgjør hovedtyngden i Europa sett under ett, mens de utgjør en liten andel i Norge. For privatpersoner er forholdet motsatt. Dette skyldes flere forhold, dels at forvaltningskapitalen hos norske institusjonelle investorer er relativt liten fordi folketrygden er lagt opp som et "pay as you go"-system, dels skyldes det holdninger hos institusjonelle investorer til private equity-markedet.

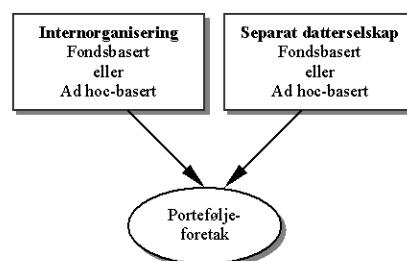
4.2.3 Direkte Corporate Venture



Med Direkte Corporate Venture (DCV) menes her ikke-finansielle foretaks investeringer i små unoterte foretak med utviklingspotensial av strategiske eller finansielle grunner.

Foretak som normalt har de sterkeste beveggrunner for DCV, er foretak som betjener markeder preget av hyppige teknologiske endringer. Ved å investere i nyetableringer kan det etablerte foretaket få innsyn i ny teknologi som er under utvikling. DCV organiseres typisk etter følgende alternative modeller, jf. fig. 17

Figur 17 Organisering av Direkte Corporate Venture



Kilde: Jacobsen (2000)

Dersom virksomheten organiseres som en integrert del av morselskapets virksomhet, er det vanligere at investeringsvirksomheten finansieres på ad hoc-basis. Dersom virksomheten drives i et separat datterselskap, er det vanligere at investeringsvirksomheten er fondsbasert. Uavhengigheten er trolig størst ved organisering i datterselskap.

Morselskapets ekspertise, i tillegg til kapital, vil kunne gi porteføljeforetakene gode muligheter for utvikling. Det forekommer at industriselskapet fusjonerer porteføljeforetaket inn i eget firma. Entreprenøren kan i noen tilfelle vurdere dette som et negativt utfall.

Markedsprosesser ved DCV-virksomhet vil bære preg av at industriselskaper har spesialiserte kunnskaper på et gitt teknologiområde. Et foretak som søker finansiering vil

kunne foretrekke DCV framfor et uavhengig ventureforetak, både ut fra hensyn til langsiktig finansiering og høy ekspertise. På den annen side er det grunn til å anta at entreprenører kan frykte å bli slukt av det industrielle selskapet som står bak DCV-virksomheten, eller bli utnyttet av det på annet ugunstig vis. *Hellmann (1997)* hevder imidlertid at faren for tyveri av intellektuell kapital også er til stede når foretak forholder seg til uavhengige ventureforetak. Han begrunner dette med at uavhengige ventureforetak har muligheter til å investere i konkurrerende foretak, de disponerer over et nettverk av kontakter og kan høste fordeler av å utnytte gode idéer på tvers av enkeltforetaks interesser. Selv om ventureforetak ikke eksplisitt hevder at de vil gjøre noe slikt, finner han at de innrømmer å bli påvirket av all informasjonen de besitter.

Hellmann (1997) påstår videre at en DCV-investor vil være en bedre investor i de tilfellene partene disponerer over komplementære teknologier. Det samme uttrykker *Gompers og Lerner (1999)*, som viser til betydningen av at begge parter utnytter denne komplementariteten.

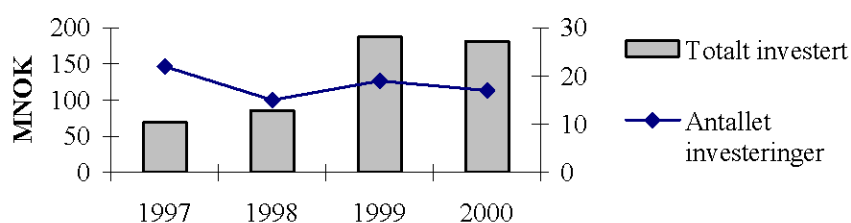
Jacobsen (2000) hevder at norsk DCV-virksomhet står tilbake i forhold til uavhengige ventureforetak med hensyn til kapasitet og kompetanse. Bakgrunnen for dette er at medarbeiderne i DVC-virksomheter normalt ikke får prestasjonslønn i forhold til aktivitetens resultater. Deres inntekt ligger derfor markert lavere enn for tilsvarende stillinger i ventureforetakene. Dermed får DCV-virksomheten et rekrutteringsproblem.

Jacobsen påstår også at DCV-virksomhet i norske foretak typisk lar prosjektene komme til seg, og har dårligere nettverk å forholde seg til når gode prosjekter ettersøkes. Noen bevisst søkeprosess forekommer knapt, og det er lite aktuelt for disse investorene å sikte mot en diversifisert portefølje av investeringer. *Jacobsens* undersøkelser gir dessuten inntrykk av at DVC-virksomhet i liten grad satser på å utvikle ekspertise for verdsetting og screening av kapitalsøkerne. Ofte nøyer man seg med de analyser som kapitalsøkerne, sammen med deres konsulenter, presenterer.

Direkte Corporate Venture blant selskapene på Oslo Børs

Jacobsen (2000) har samlet inn informasjon om det norske DCV-markedet gjennom analyse av regnskapene fra 85 av de største ikke-finansielle selskapene på Oslo Børs, og gjennom intervjuer med selskapene. Studien dekker perioden 1997- 2000, og det framgår av denne at av 85 selskaper var 23 engasjert i DCV, hvorav 8 var engasjert i både indirekte og direkte CV. Selskapenes motiv var av både strategisk og finansiell art, men med en overvekt av strategisk motivering. Figur 18 nedenfor viser totalt investert beløp og antallet investeringer gjort i perioden 1997- september 2000.

Figur 18 Omfanget av Direkte Corporate Venture 1997-2000

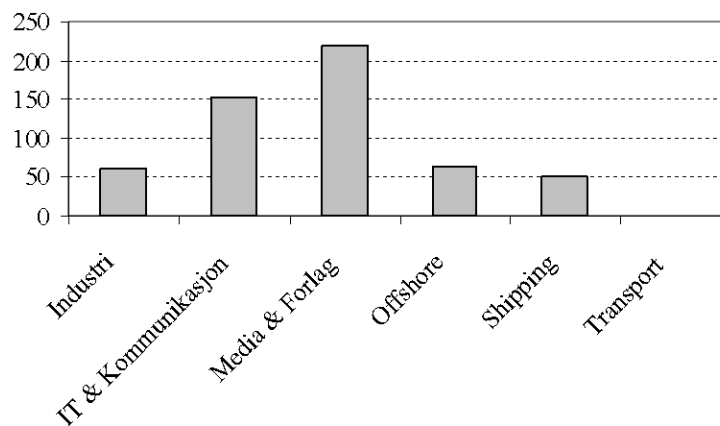


Kilde: Jacobsen (2000)

Figuren viser at totale årlige investeringer har økt fra 69 millioner kroner i 1997 til 181 millioner kroner i 2000. Antall investeringer har holdt seg stabilt, noe som indikerer at økningen i investeringsvolumet skyldes større investert beløp per transaksjon. *Jacobsen* hevder at hovedforklaringen på økt gjennomsnittlig investeringstørrelse, er at det har funnet sted en økt verdsetting av foretak i perioden.

Hovedtyngden av foretak som er engasjert i DCV befinner seg innenfor mediebransjen, jf. fig. 19.

Figur 19 DVC-aktivitet fordelt på bransje(MNOK)



Kilde: *Jacobsen (2000)*

Utviklingen i omfanget av DCV i Norge er nært knyttet til utviklingen i venturemarkedet generelt. I de siste årene har det vært en kraftig økning i ventureinvesteringer, men dette har blitt redusert etter 2001. Det er grunn til å tro at omfanget av DCV har fulgt denne utviklingen. Det er få selskaper som foretar strategiske investeringer av noe omfang. Kun fire selskaper investerte mer enn 50 MNOK i perioden 1997-2000, og kun fire hadde investert i seks eller flere SMB.

Jacobsen hevder at to forhold ved norsk industristruktur påvirker omfanget av DCV negativt. For det første er vår industri dominert av lavteknologiforetak som ikke har så sterke beveggrunner til å foreta strategiske investeringer, og for det andre er det få store selskaper i Norge.

4.3 Avhending av investeringer (exit)

For venturekapitalister er avhendingen (exit) av investeringen av avgjørende betydning. Også prisen som betales for eierandelen i porteføljeforetaket påvirkes av avhendingsmulighetene. Begrensede muligheter innebærer en risikofaktor som må kompenseres med høyere avkastningskrav i form av en likviditetspremie.

De avhendingsmetoder som anvendes er:

- Salg i forbindelse med notering på en offentlig regulert markedsplass (IPO²)
- Salg av allerede noterte aksjer

De metoder som typisk benyttes når det ikke er mulig med exit på en ordnet markedsplass, er:

- Salg av hele foretaket til industriell kjøper (trade sale)
- Salg av andel til ventureforetak
- Salg av andel til entreprenør/ ledelsen i foretaket
- Salg av andel til privat investor
- Avskrivning ved likvidering og konkurs

Hvilken exitmetode som velges, avhenger til stor del av hvor vellykket investeringen har vært. Tabell 7 viser sammenhengen mellom exitmetode og investeringens totalavkastning (Ernst & Young, 1994).

Tabell 7. Sammenhengen mellom avkastning og exitmetode

Nivå på avkastning	Exitmetode
Vellykket investering med høy avkastning og vekst	Børsnotering Industrielt salg (Trade sale)
Middels eller dårlige investeringer med gjennomsnittlig eller lav avkastning og vekst	Salg til opprinnelig eier Salg til foretaksledelsen
Mislykket investering	Likvidering Konkurs

Kilde: Ernst & Young (1994)

Under høykonjunktur i økonomien, og dermed høy aktivitet på børsen, vil normalt en børsnotering være det mest lønnsomme alternativet for investor. Entreprenører kan også ha flere grunner til å velge børsnotering. Den mest framtrædende grunnen er ønsket om å realisere verdistigningen i foretaket uten å miste kontrollen helt. En børsnotering gir også en viss prestisje i forhold til mulige interessenter i foretaket.

Dersom en industriell kjøper oppnår synergier, større markedsandel eller markedsadgang, vil dette ofte berettige en høy pris. Industrielle kjøpere ønsker normalt å ta over hele foretaket, noe som kan være problematisk for en entreprenør som ikke ønsker å gi slipp på sitt eierskap. Tabell 8 nedenfor angir fordeler og ulemper ved avhending gjennom henholdsvis børsintroduksjon og industrielt salg.

² IPO – Initial Public Offering skjer gjennom en offentlig notering på en markedsplass. Ventureforetaket kan imidlertid ikke selge sine aksjer direkte i forbindelse med noteringen. Vanligvis må man vente 6 til 12 måneder før aksjene kan omsettes fordi det i forbindelse med en IPO oftest er en "lock up" - avtale med fondskommisjonæren.

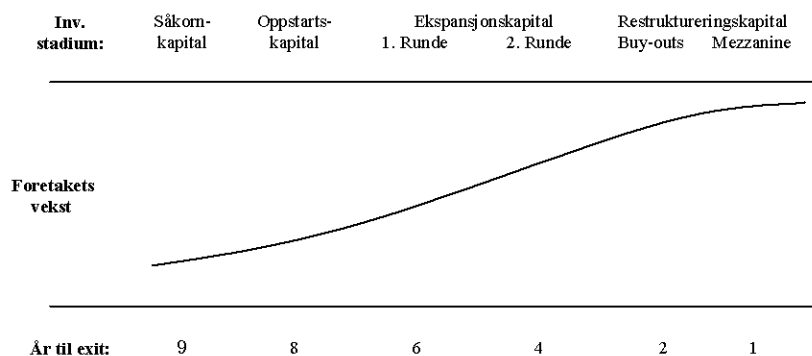
Tabell 8. Fordeler og ulemper ved børsintroduksjon og industrielt salg

	Fordeler	Ulemper
Børs-introduksjon (IPO)	<ul style="list-style-type: none"> - Høy pris - Ofte foretrukket av foretakets ledelse - Prosessen kan ofte lokke fram industrielle kjøpere - Deltakelse i foretakets fortsatt vekst gjennom å beholde noen aksjer 	<ul style="list-style-type: none"> - Høyre kostnader enn andre metoder - Lock up- avtaler forhindrer 100% exit - Notert aksje kan være illikvid - Ikke et alternativ for små foretak
Industrielt salg (Trade sale)	<ul style="list-style-type: none"> - Kjøpere vil betale premie for synergi etc. - 100 % kontantavhending - Billigere enn børsintro. - Enklere og raskere enn børsintro. - Trenger kun overbevise en kjøper, ikke hele markedet - Det beste alternativet for små foretak 	<ul style="list-style-type: none"> - Ofte motstand fra ledelsen som mister sin uavhengighet - Det kan være få aktuelle kjøpere - De fleste ventureforetak ønsker ikke å gi ev. garantier til kjøper

Kilde: Isaksson (2000)

Figur 20 nedenfor antyder hvor lang investeringshorisont som kan forventes avhengig av investeringsstadium. Dette henger sammen med at private equity-markedet ikke fungerer som et ”stafettløp”, men som et løp der aktørene starter på ulike tidspunkt, men kommer i mål (exit) samtidig. For såkornforetakene innebærer dette at de må binde opp kapital for en lengre tidshorisont enn de ønsker.

Figur 20 Forventet periode fra investering til exit



4.4 Lånemarkedet

Den delen av et kredittmarkedet som omfatter lån gitt av en finansinstitusjon til et foretak, betegnes ofte som *lånemarkedet*. Lånene kan være av både kortsiktig og langsiktig karakter, men skiller seg fra obligasjons- og sertifikatlån ved at det ikke utstedes standardiserte omsettelige ihendehaverbeviser i forbindelse med låneopptak. Lånemarkedet skiller seg fra penge- og obligasjonsmarkedet ved at finansinstitusjoner inngår som et mellomledd mellom lånegivere og låntakere.

Utlånsvirksomhet er ofte en informasjonsintensiv virksomhet fordi lånegiver må bruke ressurser på å skaffe seg informasjon om låntakers faktiske tilbakebetalingsevne og bruk av

lånet. Dette er ikke noe stort problem i tilfeller hvor lån gis mot pant i sikkert objekt. Informasjonsproblemet vil også være mindre i tilfeller hvor låntakere er store børsnoterte foretak hvor det foreligger mye offentlig tilgjengelig informasjon.

De private bankene er tradisjonelt svært nøye på rolledelingen mellom tilbud av egenkapital og tilbud av fremmedkapital, og forsøker å unngå å komme på begge sider av bordet. Det er svært sjelden at de engasjerer seg på eiersiden i nye foretak.

Dette innebærer at de tradisjonelle bankene konsentrerer seg om lånesiden. Her spiller de en svært viktig rolle både når det gjelder driftskreditt og langsiktig lånefinansiering. De representerer også en kilde til kunnskap om andre kapitaltilbydere.

4.5 Empiriske studier av tilbudssiden

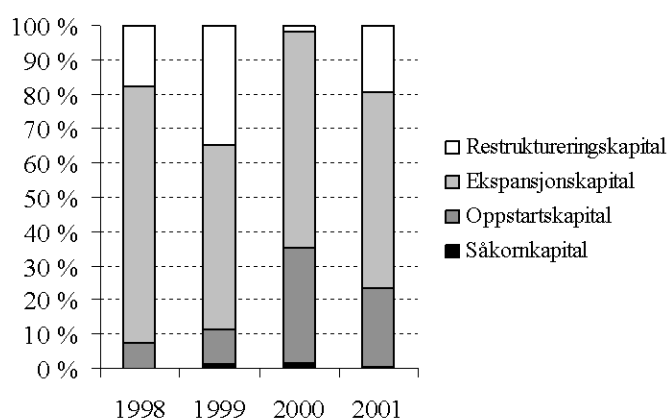
4.5.1 European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA)

Kapitalmarkedet er preget av svingninger som påvirker kapitaltilbudet både i volum og risikovillighet. I perioder hvor venturekapitalister opplever at avhendingsmulighetene er vanskelige, reduseres investeringsaktiviteten. Under høykonjunkturer, når prisingen på mer etablerte foretak blir høy, så tenderer venturekapitalistene til å investere i tidligere faser, dvs. de blir mer risikovillige.

Ovennevnte forhold gjør at tilbudet av venturekapital er svært konjunkturavhengig. Det norske markedet preges i dag av den internasjonale nedgangskonjunkturen.

EVCA's statistikk over de siste års investeringsaktivitet viser at ventureforetakene foretrekker å investere først når markedsmessig- og teknologisk risiko er rimelig avklart. Dette er typisk når foretaket er kommet til ekspansjonsstadiet. Figur 21 viser hvorledes investeringsaktiviteten fordeler seg i forhold til investeringsstadier.

Figur 21 Ventureforetakenes investeringer fordelt på investeringsstadier



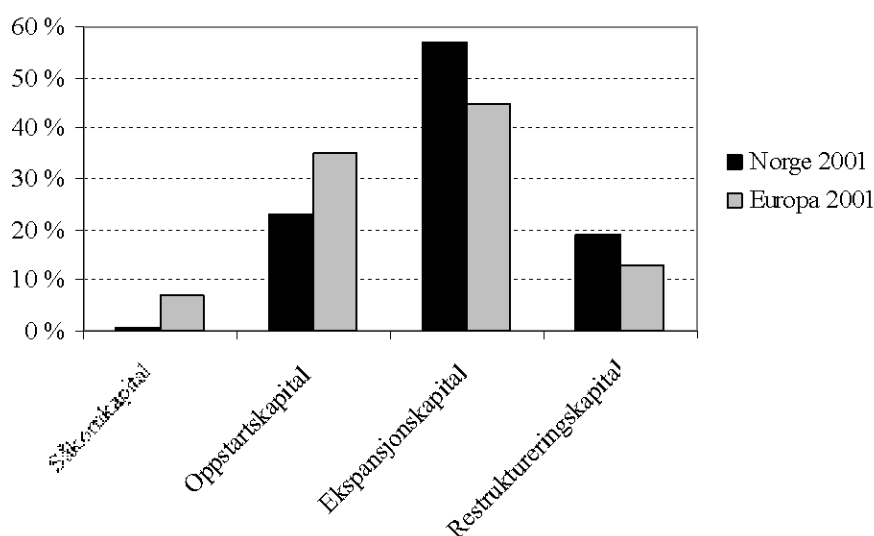
Kilde: EVCA's årsrapporter

I 2000 var det høykonjunktur i markedet, og vi ser av figuren at dette førte til større investeringsaktivitet i oppstartsstadiet, men til tross for høykonjunkturen, nesten ingen investeringsaktivitet i såkornstadiet.

I 2001 "skled" ventureforetakene lenger ut i etablererfasen. Det er på bakgrunn av dette grunn til å konkludere med at for tradisjonelle ventureforetak er prosjekter *ikke* investeringsklare i såkornstadiet, dvs. når foretak trenger kapital til å utvikle forretningsidéer og prototyp. Også såkornforetakene synes å ha preferanser for å investere i oppstartsstadiet.

Ser vi ventureforetakene i et internasjonalt lys, så viser figur 22 at norske ventureforetak i mindre grad enn europeiske ventureforetak investerer i såkornstadiet. Dette kan indikere at norske ventureforetak (inkludert såkornforetak) er mer risikoaverse.

Figur 22 Private equity-investeringer i Norge og i Europa fordelt på stadier



Kilde: EVCAs årsrapport 2002

4.5.2 Intervjuer med norske private investorer og ventureforetak

Borch *et al.* (2002) gjennomførte på oppdrag av prosjektgruppa intervjuer med norske private investorer og representanter for norske ventureforetak.

Markedet beskrives for tiden som relativt "tørt". Dette skyldes bl.a. for mange investeringer, i for tidlige faser, i perioden 1999-2000. I denne perioden var det en svært god tilgang på risikovillig kapital, noe som bidro til finansiering av mange nye foretak innenfor eksempelvis telekom, mobiltelefoni og internett. I dagens marked forbeholdes stort sett kapitalen oppfølging av allerede igangsatte prosjekter, og i liten grad til nye prosjekter.

Ventureforetakenes muligheter til å skaffe kapital til nye fond, beskrives som mer problematisk nå enn for ett år siden. Opprettelsen av Argentum Fondsinvesteringer AS oppfattes å motvirke disse problemene. På spørsmål om opprettelsen av Argentum vil føre til at det om kort tid vil være for mye kapital i markedet, avviker svarene fra aktørene noe. Enkelte uttrykker at det fortsatt vil være problematisk å reise ny kapital, både på kort og mellomlang sikt. Andre mener at det om to år vil være "for mye" kapital i markedet.

Generelt uttrykkes det at det er behov for såkornkapital som kan gjøre prosjekter investeringsklare for markedet, men at det sjelden er kapital som stopper investeringsklare

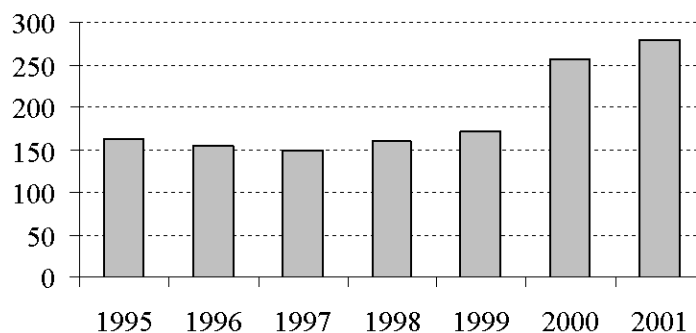
prosjekter. Det er først og fremst tilgangen på gode prosjekter som oppleves som problematisk. De norske miljøene som kan forsyne ventureforetakene med relevante prosjekter, beskrives av aktørene som relativt begrenset.

Investorsiden peker på at entreprenørskapsånden og kunnskapsnivået hos norske entreprenører er lavt. De hevder i tillegg at forskermiljøene er lite kommersielt orienterte, noe som fører til at antall ideer med stort vekstpotensial er begrenset.

Ventureforetak har gjerne målsetting om 20-40 % årlig avkastning på porteføljen, noe som innebærer høye krav til enkeltprosjektene. For ventureforetakene er det et meget begrenset antall prosjekter som kan karakteriseres som gode, særlig med tanke på at avkastningen skal skje gjennom verdiøkning over en begrenset periode, gjerne 3 til 6 år.

Ventureforetakene representerer i dag et kapitaltilbud for de få. En førstegangsinvestering for de store ventureforetakene oppgis å ligge mellom 5 og 20 millioner. Figur 23 nedenfor viser antall investeringer som ventureforetakene har foretatt i perioden 1995-2001.

Figur 23 Antall private equity-investeringer av ventureforetak 1995-2001



Kilde: EVCA's årsrapporter

Et annet poeng er at norsk venturenærings er liten og i stor grad går i "flokk". Investeringskriterier og investeringsfokus er relativt likt. Dette kan være et problem for prosjekter med betydelig potensial, men som ikke passer inn i det fokus som norske ventureforetak har.

4.5.3 Intervjuer med regionale banker

Borch et al. (2002) foretok på oppdrag av prosjektgruppa intervjuer med representanter for to regionale banker.

De regionale bankene hevder at det er liten konkurranse om å finansiere nyskappingsprosjekter. Det hevdes at de store nasjonale og skandinaviske bankene er lite villige til å engasjere seg i denne type prosjekter i distriktene.

Det kan virke som at banker som har regional og lokal forankring legger større vekt enn nasjonale banker på å utvikle en policy for hvordan man skal håndtere nyetableringer. Dette henger trolig sammen med at en positiv utvikling i lokalsamfunnet og regionen er avgjørende for bankenes markedsgrunnlag. Lokale og regionale banker bidrar til å etablere lokalt forankrede egenkapitalmiljøer, og på å utvikle kompetanse internt slik at de kan delta med lånefinansiering i nyskappingsprosjekter.

Bankene har tradisjonelt et sterkt fokus på sikkerhet i de foretak som de investerer i. I den forbindelse oppfattes nyetableringer i tidlig fase som svært problematiske. I mange tilfeller oppleves teknologi og produkt i prosjektene som svært kompliserte. Bankene besitter i liten grad kompetanse for å vurdere risiko og potensial i nye og høyt teknologiske næringer. Dette innebærer at det ofte ikke vil være aktuelt med kreditt for foretaket når ekspansjonsstadiet.

Mange nyskappingsprosjekter vil være uaktuelle for de tradisjonelle lånegiverne fordi evnen til å stille sikkerhet er liten, eller fordi entreprenøren mangler en partner på eiersiden med finansiell styrke og kompetanse som bankene opplever som nødvendig for at prosjektet skal kunne utvikles.

Bankene oppgir at de er villig til å ta kalkulert risiko i forhold til nyskappingsprosjekter, men at de er avhengig av at prosjektene følges opp på en aktiv måte. Dette har bankene liten mulighet for å gjøre selv. Bankene, spesielt de som er lokalt forankret, samarbeider i noen grad med lokale investeringsmiljøer.

Bankene er opptatt av at prosjektene skal være fundert på lønnsomhet og sunn avkastning. De viktigste vurderingskriteriene oppgis å være:

- At det er flere eiere som tar risiko.
- At det er en eiersammensetning som har finansiell kapasitet til å følge opp prosjektet.
- Når det gjelder kompetanse legges mindre vekt på gründer (som ofte oppfattes som teknologiorientert), og mer vekt på at eierne kan bidra med ledelseskompetanse.
- At det er mulig å bygge opp en kundebase.

5 Rammebetingelser

5.1 Entreprenørskap

Norge har en svært lav andel av befolkningen som betrakter det å starte et foretak eller skape sin egen arbeidsplass som en naturlig og ønsket karrierevei. Tall for Norge viser at mellom 23 – 28 % av befolkningen ønsker å starte selvstendig næringsvirksomhet. Andelen i Europa og USA er henholdsvis 50 og 69 %. Selv om forskjellene mellom de nordiske landene er mindre, viser de samme tendens (*Borch et al. 2002*). Global Entrepreneurship Monitor (GEM) (*Bullvåg et al., 2001*) måler denne dimensjonen på en noe annen måte. Her blir en gruppe eksperter fra hvert deltakerland bedt om å svare på 5 spørsmål som dreier seg om hvor attraktivt det er å starte næringsvirksomhet. I 2001 kom Norge på en 25. plass av 26 deltakende land.

Kunnskap og ferdigheter som er nødvendige for å etablere et foretak er en annen dimensjon som er målt i GEM-studien. I 2001 ble over 2000 personer intervjuet og spurt om de hadde de ferdigheter, den kunnskap og den erfaring som er nødvendig for å starte et foretak. Norge havnet på 19. plass blant totalt 29 land.

I GEM-studien blir befolkningen spurt om de i løpet av de neste 6 månedene tror det vil oppstå gode muligheter for å starte et foretak der de bor. Nesten 60 % av den norske befolkningen svarer ja på dette spørsmålet. Tilgang på forretningsideer blir også målt ved fem spørsmål stilt til et ekspertpanel. I 2001 hadde ekspertene ikke særlig tro på framtidig tilgang på nye foretak. Norge havnet på 17. plass av 26 land. De land der ekspertpanelene

hadde størst tro på fremtidig tilgang på ideer var USA, Irland og Finland. En mulig forklaring til avviket mellom oppfatningen i befolkningen og ekspertpanelet, er at ekspertene i større grad fokuserer på teknologinnhold, kunnskapsintensitet og vekstkraft.

Borch et al. (2002) bekrefter ekspertpanelets inntrykk til en viss grad. Datamaterialet indikerer at det er en liten andel foretak som faller i gruppen vekstforetak. Også aktører på finansieringssiden trekker fram at de opplever at tilgangen på gode prosjekter er relativt begrenset.

5.2 FoU-systemet

Tilbydere av risikokapital peker på at man i Norge ikke har innrettet FoU-systemet mot å skape kommersielle muligheter. Her skiller Norge seg fra mange andre land, der det legges en helt annen vekt på dette. FoU-ressurser som kan settes inn i forhold til nyskappingsprosjekter er helt avgjørende for å kunne få fart på genereringen av prosjekter i Norge.

En studie av nyetableringer i Oslo og Akershus i perioden 1998 - 2000 (*Bolkesjø, 2001*), viser at FoU-miljøene og universitets og høyskolemiljøene ikke er spesielt viktige som idéutklekkingsmiljøer for personer som skal starte ny virksomhet. Det kan heller ikke påvises at disse miljøene bidrar til å utvikle spesielt innovative virksomheter. Bolkesjø mener forklaringen er at disse miljøene i relativt stor grad retter sin virksomhet mot utvikling av eksisterende næringsliv, og mindre mot entreprenørskap og entreprenørielle prosesser.

Dette er slett ikke en ny problemstilling. I 1994 etablerte myndighetene FORNY-programmet for å stimulere til økt nyskaping og kommersialisering av forsknings- og utviklingsresultater. Programmet er et samarbeidsprosjekt mellom SND og Norges forskningsråd, og finansierer selskaper eller staber (kommersialiseringsenheter) innenfor de største forskningsmiljøene i Norge. Dels vil man med FORNY-systemet bidra til øke forskeres bevissthet om kommersialisering av ny teknologi gjennom infrastrukturmidler, dels bidra mer direkte gjennom finansiering av forretningsutviklere som stilles til idéhavers disposisjon. Gjennom FORNY skal man ideelt sett fremme teknologibaserte ideer med en betydelig innovasjonshøyde. Imidlertid har man fram til nå hatt et incentivssystem som har vært knyttet til hvorvidt foretak er etablert (ev. lisensavtale på plass), ikke hvorvidt foretakene som er blitt etablert faktisk viser et vekstpotensial.

En studie av seks universiteter i Europa (*Waagø et al., 2001*) viste at man lyktes best i de tilfeller hvor kommersialisering av FoU ble tatt på alvor av universitetsledelsen. En slik toppforankring gjør det noe lettere å implementere nye tiltak for å stimulere økt kommersialisering fra fagmiljøene. Vi har i beskjeden grad sett dette ved norske universiteter. Men bildet er i ferd med å endre seg, og den kommende lovendringen mht. intellektuelle rettigheter vil trolig medføre et sterkere engasjement fra ledelsen ved landets universiteter og høyskoler.

5.3 Kort om utforming og utbredelse av skatteincentiver

De forskjellige OECD-landene har iverksatt en rekke ulike tiltak for å bedre kapitaltilgangen i privat sektor, spesielt i tidligfase: Oppmyking i institusjonelle investorer (som pensjonsfond og forsikringsselskaper) adgang til å investere venturekapital, tilbud om lån og garantier for nystartede virksomheter og ventureforetak, ordninger med direkte egenkapitalinnsprøyting og skatteincentiver.

Skatteincentiver for venturekapital kan deles inn i to hovedgrupper:

- *"Front-end"-incentiver*, der kvalifiserte investeringer gir investoren redusert inntektsskatt i det investeringen foretas.
- *"Back-end"-incentiver*, som gir en skattemessig gunstig behandling av avkastningen av investeringen.

Under begge ordninger vil en trolig også subsidiere investeringer som uansett ville ha funnet sted. Den første typen ordning belønner alle typer investorer, men kan lede til stor grad av investeringer som er motivert ut fra ønsket om å unngå beskatning, og ikke ut fra en vurdering av risiko og forventet avkastning ved prosjektet. Den andre typen belønner bare suksessfulle investeringer, og trekker dermed i retning av en riktigere utvelgelse av investeringer. Men fordi denne typen ordning innebærer større risiko for investorer, kan den motivere færre ventureinvesteringer samlet sett, og spesielt i den tidligste fasen der risikoen er høyest. Storbritannia, som kanskje er et av de landene som har mest utstrakt bruk av skatteincentivordninger i kapitalmarkedet har erfart dette, og har derfor utformet en statlig egenkapitalordning som er rettet mot denne delen av markedet.

Mange OECD-land har nå flere års erfaring med skatteincentivordninger for venturekapital. Det later til at det er en overvekt av ordninger som er innrettet mot skattemessig gunstig behandling av avkastningen av investeringen, ettersom dette stimulerer til risikotaking framfor skatteunndragelse. En mer omfattende evaluering av disse skatteincentivordningene og deres effekt på kapitalmarkeder og investorer, ville gi verdifull kunnskap om bruken av slike instrumenter i forhold til andre typer virkemidler og utforminger.

Mange land velger ikke det ene eller det andre, men har en miks av virkemidler. Det finnes også OECD-land (som f.eks. alle de nordiske landene) som ikke har skatteincentiver for venturekapitalinvesteringer, men i stedet anvender ulike garanti- og låneordninger for å stimulere kapitaltilgangen for småforetak og tidligfaseprosjekter. Flere av disse scorer høyt på indikatorer for tilgang til venturekapital. Det later imidlertid til at tendensen det siste tiåret har gått i retning av å anvende generelle virkemidler som skatteincentiver framfor direkte virkemidler.

Til tross for økt utbredelse av virkemidler for å bedre tilgangen på venturekapital på 1990-tallet, har landene i liten grad gjennomført skikkelige evalueringer av effekten på kapitaltilbudet, eller av hvilke typer virkemidler og utforminger som faktisk virker mest effektivt.

Det er store variasjoner mellom de ulike landene når det gjelder hvilke betingelser som stilles for at en investering skal kvalifisere til fordelaktig skattemessig behandling. Incentivene kan være innrettet mot investeringer direkte i småforetak foretatt av enkeltpersoner, eller de kan bare gjelde for investeringer i, eller av, ventureforetak. Det kan synes som at incentiver for direkte investeringer har en sterkere effekt på private investorer (business angels).

Det er vanlig at skatteincentivordninger er avgrenset med hensyn til sektorer eller næringer (for eksempel teknologibaserte næringer), stadium (f.eks. såkorn/tidligfasefinansiering), størrelsen på investert beløp (nedre eller øvre grense kan være angitt/spesifisert) og hvor lang tid det går for investoren realiserer sin eierpost.

Utbredelse av "front-end"-incentiver

Fradrag for selve investeringen i skattbar inntekt for personer eller foretak er en måte å stimulere ventureinvesteringer på. Slike "front-end"-incentiver er innrettet mot individuelle investorer i SMB og i kvalifiserte ventureforetak. Tabell 9 viser utvalgte land som bruker "front end"-incentiver.

Tabell 9. Skatteincentivordninger som innebærer fradrag for selve investeringen i skattbar inntekt – såkalte "front-end"-incentiver

	Prosent av invest. som går til skattefradrag	Beløpsgrense for kvalifisert investering	Ordning (scheme)
Canada	15%	5 000 CAD	Labour-sponsored Venture Capital Corporations
Frankrike	25%	75 000 FF	Fonds Commun de Placement dans l'innovation
Irland	42%	25 000 IEP	Business Expansion Schemes
Nederland	100%	5 000 NLG	Tax Compensation Scheme
Polen	50%	Ingen grense	Investment Tax Credits Programme
Sveits	50%	500 000 CHF	Federal Decree on Venture Capital Companies
Storbritannia	20%	150 000 GBP	Enterprise Investment Scheme (EIS)
Storbritannia	20%	100 000 GBP	Venture Capital Trust (VCT) Scheme
USA (flere stater)	100%	Ingen grense	Certified Capital Companies (CAPCO) at State level (e.g. Florida, Louisiana, Missouri, NY)

Kilde: OECD 2002

Utbredelse av "back end" – incentiver

Det er også flere OECD-land som anvender "back-end"-incentiver – eller skattemessig gunstig behandling av avkastningen fra ventureinvesteringer. En slik utforming kan være mer effektiv enn "front-end" skattefradrag. En vanlig utforming av "back-end"-incentiver er at de gir skatteutsettelse på utbytte eller avkastning oppnådd av individuelle investorer på deres plasseringer i kvalifiserte ventureforetak eller i SMB. Ventureforetakene selv kan også fritas for kapitalinntektsskatt. Skattesatsen på kapitalinntekt, spesielt avviket fra den generelle inntektsskattesatsen, kan ha stor betydning for kapitalstrømmen til ventureforetak. Undersøkelser viser at generell økning i kapitalskattesatsen kan ha en negativ effekt på kapitaltilførselen til venturebransjen ved at det reduserer incentivet til å ta risiko betydelig. Tabell 10 viser utvalgte land som bruker "back-end"-incentiver.

Tabell 10. Skatteincentiver som innebærer skattemessig gunstig behandling av avkastningen på kvalifiserte investeringer - såkalte "back-end"-incentiver

	Prosent skatt på avkastning	Beløpsgrense for kvalifisert investering	Ordning (scheme)
Australia	0%	Ingen grense	Pooled Development Funds
Østerrike	0%	260 000 Sch	Individual capital gains tax
Frankrike	0%	Ingen grense	Sociétés de Capital Risques
Frankrike	0%	Ingen grense	Fonds Commun de Placement a Risques
Ungarn	0%	Ingen grense	Private Equity Scheme
Korea	0%	Ingen grense	Special Tax Treatment Control Law
Nederland	0%	50 000 NLG	Tax Compensation Scheme
Polen	Redusert	Ingen grense	Investment Tax Credits Programme
Spania	0%	Ingen grense	Fondos de Capital Riesgo
Sveits	0%	250 000 CHF	Federal Decree on Venture Capital Companies
Tyrkia	0%	Ingen grense	Risk Capital Investment Funds
Storbritannia	0%	Ingen grense	Enterprise Investment Scheme
Storbritannia	0%	100 000 GBP	Venture Capital Trust Scheme
USA	Redusert	Ingen grense	Initial Public Offering Scheme

En del land anvender også *skatteutsettelse ved reinvesteringer* for foretak og/eller individuelle investorer for å stimulere til reinvestering av kapitalgevinst i SMB eller ventureforetak (f.eks. Canada, Frankrike, Tyskland, USA og Storbritannia).

5.4 Kort om skatteincentiver i Norge

Det norske skattesystemet bygger på prinsippet om skattemessig likebehandling av ulike næringer, kapitalinntekter, selskapsformer mv. Skattemessig likebehandling vil bidra til at ressursene kanaliseres dit de kaster mest av seg. Det norske skattesystemet inneholder derfor i svært liten grad incentiver for særlige formål.

Nedenfor er enkelte skattemessige forhold som kan påvirke kapitalmarkedet kort omtalt:

Formuesskatt

Formuesskatten kan påvirke hvilket land investorer velger å bosette seg i, og dermed også i hvilket land de investerer sin kapital. Norge er et av få land som har formuesskatt. Satsene er lave, men skatten utløses ved en lav nettoformue. I dag er det ikke nøytralitet i beskatningen av ulike formuesobjekter. Dette fører til en skattemessig vridning mot investeringer i hjem og eiendommer i forhold til egenkapitalinvesteringer i næringslivet. Skatteutvalget, som skal legge fram sin innstilling i høst, har blant annet fått mandat til å vurdere endringer i formuesskatten.

Aksjer i unoterte selskaper

Den såkalte aksjerabatten i formuesskatten innebærer at ikke-børsnoterte aksjer og aksjer notert på SMB-listen (små og mellomstore foretak) verdsettes til 65 pst. av den skattemessige verdien av kapitalen i selskapet. Slike aksjer er dermed gjenstand for en lempeligere formuesbeskatning enn for eksempel bankinnskudd og aksjer i børsnoterte selskaper.

Pensjon etter skatteloven

For å stimulere til økt pensjonssparing har slik sparing en gunstig skattemessig behandling, gitt at sparingen oppfyller visse kriterier. Dette gjelder både kollektive og individuelle ordninger, og innebærer at pensjonskapitalen ikke beskattes før den kommer til utbetaling. Med åpningen for innskuddsbaserte pensjonsordninger etter skatteloven, vil trolig omfanget av private pensjonsordninger øke. En betydelig andel av pensjonsformuen er plassert i aksjemarkedet, men krav til likviditet i plasseringene begrenser plasseringene i det uorganiserte markedet.

Skattefradrag for FoU-utgifter

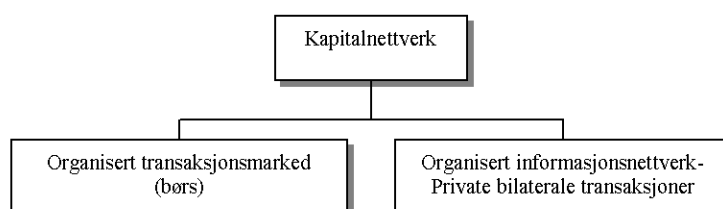
Finansiering av FoU er forbundet med svært stor risiko. For å øke den private FoU-aktiviteten er det f.o.m. 2002 innført en ordning med fradrag i skatt for forskning og utvikling (FoU) i foretakene. Ordningen er begrenset til mindre foretak, der et slikt tiltak antas å ha størst virkning. I forslaget til statsbudsjett for 2003 foreslår Regjeringen å utvide ordningen til å gjelde alle virksomheter.

5.5 Kapitalnettverk

Fordi tilgangen på fremmedkapital avhenger av tilgangen på risikokapital, er det avgjørende for kapitaltilgangen til SMB hvorvidt foretakene er begrenset til å operere i kapitalmarkedet for aktive eiere, eller om de også kan henvende seg til det antatt større markedet for passivt eierskap. Utfordringen er å gjøre SMB mer attraktive for passive investorer. Kapitalnettverk kan være et middel til å bedre risikokapitalsituasjonen for SMB gjennom å bedre likviditet og informasjonsspredning.

Kapitalnettverk er vidt definert et organisert og formelt kontaktnett der foretak med behov for kapital kan komme i kontakt med personer og foretak med behov for å plassere kapital (Knivsflå et al. 2000). Kapitalnettverk favner i det ene ytterpunktet organiserte handelsplasser der transaksjoner inngås på markedsplassen, og i det andre ytterpunktet organiserte/formelle informasjonsnettverk for spredning av informasjon der aktører kan oppnå kontakt med hverandre, men der handel skjer bilateralt utenfor kapitalnettverket, jf. fig. 24.

Figur 24 Typer av kapitalnettverk



Kilde: Basert på Knivsflå et al. (2000)

5.5.1 Organisert transaksjonsmarked

InnovasjonsMarkedet ASA opprettet et internettbasert handelssystem for første- og annenhåndsomsetning av aksjer i SMB med vekstpotensial. InnovasjonsMarkedet ble opprettet i 1997 med SIVA som stifter og eier, etter modell av InnovationsMarknaden i Sverige. I 1998 ble det gjennomført en aksjeemisjon, hvorved SIVAs eierandel ble redusert til under 50 pst.

Ideen var at foretak gjennom notering på InnovasjonsMarkedet skulle få bedre tilgang på kapital, få tilført kompetanse, nettverk, oppmerksomhet og tillit i markedet gjennom de krav som markedsplassen satt. For investorene var siktemålet at de gjennom InnovasjonsMarkedet skulle få adgang til å investere i vekstforetak på en organisert måte, med kjøp og salg gjennom et likvid marked med tilgang på pålitelig informasjon og mulighet til å spre risiko ved å investere i flere vekstforetak.

Et organisert marked for SMB vil imidlertid kun være levedyktig dersom det oppnår stor nok likviditet. Dette innebærer både å tiltrekke seg nok investorer som handler i de noterte foretakene, og å tiltrekke seg nok foretak som ønsker å være notert på markedsplassen. Disse forholdene henger gjensidig sammen. Foretak ønsker å være notert på en likvid markedsplass, og investorene ønsker å handle på likvide markedsplasser.

Utviklingen i InnovasjonsMarkedet svarte ikke til forventningene, og likviditeten i markedet var svak. Et hovedinntrykk er at skepsis overfor en ny institusjon, og uvilje til å ta risiko i en startfase, har vært et problem på begge sider i markedet. Dette kan ha vært mest fremherskende på investorsiden, men også oppslutningen fra foretakene synes å ha vært en begrensende faktor. Dette kan tenkes å ha sammenheng med skepsis fra disse foretakene til å avgi eierskap og kontroll til ukjente investorer gjennom åpne emisjoner (Knivsflå et al., 2000).

Som følge av den lave aktiviteten, er markedsplassen nå stengt, og SIVA har overtatt alle aksjene i InnovasjonsMarkedet. Framtiden til selskapet er uviss.

5.5.2 Organiserte informasjonsnettverk

Et kapitalnettverk i form av et informasjonsnettverk bedrer effektiviteten i markedet gjennom tiltak direkte rettet mot informasjonsproblemer. Et informasjonsnettverk kan anta ulike former, alt etter type informasjon som formidles.

OTC-systemet til Norges fondsmeglerforbund

Norges Fondsmeglerforbund og forbundets datterselskap, Fondsmeglernes Informasjonstjeneste AS (FINFO), administrerer et informasjonssystem for unoterte aksjer (OTC-systemet). I dette systemet kan tilknyttede medlemsforetak, i henhold til særskilte brukerregler, registrere sine kjøps- og salgsinteresser. Kjøpende megler skal registrere eventuell omsetning.

På bakgrunn av de registreringer som gjøres i systemet, distribuerer FINFO kursinformasjon hvert 15. minutt til forskjellige informasjonsdistributører (bl. a. beste kjøper- og selgerkurs og sist omsatt kurs). I tillegg til dette legges sluttkursinformasjonen ut på Fondsmeglerforbundets web-side. Denne kursinformasjonen oppdateres hver dag etter kl. 16.00.

Selskaper registreres i OTC-systemet etter anmodning fra et medlemsforetak og etter vurdering av Fondsmeglerforbundets aksjemarkedskomitee.

Fra og med 21. januar 2002 har registrerte foretak, etter særskilt standardavtale, fått anledning til å benytte et tilknyttet meldingssystem hvor foretakene selv kan distribuere kursrelevant og annen selskapsinformasjon til brukerne av OTC-systemet. De foretakene som har inngått slik avtale, og derved påtatt seg en særskilt informasjonsplikt, fremgår av en egen liste. De øvrige registrerte foretakene er ikke underlagt noen informasjonsplikt i forhold til denne kurslisten. Fra og med 3. april 2002 publiseres nyheter fra systemet og de registrerte selskapene med oppdatering hver time (*Norges Fondsmeglerforbund, 2002*).

Business Angel Networks (BAN)

Møtesteder for private investorer går internasjonalt under samlebetegnelsen Business Angel Networks. USA og Storbritannia har størst erfaring på området. De senere år har det oppstått møtesteder/nettverk i de fleste europeiske land, jf. tabell 11. Mange av dem er samlet i European Business Angel Networks (EBAN), som er en forening for erfaringsutveksling og fremme av BAN,. EBAN støttes av EVCA og EU-kommisjonen.

Tabell 11. Utvikling i antall BAN i utvalgte land

	1999	2002
Norge	0	1
Danmark	0	6
Tyskland	1	40
Frankrike	3	31
Irland	1	1
Italia	0	13
Nederland	1	2
Finland	1	1
Sverige	1	1

Storbritannia	49	50
Belgia	2	7

Kilde: EU-kommisjonen og Venturelab AS

Det finnes forskjellige typer møtesteder. De skiller seg etter forskjellige dimensjoner:

- Bredd/fokusering med hensyn til målgruppe
- Geografisk utbredelse
- Kontaktformidling/matchingmetode

De fleste studier av ulike former for BAN har konkludert med at disse har en positiv betydning for tilgangen på privat risikokapital. I en kartlegging i regi av EU-kommisjonen går det fram at det er svært få møtesteder som drives uten private eller offentlige sponsorer, og det har vist seg svært vanskelig å drive BAN på rent kommersielt grunnlag (*Reitan og Sørheim, 2002*).

Venturelab AS er nylig blitt Norges første medlem av EBAN. Venturelab tilbyr på kommersielt grunnlag entreprenører metoder for å utvikle forretningsidé og forretningsplan, samt målrettet kobling mot Venturelabs nettverk av investorer. Investorer tilbys strukturert informasjon om prosjekter tilpasset egne investeringspreferanser. Koblingsvirksomheten gjennomføres først og fremst gjennom en internettbasert (virtuell) møteplass, men også gjennom å arrangere regelmessige investeringskonferanser hvor entreprenører og investorer kan treffe hverandre personlig. I Venturelabs database er det ultimo 2002 registrert 750 entreprenører og 550 investorer (*Venturelab, 2002*).

6 Faglitteraturens syn på kapitalmarkedet for nyetableringer

Hva sier den internasjonale faglitteraturen om (i) hvorvidt nyetableringer underfinansieres, dvs. at det eksisterer et såkalt finansieringsgap, og (ii) hvordan det offentlige eventuelt kan bidra til å løse problemet?

For å svare "ja" på det første spørsmålet må det konstateres både at prosjekter ikke blir innvilget kapital, og at de *burde* ha mottatt kapital. Samfunnsøkonomisk innebærer det siste et krav om at disse prosjektene faktisk er lønnsomme, dvs. at de har en forventet avkastning som står i forhold til risikoen i prosjektet. Hvorvidt det offentlige bør forsøke å avhjelpe eventuell underinvestering, avhenger av det offentliges evne til å løse de problemene markedene ikke løser, og av hvorvidt gevinstene ved eventuelle tiltak er større enn kostnadene.

Faglitteraturen på dette området gir ingen klare svar. Litteraturen gir blant annet ikke grunnlag for å fastslå, verken teoretisk eller empirisk, at nyetableringer underfinansieres. Noen studier tyder på at så er tilfelle (*Stiglitz og Weiss, 1981, Carpenter og Petersen, 2002*), andre på at det er mer enn god nok tilgang på slik kapital (*de Meza og Webb, 1987, Black et al., 1996, Cressy, 1996*).

Noen mulige indikasjoner på et finansieringsgap:

- Nystartede foretak har en lavere gjeldsgrad enn andre tilsvarende, men etablerte foretak. Dette kan antyde at nystartede foretak står ovenfor et strammere kapitalmarked enn etablerte foretak. *Carpenter og Petersen (2002)* finner at median gjeldsgrad for små teknologibaserte foretak bare er 6%. Dette er lavere enn hos

andre små og mellomstore foretak. Blant små teknologibaserte foretak er det utstrakt bruk av egenkapital. Nyemmitert egenkapital tilsvarer 136% av verdiene i foretakene i tidlig fase. Videre utbetaler slike foretak sjelden utbytte.

- Dersom foretak vokser betydelig ved børsnotering kan det tyde på at de ikke har kunnet realisere sitt vekstpotensial i tidlig fase. *Carpenter og Petersen (2002)* viser at dette ofte er tilfellet, mange foretak dobles eller tredobles idet de går på børs.

Det kan ikke *entydig* sluttet fra disse studiene at tilgangen på kapital i tidlig fase er for liten. Resultatene fra studiene kan også være forårsaket av at entreprenørene i stor grad ønsker å beholde kontrollen, og derfor ikke ønsker at andre investorer skal involveres i foretaket.

Indikasjoner på at det ikke eksisterer et finansieringsgap vil være:

- At andelen av nystartede foretak som overlever øker i nedgangstider, eller når rentenivået øker. En slik sammenheng tyder på at de marginale prosjektene, dvs. de som bare finansieres når tilgangen til kapital er stor og billig, har lavere lønnsomhet enn de øvrige prosjektene. *Black et al. (1996)* og *Cressy (1993)* finner at flere nystartede foretak overlever dersom de er etablert hhv. i nedgangstider og i perioder med høye renter.

Som det fremgår gir faglitteraturen ikke grunnlag for å fastslå at nyetableringer systematisk underfinansieres. Den gir imidlertid noen anbefalinger mht. hvilke virkemidler som kan benyttes dersom det offentlige ønsker å stimulere tilgangen av venturekapital. Ved inn gripen kan flere typer virkemidler være aktuelle, både juridiske/regulatoriske og økonomiske. I det følgende vil vi fokusere på økonomiske virkemidler.

En mulig tilnærming når det gjelder økonomiske virkemidler, er å skille mellom generelle og selektive virkemidler.

Generelle virkemidler

Generelle virkemidler beskriver tiltak som rettes mot alle som tilfredsstillers visse, generelle kriterier. Utgangspunktet for valg av generelle ordninger er at en antar at investorene og foretakene selv er de beste til å vurdere valg av investeringer innenfor de prosjektene som er i "målgruppen", mens det offentlige står overfor et informasjonsproblem.

Generelle virkemidler som skatteincentivordninger innebærer vanligvis et mye større proveny tap enn ved selektive ordninger, fordi en i større grad også støtter virksomhet som ville vært gjennomført uten støtte. For å kompensere bortfallet i statens inntekter, må skattenivået i økonomien ellers være høyere, noe som har en negativ effekt på verdiskapingen. Denne verdiskapingskostnaden undervurderes gjerne. At ordningen blir dyr kan også medføre at den ikke kan gjennomføres i tilstrekkelig stort omfang, slik at virkemiddelet blir mindre treffsikkert. Når alle får støtte, har en ikke råd til å gi så store beløp/skattelettelser til hver enkelt investor, og betydningen av støtten blir mindre.

Selektive virkemidler

Det som karakteriserer selektive tiltak er:

- midlene tildeles etter bestemte kriterier,
- en må søke om å få tildelt midlene,
- det foregår en individuell vurdering av søknadene,
- virkemiddelet har spesifiserte overordnede målsettinger.

Fordelen med denne typen virkemidler er at en kan kontrollere hvem som får tildelt midler, og en kan forsøke å unngå at det blir tildelt midler til prosjekter som vil bli gjennomført uansett. Ved at det blir færre mottakere av støtten, kan beløpet økes til de utvalgte innenfor samme, eller til og med redusert ramme. Dette impliserer et billigere og forhåpentligvis mer målrettet virkemiddel. Med et slikt virkemiddel kan en lettere drive motkonjunkturpolitikk, ettersom totalbeløpet kan varieres fra år til år, og det er lettere å avvikle for eksempel et støtteprogram enn en skatteregel. Motkonjunkturpolitikk forutsetter imidlertid svært god informasjon. Ved valg av selektive virkemidler øker også de administrative kostnadene.

Styringsproblemer er et fundamentalt begrep når det gjelder selektive virkemidler. En fare er at markedssvikten erstattes med styringssvikt. Informasjonen om markedspotensial, muligheter, behov, mangler ved eksisterende teknologi og mål for forbedringer, og ikke minst individers og organisasjoners vilje og evne til gjennomføring av prosjekter, vil være skjev fordelt mellom tildeler og mottaker av støtte. Dette innebærer at ikke bare det private kapitalmarkedet kan under- eller overinvestere. Selektive virkemidler vil også kunne virke konkurransevridende og konserverende på eksisterende næringsstruktur. Offentlige bevilgninger kan styre foretakenes prioriteringer og dermed næringsutviklingen i regionene.

I forhold til ovennevnte styringsproblemer har man imidlertid en del erfaringer som gir noe informasjon om hva myndighetene bør og ikke bør gjøre (*Lerner, 2002*):

- (1) På 60- og 70-tallet i USA kom en betydelig andel av venturekapitalen fra "small business investment companies" (SBICs). SBICs var investeringsfond som hadde offentlige risikogarantier. Sektoren kollapset fordi SBICs jevnt over gjorde dårlige investeringer. Observatører har ment at årsaken til dette var at SBICs hadde for dårlige incentiver til å undersøke og følge opp investeringsprosjektene fordi de i liten grad stod overfor noen tapsrisiko.
- (2) Det er betydelig risiko og store informasjonsproblemer ved tidligfaseinvesteringer. Det innebærer også at offentlige myndigheter vil stå overfor betydelige utfordringer dersom det offentlige selv skal foreta denne typen investeringer. Det er derfor grunn til å se på hvordan ventureforetak opererer, når en eventuell offentlig politikk skal stakes ut. Viktige rettesnorer fra det private er: (i) tilrettelegge for fleksibilitet i prosjektet ettersom markedsf forhold el. endres, (ii) aktiv oppfølging av investeringen for eksempel gjennom å holde styreverv i de aktuelle foretakene, for derved å redusere sløsing med ressurser, (iii) evaluere prosjekter på grunnlag av foretakets tidligere evne til å levere resultater, og til å bruke offentlige midler produktivt, (iv) evaluere prosjektsledelsens erfaring, produktstrategi og ambisjoner om privat finansiering, (v) unngå foretak som er involvert i rettslige tvister.
- (3) Offentlige forskningsbevilgninger kan som regel ikke benyttes til kommersialisering av forskning. For å unngå at slike restriksjoner forhindrer kommersialisering kan man innføre en ordning der ubrukte forskningsmidler kan overføres til nye forskningsprosjekter. Dermed kan et foretak gå raskt inn i en kommersialiseringsfase uten å miste midler, og uten at offentlige midler blir benyttet til kommersialisering.
- (4) Det er tegn til at ventureforetak går i flokk, dvs. konsentrert om visse bransjer. En årsak til dette kan være den store usikkerheten forbundet med vurdering av nyetableringer. Andres atferd kan i slike situasjoner gi et signal om hvilke typer

investeringer som er lønnsomme. Dersom offentlige instanser har kompetanse til å identifisere prosjekter som er lovende både faglig og finansielt, vil det å gi offentlig støtte til slike prosjekter kunne fungere som en form for ”sertifisering”. På den måten kan man dirigere markedet mot nye, lønnsomme sektorer. Dette krever imidlertid høyt faglig nivå i de offentlige instansene som skal foreta denne ”sertifiseringen”.

- (5) En mengde studier tyder på at den samfunnskomiske fortjenesten av forskning er større enn den privatøkonomiske (*Griliches, 1992, Jaffe, 1996*), spesielt for små foretak (*Jewkes, et al., 1958, Mansfield, et al., 1977*). Dette gir grunnlag for offentlige investeringer i forskning og utvikling. Det er imidlertid sentralt at de offentlige beslutningsmyndigheter er i stand til å identifisere gode forsknings- og utviklingsprosjekter.
- (6) Det foreligger alltid en risiko for at offentlige subsidier gir ineffektive løsninger. Det er spesielt viktig at de offentlige myndighetene bevarer en uavhengighet i forhold til de aktørene de finansierer. En måte å bidra til en slik uavhengighet er å gjøre det vanskelig og dyrt for potensielle lobbyister å identifisere og påvirke dem som tar investeringsbeslutningene. *Lerner (1999)* tilskriver noe av SBRI-programmet i USA sin relative suksess til det faktum at beslutningstakerne i programmet var fordelt over flere offentlige enheter. Denne organiseringen gjorde det kostbart og vanskelig å påvirke beslutningstakerne i dette programmet.
- (7) Den største delen av den private venturekapitalen går ikke til tidligfaseprosjekter. I USA utgjør tidligfaseinvesteringer ca 20% av de totale ventureinvesteringene (*BVCA³, 2000*). Det er derfor mulig at de private ventureforetakene ikke i tilstrekkelig grad løser investeringsproblemene i tidlig fase. Det er imidlertid uklart hvordan det offentlige skulle kunne løse disse informasjonsproblemene på en bedre måte.
- (8) *Carpenter og Petersens (2002)* hovedkonklusjon er at bruk av egenkapital er en bedre måte å finansiere tidligfaseprosjekter enn bruk av gjeld. Dette innebærer at en trenger velfungerende egenkapitalmarkeder for disse prosjektene. NASDAQ og NASDAQ Small Cap børsene bidrar til et slikt marked ved å stille lavere krav til foretakene på børs enn det som er vanlig ved børser for mer etablerte foretak.

Ovenfor har vi beskrevet etterspørsels- og tilbudssiden i kapitalmarkedet, rammebetingelser og faglitteraturens syn på kapitalmarkedet for nyetableringer. I det følgende vil foreta sammenfattende vurderinger av finansielle vilkår for nyetableringer i Norge, og implikasjoner for det offentlige.

7 Sammenfattende vurderinger av kapitalmarkedet for nyetableringer

7.1 Tilbudssiden

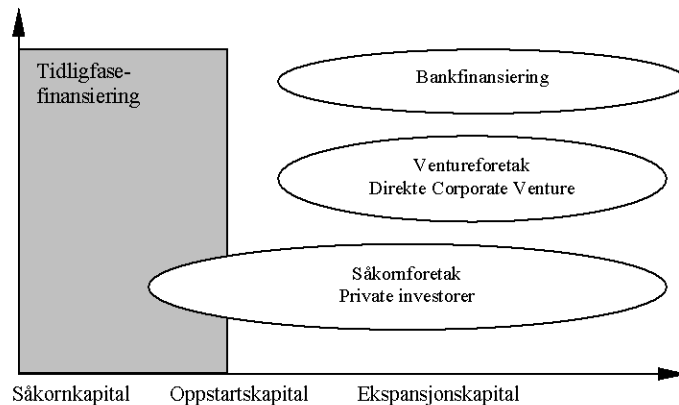
Fokus for denne studien har vært gruppen av nyetablerte foretak med stort vekst- og verdiskapingspotensial. For denne gruppen vil det være særlig utfordringer både til tilgangen på den ønskede mengde kapital i foretakets ulike utviklingsstadier, og prisingen av denne.

³ British Venture Capital Association.

7.1.1 Kapitalkilder i forhold til foretakets utviklingsstadier

Figur 25 viser på hvilket tidspunkt i foretakets utvikling som de enkelte markedsaktørene typisk vil kunne være en aktuell kapitalkilde.

Figur 25 Aktørenes dekning av foretakets utviklingsstadier



Bankene

Bankene er svært fokusert på pantesikkerhet og inntjening. Bankene spiller en framtrødende rolle først i foretakenes ekspansjonsstadium. Det er svært sjelden at banker engasjerer seg på eiersiden i foretak.

Banker som satser innenfor nyskapingfeltet er opptatt av at det er private investorer eller profesjonelle eiere involvert. Dette fordi deltakelse fra slike aktører reduserer bankens risiko og behov for oppfølging. Både private investorer og ventureforetak hevder at det er problematisk å få bankene inn tidlig nok i prosjektene, noe som setter unødige krav til oppfølgingsinvesteringer. For bankene er det problematisk å ha den innsikt og ekspertise som er nødvendig for å vurdere høyteknologiske nyetableringer.

Private investorer

Private investorer er en viktig risikokapitalkilde fordi de har klare preferanser i retning av tidligfaseinvesteringer i foretak i geografisk nærhet. Dette gjelder også i forhold til foretak som faller utenfor såkorn-/ventureforetakenes krav til avkastning og vekst. Investeringer fra private investorer vil også virke utløsende i forhold til bankfinansiering.

Det profesjonelle segmentet av investorer tilbyr kompetent kapital. Norske investorer er imidlertid totalt sett mindre aktivt involvert i foretakene enn utenlandske investorer. Potensialet for investeringer er mye større enn den faktiske investeringsaktiviteten. I Norge er det totale kapitaltilbudet fra private investorer bare litt større enn kapitaltilbudet fra ventureforetakene. I USA og Storbritannia utgjør private investorer "bærebjelken" i venturemarkedet, og representerer et kapitaltilbud som anslagsvis er 4-6 ganger større enn tilbudet fra formelle ventureaktører.

Så Kornforetak

Så Kornforetakene gjør en viktig jobb når det gjelder å tilby risikokapital i tidlig fase. Det må vurderes som positivt at det med offentlig medvirkning har skjedd en regionalisering av denne type foretak. Så Kornforetakene ser det som viktig at det er et samspill med andre ventureaktører. Ikke minst er det viktig at det kommer inn andre aktører som kan "ta over" porteføljeforetakene både når det gjelder oppfølging av disse, og gjennom å gi så Kornforetakene en exit. Dagens venturemarked fungerer ikke som et "stafettløp", men som et løp der aktørene starter på ulike tidspunkt, men kommer i mål (exit) samtidig. For så Kornforetakene innebærer dette at de må binde opp kapital for en lengre tidshorisont enn de ønsker.

Ventureforetak og Direkte Corporate Venture (DCV)

Ventureforetak/DCV er kapitalkilder først og fremst når foretak kommer til ekspansjonsstadiet. Som for så Kornforetakene representerer de et betydningsfullt kompetansetilfang i utviklingen av porteføljeforetakene. Disse foretakene får et svært kraftfullt instrument til rådighet, med stor grad av oppfølging og bidrag til utvikling av foretakene.

Risikokapital fra ventureforetak/DCV er et tilbud for foretak med potensial for særlig høy vekst. Det er et entydig bilde at venturemiljøene har ekstremt høye avkastningskrav. Dette medfører en svært lav aksepterte i forhold til etterspørselen. Dette betyr at det vil være en relativt stor mengde foretak som har behov for kapital, men som ikke tilfredsstillt ett eller flere av kriteriene som disse tilbydere har definert.

Direkte Corporate Venture utgjør ca. 10 % av investeringsvolumet til de uavhengige ventureforetakene. For at den relative betydningen av DCV skal øke, må det trolig skje en forandring i den norske industristrukturen. For det første må teknologiintensiv industri øke sin andel av den totale industrien, for det andre må det bli flere store foretak som kan være i stand til å avsette nok ressurser til å engasjere seg i denne type virksomhet.

7.1.2 Lite utbygd venturenæring

Ofte maksimerer ventureforetak avkastning og minimerer risiko gjennom å avgrense investeringsaktiviteten til teknologiske nisjer. Norge har en relativt sett lite utbygd venturenæring, og risikoen er derfor større for at gode prosjekter ikke får finansiering fordi kapitaltilbydere mangler kompetanse og innsikt til å vurdere og følge opp prosjekter som faller utenfor ventureforetakenes avgrensede segmenter.

Det er heller ikke hensiktsmessig for norske ventureforetak å bygge opp kompetanse på teknologiområder hvor det er lite tilfang av prosjekter. Slike nisjeprosjekter vil kunne finne finansiering utenlands, men skal prosjektene lokaliseres til Norge, vil normalt utenlandske ventureforetak ha som forutsetning at et norske ventureforetak, med den nødvendig ekspertise, samfinansierer og står for den løpende oppfølgingen av prosjektet. Dersom slik lokal forankring mangler, vil prosjektet typisk flyttes til utlandet.

7.1.3 Regionale forhold

Private investorer opererer relativt lokalt, men det er god geografisk spredning på investorene. Så Kornforetakene opererer i større grad regionalt. Ventureforetakene har i liten grad geografiske begrensninger, men investeringene er i stor grad konsentrert til visse regioner. Dette skyldes trolig regionale forskjeller i tilfanget av innovative prosjekter med stort potensial.

7.1.4 Konjunkturforhold er opphav til svikt i private equity-markedet

Konjunkturer skaper svingninger i private-equity-markedet. Dette ser en i utviklingen over de siste to årene, der en gikk fra en periode med stor konkurranse om å tilby finansiering, til kapitaltørke i 2002. Dette har to konsekvenser:

- For det første vil man oppleve at ”dårlige” prosjekter får finansiering i gode tider, mens ”gode” prosjekter ikke får finansiering i dårlige tider. Dette er tilfeldighetenes spill som ikke er egnet til å fremme entreprenørskapsånden.
- For det andre påvirker konjunktorene tilbydernes plassering i forhold til hvilken fase de investerer i. Man kan si at aktørene ”sklir” horisontalt. I en høykonjunktur vil aktørene bli presset mot tidligfaseinvesteringer, fordi det er større konkurranse om prosjektene, mens de beveger seg lenger ut i utviklingsløpet ved lavkonjunktur. Dette kan føre til konjunkturmessige ”hull” i markedet.

I Europa utgjør banker og pensjonsfond hovedtyngden av investorene i ventureforetak. I Norge utgjør disse en svært liten andel. For privatpersoner er forholdet motsatt. Da institusjonelle investorer normalt er langsiktige i sine investeringer, mens privatpersoner typisk er mer konjunkturfølsomme, kan dette indikere at det norske private-equity markedet er mer konjunkturfølsomt enn hva tilfellet er i andre land.

7.2 Eterspørselssiden

7.2.1 Mangel på kommersielle ideer med vekstpotensial

Størsteparten av nyetableringene i Norge er lavteknologiske levebrødsforetak. Disse representerer en viktig fornyelse av den nasjonale foretaksporteføljen, og de bidrar til et forbedret vare- og tjenestetilbud og generell dynamikk i næringslivet. Levebrødsforetakene vil imidlertid ikke ha det store potensialet eller ambisjoner for videre vekst eller verdiskaping. Dette gjør at de heller ikke har et særskilt stort kapitalbehov. De fleste av disse foretakene etableres med egne midler.

En begrenset gruppe av nyetableringene (6,5 pst) har vekstambisjoner. Det er et problem at ikke flere nyetablerere har vekstambisjoner, både i forhold til kunnskapsintensitet og verdiskaping.

7.2.2 Mangel på ledelses-/kommersialiseringskompetanse

Normalt gir investorene uttrykk for at entreprenøren har rimelig god kompetanse på produkt og teknologi. Prosjektvurderinger dreier seg om hvorvidt teknologien og produktideen har et markedspotensial, og hvorvidt entreprenøren eller foretaket vil være i stand til å utnytte dette. Det som oftest viser seg å medføre at man ikke investerer, eller som skaper problemer etter at man har investert, er at entreprenøren eller foretaksledelsen mangler innsikt og kompetanse til å kommersialisere foretakets produkter eller tjenester.

7.2.3 Mangel på kunnskap om kapitaltilbydere

Nyetablerte foretak gir uttrykk for at de har liten oversikt over offentlige tilskudds- og støtteordninger. Dette er et gjennomgående problem som stiller store krav til markedsføring og kontaktflate for førstelinjetjenesten, da særlig i kommunale næringssetater, SND og bankvesenet.

Det skorter også på entreprenørens kunnskaper om private kapitaltilbydere. Dette kan føre til problemer i forhold til å få tilgang på rett type finansiering, til rett tid og til rett pris. Manglende kunnskap om kapitaltilbydernes behov for og bruk av risikostyringsinstrumenter

og exitstrategi, kan føre til at kontraktsforhandlinger bryter sammen, og finansiering uteblir.

7.3 Mangel på entreprenørskapskultur

Aktørene i det norske kapitalmarkedet er av den oppfatning at det genereres for få investeringsklare ideer/prosjekter innenfor både de kompetanseintensive næringene og fra forsknings- og utviklingsmiljøene i Norge. Det synes å være behov for bedre incentivsystemer både mot entreprenører generelt, mot forskere og ikke minst mot ansatte med kommersielle ideer ute i næringslivet. Når det gjelder fagmiljøene må disse oppleve at de får mer igjen for å bidra til at forskningen blir kommersialisert. Videre bør en legge opp til incentiver for de ulike fagmiljøer/forskningsmiljøer når det gjelder tettere samarbeid med ulike typer egenkapitalaktører.

Det er nødvendig å gå nærmere inn i holdningene til entreprenørskap i det norske samfunn, og ikke minst å stimulere miljøer med høy utdanning og FoU-institusjonene i retning av knoppskyting. Dette vil stille krav til randsoneraktiviteter som forskningsparker og inkubatormiljøer. Det er i skjæringspunktet teknologi, økonomi og markedsforskning at mange av de nye ideene får et reelt kommersielt innhold.

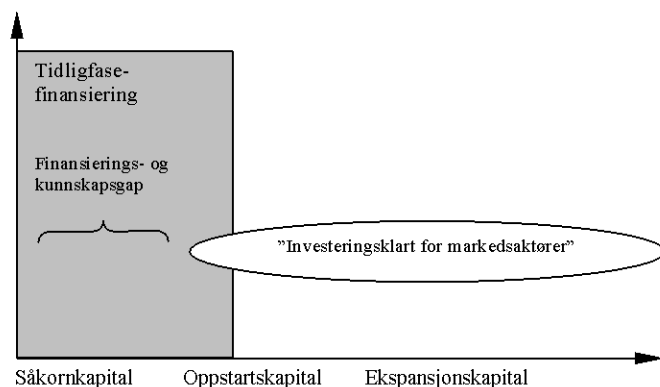
Vi kan her lære erfaringer gjort i Sverige bl. a. ved Chalmers Tekniska Högskola og deres entreprenørskole. Her har man erkjent at forskere i FoU- miljøene ofte ikke er interessert i å være frontfigurer ved kommersialisering av ny teknologi. Man forsøker derfor å rekruttere studenter med entreprenøriell drivkraft som i samhandling med fagmiljøer skal kommersialisere ny teknologi. Dette har resultert i et betydelig antall ”spin offs”, som i stor grad blir oppfattet som interessante blant regionens ventureforetak.

Vi ser her at det er behov for en bred og solid skolering av entreprenører i forhold til kunnskap om hva som kreves for å drive et foretak.

7.4 Implikasjoner for kapitalvirkemidler

Som det fremgår av den internasjonale faglitteraturen på området, kan en stille spørsmålstegn ved hvorvidt nyetableringer faktisk underfinansieres i en samfunnsøkonomisk forstand. Deler av fagmiljøet peker imidlertid på at det kan være indikasjoner på at vekstforetak har problemer med å skaffe finansiering, særlig i tidlig fase. Som kapitlene 3 og 4 viser så er det flere norske studier, i hovedsak spørreundersøkelser, som antyder at ikke alle gode prosjekter får ønsket finansiering. Det fremkommer nokså *entydige* signaler fra markedsaktørene om at såkornfinansiering er særskilt problematisk. Det synes som om det er mangelfullt med effektive virkemidler for å drive nyskappingsprosjektene fra idèstadiet til det som kan kalles et investeringsklart prosjekt, jf. fig. 26.

Figur 26 Indikasjoner på et kunnskaps- og finansieringsgap i det norske kapitalmarkedet



Som diskutert innledningsvis er ikke surveyundersøkelser alene tilstrekkelig til å *fastslå* at vi har et "finansieringsgap" i Norge, og en bør dermed være noe forsiktig når en skal vurdere offentlige inngrep i dette markedet.

Fagmiljøene er stort sett enige om at forskning og utvikling gir positive eksterne effekter som foretakene ikke tar hensyn til når de foretar sine investeringsbeslutninger. Fagmiljøene peker videre på at nystartede vekstforetak vil ha en større tilbøyelighet enn etablerte foretak til å underinvestere i FoU, fordi de ikke har ressurser til å sikre resultatene sine gjennom patenter og lignende.

Disse faktorene tilsier at eventuelle offentlige kapitalvirkemidler bør konsentrere seg om å identifisere tidligfaseprosjekter med sterke innslag av forskning og utvikling.

Såkornfinansiering

I såkornfasen vil det i mange tilfeller være svært vanskelig å tiltrekke seg risikokapital da investorene, både private investorer og såkornforetak, ønsker at noe av den teknologiske risikoen skal være avklart. Dette betyr at prosjektene i denne fasen i stor grad må finansieres med egne midler fra entreprenøren og gjennom offentlige tilskudd. Det offentlige bør derfor i større grad prioritere denne fasen. Ved siste evaluering av Statens nærings- og distriktsutviklingsfond (SND) anbefaler evaluatorene en dreining i SNDs virksomhet i retning av større fokus på å stimulere innovasjonsprosjekter og tidlig fase-incentiver, med større vekt på å søke etter og foredle prosjekter (Arnold et al., 2000). Dette er anbefalinger som harmonerer godt med funnene i denne studien.

Finansiering i oppstarts- og ekspansjonsstadiet

De regionale såkornfondene representerer et viktig bidrag når det gjelder tidligfase-finansiering av foretak med stort vekstpotensial. Enkelte av såkornfondene er nå nærmest fullinvestert. For å opprettholde den kompetansen som er opparbeidet i disse foretakene, er det viktig at disse blir tilført ny kapital. I dagens marked vil det antagelig være svært vanskelig å få til dette uten offentlig medvirkning.

Ventureforetakene har en tendens til å løpe i flokk. Dette tilsier at det offentlige bør unngå å investere i flokk med andre, og i stedet søke å identifisere "uoppdagede" bransjer som har betydelig vekstpotensial. Det statlige fond til fond- investeringsselskapet *Argentum* er blant annet opprettet for å bidra til å etablere ventureforetak med et annet bransjefokus enn de som eksisterer i dag.

Et annet kjennetegn ved venturenæringen er at den er svært konjunkturavhengig, dette fører til overinvesteringer i oppgangstider, og tilnærmet "tørke" i nedgangstider. Mye tyder derfor på at de private aktørene ikke evner å være langsiktig nok sett fra et samfunnsperspektiv, og at det offentlige dermed kan spille en rolle ved å jevne ut aktiviteten. En kan imidlertid stille spørsmålsteget ved om det offentlige vil være i stand til å endre sin aktivitet raskt nok til å fylle en slik rolle, gitt de raske endringene som kjennetegner dette markedet.

Den rolle som *SND Invest AS* har spilt så langt har vært svært viktig fordi de har investert mer og i flere regioner enn andre aktører. De har hatt et noe lavere krav til avkastning, generelt sett bredere investeringsfokus og vært mer langsiktige og mindre følsomme for konjunktursvingninger. Videre oppfattes selskapet av andre ventureforetak som en annerledes men solid aktør. Dette gjør at en bør vurdere å videreføre det apparatet man har etablert gjennom SND Invest-systemet.

Når en ut i fra de ovennevnte prioriteringer velger å foreta direkte offentlige investeringer, bør prosjektene vurderes ut fra samme kriterier som det venturenæringen legger til grunn. Dette innebærer bl.a. vurderinger av hvorvidt foretaksledelsen har den nødvendige økonomisk/administrative kompetansen, og hvorvidt disse har vært i stand til å levere gode resultater tidligere.

Mange foretak og bransjegrupper blir ikke oppfattet som interessante av venturekapitalistene. *SND* spiller derfor fortsatt en viktig rolle når det gjelder å redusere kostnader på kapital og sikre tilgang på kapital, både bransjevis og regionalt. Her vil foretak med god vekst og lønnsomhetspotensial, men som ikke tilfredsstillende ventureforetakenes krav til verdiøkning, kunne få finansiering.

7.5 Nettverk

Nasjonale og internasjonale studier bekrefter at private investorer spiller en viktig rolle i nyetablerte prosjekter med vekstambisjoner. Men samtidig har studiene pekt på at det er imperfeksjoner i markedet, mange investorer finner ikke interessante prosjekter og interessante prosjekter finner ikke investorer. For å løse disse problemene har man i en rekke land i Europa og USA opprettet ulike former for formaliserte møtesteder for investorer og entreprenører. Det offentlige bør derfor støtte opprettelse av regionale og nasjonale nettverk av private investorer (Business angel networks) som fortrinnsvis bør etableres i samarbeid med regionale såkornfond, innovasjonsselskaper eller lignende. Det viktige er imidlertid at nettverkene etableres av og med en dedikert gruppe av private investorer.

7.6 Rammebetingelser

Skatt

Skatteincentiver for venturekapital kan deles inn i to hovedgrupper:

- "*Front-end*"- *incentiver*, der kvalifiserte investeringer gir investoren redusert inntektskatt i det de foretas.
- "*Back-end*"- *incentiver*, som gir en skattemessig gunstig behandling av avkastningen av investeringen.

Under begge typer ordninger vil en trolig også subsidiere investeringer som uansett ville ha funnet sted. Den første typen ordning belønner alle typer investorer, men kan lede til stor

grad av investeringer som er motivert ut fra ønsket om å unngå beskatning, og ikke ut fra en vurdering av risiko og forventet avkastning ved prosjektet.

Den andre typen belønner bare suksessfulle investeringer, og trekker dermed i retning av en riktigere utvelgelse av investeringer. Men fordi denne typen ordning innebærer større risiko for investorer, kan den motivere færre ventureinvesteringer samlet sett, og spesielt i den tidligste fasen der risikoen er høyest. Dersom en ønsker å stimulere tilgangen av kapital til denne fasen, tilsier ovennevnte at et selektivt virkemiddel kan være et mer effektivt virkemiddel enn skatteincentiv.

I denne studien har vi ikke sett på hvordan institusjonelle og regulatoriske ordninger i risikokapitalmarkedet kan bidra til et mer velfungerende privat marked for finansiering av tidligfaseinvesteringer. Dette bør en i tillegg til skatteintensiver vurdere nærmere når en skal se på hvordan det offentlige kan bidra til et så velfungerende kapitalmarked som mulig.

8 Konklusjoner

Størsteparten av nyetableringer i Norge er lavteknologiske levebrødsforetak. De fleste av disse foretakene etableres med private midler. En begrenset gruppe av nyetablerere (6,5% i *Borch et al. (2002)*) har vekstambisjoner. Det er prosjektgruppens klare anbefaling at foretak med vekstambisjoner og vekstpotensial bør stå i fokus for det offentlige virkemiddelapparatet. Vi er også av den oppfatning at det offentliges rolle er klarere jo tidligere en er i foretakets livssyklus, og at en derfor innenfor rammen av stramme budsjetter bør prioritere prosjekttilskuddsordninger og nettverksbygging rettet mot såkornfasen. I tillegg bør en fokusere på det offentliges rolle som bygger av entreprenørkultur og infrastruktur. Her vil incentiver til kommersialisering av ideer i FoU-miljøene og knoppskyting i næringslivet sammen med tilrettelegging av ulike kapitalnettverk som BAN være viktig.

9 Appendix

9.1 Figuroversikt

FIGUR 1	TYPER FINANSKAPITAL	8
FIGUR 2	KJENNETEGN VED DET UORGANISERTE RISIKOKAPITALMARKEDET	10
FIGUR 3	SMB-SEGMENTET OG FOKUS FOR DENNE STUDIE.....	12
FIGUR 4	VEKSTFORETAKETS UTVIKLINGSSTADIER.....	12
FIGUR 5	KAPITALBEHOV VED HØYTEKNOLOGIETABLERING	13
FIGUR 6	INNDELING AV RISIKOKAPITALMARKEDET	21
FIGUR 7	VENTUREKAPITAL OG ANNEN PRIVATE EQUITY.....	22
FIGUR 8	PRIVATE EQUITY-STRØMMER	23
FIGUR 9	RISIKO OG KAPITALBEHOV UNDER FORETAKS UTVIKLING	24
FIGUR 10	VANLIG ORGANISERING AV VENTUREFORETAK	28
FIGUR 11	VENTUREKAPITALSPIRALEN	30
FIGUR 12	PRIVATE EQUITY -INVESTINGER 1995-2001 (MNOK)	33
FIGUR 13	PRIVATE EQUITY STRØMMER GJENNOM VENTUREFORETAK I 2001 (MNOK).....	34
FIGUR 14	PRIVATE EQUITY INVESTINGER FORETATT AV VENTUREFORETAK I 2001 I PROSENT AV BNP.....	34
FIGUR 15	FORDELING AV UTENLANDSINVESTINGER FORETATT AV NORSKE VENTUREFORETAK I 2001	35
FIGUR 16	FINANSIERING AV NORSKE OG EUROPEISKE VENTUREFORETAK I 2001.....	35
FIGUR 17	ORGANISERING AV DIREKTE CORPORATE VENTURE	36
FIGUR 18	OMFANGET AV DIREKTE CORPORATE VENTURE 1997-2000	37
FIGUR 19	DVC-AKTIVITET FORDELT PÅ BRANSJE(MNOK)	38
FIGUR 20	FORVENTET PERIODE FRA INVESTERING TIL EXIT	40
FIGUR 21	VENTUREFORETAKENES INVESTINGER FORDELT PÅ INVESTERINGSSTADIER....	41
FIGUR 22	PRIVATE EQUITY-INVESTINGER I NORGE OG I EUROPA FORDELT PÅ STADIER ..	42
FIGUR 23	ANTALL PRIVATE EQUITY-INVESTINGER AV VENTUREFORETAK 1995-2001.....	43
FIGUR 24	TYPER AV KAPITALNETTVERK.....	49
FIGUR 25	AKTØRENE DEKNING AV FORETAKETS UTVIKLINGSSTADIER.....	55
FIGUR 26	INDIKASJONER PÅ ET KUNNSKAPS- OG FINANSIERINGSGAP I DET NORSKE KAPITALMARKEDET.....	59

9.2 Tabelloversikt

TABELL 1.	TOTALT KAPITALBEHOV VED ETABLERING AV HØYTEKNOLOGIFORETAK.....	14
TABELL 2.	EIERSTRUKTUR I NYETABLERINGER MAI-JUNI 2002	18
TABELL 3.	GJENNOMSNIITTLIG KAPITALBEHOV PÅ 1 OG 3 ÅRS SIKT	18
TABELL 4.	BARRIERER FOR VIDERE UTVIKLING VED TEKNOLOGIETABLERINGER	19
TABELL 5.	KATEGORIER AV PRIVATE INVESTORER.....	25
TABELL 6.	AVKASTNINGSKRAV HOS VENTUREFORETAK.....	32
TABELL 7.	SAMMENHENGEN MELLOM AVKASTNING OG EXITMETODE.....	39
TABELL 8.	FORDELER OG ULEMPER VED BØRSINTRODUKSJON OG INDUSTRIELT SALG.....	40
TABELL 9.	SKATTEINCENTIVORDNINGER SOM INNEBÆRER FRADRAK FOR SELVE INVESTERINGEN I SKATTBAR INNTEKT – SÅKALTE "FRONT-END"- INCENTIVER	47
TABELL 10.	SKATTEINCENTIVER SOM INNEBÆRER SKATTEMESSIG GUNSTIG BEHANDLING AV AVKASTNINGEN PÅ KVALIFISERTE INVESTERINGER - SÅKALTE "BACK-END"- INCENTIVER	47
TABELL 11.	UTVIKLING I ANTALL BAN I UTVALGTE LAND.....	50

Referanser

- Arnold, E. *et al.* (2000), 'Evaluering av SND: 1993-1999', Technopolis, Albatross Consulting og STEP-gruppen.
- Black, J., de Meza, D. og Jeffrey, D. (1996), 'House prices, the supply of collateral and enterprise economy', *Economic Journal*, vol. 106, s. 60 – 75.
- Bolkesjø, T. (2001), 'Nyetableringer i Oslo og Akershus 1998-2000-Innovasjon, entreprenørmiljøer og virkemiddelapparatets funksjon', Rapport, Telemarksforskning, Bø.
- Borch, O. J. *et al.*, (2002), 'Kapitalmarkedet for nyetablerte foretak – en studie av etterspørsels- og tilbudssiden', *KPB-rapport nr. 1/2002*.
- Boye, K. og Kinserdal, A. (1992), 'Små og mellomstore foretak i Norge – en analyse av betydning, lønnsomhetsforhold og kapitalforhold. Utfordringer. Forslag til tiltak'. *SNF-rapport 87/92 Del II Rapport*.
- Bullvåg, E. *et al.* (2001), 'Global Entrepreneurship Monitor. Entreprenørskap i Norge 2001', Handelshøgskolen i Bodø.
- BVCA (2000), 'Report on investment activity (1999)', British Venture Capital Association, May.
- Bygrave, W. (1996), 'How Venture Capitalists work out the financial odds', *Financial Times suppl. Mastering enterprises*, 2. desember 1996.
- Carpenter, R. og Petersen, B. (2002), 'Capital market imperfections, hi-tech investment, and new equity financing', *Economic Journal*, vol. 112, s. 54 – 72.
- Cressy, R. C. (1993), 'The startup tracking exercise: Third year report', The National Westminster Bank of Great Britain, November.
- Cressy, R. C. (1996), 'Are business startups debt-rationed?' *Economic Journal*, vol. 106, s. 1253 – 70.
- Christensen, H. og Lystad L.P. (1990), 'Etablering av teknologiforetak. Snublestener og suksessfaktorer', Universitetsforlaget AS, Oslo.
- Ernst & Young (1994), 'Riskkapital till små och medelstora företag i Norden', Ernst & Young.
- EU-kommisjonen (2002), 'Meddelande från Kommissionen til Rådet och Europaparlamentet om genomförandet av handlingsplanen för riskkapital', KOM (2002) 563 slutlig.
- EVCA (2000), '1999 Yearbook, European Private Equity & Venture Capital Association', Belgia.
- EVCA (2001), '2000 Yearbook, European Private Equity & Venture Capital Association', Belgia.

- EVCA (2002), '2001 Yearbook, European Private Equity & Venture Capital Association', Belgia.
- Fiet, J. (1995 b), 'Reliance on Informants in the Venture Capital Industry', *Journal of Business Venturing*, 10, s. 195 - 223.
- Frear, J. og Wetzel, W. (1990), 'Who Bankrolls High-Tech Entrepreneurs?', *Journal of Business Venturing*, 5, s. 77 - 89.
- Gjærum, P. I. og Johnsen, T. (1996), 'Venturekapital, institusjonelle investorer og FOU i SMB', *SNF-rapport 95/96*.
- Gompers, P. og Lerner, J. (1999), *The Venture Capital Cycle*, MIT press, Cambridge, Massachusetts.
- Griliches, Z. (1992), 'The search for R&D spillovers.' *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 94, s. 29 - 47.
- Harrison, R. T. og Mason, C. M. (1992 b), 'The roles of investors in entrepreneurial companies: a comparison of informal investors and venture capitalists', I.N.C. Churchill *et al.* (red.), *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Babson College, MA.
- Harrison, R. T. og Mason, C. M. (1992), ' International perspectives on the supply of informal venture capital', *Journal of Business Venturing*, 7, s. 459 – 475.
- Hay, D. og Morris, J. (1991), *Industrial and Organisation Theory and Evidence*, Oxford University Press.
- Hellmann, T. (1997), 'Some Thoughts on the Theory of Corporate Venture Investing', *Paper prepared for the sloan Conference on Financing Innovation*, December 12, 1997, Columbia University, New York.
- Høegh - Krohn, N. E. J. (1996), 'Investorenes atferd og foretakenes tilpasning i kapitalmarkedet for små og mellomstore foretaker', Eierskap og kapital som konkurransefaktor, *SNF-årbok 1996*, Fagbokforlaget, Bergen.
- Isaksson, A. (1997), 'Marknadsplatter for handel med aktier i små företag- en delrapport', *Närings- och teknikutvecklingsverket*, Stockholm.
- Isaksson, A. (2000), 'Venture capital – begrepp och definitioner', *Svenska Riskkapitalföreningens medlemsmatrikel 2000/2001*.
- Jacobsen, T. (2000), 'Corporate investors in the Norwegian Venture Capital Market', hovedoppgave, NTNU, Trondheim.
- Jaffe, A. B. (1996), *Economic analysis of research spillovers – implications for the Advanced Technology Program*, Washington: Advanced Technology Program, National Institute of Standards and Technology, U.S. Department of Commerce.
- Jensen, S. E. H. *et al.* (2001), *Seed Capital in the Nordic Countries: Best Practice*, Nordic Industrial Fund, Copenhagen.

- Jenssen, S. A. (2000), 'Evaluering av Nyskappingsprogrammet ved Norges Teknisk Naturvitenskaplige Universitet', Siviløkonomutdanningen i Bodø.
- Jewkes, J., Swaers, D. og Stillerman, R. (1958), 'The sources of invention', New York: St. Martin's Press.
- Knapstad, T. og Isaksen, C. E. (1994), 'Det norske venturekapitalmarkedet, med en analyse av konsolideringsfasen i perioden 1986-1989, særutredning, NHH, Bergen.
- Knivsflå, K. H. et al. (2000), 'Kapitalnettverk for små og mellomstore foretak', SNF-rapport 72/00.
- Kolvereid, L. og Landström, H. (1997), 'Finnes det "foretaksengler" i Norge?' *Praktisk økonomi og ledelse*, 4/97.
- Landström, H. og Sørheim, R. (2001), 'Informal investors- a categorization, with policy implications', *Entrepreneurship & Regional Development*, 13, s. 351 - 370.
- Landström, H. (1993), 'Informal risk capital in Sweden and some international comparisons', *Journal of Business Venturing*, 8, s. 525 - 540.
- Lerner, J. (1999), 'The government as venture capitalist: The long run effects of the SBIR program', *Journal of Business*, vol. 72, s. 285 – 318.
- Lerner, J. (2002), 'When bureaucrats meet entrepreneurs: The design of effective public venture capital programmes', *Economic Journal*, vol. 112, s. 73 – 84.
- Mansfield, E., Rapoport, J., Romeo, A., Wagner, S. og Beardsley, G. (1977), 'Social and private rates of return from industrial innovations', *Quarterly Journal of Economics*, vol. 91, s. 187 – 221.
- Matson, E. (2000), 'Instrument for venturefinansiering', Rapport, Institutt for industriell økonomi og teknologiledelse, NTNU, Trondheim.
- Matson, E. (1999 b), 'Financial Crises of New Technology-based Firms', Working paper 4/99, Department of Industrial Economics and Technology Management, NTNU, Trondheim.
- de Meza, D. og Webb, D. (1987), 'Too much investment: a problem of asymmetric information', *Quarterly Journal of Economics*, vol. 102, s. 281 – 92.
- Miller M.H. og Modigliani, F. (1958), 'The Cost of Capital, Corporate Finance og The theory of Investment', *American Economic Review*, vol. 48, s. 261 - 97.
- Norsk Venture Kapitalforening, (2002), 'Powerpointpresentasjon for The European Investment Fund', 2. mai 2002.
- Norges Fondsmeglerforbund, (2002), www.nfmf.no.
- NOU 2000:21, 'En strategi for sysselsetting og verdiskaping'.
- OECD (2002) 'Entrepreneurship and Growth: Tax Policy Issues', OECD/DSTI, Paris, Februar 2002.

Reitan, B. og Sørheim, R. (2000), 'The Informal Venture Capital Market in Norway – Investor Characteristics, Behavior and Preferences', *Venture capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 2, s. 129 - 141.

Reitan, B. og Sørheim, R. (2001), 'Betydningen av eksterne eiere og private investorer – finansielle vilkår for små og mellomstore foretaker', *Magma*, 4, s. 27 - 39.

Reitan, B. og Sørheim, R. (2002), '*Business angel Networks (BAN) - hvordan tilrettelegge for BAN i Norge?*', NTNU, Trondheim.

Reitan, B. et al. (1998), '*Norske private investorer - Den første norske undersøkelse av investeringer i ikke-børsnoterte selskaper*', NTNU, Trondheim.

Reve, T. og Walderhaug, K. et al. (red.) (1997), 'Fire gode år med SND? Evaluering og perspektiver', *SNF-rapport 8/97*.

Seppä, M. (2000), 'Strategy Logic of the Venture Capitalist: Understanding venture capitalism - the business within - by exploring linkages between ownership and strategy of venture companies over time, in america and europe', *Jyväskylä studies of Business and Economics*, 3. Jyväskylä, University of Jyväskylä.

Spilling (red.) (1998), '*SMB 98 – fakta om små og mellomstore foretak i Norge*'. Fagbokforlaget, Bergen.

Stiglitz, J.E. og Weiss, A. (1981), 'Credit variations in markets with imperfect information,' *American Economic Review*, vol. 71, s. 393 – 401.

Venturelab, (2002), '*Powerpointpresentasjon for Nærings- og handelsdepartementet*', 12. september 2002.

Williamson, O.E. (1975), '*Markets and Hierarchies: Analyses and Anti-trust Implications*', Free press, New York.

Winborg, J. (2000), '*Financing Small Businesses – Developing our Understanding of Financial Bootstrapping Behavior*', dr. avhandling ved Lunds Universitet, Sverige.

Waago, S. et al. (2001), '*The role of the university in economic development. An analyses of six european universities of science and technology*', NTNU, Trondheim.