

NORGES HANDELSHØYSKOLE
Bergen, våren 2006

Utredning i fordypningsområdet: Finansiering og finansiell økonomi

Veileder: Frode Sættem



GRÜNDERE MED VENTUREKAPITAL

*Hvordan opplever norske gründere prosessen
frem mot og gjennom venturekapital?*

av

Øyvind Aasmyr og André Arntsen

Denne utredningen er gjennomført som ledd i siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Forord

Denne utredningen er en avsluttende del av vårt Siviløkonomstudiet ved Institutt for foretaksøkonomi ved Norges Handelshøyskole.

Ved valg av emne for vår Siviløkonomoppgave ville vi fordype oss i et tema som var veldig dagsaktuelt i Norge i dag, som vi kunne lære mye om og som kunne være til nytte for andre enn oss selv. Venturekapital og spesielt gründernes side av venturekapital er noe som vi finner veldig interessant. Vi har lagt merke til at det er en tendens til at det lille som var skrevet og forsket på om venturekapital i Norge, har hatt hovedfokus på ventureselskapene, og svært lite på gründernes opplevelser og erfaringer.

Med utgangspunkt i internasjonal og det vi har av nasjonal teori og forskning, ønsket vi å undersøke hvordan gründere opplevde prosessen med venturekapital i Norge. Gründernes opplevelse ønsket vi å knytte opp mot tidligere forskning. På bakgrunn av teorien lagde vi så noen hypoteser som kunne være med å utdype og gi et godt svar på vår problemstilling.

Vi vil rette en spesiell takk til vår veileder Frode Sættem for nyttige innspill, konstruktive tilbakemeldinger og en god dialog gjennom hele prosessen. Videre vil vi takke gründere vi har vært i kontakt med som har tatt seg tid til å bli intervjuet, og som har bidratt med relevant informasjon, ærlighet og nyttige tanker. Ikke minst vil vi takke Nils Vogt i Sarsia og Espen Langeland i Argentum som har vært med og gitt oss innspill, hjulpet oss med utvelgelsen og satt oss i kontakt med gründere. Arbeidet med oppgaven har vært tidkrevende og meget utfordrende. Samtidig har vi lært mye, fått sjansen til å jobbe med et utrolig spennende tema og knyttet kontakter med interessante gründere og dyktige mennesker i venturebransjen. Vi håper at ferske gründere og ventureselskaper også vil ha glede av våre analyser og funn, og at denne utredningen vil ha informasjonsverdi for leseren.

Bergen, 24.juli, 2006



Øyvind Aasmyr

André Arntsen

Sammendrag

Denne siviløkonomutredningen har til hensikt å kartlegge gründeres opplevelse og erfaringer av prosessen opp mot og gjennom venturekapital. For å kunne svare på vår problemstilling har vi tatt utgangspunkt i fire viktige deler i prosessen; forretningsplan, verdifastsettelse, finansiering og den intellektuelle kapitalen som ventureselskapene bidrar med. Gjennom en presentasjon av åtte hypoteser som er bygget på teorikapittelet og som representerer disse fire emnene, har vi gjennomført en analyse på bakgrunn av disse.

Vi har funn som tyder på at det viktigste elementet for å få venturekapital er folkene som er med i gründerbedriften fremfor forretningsplanen. Videre viser det seg at i arbeidet med forretningsplanen, er lønnsomhetskalkylene de vanskeligste å budsjettere og nedfelle i dette forretningsdokumentet.

Det er klare tendenser til at gründere ikke er så sterke på det analytiske, heller ikke ved verdsettelse av selskapet. Det kan se ut som om gründere priser selskapet sitt feil, og ikke etter de modellene som vi presenterer i teorien. De gründerne som brukte meglere i denne prosessen, opplevde å få en god pris på selskapet, en pris som de selv mente dekket kostnaden på meglerhonoraret.

Videre fant vi at det ikke oppstår noen spesielle konflikter knyttet til valg av finansieringsinstrumenter, her preferanseaksjer og rettet emisjon var de to vanligste. Det viste seg at de gründerne som hadde alternativ til finansiering gjennomgående fikk bedre avtaler enn dem uten alternativer. Selv med muligheten til å få mer penger investert så var det ikke ønskelig, da de ikke ønsket å miste kontrollen over selskapet de hadde vært med å starte.

Til slutt fant vi at gründeres forventninger til det aktive eierskap ble møtt, her det var en tendens til at de som hadde eiere med bransjekunnskap førte til bedre resultater enn de uten.

På bakgrunn av denne analysen føler vi at vi har fått tegnet et godt bilde av gründernes opplevelse av prosessen i mot og gjennom venturekapital. Et bilde som kan være interessant å sette seg inn i, både for kommende gründere, men og for ventureselskapene som samarbeider med disse.

Innholdsfortegnelse

FORORD	2
SAMMENDRAG	3
INNHOLDSFORTEGNELSE	4
FIGUROVERSIKT	6
TABELLOVERSIKT	6
1. INNLEDNING	7
1.1 BAKGRUNN FOR OPPGAVEN.....	7
1.2 FORMÅL MED OPPGAVEN.....	7
1.3 FAGLIG GRUNNLAG FOR UTREDNINGEN	8
1.4 PROBLEMSTILLING	8
1.5 AVGRENSNING.....	10
1.4 TIDLIGERE FORSKNING.....	10
1.5 OPPGAVENS OPPBYGGELSE	11
2. BAKGRUNNSINFORMASJON.....	13
2.1 HVA ER EN GRÜNDER/ENTREPRENØR?.....	13
2.1.1 Definisjoner	13
2.1.2 Tilbudsteorien om gründere.....	14
2.1.3 Eterspørselsteorien om gründere	14
2.2 VEIEN MOT VENTUREKAPITAL	15
2.2.1 Gründere må vite hvilken type kapital man ser etter	15
2.2.2 Synliggjør potensialet og vis at du vil lykkes	16
2.3 RISIKOVILLIG KAPITAL	17
2.3.1 Private Equity.....	17
2.4 VENTUREKAPITAL	18
2.4.1 Bakgrunn og historikk for venturekapital	18
2.4.2 Definisjoner og kjennetegn	19
2.4.3 Business angels.....	20
2.4.4 Ventureselskaper	20
2.5 FASER OG AVKASTNINGSKRAV.....	21
2.5.1 Investeringsfaser.....	21
2.5.2 Høye avkastningskrav	22
2.5.3 Hvor og når investeres det?.....	22
3. TEORI.....	25
3.1 FORRETNINGSPLANEN	25
3.1.1 Forretningsplanens innhold	26
3.1.2 Hvorfor ha en forretningsplan?	27
3.2 VERDSETTELSE	28
3.2.1 Verdsetting ved en DCF-analyse.....	28
3.2.2 Verdsettelse ved multipler	30
3.2.3 Utdfordringen ved verdsettelse av høyt teknologiske selskap	31
3.2.4 Verdsettelse basert på teknologiske determinanter og intellektuell kapital.....	32
3.2.5 Metodologi for kvantitativ analyse basert på teknologiske determinanter	34
3.3 POTENSIELLE FINANSIERINGSMULIGHETER FOR GRÜNDERE	35
3.3.1 Founder, friends and family	36
3.3.2 The equity gap	38
3.3.3 Business Angels og såkornfond	39
3.3.4 Investeringer fra ventureselskaper	39
3.4 FINANSINSTRUMENTER SOM BENYTTES INNEN VENTUREKAPITAL	40
3.4.1 Egenkapitalinstrumenter	41
3.4.2 Gjeldsinstrumenter.....	44
3.5 VENTUREKAPITAL ER INTELLIGENT KAPITAL	47
3.5.1 Er intelligent kapital verdiskapende?	47

3.5.2	Rollen som strategisk rådgiver og tilførsel av kompetanse	48
3.5.3	Kapital	49
3.5.4	Kredibilitet	50
3.5.5	Kontakter.....	50
4.	METODE	52
4.1	DEFINISJON	52
4.2	FORSKNINGSPROESSEN	52
4.2.1	Diagnose av problemsituasjon.....	53
4.2.2	Valg av forskningsdesign.....	54
4.2.3	Valg av datakilder	55
4.2.4	Valg av datainnsamlingsmetode og form	55
4.2.5	Utvalgsprosedyre og feltarbeid.....	57
4.2.6	Bearbeiding, analyse og tolkning av innsamlede data	57
4.2.7	Rapportering	58
4.3	EVALUERING AV METODEN.....	58
5.	HYPOTESER FRA TEORI	60
5.1	PRESENTASJON AV DE ULIKE HYPOTESER	60
5.1.1	Arbeid med forretningsplan.....	60
5.1.2	Utfordringer knyttet til forretningsplanen.....	61
5.1.3	Verdsettelse	61
5.1.4	Gründernes preferanser omkring benyttet finansieringsinstrument er ulik investors.	62
5.1.5	Potensielle finansieringsmuligheter for gründere	63
5.1.6	Investeres det nok penger	64
5.1.7	Realistiske forventninger	64
5.1.8	Bransjekunnskap	65
6.	ANALYSE	67
6.1	PRESENTASJON AV DATAKILDENE	67
6.2	PRESENTASJON AV INTERVJUGUIDE	68
6.3	PRESENTASJON AV RAMMEVERKET FOR ANALYSEN.....	68
6.4	FORRETNINGSPLAN.....	69
6.4.1	Hypotese 1: En godt utarbeidet forretningsplan er det viktigste for å få venturekapital.	70
6.4.2	Hypotese 2: Lønnsomhet skiller seg ut som vanskeligere enn andre punkter å presentere i forretningsplanen.	73
6.5	VERDSETTELSE	75
6.5.1	Hypotese 3: Gründere alene vil gjennomgående verdsette sine selskaper markant mer enn hva ventureselskapene legger til grunn i forhandlinger.	75
6.6	FINANSIERING.....	77
6.6.1	Hypotese 4: Det er knyttet konflikter til valg av finansierings-instrument mellom gründer og ventureselskap.....	77
6.6.2	Hypotese 5: Gründere med flere finansieringsalternativer forhandler frem bedre avtaler med ventureselskapene.....	81
6.6.3	Hypotese 6: Gründere flest vil ønske å få mer penger investert	84
6.7	INTELLIGENT KAPITAL	86
6.7.1	Hypotese 7: Forventningene til den intelligente kapitalen er i samsvar med erfaringene gründerne har gjort seg med venture-selskapene i og gjennom venturekapitalprosessen.....	86
6.7.2	Hypotese 8: Gründere som fikk investeringer fra ventureselskaper med bransjekunnskap har lykket i større grad	90
6.8	KOMMENTARER OG OPPSUMMERING AV HYPOTESENE	94
6.8.1	Oppsummering av hovedfunn.....	94
7.	AVSLUTNING.....	99
7.1	KONKLUSJON.....	99
7.2	VURDERING AV OPPGAVEN	101
7.3	FORSLAG TIL VIDERE FORSKNING.....	102
	KILDER:.....	103
	APPENDIKS 1 INTERVJUGUIDE	108

Figuroversikt

Figur 1 Oppbygging av datainnsamling og analyse	9
Figur 2 Kjennetegn av entreprenører	14
Figur 3 Oversikt over konkurser i nyoppstartede foretak	16
Figur 4 Risikokapital	17
Figur 5 Venturekapital	18
Figur 6 Oppbygging av et ventureselskap.....	21
Figur 7 Oversikt over investeringsfasene	21
Figur 8 Utvikling og fordeling av venturekapital.....	23
Figur 9 Porteføljeselskapenes hovedaktivitet.....	24
Figur 10 Elementer i forretningsplan	26
Figur 11 Selskapsverdi basert på neddiskontert kontantstrøm.....	29
Figur 12 Selskapsverdi basert på multipler	30
Figur 13 Verdsettelse av gründer/teknologiselskap	31
Figur 14 Forretningsfaser	36
Figur 15 Oversikt over benyttede finansinstrumenter i USA	40
Figur 16 Forskningsprosessen (Selnes, 1999).....	53
Figur 17 Oppbygging av analysen.....	68
Figur 18 Rammeverk - Forretningsplan.....	69
Figur 19 Oversikt over gründeres arbeid med forretningsplan.....	70
Figur 20 Oversikt over forretningsplanens grad av betydning.....	72
Figur 21 Oversikt over vanskelig aspekter i forretningsplanen	73
Figur 22 Rammeverk - Verdsettelse.....	75
Figur 23 Rammeverk- Finansiering	77
Figur 24 Oversikt over andel med preferanseaksjekapital	78
Figur 25 Oversikt kapitaltilgjengelighet for gründerne.....	82
Figur 26 Sammenheng alternativ finansiering og benyttet instrument.....	83
Figur 27 Oversikt andel som ønsker ytterligere kapital og uenig på pris	85
Figur 28 Rammeverk- Intelligent kapital.....	86
Figur 29 Verdsettelse med industrielle eiere	92
Figur 30 Verdsettelse uten industrielle eiere	92

Tabelloversikt

Tabell 1 Oversikt over hypotesene	9
Tabell 2 Oversikt over hypotesene	69
Tabell 3 Oversikt over hypotesene med utfall	94

1. Innledning

I dette kapitlet vil vi redegjøre for oppgavens formål og bakgrunn. Vår problemstilling vil videre bli presentert før vi setter avgrensninger for oppgaven. Avslutningsvis gir vi en oversikt over oppgavens struktur og kapitler.

1.1 Bakgrunn for oppgaven

”Described as the “business of building businesses”, venture capital is investing in companies that have undeveloped or developing products or revenue.” –EVCA –

Nye selskap har vært startet i all vår tid. I Norge har vi derimot den siste tiden levd mye på oljen fremfor å fokusere på ny industri og rundt industrialiseringsprosessen. ”Alle skjønner at det ikke finnes noe som alene kan erstatte oljen for Norge. Snakk om å hoppe etter Wirkola. Ikke skjønner vi helt hvorfor vi trenger å bekymre oss noe særlig heller. Det digre oljefondet fortøner seg for de fleste av oss omtrent som pengebingen til Onkel Skrue for Ole, Dole og Doffen.”. Anne Worsøe¹ skriver i sin artikkel til Nationen en hyllest til gründerne, til de som tør å stå frem og satse. Der hyller hun deres mot, driftighet, ærgjerrighet og ambisjoner.

Vi har i vår oppgave valgt å se nærmere på nettopp gründerne i Norge, der vi har prøvd å kartlegge deres erfaringer og opplevelser med ulike ventureselskap. Dette området er relativt lite forsket på, men likevel veldig i tiden. Private equity og venturekapital var senest hovedtemaet i ”Økonomi og finans” nr 2/2006. Dette viser at gründerne og venturekapital er et aktuelt tema i Norge i dag.

1.2 Formål med oppgaven

I denne oppgaven vil vi se på gründernes forhold til venturekapital. Vi har lagt vekt på å undersøke hvordan de skaffer seg kapitalen. Et viktig aspekt er at de ved hjelp av

¹ Generalsekretær i Norsk Venturekapitalforening

venturekapital kan være med å skape arbeidsplasser og skatteinntekter til vårt samfunn². Gründerselskap er en stor kilde til nye arbeidsplasser i Europa og risikokapital fra formelle venturekapitalister må være tilgjengelig for at disse gründerselskapene skal klare å levere vekst i arbeidsplasser³. Venturekapital er kun et av flere alternativer for gründere til å kunne finansiere virksomheten sin, og er primært rettet mot selskaper i sterk vekst. Vi tror at gründere først og fremst er kreative idéskapere, der de gjerne har den tekniske kunnskapen og mulig heller større kunnskapshull om markedet og økonomi.

Det er her vår oppgave kommer inn - som et bidrag til gründere i søken om kapital. Vi registrerte, da vi gjorde et større søk innen litteraturen, at det meste som er skrevet innen venturekapital er skrevet med fokus på ventureselskapene. Vi merket at det var spesielt ett felt som var lite dekket i litteraturen, nemlig gründernes side av venturekapital. Denne oppgaven vil også kunne være nyttig for ventureselskapene, da den kan være med å gi dem en bedre innsikt i, og dermed bedre samarbeid med porteføljebedriftene deres.

1.3 Faglig grunnlag for utredningen

Denne utredningen blir skrevet som en avsluttende oppgave ved Siviløkonom studiet ved Norges Handelshøgskole. Vi har begge hovedfordypning i Finans, med strategifag som støttefag. Denne oppgaven berører nevnte fagfelt blant mange andre, og en slik tverrfaglighet gjør at vi kan bruke kunnskap vi har opparbeidet oss gjennom våre fire års studier.

1.4 Problemstilling

Vårt mål er å øke forståelsen for gründeres opplevelse til venturekapital i Norge. Dette har ledet oss til følgende problemstilling:

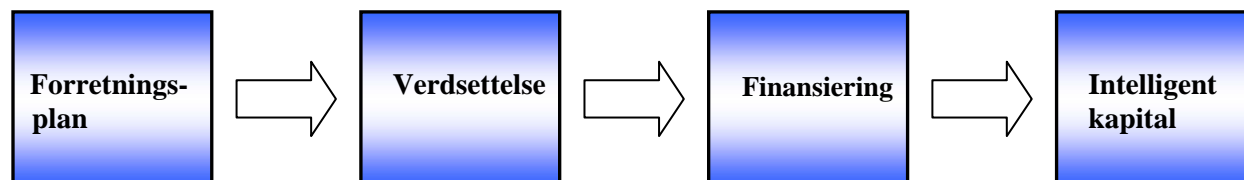
Gründere med venturekapital

Hvordan opplever norske gründere prosessen frem mot og gjennom venturekapital?

² I 2005 var hele 12 av 46 nye børsnoteringer på Oslo Børs finansiert av private eierfond.

³ Mason og Harrison, 1999

For å svare på problemstillingen ovenfor, vil vi ta for oss de fire emnene som er beskrevet i modellen under (figur 1). Disse emnene kartlegges ved at vi gjennomfører dybdeintervjuer av utvalgte gründere i Norge som har fått venturekapital. Følgelig vil intervjuguiden som presenteres senere være bygget opp etter denne figuren.



Figur 1 Oppbygging av datainnsamling og analyse

Med bakgrunn med disse fire emnene har vi dannet åtte ulike hypoteser som skal undersøkes nærmere i vår analyse. I Tabell 1 under er de ulike hypotesene listet opp. Disse presenteres og utdypes hver enkelt i kapittel 5.

Nummer	Hypotese
1	En godt utarbeidet forretningsplan er det viktigste for å få venturekapital
2	Lønnsomhet skiller seg ut som vanskeligere enn andre punkter å presentere i forretningsplanen.
3	Gründere vil gjennomgående verdsette sine selskaper markant mer enn hva ventureselskapene legger til grunn i forhandlinger.
4	Det er knyttet konflikter til valg av finansieringsinstrument mellom gründer og venureselskapet.
5	Gründere med flere finansieringsalternativer forhandler frem bedre avtaler med ventureselskapene.
6	Gründere flest vil ønske å få mer penger investert.
7	Forventningene til den intelligente kapitalen er i samsvar med erfaringene gründerne har gjort seg med ventureselskapene i og gjennom venturekapitalprosessen.
8	Gründere som fikk investeringer fra ventureselskaper med bransjekunnskap har lykkes i større grad.

Tabell 1 Oversikt over hypotesene

1.5 Avgrensning

Vi har i denne oppgaven avgrenset oppgaven til å gjelde gründere i Norge, hvor primærfokus har vært på gründere som har mottatt kapital etter 2001. Selv om vi ser på det norske gründermiljøet, har vi trukket inn amerikansk og europeisk teori og annen forskning for å gjøre oppgaven mer helhetlig.

Med utgangspunkt i gründernes opplevelser av venturekapital, har vi valgt å fokusere på de fire emnene forretningsplan, verdsettelse, finansiering og intelligent kapital⁴, som vist i figur 1. Vi vet det også er andre elementer som kan spille inn på vår problemstilling, men for å avgrense omfanget av oppgaven, har vi hatt vårt fokus på nettopp disse emnene.

1.4 Tidligere forskning

Det er forsket lite på gründerne sin side av venturekapital, og dette har i den senere tid blitt etterspurt. For å sitere Alf Steinar Sætre, professor ved NTNU, som i 2001 skrev en rapport om etterspørselssiden av formell venturekapital: *"Research has repeatedly called for further research on the investor entrepreneur relationship"*. Det har vært etterspurt videre forskning på involveringen i gründersekskapene som ventureselskapene har investert i⁵. Mason og Harrison⁶ var mer spesifikke da de ønsket nærmere for forskning på forholdet mellom entreprenører og ventureselskap, eller private investorer.

Norge har lenge ligget bak i venturesammenheng, både i praksis og forskning. For oss var det viktig å kartlegge hva slags kompetanse og ekspertise entreprenører søkte etter i deres investorer. Denne type studier er også etterspurt av forskere: *"In future research, there is a need for more studies that collect joint data on both the entrepreneur – VC (venture capital firm) and the entrepreneur – PI (private investor) dyad"*⁷. Sætre⁸ tok for seg forholdet mellom gründerne og de private investorene som en del av et større forskningsopplegg utført av Norsk

⁴ Humankapital; Kredibilitet, kompetanse, strategisk rådgivning og kontakter

⁵ MacMillian, Kulow og Khoylian, 1988

⁶ 1999

⁷ Ehrlich et al. 1994

⁸ 2001

Forskerråd, NHO, SND og SIVA. De undersøkte hvordan det private kapitalmarkedet kan bli mer effektivt og slik utløse større deler av det potensialet det besitter.

Vår forskning har primært vært en kvalitativ tilnærming for å utforske dypere forståelse av gründernes opplevelse av deres relasjon i en venturekapitalprosess. Det er og denne tilnærmingen som Harrison og Mason⁹ etterspør: *”Further comparative research in this area, should therefore, adress these qualitative issues from both the investor and the venture point of view”*. Noen kvalitative studier er gjort innen dette emnet. For eksempel har Mason og Harrison¹⁰ laget en håndbok for gründere.

Markedet for ventureselskaper i Norge har endret seg vesentlig fra nedgangen i 2000/2001 frem til i dag. Det har vært noen undersøkelser av det norske venturemarkedet både utført av Norsk venturekapitalforening¹¹, OECD¹² og siviløkonomstudenter¹³. Studentene fra HIB tok for seg forholdet mellom ventureselskap gründere og, her fokuset primært lå på ventureselskap. Vi har derfor i vår oppgave gått i dybden på gründerne og deres opplevelse av prosessen mot og gjennom venturefinansiering i Norge, hvor primærfokus er tidspunktet fra nedgangen i 2001 og frem til i dag.

1.5 Oppgavens oppbyggelse

Kapittel 1 gir altså en kort innføring i oppgavens bakgrunn, formål, aktualitet og dens avgrensninger. Problemstillingen blir presentert før vi avslutningsvis viser til tidligere forskning på området.

Kapittel 2 presenterer bakgrunnen for venturekapital, og definerer de grunnleggende begreper. En presentasjon av gründeren vil bli gitt, og videre hvordan profesjonelle ventureselskaper er bygget opp og hvordan de opererer ovenfor gründere.

⁹ 1992

¹⁰ 2000

¹¹ <http://www.nvca.no>

¹² Baygan, G. (2003)

¹³ Siviløkonomstudenter fra HIB

Kapittel 3 er hele oppgavens teoretiske rammeverk. Dette kapitlet er delt opp i fire deler, etter de emnene vi mener er de viktigste for å svare på problemstillingen. Noen emner blir presentert dypere enn andre, her finansiering og intellektuell kapital har blitt viet størst fokus i denne oppgaven.

Kapittel 4 er oppgavens metodekapittel, og her presenterer vi det rammeverk som vi benytter for å svare på problemstillingen. Her vil vi både begrunne og evaluere de valg vi har tatt med tanke på metode for datainnsamling.

Kapittel 5 er en presentasjon av de hypotesene vi danner oss ut fra teorien. Disse vil hjelpe oss i å strukturere oppgaven og å løse problemstillingen.

Kapittel 6 er vår analyse av de intervjuer vi har gjort, og vi vil sammenligne de uttalelser som gründerne har i forhold til de hypotesene som ble dannet i kapittel 5. Hver enkelt hypotese vil bli beholdt eller forkastet, og vi oppsummerer analysen i sin helhet.

Kapittel 7 er vårt avsluttende kapittel. Her besvares problemstillingen og vi gir en endelig konklusjon. Vi vil komme med et kritisk blick på de antagelser oppgaven legger til grunn før vi avslutningsvis kommer med ulike forslag til videre forskning.

2. Bakgrunnsinformasjon

I dette kapitlet vil vi gi leseren en bakgrunn for venturekapital og definere noen grunnleggende begreper. En presentasjon av gründeren vil bli gitt, og videre hvordan profesjonelle ventureselskaper er bygget opp og hvordan de opererer ovenfor gründerne. Vi vil presentere risikovillig kapital, hvor venturekapital og dens kjennetegn presenteres ytterligere.

2.1 Hva er en gründer/entreprenør?

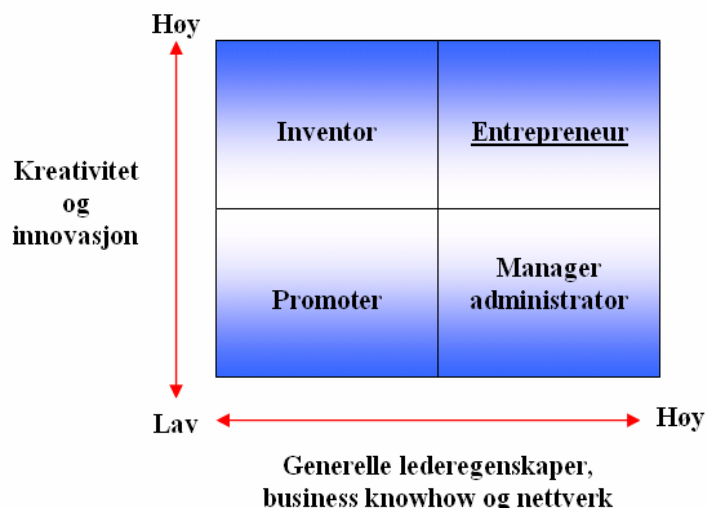
2.1.1 Definisjoner

Ordet entreprenør ble for første gang brukt i begynnelsen av det 18-århundre av Richard Cantillon. Han definerte en entreprenør som en agent som var villig til å bære stor risiko:

“Most commonly, the term entrepreneur applies to someone who establishes a new entity to offer a new or existing product or service into a new or existing market, whether for a profit or not-for-profit outcome. Business entrepreneurs often have strong beliefs about a market opportunity and are willing to accept a high level of personal, professional or financial risk to pursue that opportunity.”

Kjente entreprenører er blant annet Henry Ford, J.P. Morgan, Thomas Edison, Bill Gates og vår egen Idar Vollvik.

I matrisen på neste side ser vi hvilke egenskaper som kjennetegner en typisk gründer/entreprenør.



Figur 2 Kjennetegn av entreprenører¹⁴

2.1.2 Tilbudsteorien om gründere

Forskning har vist at enkelte er mer "entreprenørtype" enn andre. Personer med visse karakteristika, gjerne det at foreldrene har gründet selv, viser seg å ha større sannsynlighet for å bli entreprenører¹⁵. Tilbudsteorien tilsier at entreprenøren er født slik og at noen har egenskapene som skal til for å lykkes.

Ifølge Burch¹⁶ vil følgende to egenskaper kjennetegne en entreprenør: (1) Ønsket om å lykkes og (2) hardt arbeid med en ansvarsfølelse ovenfor produktet. En entreprenør søker en form for belønning for det arbeidet han gjør, hvilket kan være gjennom penger, anerkjennelse eller respekt. Vedkommende er optimistisk, fokuserer på å gjøre ting best mulig og er samlende, både for produktets helhet og for menneskene i en organisasjon. Gründeren søker å lykkes og få god profitt, ikke nødvendigvis for pengenes skyld, men som en støtte til videre suksess og anerkjennelse.

2.1.3 Etterspørselsteorien om gründere

I akademiske miljøer er etterspørselsteorien mer utbredt og anerkjent. Denne teorien mener at entreprenører dannes av kombinasjonen mellom entreprenøriske muligheter og personer som

¹⁴ Kilde: Tor Aase Johannesen, NHH og Gründerskolen, 2006

¹⁵ Burch 1986

¹⁶ 1986

har forutsetninger for å dra fordel av mulighetene. Det har vært vitenskaplige studier av etterspørselsteorien der de har prøvd å finne ut hvilke omstendigheter som fører til at entreprenører lettere kommer til syne. Spesielt prøver vitenskapen å forstå hvordan personers forskjellig bakgrunnsinformasjon skaper entreprenøriske muligheter. Disse miljømessige faktorene, som tilgang til kapital, konkurranse i markedet og lignende, vil kunne endre graden av entreprenørskap.

2.2 Veien mot venturekapital

I mange tilfeller er gründeren en slags Ola Nordmann, som naturlig nok ikke kjenner til de ulike måtene et nyoppstartet selskap kan skaffe seg risikovillig kapital på. Dermed kan gründeren miste mange muligheter for finansiering. I de neste avsnittene vil vi presentere noen gode tips til gründere i veien mot venturekapital.

2.2.1 Gründere må vite hvilken type kapital man ser etter

Venturekapital spesialiserer seg innen bransjer. Nils Vogt¹⁷ presiserer også noe Gordon Baty¹⁸ tidligere har uttalt; du må være bevisst hvem du søker om hva til når du søker venturekapital. Ekspertene flest anbefaler gründeren å spisse seg inn mot de ventureselskapene som opererer innenfor deres bransje og har gründerens selskap som målgruppe. Dette fordi 90 % av alle søknadene forkastes fordi de ikke er i riktig målgruppe, ifølge Baty¹⁹. Nøkkelen ligger altså i å søke etter ventureselskaper som opererer innenfor samme bransje. Det er også viktig at de har relativt lik geografisk plassering²⁰, har fokus på samme fase som ventureselskapet og relativt likt syn på investeringsbeløpet.

¹⁷ 2006

¹⁸ Partner i Cambridge, et Massachusetts-basert ventureselskap

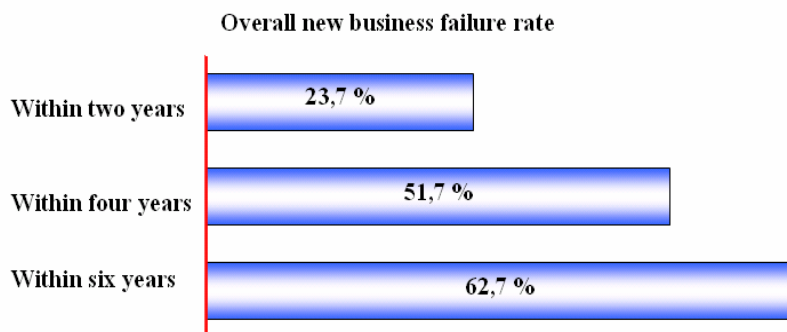
¹⁹ "Of every 100 plans that we get, 90 are completely irrelevant because they do not match our investment criteria regarding the industry, stage of development, geographic location, or the amount of capital we typically invest."

²⁰ Over 90 % i Norge er plassert i Oslo

2.2.2 Synliggjør potensialet og vis at du vil lykkes

Vogt²¹ fokuserer mye på at gründeren skal synliggjøre potensialet ved innsalg, og deretter sannsynliggjøre at de kan gjøre det gjennom dokumentasjon. Videre skal de vise til markedets etterspørselsbehov for så å overbevise ventureselskapet om at de er en som lykkes. Jim Casparie²² gjorde en undersøkelse i 2005 på profesjonelle investorer, der han fokuserte på hva som lå bak deres valg. Det kom da frem fem viktige elementer; (1) har de erfaring med dette, (2) er det et marked for det, (3) hvordan er teamet og gründeren, (4) har selskapet mulighet til å få gjort noe stort og (5) har de en god forretningsmodell. Videre sier han at de egenskapene som kjennetegner et godt team og en god gründer er følgende; lidenskap, utholdenhet, fleksibilitet, dedikert, lærevillig, og kunnskapsrike vedrørende produktet og markedet.

Man må kunne overbevise investor om at forretningsideen kan realiseres gjennom et svært konkurransedyktig og innovativt selskap på sikt. Der gründeren kun ser muligheter vil ventureselskapene også fokusere på risikoen bak. Figuren under viser hvor mange nyoppstartede firmaer som går konkurs innen en seksårs periode.



Figur 3 Oversikt over konkurser i nyoppstartede foretak²³

Gründere må altså skaffe kapital som er svært risikovillig. I neste punkt vil vi se litt nærmere på risikovillig kapital, og hva som kjennetegner denne.

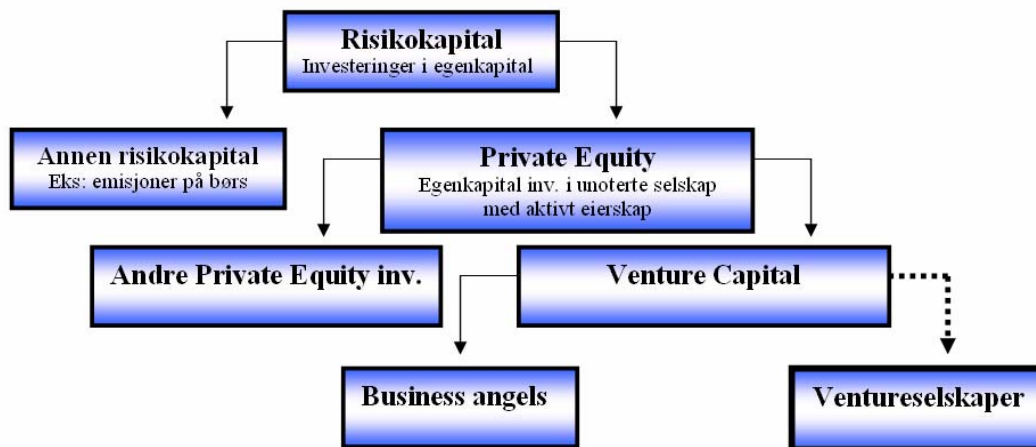
²¹ 2006

²² Grunnlegger og adm.dir for The Venture Alliance, et amerikansk fundingselskap for gründerne

²³ Kilde: Tor Aase Johannesen, NHH og Gründerskolen, 2005

2.3 Risikovillig kapital

Risikokapital kan defineres som: kapital som investor er forberedt på å kunne miste, grunnet relativt høy sannsynlighet for at investeringen mislykkes. Dette forekommer gjerne i nyoppstartede bedrifter²⁴. Figuren under viser hvordan risikokapital kan struktureres i forskjellige deler. Som sagt, skal vi ut fra vår problemstilling se på gründeres kontakt med ventureselskaper, og vi vil derfor presentere disse profesjonelle investorene mer detaljert. Først skal vi kort presentere kjennetegnene til Private Equity, før vi presiserer venturekapital i sin helhet, med fokus på ventureselskapene.



Figur 4 Risikokapital²⁵

2.3.1 Private Equity

Private Equity er en fellesbetegnelse på den private risikokapital som investeres som egenkapital i bedrifter. Investorer skyter inn penger i fond som brukes til investeringer i selskaper i svært tidlig fase, vekstfase eller restruktureringsfase. Fondene opererer som langsiktige og svært aktive eiere for å utvikle verdier i selskapene.²⁶

Private Equity har ofte blitt sett på som synonymt med venturekapital, men venturekapital er bare en del av denne. Venturekapital er den kapitalen som primært er knyttet opp mot

²⁴Fritt oversatt fra Wikipedia

²⁵ Kilde: Svenska riskkapitalförening

²⁶ Kilde: NVCA

vekstinvesteringer, mens Private Equity investeres også i andre faser til unoterte bedrifter. Både private investorer, business angels, formelle investorer, venturekapitalister og institusjonelle investorer bidrar alle med venturekapital²⁷. Venturekapital er altså en svært stor del av Private Equity. Videre vil vi nå se nærmere på denne kapitaltypen.

2.4 Venturekapital



Figur 5 Venturekapital

2.4.1 Bakgrunn og historikk for venturekapital

Fenomenet ”venture” oppsto antagelig da den første risikosøkende person med overskuddskapital møtte de første entusiastiske gründerne med teft for kommersiell forretningsdrift²⁸. Venturekapital ble først kjent i USA og har eksistert som begrep siden det første venturekapital- fondet ble startet i 1946²⁹.

Det første norske ventureselskapet, Næringsinvest, ble stiftet i 1967, men innledet en rask vekstperiode først på 80-tallet. I 1986 var det over 30 aktive norske ventureselskaper, en ekspansjon som kan forklares med økt mulighet for lånefinansiering, mer aktiv børs og lettere å finne exit til investeringene. Etter nedgangstidene i 2001/2002 har venturebransjen vokst sterkt i Norge, med spesiell fokus på litt mer modne selskaper i vekst. Det har blitt sterkere konkurranse både om kapitalen og prosjektene, hvilket har gjort bransjen mer profesjonell og

²⁷ Sætre, 2001

²⁸ Worsøe, 2006

²⁹ Vinturella, Erickson 2004

internasjonal³⁰. Fondsforvaltningen totalt i Norge var pr. 30.06.05 på 24.1 mrd NOK³¹.

2.4.2 Definisjoner og kjennetegn

Begrepet vi søker å definere tydeligere vil som sagt være en form for private equity, men siden venturekapital har visse særegenheter, velger vi å betrakte det isolert³².

Ordet venture kan bety både vågestykke og slumptreff. Det er nettopp dette som beskriver den risikoen venturekapitalen står ovenfor. Venturekapital kan beskrives som ”risikokapital, risikovillig kapital, nyskappingskapital”³³, en kapital som kjennetegnes ved at den investeres på mellomlang/lang sikt med stor risiko i motsetning til mer sikre børsinvesteringer. Risikokapital vil i denne sammenheng favne investeringer i (1) unoterte private selskaper, (2) selskaper som nettopp er gått på børs, eller (3) børsnoterte selskaper som er i ferd med å bli tatt av børs³⁴.

For å få en svært presis definisjon av venturekapital kan vi bruke definisjonen til tidligere leder av ”The European Venture Capital Association (EVCA), Neill Gross:

”The provision of risk capital, usually in the form of a participation in equity, to companies with high growth potential. In addition the venture company provides some value added in the form of management advice and contribution to overall strategy. The relatively high risks for the venture capitalists are compensated by the possibility of high returns, usually through substantial capital gains in the medium terms.”

Venturekapital investeres altså i selskaper med et stort vekstpotensial og sannsynlighet for veldig høy avkastning, der ventureselskapene kan tilføre verdi gjennom kapital, kredibilitet, kompetanse og kontakter, noe også EVCA presiserer gjennom tidligere årbøker³⁵. Venturekapital innebærer altså ikke bare investeringer i penger. Selskapene har ofte lang

³⁰ Worsøe, 2006

³¹ Kilde: Nvca

³² Franklin, 2004

³³ www.ordnett.no

³⁴ ”Venturebegrepet brukes altså om investeringer i unge selskap med stort vekstpotensialet eller selskap i sterk omstilling” (prospekt for rettet emisjon i Industrifinans SMB II As, nov 96)

³⁵ ”The venture capitalist is looking for a partnership with the entrepreneur and can ”add value” to the investee company because of his knowledge, experience and contact base.” Videre presiserer de at ”The venture capitalist will invest for the long term and seek to maximise the long term return for both parties.”

erfaring og spesiell bransjekunnskap som gjør at de også kan bidra med nettopp kompetanse, kontaktnett og kredibilitet, og dette gjøres blant annet ved styredeltakelse og strategiutvikling³⁶. Videre vet vi at det kun investeres i foretak med betydelig vekstpotensialet med stor risiko³⁷.

2.4.3 Business angels

Carl Reuterskiold³⁸ definerer business angels på følgende måte: *"A business angel is a person that invest his/her personal wealth in companies/ideas not quoted on an exchange and to which the business angel has no family-ties. Furthermore, there is also an immaterial investment, such as knowledge and/or experience."* Business angels investerer med sin risikokapital uavhengig av ventureselskap og fond.

Forskning omkring business angels har vist at de som regel er forhenværende bedriftsledere, som anvender sin erfaring, sitt nettverk og sin formue til å foreta sporadiske investeringer i små selskap. Forskning hentydet at business angels bruker mer tid på sine investeringer enn hva ventureselskapene gjør³⁹.

2.4.4 Ventureselskaper

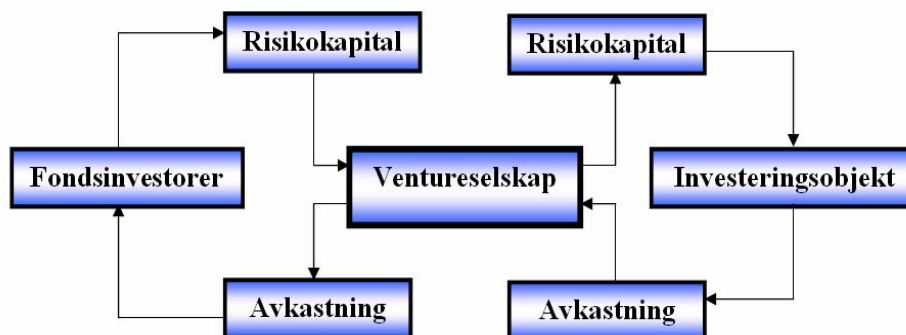
Ventureselskapenes oppgave er, som vist i figuren nedenfor, å være et bindeledd mellom investorer og gründere. Figuren viser også oppbyggingen av et ventureselskap. Kapital til venturefondet blir skutt inn av fondsinvestorer. Ventureselskapene investerer en del av denne kapitalen i et investeringsobjekt. Avkastningen fra dette investeringsobjektet går i første gang til ventureselskapet, der investorene får sin avkastning basert på den avkastningen venturefondet gir.

³⁶ Rise og Sunde, 2000

³⁷ Franklin, 2004

³⁸ 2000

³⁹ Sullivan, 1991



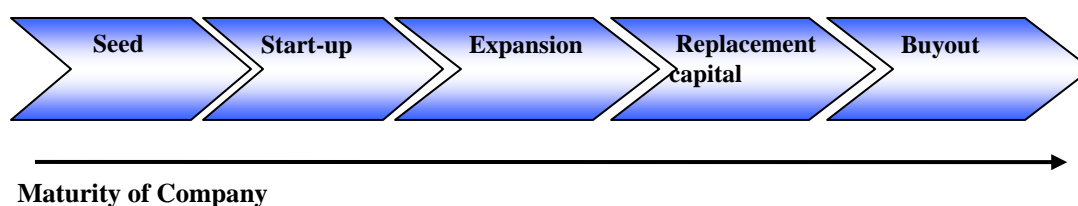
Figur 6 Oppbygging av et ventureselskap

I de neste avsnittene vil vi se nærmere på de ulike fasene som selskapene har mulighet til å gå inn og investere i.

2.5 Faser og avkastningskrav

Ventureselskap vil ha mulighet til å investere inn i forskjellige faser til gründerbedriftene. Her vil vi kort beskrive de forskjellige fasene og se på hvilke avkastningskrav ventureselskapene pleier å regne med under analysen av potensielle investeringer.

2.5.5 Investeringsfaser



Figur 7 Oversikt over investeringsfasene

Selskaper som opererer innen venturekapital investerer primært i ekspansjonsfasen til bedrifter med mulighet for stor vekst. Forskning viser at de som skyter inn kapital og kompetanse i et tidlig utviklingstrinn (venturekapital), må vente i mange år (kanskje 6-8) før man kan forvente noen utbetaling fra prosjektet. Knapstad og Isaksen⁴⁰ fremhever at det i

⁴⁰ 1994

USA vanligvis tar 3-5 år å utvikle et porteføljeselskap frem til det er modent for avhendelse (IPO/industrielt salg), mens det har vist seg i Norge å ta 7-10 år.

2.5.2 Høye avkastningskrav

Avkastningskrav for ventureprosjekter fremstår som ekstremt høye, i alle fall i forhold til hva vi ellers er vant til i prosjektvurderinger eller investeringer i finansmarkedet. Dette er grunnet at kravene har en ganske annen tolkning, og at bruken av slike krav kan skape problemer i prosjektvurderinger, selv om de ofte kan lette kommunikasjonen mellom ventureselskaper og entreprenører⁴¹. Risikoen er større enn å investere i for eksempel børsnoterte selskaper, men mulighetene til å tjene penger er deretter⁴².

Avkastningskravet for investors investeringer skal reflektere tidsaspektet og prosjektets relevante risiko. Avkastningskravene vil dermed variere etter hvilken fase gründerselskapet befinner seg i, fra såkornfase til broinvesteringer (snarlig børsintroduksjon). I norske venturevirksomheter sier man at gjennomsnittlig prosjektkrav ligger på rundt 30-40%.

Amerikanske venturekapitalister har en tommelfingerregel at en investering bør 5- til 10-doble kapital i løpet av 5 til 7 år. Dette krever et årlig avkastningskrav fra 26 % (femdobling på 5 år) til nær 60 % (tidobling)⁴³. Klassisk venturekapital, som inngår i tidlige prosjektfaser, må både være risikovillige og tålmodige. Ettersom de investerer tidlig i en fase med stort kapitalbehov, er det svært sjeldent at de kan ta ut noen gevinst før ved exit. Utdeling av utbytte i løpet av perioden er ikke vanlig⁴⁴, da kontantoverskudd fra driften av selskapet blir holdt tilbake for å finansiere ytterligere vekst.

2.5.3 Hvor og når investeres det?

Ut fra aktivitetsanalysen til NVCA for 2005 ser vi at hovedinvesteringene deres er innen venturekapital. Videre ser vi at den norske bransjen har hatt en sterk utvikling målt i kapital

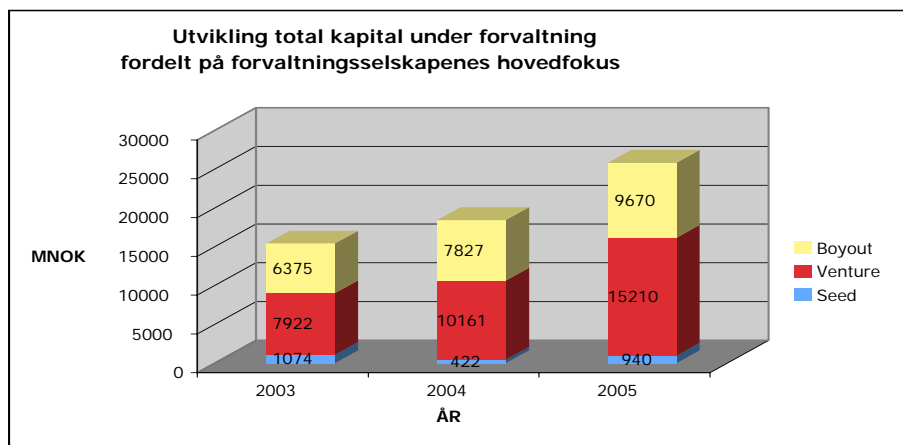
⁴¹ Gjørum & Johnsen 95/96

⁴² ”Pengene som skytes inn i venture-fond og private equity-fond går til å bygge opp alt fra svært unge selskaper med store muligheter til vekst til mer modne selskaper med potensial til ytterligere vekst. Risikoen ved å satse kapital er langt høyere enn ved å investere i for eksempel børsnoterte selskaper eller obligasjoner. Suksessrike selskaper selges etter en viss periode, avkastningen kan være formidabel.” (Øk rap 03/06).

⁴³ Bygrave 1993

⁴⁴ Se også under kapittel 3.4 om finansinstrumenter

under forvaltning de siste årene. Siden 2003 har bransjen økt forvaltningen fra 15,3 mrd NOK til rundt 24 mrd NOK i utgangen av 2005. Figuren under viser hvordan denne utviklingen fordeler seg på henholdsvis såkorn, venture og buyout:



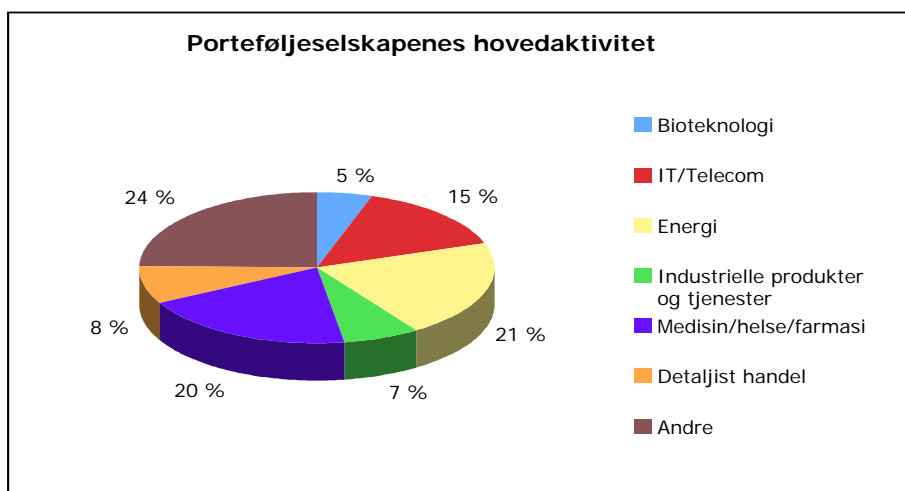
Figur 8 Utvikling og fordeling av venturekapital

2006 ser også ut til å bli godt år for bransjen. I april har både Hitec Vision Private Equity og Northzone Ventures lukket to nye fond på hhv 1,8 og 1,4 mrd NOK. Det er også forventet at flere fond vil komme på plass i løpet av året, hvilket kan gjøre at bransjen passerer 30 mrd i forvaltningskapital ved utgangen av 2006.

Kapital reist og investert samt fordelingen av denne

Totalt ble det reist over 5,3 milliarder kroner i ulike norske venturefond 2005. For disse selskapene har investeringene fordelt seg slik; over 40 % har gått til ekspansjons/vekst fasen, rundt 20 % har gått til oppstart, bare et par prosent av totalinvesteringene er gjort i henholdsvis seed og oppfølgingskapital, mens nærmere 30 % blir investert rundt buyout til bedriften. Disse tallene for 2005 viser at det er mye risikovillig kapital som skytes inn i norske vekstselskaper som gründerne representerer.

I Norge investeres det primært innen IT/telekom, olje/energi og bioteknologi/lifescience. For at de norske gründerne skal lykkes i internasjonal konkurranse er de private eierfondenes kapital sammen med industrikonsernernes støtte til forskningsbasert nyskaping veldig viktig. I figuren på neste side ser vi hvordan porteføljeselskaperens aktiviteter fordeles mot disse bransjene.



Figur 9 Porteføljeselskapenes hovedaktivitet

Ideer fra gutterommet

Det som kom mer overraskende⁴⁵ frem etter en undersøkelse utført av NVCA, var at 50 % av prosjektene til gründerne, i porteføljen til ventureselskapene, kom fra ”gutterommet”. Det vil si bedrifter som er startet opp utenfor et forskningstungt miljø. Norske industrikonsern og utdanningsinstitusjoner stod for 25 % av prosjektene.

Exit gjennom industrielle salg og gode fremtidsutsikter

De forskjellige gründerelskapene som det investeres i har forskjellige utfall eller ”exit”, et begrep som ofte blir brukt. Med begrepet ”exit” menes et salg av aksjer i et porteføljeselskap som gir tilbakebetaling av investert kapital med evt. avkastning til investorene i fondet. I fjor var det klart flest exit gjennom industrielle salg.

Den klare tendensen i Norge siden "dot.com- nedturen" i 2001 er at venturebransjen ser lys ut. Dette kommer norske gründerne til gode gjennom lettere tilgang til kapital, og vårt fokus i oppgaven har nettopp vært på gründerne som har fått penger etter 2001. Det norske Privat Equity markedet har bygget flere solide selskaper, og i 2005 var hele 12 av 46 nye børsnoteringer på Oslo Børs finansiert av private eierfond. Det forventes at bransjen kommer til å bli en enda større og viktigere aktør på eiersiden i norsk næringsliv.

⁴⁵ Vogt mente at 80 – 90 % av prosjektene som får venturekapital er basert på betydelige innovative forskningsresultater.

3. Teori

Vi vil i dette kapitlet se på teori omkring gründernes vei til venturekapital. Videre skal det legges et teoretisk grunnlag for den analysen vi senere i oppgaven skal gjennomføre på bakgrunn av dybdeintervju av gründere.

3.1 Forretningsplanen

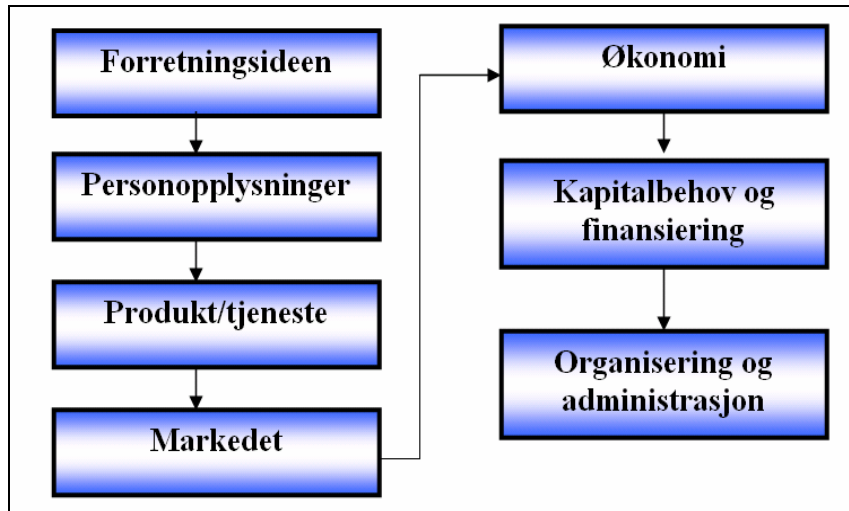
Den gode ideen er alene ikke nok når gründere banker på dørene til de store ventureselskapene og ønsker risikovillig kapital. Viktigheten av en godt utarbeidet forretningsplan blir presisert både i faglitteratur⁴⁶ og ved intervjuer av ventureselskap⁴⁷. For en gründer er det å skrive en forretningsplan, som blant annet beskriver potensialet til den glimrende ideen, slettes ikke enkelt. Eugene Kleiner, venturekapital- investor, er sitert på følgende uttalelse: "Writing a business plan forces you into disciplined thinking, if you do an intellectually honest job. An idea might sound great in your mind, but when you put down the details and numbers, it may fall apart".

⁴⁶ Se Kubr et al. (2002) for en gjennomgående presentasjon av forretningsplanen

⁴⁷ I resultatene til Sætres (2001) forskning konkluderer han med at investorer og også SND mottar forretningsplaner og forslag som er altfor dårlig formulert og presentert.

3.1.1 Forretningsplanens innhold

I figuren nedenfor ser vi alle de elementer som bør beskrives når man lager en forretningsplan.⁴⁸



Figur 10 Elementer i forretningsplan

Beskrivelsen av forretningsideen er rettet mot investorene. Derfor må man fokusere på at planen ikke blir en salgsbrosjyre, ei heller en teknisk beskrivelse. Forretningsplanen skal spesielt fremheve tre aspekter⁴⁹:

1. Kundenytt

Det først prinsippet for hva som kan defineres som en vellykket forretningsidé er å tydeliggjøre behov som skal dekkes og hvordan. Konkurransefortrinnet skal forklares med en presentasjon av produktets USP (Unique Selling Proposition). Det vil alltid være hensiktsmessig å prøve å kvantifisere denne kundenyttene ovenfor investorene.

2. Marked

Her må man komme med anslag på hvor stort markedet er, og underbygge anslagene med verifiserbare data (gjerne SSB, data fra bransjeorganisasjoner etc). Gründeren må også peke på hovedsegmentet/målgruppen man ønsker å rette tilbudet mot. Det vil også være

⁴⁸ Kilde: Innovasjon Norge

⁴⁹ Kubr et al., 2002

hensiktsmessig å peke på hvorfor produktet skiller seg ut fra eventuelle konkurrenters produkter.

3. Lønnsomhet

En forretningsidé skal lønne seg på lang sikt, og forretningsmodellen skal vise hvordan man skal tjene penger. I utgangspunktet kan det holde å gi grove overslag over hvilke kostnader og inntekter man potensielt står ovenfor. En tommelfingerregel er at marginen for vekstkraftige bedrifter er på minst 40 til 50 prosent.

3.1.2 Hvorfor ha en forretningsplan?

Profesjonelle investorer støtter kun prosjekter som bygger på en godt gjennomarbeidet og solid forretningsplan⁵⁰. Det er flere gode grunner til dette. En forretningsplan kan avsløre hull i kunnskapen og viser strukturert hvordan disse kan fylles. Videre tvinger den gründeren til å tenke systematisk gjennom forretningsideen og hvordan den best gjøres slagkraftig. Forretningsplanen gir også et godt bilde på hvilke ressurser som eksisterer og hvilke som eventuelt må tilføres. Forretningsplanen skal beskrive hva gründeren ønsker å gjøre og hvordan dette skal gjøres.

*”Den eneste som ikke trenger en forretningsplan er han som skal starte en hobby”.*⁵¹

Dette sitatet indikerer hvor viktig det er at gründeren har forberedt seg best mulig i forkant av kontakten med ventureselskapene. På nettstedet til U.S. Department of Commerce⁵² påpekes det i sterke ordlag hvor viktig forretningsplanen er dersom du i det hele tatt skal ha en sjanse til å komme i forhandlinger med ventureselskapene om finansiering.

⁵⁰ Kubr et al., 2000

⁵¹ Tiffany, 2001, www.entrepreneur.com

⁵² www.mdba.gov

3.2 Verdssettelse

Etter at gründerne har laget en forretningsplan vil de søke å dekke sine kapitalbehov som da er kvantifisert. Under forhandlingene vil ventureselskapene gjerne sette et høyt avkastningskrav og kreve en stor andel av aksjene. Basisen for denne forhandlingen er selskapets verdssettelse. I tillegg til ren kapitaltilførsel bør gründerne også estimere verdien av intellektuell kapital som blir tilført ved et eventuelt ventureselskap.

Det er vanlig at ventureselskaper og gründerne verdssetter selskapet svært ulikt, og dette vil nødvendigvis skape konflikter når finansieringsavtaler skal inngås. Ventureselskapet har gjerne lang erfaring i å verdssette slike selskaper, men på en annen side kjenner de nødvendigvis ikke teknologien og mulighetene godt nok. Gründerne på sin side har ofte liten kunnskap innen verdssettelse og forventningene kan da bli skjeve. Likevel kan gründerne forvente å få en avtale de er fornøyde med, da ventureselskapene har interesse i at gründer og ledelsen i helhet skal være motivert og ønske å lykkes, fremfor at de føler seg lurt.

”The good thing about talking to a venture capitalist is that they bring you down to earth. It’s not that they’re negative, but they’ll give you a feel for what it will really need to succeed.”

–Eugene Kleiner, Venture Capitalist–

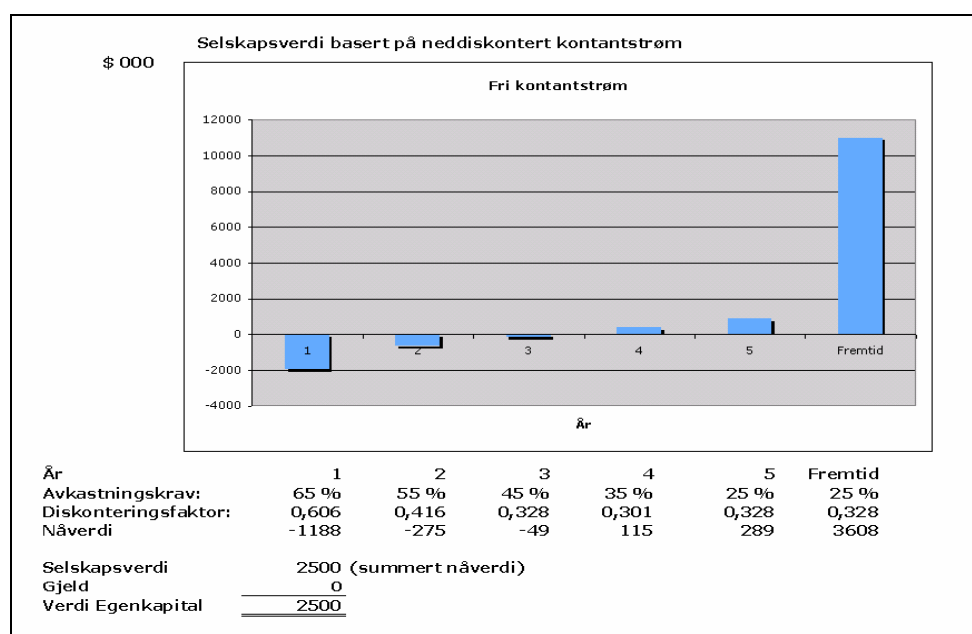
For å unngå for stor differanse i verdssettelse bør gründerne benyttes objektive verdssettelsesmodeller. Fordelen med å kjenne til verdien av eget selskap vil være at man kan være bevisst på hvor mye man må selge til ventureselskap for å få den kapitalen man trenger. Samtidig er den reelle verdien av selskapet tilslutt kun hva ventureselskap eller andre investorer er villig til å betale.

3.2.1 Verdssetting ved en DCF-analyse

Det er primært to verdssettelsesmetoder som blir brukt i verdssettelse av en ny bedrift ifølge McKinsey; estimering av multipler og DCF-analyser (The Discounted Free Cash Flow method). Da nystartede firmaer vanligvis er veldig dynamiske, bør begge verdssettelsesmodellene brukes for å gi et bredt nok bilde av verdien. I en DCF-analyse

neddiskonterer man fremtidige kontantstrømmer med et avkastningskrav som står i forhold til risikoen bedriften står i. Man summerer så verdiene og trekker bort gjelden, dersom DCF-analysen er gjort på totalkapitalen, for slik å finne markedsverdien av egenkapitalen. For en gründerbedrift vil det da være naturlig å basere verdsettelsen på en kontantstrøm som det forventes å få når det tilføres kapital, og dermed fulgt markeds- og produksjonsplanene som er skissert i forretningsplanen.

I figuren nedenfor viser vi et eksempel av en kontantstrømanalyse der vi har neddiskontert kontantstrømmen for hvert år. Avkastningskravene er nærmere diskutert tidligere og bare brukt som et eksempel i denne modellen. Jo høyere avkastningskrav, jo lavere blir nåverdien av egenkapitalen. Utfordringen ved nye bedrifter er at de vanligvis starter med negativ kontantstrøm og veldig usikre fremtidsutsikter, der de ikke har noen historie å se tilbake på. Likevel vil dette kunne gi gründeren en bedre forståelse av antagelsene implisitt i forretningsplanen, og faktorer som er med på å bestemme verdien i selskapet.⁵³

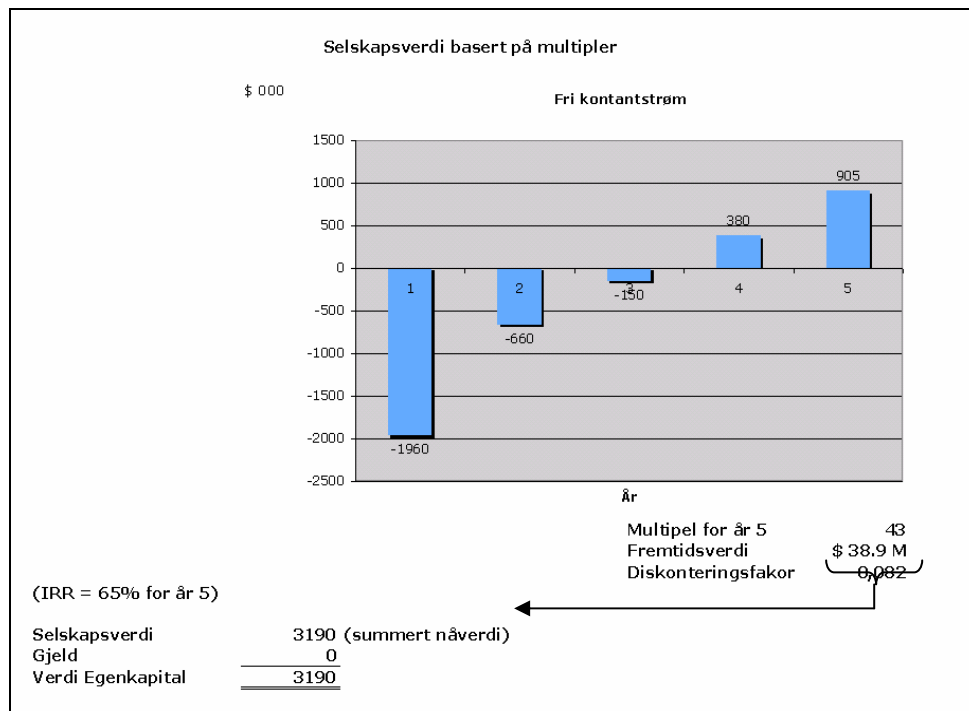


Figur 11 Selskapsverdi basert på neddiskontert kontantstrøm

⁵³ For å lese mer om verdsettelse ved DCF-analyse i f.eks: "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies" av Copeland, Koller, Wessels m.fl.

3.2.2 Verdsettelse ved multipler

Verdien av selskapet kan også verdsettes ved hjelp av sammenlignbare selskaper gjennom multipler/forholdstall. Ved bruk av multipler, multipliserer du den ønskede verdien fra ditt selskap (f.eks. Net profit), med korresponderende multipl. Dette kan være med å gi deg verdien av ditt selskap (enten totalkapital eller egenkapital) på slutten av din investors investeringshorisont, hvilket igjen må neddiskonteres til dagens verdi.



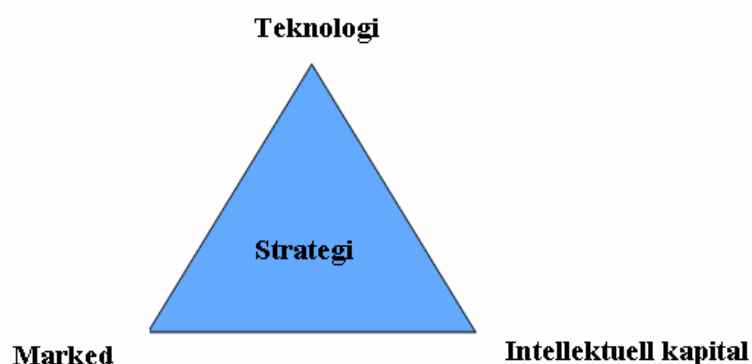
Figur 12 Selskapsverdi basert på multipler

Ved innhenting av multipler kan det være en fordel å ta et gjennomsnitt av bransjen om det finnes (kan være utførende i nye bransjer og gründerbedrifter). Man bør finne sammenlignbare selskaper innen sektor, produktgruppe, vekstrate, kapitalstruktur og forventet kontantstrøm. For de selskapene man finner interessante kan man finne den aktuelle multiplen som de hadde det år de for eksempel gikk på børs. Multipler som typisk kan bli brukt er P/E (price/earnings), markedsverdi/salgsgard eller price/head (internett/IT-hode).

3.2.3 Utfordringen ved verdsettelse av høyteknologiske selskap

Veldig mange gründerbedrifter som får støtte av et ventureselskap virker å være i en bransje med høy teknologisk kompetanse og nyskapning. Dette fører til at man må ta høyde for flere aspekter i en verdsettelse av gründerselskap.

Hovedkonklusjonen på hvordan man verdsetter høyteknologiselskaper eller andre gründerselskaper, er at verdsettingen ikke introduserer nye behov innen økonomisk metode. Men man kan ikke verdsette en bedrift uten å ta hensyn til hvilke strategiske muligheter som ligger foran bedriften. Den krever da at man fokuserer på de riktige aspektene som oftest er teknologi, intellektuell kapital og marked⁵⁴.



Figur 13 Verdsettelse av gründer/teknologiselskap

Hovedprinsippet om at det er kontantstrømmen som genereres over tid, og som gir bedriften verdi, er fortsatt gjeldene. Utfordringen har vært at man har prøvd å verdsette selskapet uten å prøve å forstå teknologien, ei heller tatt høyde for at inntekten på sikt er basert på kunnskapen de ansatte sitter med. Dette fører til at verdien ofte ligger i fremtidige konsekvenser av dagens investeringer, hvilket gjør risiko og beslutningsfleksibilitet til hovedfaktorer i en verdsettelse.

Avkastningskravene for de ulike fasene har vi allerede diskutert tidligere, her vi neddiskonterer kontantstrømmen med relativt høye avkastningskrav da risikoen er tilsvarende

⁵⁴ For å se nærmere på verdsettelse av høyteknologiselskaper, se artikkel til Matson, Tomasgard og Vik (2001), Magma

høy. Utfordringen knyttet til disse er at dynamikk og beslutningsfleksibilitet for prosjektet fortsatt blir neglisjert.

Dynamikk og usikkerhet

Som tidligere nevnt trenger vi en beskrivelse av usikkerheten for å finne rett verdi til selskapet. Det vanlige ville være å gjennomføre en statisk scenarioanalyse. Ulempen med en statisk analyse er at fleksibilitet aldri belønnes (siden man aldri trenger den), dette fordi man benytter seg av informasjon som ikke er tilgjengelig på investeringspunktet. Noen form for økende kunnskap om produktet og marked finnes ikke. I virkeligheten teller fleksibilitet, hvilket gjør usikkerheten mindre og verdien på selskapet større ved at man utnytter fleksibiliteten og utsetter beslutninger til mer informasjon er tilgjengelig. Hvis det forventes at alle beslutninger tas på kun et punkt, vil man få en uriktig opsjonsverdi i verdsettelsen, da beslutningstaker i virkeligheten vil ha valgfrihet til å korrigere sine handlinger ut fra informasjonen som dukker opp underveis. Man må derfor i verdsettelsen ta hensyn til at beslutningsprosessene er sekvensielle og at dette vil påvirke selskapets verdi.

3.2.4 Verdsettelse basert på teknologiske determinanter og intellektuell kapital

Her vil vi primært ta for oss den teknologiske siden sammen med intellektuell kapital. Når det gjelder markedsanalyser og markedsutvikling finnes det mye vitenskapelig og populærvitenskaplig forskning på dette.⁵⁵ Vi vil derfor presentere teknologiens og den intellektuelle kapitalens innvirkning på selskapsverdien.

Teknologi

Teknologiens påvirkning på inntektsmuligheter og risiko er svært viktig når man verdsetter nyteknologiske bedrifter. Man må finne ut om teknologien er kommersialiserbar og dermed se på noen egenskaper som legger føringer på kommersialiseringsprosessen. Spørsmål man må stille seg kan være om de aktuelle markedene er modne nok for produktet og teknologien, forekommer det en "first mover advantages", eller vil det være tungt å være først ute med produktet? Er det tilstrekkelig tilgang på kunnskap og intellektuell kapital til å gjennomføre kommersialiseringen? For å kjenne til mulige svar på dette bør man gjennomføre en kvalitativ

⁵⁵ Se: "Foss, Resources, Firms and Strategies 1997" og "Moore, G.A., Crossing the Chasm, Harper Business, New York, 2002"

analyse av de teknologiske determinantene til et produkt som skal ut på markedet. Disse faktorene kan da ha innvirkning på risikoen og inntjeningspotensialet til teknologibedrifter i oppstartsfaser. Matson, Tomasgard og Vik⁵⁶ identifiserer disse teknologiske determinantene som: teknologitype, teknologisk nivå, teknologisk nyskapning, teknologisk utviklingsfase, produksjonsprosess, imitasjonsrisiko, kritikalitet, kompleksitet, substitusjonspotensial og rekkevidde⁵⁷.

Disse determinantene har stor betydning i verdsettelsen av teknologibedrifter skal verdsettes. Samtidig er det effekten av disse, sammen med faktorer som marked, nettverk, ledelse og kapitaltilgang som har stor betydning i verdsettelse av slike selskap. Dertil kommer de strategiske valgene som blir gjort for å fremme bedriftens utvikling.

Intelligent kapital⁵⁸

En del av avviket mellom bokført verdi og markedsverdien av egenkapitalen kan falle på den intellektuelle kapitalen og merkenavnet. Forskning gjort på forespørsel fra OECD⁵⁹ viser at investorer og ventureselskap legger mye vekt intellektuell kapital i tillegg til finansielle faktorer. Momenter de da ser på er evnen til å utforme og implementere en god strategi, ledelsens troverdighet, evne til å skaffe dyktige medarbeidere og innovasjonsevne. Forskning⁶⁰ viser også at det er gjennomgående egenskaper ved gründerne som er svært viktig for suksess. Intellektuell kapital blir ofte brukt i verdsettelse av teknologiske selskaper. Det har vært brukt kun enkelte forholdstall som indikatorer (f.eks. kroner/kunde, kroner/ansatt), men det er langt bedre å se på hele spekteret av indikatorer for intellektuell kapital. Da vil ikke lenger verdien av selskapet kun være basert på mekanisk bruk av forholdstall/multipler, men være en helhetsvurdering av de strategimulighetene selskapet har, gitt teknologi, marked og intellektuell kapital.

⁵⁶ 2001

⁵⁷ For mer informasjon om disse, se artikkelen til Matson, Tomasgard og Vik (2001), Magma

⁵⁸ For nærmere informasjon, se kapittelet om Intelligent kapital.

⁵⁹ Se Measures that matter, Ernst & Young LLP, Score retrieval file, no. PP0265, Boston, 1997

⁶⁰ Se: "Karakaya, F. og Kobu, B., New Product Development Process: An investigation of success and failure in high-technology and non-high-technology firms. Journal of Business Venturing, vol. 9, 4966, 1994." og "McMillan, I.C., Zemann, L. og Subbanarasimha, P.N., Criteria Distinguishing Successful from Unsuccessful Ventures in the Venture Screening Process, Journal of Business Venturing, vol. 2, 123137, 1987."

3.2.5 Metodologi for kvantitativ analyse basert på teknologiske determinanter

For å kunne verdsette gründerbedrifter med høy teknologi, mener vi man bør ta hensyn til både marked, intellektuell kapital og teknologi, for dermed å se hvilke strategiske muligheter man har. Vi vil derfor vise en fremgangsmåte for en verdivurdering som baserer seg på teknologiske determinanter supplert med vurderinger av intellektuell kapital. Sentralt for verdivurderingen står også usikkerhet, beslutningsfleksibilitet og mulige strategier.

1. Gjennomfør en teknologi- determinantanalyse

Her kan man gradere nivået på determinanten fra 1-3, lav til høy. Denne analysen vil gi oss en kvalitativ vurdering av våre teknologiske determinanter og vise oss hvilke som er kritiske.

2. Vurder nivået på ulike indikatorer som måler aspekter ved intellektuell kapital

Finn ut hvilke aspekter ved den intellektuelle kapitalen som er kritiske mht suksess gjennom å analysere indikatorene for intellektuell kapital.

Ved å beskrive de kritiske faktorene for teknologi og intellektuell kapital får man også ofte frem dagens strategi relativt klart.

3. Skisser potensiell fremtid

Ved å skissere fremtiden og se på potensielle retninger bedriften kan gå i, blir man klar over hvilke strategivalg man kan og bør ta basert på hva man besitter av teknologi (1), intellektuell kapital (2) som vil treffe markedet. Man kan så forespeile seg både mulige negative, positive og forventede fremtid. Disse retningene kan være basert på enkelt faktorer eller flere faktorer fra teknologiske determinanter eller fra intellektuell kapital. Deretter kan man kombinere disse mulighetene med potensielle markedsutsikter og konkursermuligheter. Ved å tenke igjennom en potensiell fremtid, vil man få vurdert holdbarheten av teknologien og konsekvensen av potensielle strategier. Man vil da bli mer bevisst sårbarheten og styrken til bedriften.

4. Utfør scenarioanalyse

Etter å ha foretatt en god analyse av de kvalitative aspektene rundt bedriften (1-3) vil man enklere kunne komme med kvalifiserte tallfesting av nøkkelvariabler. Ved å kjenne til en

forventet utviklingshorisont (både markedsmessig, produkt/teknologisk og økonomisk) vil man få ganske gode anslag for en verdivurdering.

5. Introduser dynamikk

Dynamikken som forekommer i alle scenariene må tas hensyn til når man vurderer bedriften. Under scenarioanalysen vil forskjellige scenarier blir vurdert, der vi forventer at et av de scenariene vil utspille seg. Man vil likevel i praksis kunne tilføre ressurser og/eller endre strategi for å kunne foreta en kursendring om det skulle være nødvendig eller ønskelig. I viktige scenarier bør man utnytte muligheten til å ta beslutninger underveis. Når man så har bygget inn denne dynamikken er det (nesten) standardmetode som gjelder: Utfør analyse ved hjelp av et stokastisk beslutningstre, forventet nåverdi og risikovurdering.

3.3 Potensielle finansieringsmuligheter for gründere

Riding og Short⁶¹ deler finansiell vekst inn i fire faser. Man starter med oppstartsfinansiering, vanligvis dekket av entreprenørene, hvor neste fase støtter sterk vekst, hvilket blir gjort av ventureselskap. De to siste fasene for å dekke videre vekst blir gjort gjennom IPO og gjennom salg av aksjer. For å dekke gapet mellom fase en og to her det berømte ”kapitalgapet” oppstår, har Van Osnabrugge og Robinson en syvstegsmodell, her de fire første stegene vil være av interesse her:

1. The founder, family and friends (the three Fs)
2. The equity gap (a stage of void of finance)
3. Business angels
4. Venture capitalists

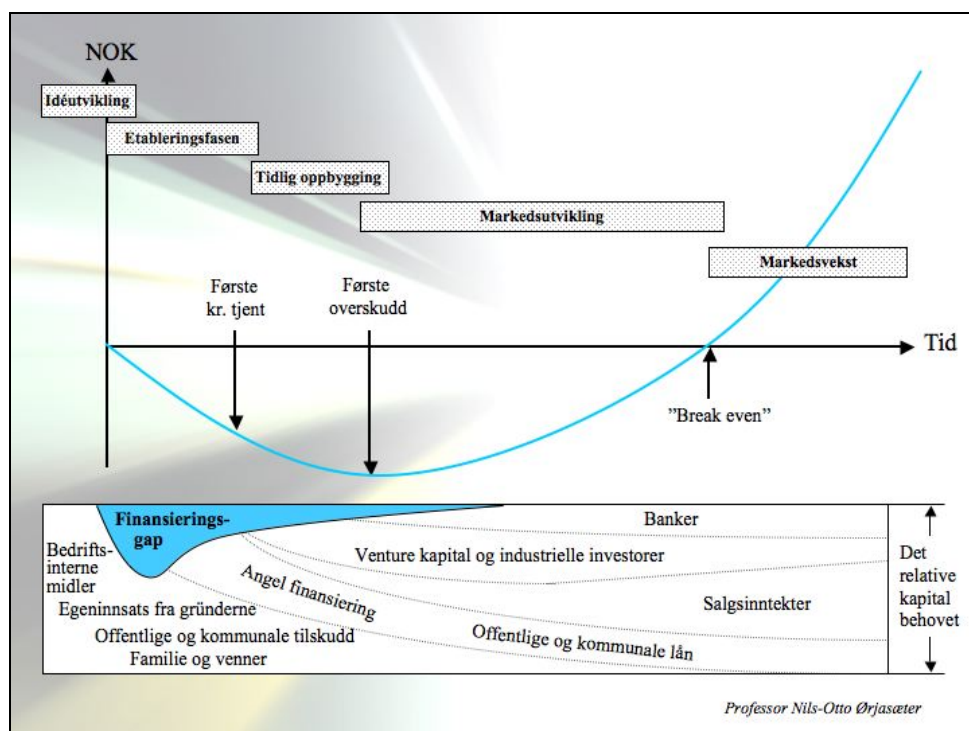
I virkeligheten er det ofte mer komplekst enn hva noen form for typologi vil si. Forskerne⁶² er enige i at business angels og private investorer ofte går inn med finansiering i tidligere faser i oppstartsbedrifter, enn hva ventureselskaper gjør. Ifølge Vogt⁶³ kunne man nok også tatt med

⁶¹ 1987

⁶² Freear og Wetzel (1989); Ehrlich, De Noble, More og Weaver (1994)

⁶³ 2006

såkornfond sammen med business angels. Denne inndelingen kan godt illustreres gjennom en modell hentet fra professor Ørjasæter ved Handelshøyskolen BI⁶⁴:



Figur 14 Forretningsfaser

Vi ser her at ventureselskaper primært investerer i vekst og ekspansjonsfasen. Vi ser også hvordan ulike kapitalkilder dekker opp det relative kapitalbehovet utover i tid. Videre vil vi kort presentere de fire fase av Van Osnabrugge og Robinson som er beskrevet over.

3.3.1 Founder, friends and family

Som nevnt tidligere er det primært høyprofilerte vekstselskap som søker venturekapital, og videre vet man at såkornsfondene normalt går inn med flere millioner i sine prosjekter. En annen vanlig måte å skaffe seg kapital på i oppstartsfasen av selskapet er gjennom "fools, friends and family"⁶⁵. Dette ser vi også fra vinklingen som Advani⁶⁶ presenterer for

⁶⁴ Magma 03.06

⁶⁵ Vogt, 2006

⁶⁶ 2006

potensielle entreprenører⁶⁷ der han trekker frem at lenge før man hadde banker og ventureselskaper, lånte man penger av bekjente i en oppstartsfase for bedrifter.

Om lag 5 % av den voksne befolkningen i USA har gjort private investeringer i andres selskaper i løpet av de tre siste årene, og av disse er over 50 % av investeringene gjort i familierelaterte selskaper. Videre er nærmere en tredjedel av investeringene gjort av venner og naboer mens ca 10 % er gjort av arbeidskollegaer. Når gründeren går igjennom potensielle investorer i sitt nettverk, bør han ta hensyn til følgende fire punkter ved en vurdering: (1) At de stoler på deg, (2) at de har muligheten og råd til investeringen, (3) at de har business erfaring og (4) at man ikke har noen emosjonell bagasje.

Robbins⁶⁸ anbefaler å være tydelig med de som gründeren låner penger hos. Hans kreditorer må informeres om de potensielle nedsider som eksisterer⁶⁹. Dette fordi de investerer fordi de stoler på gründeren som person, og ikke nødvendigvis fordi at de ser forretningsplanen har et reelt potensial. Robbins⁷⁰ mener det er potensialet for at familie- og vennskapsrelasjoner kan bli ødelagt gjennom dårlig business.

Siden de fleste entreprenørselskapene har lav sannsynlighet for å overleve, er det normalt at de vil ha vanskeligheter for å få finansiering gjennom vanlige banklån. I tillegg til den risiko som eksisterer, har gjerne foretak i oppstartsfasen lite egenkapital til å stille som sikkerhet. Dersom prisen på lånet skulle reflektere risikoen som eksisterer, ville dette uansett ikke være aktuell som kapitalkilde⁷¹. Hvis ikke gründeren har en veldig sterk kredittverdighet anbefaler de fleste å glemme å bruke banker som en kilde til kapital. Det er her venturekapital kommer inn som en annen alternativ kilde til kapital.

67 "Asking people you know to pitch in on financing a new or growing business is anything but a radical idea. Before anyone ever heard of banks, informal, person-to-person loans were the way many businesses got started and the way many investors made money."

⁶⁸ 2001

⁶⁹ "Raising money from friends and family seems attractive: potentially good rates, lenient credit standards, and a chance for your friends and family to share in the wealth you create. Just make sure to manage the downside, and find any way you can to keep the love and affection firmly separated from the business transactions"

⁷⁰ 2001

⁷¹ Dette kan leses mer om under kapittel 3.4, Finansinstrumenter

3.3.2 The equity gap

Politikere og akademikere er bekymret over at det eksisterer et kapitalgap hvilket begrenser veksten til små selskaper⁷². Her etterspørselen etter kapital ikke blir dekket vil det oppstå et kapitalgap. Dette oppstår vanligvis i en tidlig fase med sterk vekst⁷³, her det å lykkes i den økende lokale, regionale og globale konkurransen er essensiell. Det er fortsatt for tidlig å skaffe venturekapital da selskapene vanligvis er for små, og det kapitalgapet som selskapet opplever er mye større enn hva gründeren selv kan dekke med egne ressurser. Dette er gjerne etter at forretningsplanen er utarbeidet og skal iverksettes. Teknologien skal nå videreutvikles til produkter – produksjonsanlegg settes opp, allianser bygges og markedet utvikles. I fasene før dette er kostnadene begrenset og bli gjerne dekket av gründerne gjennom tidsbruk og egenkapital⁷⁴.

Det å stenge dette kapitalgapet er derfor en stor utfordring. Men ifølge en diskusjon gjort av Sætre⁷⁵ burde det eksistere overflødig mange potensielle investeringsobjekter for hver investor for at det skal være et kapitalgap. Det stemmer forøvrig at ventureselskapene får inn mange søknader om kapital fra grunderselskap, her mange ikke vil være lønnsomme eller ha mulighet for å lykkes. Sætre legger frem en hypotese om man egentlig ikke har et kapitalgap hvis de gode prosjektene får kapital og de dårlige ikke får (og burde ikke få, ellers blir det store tap på egenkapitalen som blir investert). Videre ser Sætre at ventureselskapene sitter med kapital som de kunne tenkte seg å investere i gode prosjekter, men det er for få av dem, altså at det er et gap med for få gode venture ideer i forhold til investeringsmulighetene til ventureselskapene (etter undersøkelse med ventureselskaper). Konklusjonen til professoren blir at man må skaffe et bedre møtepunkt mellom de gode ideene og kapitalen, og at det eksisterer både kapitalgap og et gap med å finansiere de gode ideene. Disse gapene kan elimineres/bortfalle ved å finne et godt møtepunkt mellom de som har overskuddskapital og de som har gode nok prosjekter.

⁷² Mason og Harrison, 1995

⁷³ Blatt og Riding, 1996

⁷⁴ Ørjansetter, 2001

⁷⁵ 2001

3.3.3 Business Angels og såkornfond

Som vi også presenterte innledningsvis er det flere måter en gründer kan motta venturekapital på. Det finnes flere aktive private eiere som investerer av egen formue eller gjennom egne investeringsselskaper direkte inn i gründerbedriften, disse kaller vi Business angels.

Business angels har som regel en annen investeringsstrategi enn ventureselskapene. De investerer som regel i de første fasene i en bedrifts livssyklus, nemlig i såkorn- og oppstartsfase og gjerne i nære⁷⁶ geografiske områder fra deres bosted⁷⁷. Videre vet vi at det er et svært lite marked med business angels i Norge, et område som er vesentlig større i USA. I USA investerer business angels i gjennomsnitt mellom 0,75– 2,2 mill NOK, mens ventureselskap investerer mellom 7,5 – 22,5 millioner NOK⁷⁸. Reitan et al⁷⁹ fant at investeringsstørrelsen blant business angels i Norge var i snitt 0,6 mill NOK i hvert prosjekt de investerte i, i gjennomsnitt 1,2 prosjekter i året. Her fant forskerne at gjennomsnittlig investeringen er vesentlig mindre enn i USA.

Såkornfond går gjerne inn tidligere i fasen enn hva ventureselskapene gjør. I Norge har såkornfond vært en veldig god starthjelp til mange nye selskap som trenger å komme over ”the equity gap”. I alle vestlige land spiller myndighetene en betydelig rolle som risikoavlastere og fødelshjelper i denne fasen. Denne fasen er svært underutviklet i Norge hvor det fremdeles er slik at ”fools families and friends” er den viktigste investorgruppen for såkornbedrifter⁸⁰.

3.3.4 Investeringer fra ventureselskaper

”We know we will have to give up a significant stake in the company, but we’re willing to do it on the theory that a small piece of a big pie is better than a big piece of a smaller pie.”

-Larry Legion, President, Ariel Vineyards-

⁷⁶ Mindre enn 50-80km

⁷⁷ Freear & Wetzel, 1989; Ehrlich et al., 1994

⁷⁸ Ehrlich et al., 1994

⁷⁹ 1998

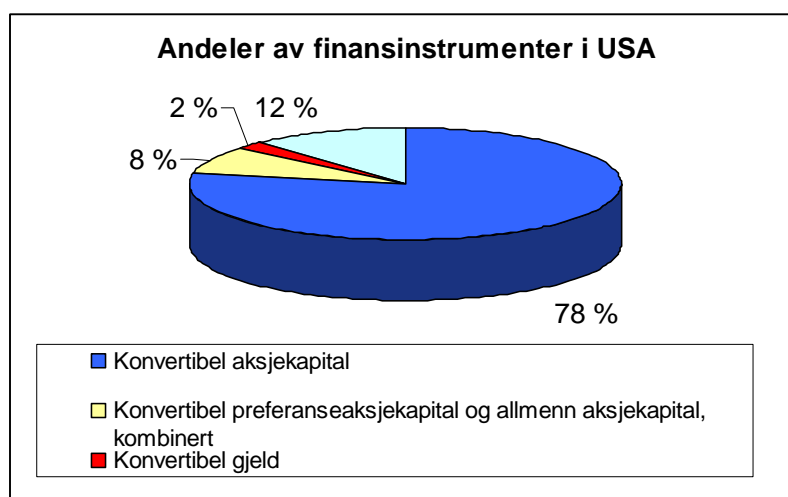
⁸⁰ Worsøe, 2006

Ventureselskapene har høye avkastningskrav da de går inn sine prosjekter med høy risiko. Det er kun mellom 1- 4 % av de som søker om venturekapital som får støtte, og av disse er 80-90% av prosjektene som får støtte basert på betydelige innovative forskningsresultater⁸¹. Dette betyr at mange med kun den gode ideen gjerne ikke har så god mulighet for å få venturekapital uten at det ligger forskning bak den. For selskaper med høy vekst er venturekapital likevel veldig bra og nødvendig⁸². Vi skal videre presentere de ulike finansieringsinstrumenter som blir benyttet ved investeringer i gründerselskap.

3.4 Finansinstrumenter som benyttes innen venturekapital

Finansinstrumenter som benyttes av ventureselskaper kan deles opp i to ulike typer, egenkapitalinstrumenter og gjeldsinstrumenter. I avsnittene nedenfor vil disse to instrumenttypene bli presentert i sin helhet.

I USA er det gjort et studie av Kaplan og Strömberg⁸³ som ser på hvilke finansieringsinstrumenter som er mest benyttet, og dette er gjengitt i figuren under.



Figur 15 Oversikt over benyttede finansinstrumenter i USA

⁸¹ Vogt, 2006

⁸² "VC funding isn't always easy to obtain and you'll have to give up equity, but when you're a high-growth company with high-financing needs, it can be your best bet" (www.entrepreneur.com, 2005).

⁸³ 2002

Det er viktig å påpeke at det i Norge er svært vanlig at helt enkle instrumenter blir tatt i bruk⁸⁴ fremfor mer avanserte instrumenter, som for eksempel preferanseaksjekapital. Vi vil likevel gi en bred oversikt over instrumenter som er beskrevet i teorien og som benyttes innen venture. Hvilke finansieringsinstrumenter som gründere i vårt utvalg har benyttet i avtaler med ventureselskaper, vil vi komme tilbake til senere i oppgaven i analysen av våre dybdeintervjuer.

I de neste avsnittene vil vi strukturere presentasjonen omkring de instrumenter som eksisterer gjennom to hoveddeler; egenkapitalinstrumenter og gjeldsinstrumenter.

3.4.1 Egenkapitalinstrumenter

Egenskaper ved egenkapitalinstrumenter

Investeringer i egenkapital gir investoren en andel av et foretak, vanligvis i form av allmenne aksjer, som gir rett til en gitt andel av dets frie kontantstrøm, i form av utbytte/dividende eller verdistigning⁸⁵.

Ved investeringer i gründerselskaper har gjerne investor en gitt tidshorisont over sin investering, og vil ønske å selge seg ut innenfor denne tidsrammen. Dersom man forutsetter at foretaket stiger i verdi i løpet av holdingperioden, kan man uttrykke den totale verdien av investeringen for investor ved å legge til neddiskontert forventet salgsverdi til neddiskontert dividende i løpet av perioden.

For investor er avkastningen på investeringen i forhold til risikoen et godt mål på hvor vellykket investeringen er⁸⁶. Dersom en investor skal investere i et gründerselskap, er det tre faktorer som det er viktig for suksess; (1) Investert beløp, (2) Investeringshorisont, lengde på investering før exit, og (3) salgsverdien ved exit.

Størrelsen på investert beløp vil avgjøres av hvor mye foretaket verdsettes på investeringstidspunktet. Salgsverdien vil bestemmes av en tilsvarende verdsettingsprosess ved

⁸⁴ Vogt, 2006

⁸⁵ Brealey og Myers, 2003

⁸⁶ I henhold til CAPM- modellen (Reilly & Brown 2000)

avhending. Mange lærebøker⁸⁷ og artikler har diskutert ulike metoder for verdsettelse av foretak, men generelt kan man si at det er vanskelig å verdsette venturekapital- foretak på grunn av usikkerheten omkring framtidig kontantstrøm, resultat og omsetning, som er viktige faktorer ved verdsettelse med DCF- modeller og P/E- og P/S- multipler.⁸⁸ Investeringshorisonten, eller holdingperioden, blir satt ut fra forventninger om hvor raskt foretaket kan vokse seg modent til en exit med en tilhørende god pris.

Bruk av egenkapital til venturekapital- investeringer

Når ventureselskapene ønsker å investere i en gründerbedrift, er det kanskje naturlig å anta de vil kjøpe 100 % eller så stor andel som mulig av egenkapitalen fordi de forventer høy avkastning i forhold til risiko. Helheten er mye mer kompleks enn som så. Innen venturekapital- investeringer er det flere særegne problem. Av de viktigste har man for det første det faktum at gründeren som regel står som eier av en betydelig andel av foretaket. Gründeren vil sitte på mye kunnskap og informasjon som ikke andre tar del i, og dette skaper informasjonsassymetrier. For det andre vil det oppstå en prinsippal- agenteori- problematikk⁸⁹ som vil bli mer kompleks jo større andel som kjøpes av ventureselskapet. Derfor er det knyttet utfordringer til forming av finansieringskontrakter slik at investor har mulighet til (1) å overvåke og (2) påvirke ledelsens adferd. Dette vil også gründerne unngå i størst mulig grad for å ivareta sin innflytelse.

Tradisjonelt gir egenkapital i form av allmenne aksjer kun en indirekte påvirkning i form av styringspresentasjon. For ventureselskapene gir dette ofte ikke tilstrekkelig kontroll. I mange tilfeller har gründerne og investorer ulikt syn på hvilken risiko som kan knyttes til foretakets virksomhet. Vi ser at gründerne gjerne undervurderer risikoen, og sannsynlighet for mislykkethet er større enn antatt. Gründerne vil også gjerne tro at muligheten for ekstrem lønnsomhet er betraktelig større enn hva som er rasjonelt å anta. Dette vil for øvrig også påvirke prising av selskapet og blir dermed en kime til konflikt når fastsettelse av eierandeler skal settes ved innsprøyting av kapital.

Ventureselskapene kan redusere sin risiko gjennom å benytte *preferanseaksjer*. Denne skreddersydde finansieringsformen skal vi nå se litt nærmere på.

⁸⁷ Se Kopeland et al. (2000) for innføring i verdsettelse generelt

⁸⁸ Se kapittel 3.3 omkring verdsettelse av gründersekskaper

⁸⁹ Pindyck og Rubinfeldt (2002) drøfter teori omkring Prinsippal- Agentteori

Preferanseaksjekapital

Denne type egenkapital har en viss likhet med gjeld. Denne aksjekapitalen prioriteres fremfor vanlig egenkapital, allmenne aksjer, og dette innebærer blant annet (1) preferanse på utbytte eller (2) preferanse ved likvidasjon⁹⁰.

Preferanseaksjekapital er en svært vanlig finansieringsform for venturekapital- investeringer. I boken *Venture Capital Contracting and the Valuation of High Technology Firms* skriver McCahery og Rennebog følgende: *"It is widely acknowledged that convertible preferred stock is the dominant form of security used by venture capitalists"*. Dette underbygges videre med en empirisk studie fra 2003, der 118 av 200 venturekapital- investeringer var finansiert med preferanseaksjekapital⁹¹.

Vi vil ikke gå inn i detaljene på alle de ulike egenskapene som preferanseaksjekapitalen kan tillegges, men egenskaper som preferanseaksjekapital gjerne har er prioritet på utbytte, likvidasjonsprioritet, konverteringsretter, utvanningsklausuler, innløsningsretter, kontroll- og informasjonsrettigheter og ulike oppkjøps- og salgsrettigheter.

Disse forskjellige finansielle modifikasjonene og hvordan disse kan kombineres, kan gjerne være vanskelig å forstå for en gründer. Disse egenskapene som tillegges preferanseaksjene kan benyttes av investor for å sikre seg best mulig mot nedsiderisiko, få størst andel av oppsiden ved suksess og ulike kontrollrettigheter i selskapet det investeres i.

Tegningsretter

Dette instrumentet benyttes ofte i venturekapital- sammenhenger. En tegningsrett kan sees på som en kjøpsopsjon, hvor det gir en rett til å kjøpe en aksje til en gitt pris. I mange tilfeller utstedes tegningsretter som bonusavtaler i forbindelse med andre former for kapitalinnsprøytning⁹². Dette instrumentet sees ofte på som "billig" finansiering, der deres fremtidige påvirkning på foretakets kapitalstruktur undervurderes⁹³.

⁹⁰ Thompson et al., 2003

⁹¹ McCahery og Rennebog, 2003

⁹² Thompson et al., 2003

⁹³ Brealey og Myers, 2004

Det er som kjent knyttet stor risiko å investere i nystartede foretak, og for at ventureselskapet skal få tilfredsstillende avkastning på sin kapital kan det være nødvendig å eie en *for* stor andel av foretaket. Dette vil gi incentivproblemer til ledelsen og gründeren, siden de også vil eie deler av foretaket for en potensiell oppside. For å løse dette problemet har man altså muligheter til å benytte tegningsretter. Skulle foretaket gå svært bra, vil ventureselskapet kunne innløse sine tegningsretter og få en meget god avkastning, samtidig som ledelsen/gründeren får god avkastning. Nettopp derfor kan tegningsretter gjøre at foretaket får en mer optimal kapitalstruktur⁹⁴.

Når man vil benytte tegningsretter som et finansieringsinstrument, er det tre egenskaper som man må ta stilling til, i hovedsak tidshorisont, utøvelsespris og anti- utvanningsavtaler.

3.4.2 Gjeldsinstrumenter

Nils Vogt i Sarsia påpeker at det i Norge benyttes mye gjeldsinstrumenter når ventureselskaper går inn i nystartede foretak. Dette er for øvrig noe vi ønsker å undersøke i vår undersøkelse. I avsnittene under vil vi presenter hva som kjennetegner gjeldsinstrumenter.

Egenskaper ved gjeld

En kreditors krav har prioritet fremfor alle andre interessenter. Når kreditor låner ut kapital, følger det altså et prioritert krav på (1) det utlånte beløpet, og (2) en avtalt rente på utlånt beløp. I foretak som er i oppstartsfasen er risikoen stor for at de ikke har de nødvendige eiendeler tilgjengelig for å betale sine lån på forfallsdato. Dette endrer kreditors avkastning, og påvirker dermed internrenten slik at renten blir betydelig høyere enn risikofri rente, og denne vil for gründere oppleves urettmessig høy. En gründer ser ofte ikke risikoen som er knyttet til foretaket og han har stor tro på å lykkes, og dermed forventer de å få låne penger til en langt lavere pris. En måte å løse dette på er å gi gjelden egenskaper slik at den blir mer verdifull for kreditorene.

⁹⁴ Brealey og Myers, 2004

Den mest vanlige måten er å gjøre gjelden konvertibel til aksjer. Siden en vanlig kreditor sitter med en nedsiderisiko, er det å få ta del i en eventuell oppside med å redusere risiko og dermed avkastningskravet for finansieringen.

Konvertibel gjeld

I venturekapital- sammenheng er ikke gjeld i tradisjonell form særlig egnet som finansieringsinstrument. Mye av grunnen ligger i det vi har nevnt ovenfor med tanke på høy risiko og høye avkastningskrav, men også det faktum at investorer i venturekapital innvolverer seg i mye større grad i foretaket enn vanlige investorer, gjør at gjeld ikke egner seg. Konvertibel gjeld derimot vil kunne egne seg dersom gjeldskontrakten utformes fornuftig og hensiktsmessig.

Dette finansieringsinstrumentet fungerer på følgende måte. Når lånet utstedes av kreditor, vil han ha mulighet til å konvertere lånet til aksjer i løpet av en periode som kalles *konverteringsperioden*. I de fleste tilfeller løper denne perioden fra lånet utstedes til forfallsdato. I tillegg er det på forhånd avtalt en *konverteringsfaktor* som avgjør ”prisen” per aksje. Konvertibel gjeld kan derfor sees på som normal gjeld inkludert en tegningsrett på aksjer. Dette er den vanligste måten å verdsette konvertibel gjeld på; nåverdi av gjeld pluss verdi av tegningsrett.

Hvorfor vil noen investorer velge dette instrumentet fremfor preferanseaksjekapital? Det vil eksistere situasjoner der preferanseaksjekapital ikke er hensiktsmessig, for eksempel når et foretak trenger en kapitalinnsprøytning umiddelbart. Dersom gründerselskapet mener en liten kapitaløkning vil hjelpe foretaket med å slå igjennom, vil konvertibel gjeld være gunstig av to grunner: (1) Dersom denne strategien ikke lykkes kan investoren kreve å få tilbakebetalt lånet, og (2); skulle dette lykkes har investor muligheter til å konvertere gjelden til aksjer og få ta del i en oppside⁹⁵. Transaksjonskostnader knyttet til innhenting av gjeld er også lavere enn ved innhenting av egenkapital⁹⁶. Som nevnt tidligere har også gjeld prioritet på aktiva i foretaket fremfor egenkapital ved en eventuell likvidasjon.

I de neste avsnittene vil vi kort se på hvilke egenskaper konvertibel gjeld gjerne har når dette instrumentet benyttes i venturekapital.

⁹⁵ Thompson et al., 2003

⁹⁶ Brealey og Myers, 2003

Konverteringsretter

Innledningsvis for avsnittet med konvertibel gjeld presenterte vi konverteringsretten som følger når investor investerer med denne typen instrument. Retten til å konvertere gjelden til aksjer gir investor muligheter til å ta del i oppsiden dersom foretaket lykkes. *Konverteringsfaktoren* angir hvor mange aksjer ventureselskapet kan få for en gitt mengde gjeld dersom man velger å konvertere. Denne faktoren kan inneha en justeringsmekanisme⁹⁷ eller den kan være fastsatt på forhånd til avtalt pris. Justeringsmekanismen er ofte satt sammen slik at faktoren blir mindre jo større suksess foretaket opplever. Det er derimot forskjellige måter å måle foretakets grad av suksess⁹⁸.

Prioritet ved likvidasjon

I tillegg til å kunne ta del ved en eventuell oppside gjennom konverteringsretten, har konvertibel gjeld også enkelte egenskaper som vanlig gjeld har. Skulle det oppstå en situasjon hvor foretaket likvideres vil kreditorene ha krav på eiendeler før eierne får noe. Det bør likevel bemerkes at dersom foretaket har tatt opp konvensjonelle lån vil disse i de aller fleste tilfeller ha prioritet fremfor kreditorer med konvertibel gjeld.

Renter

Fastsettelse av rentenivå på konvertible lån er som ved konvensjonelle lån gjenstand for forhandlinger. Den kan være flytende (for eksempel LIBOR) pluss en risikopremie, eller fast. Her er det også gode muligheter for kombinere disse to typene av rentefastsettelse. Ifølge Franklin⁹⁹ reflekterer den rentesatsen som blir satt i venturekapital- sammenheng sjelden den faktiske risiko som investeringen har. Det påpekes også at kreditorer ikke forventer å få rentene utbetalt underveis.

Kontrollrettigheter

Når ventureselskapene utsteder konvertibel gjeld til et foretak, blir det ofte også investert noe i egenkapital¹⁰⁰. Ved å gjøre dette sikrer de seg også en viss kontroll, men denne kontrollen vil nok likevel ikke være proporsjonal med den sum som er investert i foretaket. Det kan

⁹⁷ Se også presentasjon av Tegningsretter

⁹⁸ Franklin, 2004

⁹⁹ 2004

¹⁰⁰ Kaplan og Strömberg, 2003

oprettes særavtaler som sikrer kreditor relativt god kontroll, jamfør kontrollrettigheter ved preferanseaksjekapital.

3.5 Venturekapital er intelligent kapital

Det som gjør venturekapital annerledes enn annen risikokapital er som tidligere nevnt, aktivt eierskap. Forskning gjort av Lanström og Olofsson¹⁰¹ viser at formelle investorer¹⁰² brukte i gjennomsnitt 12 timer per uke på hvert grunderselskap de hadde i sin portefølje, hvilket nærmer seg 600 timer i året. Det gjør også at det blir vanskelig å bare sammenligne avkastningen ventureselskapene har på sine investeringer, da deres investering er aktiv intellektuell kapital, kapital som er koblet sammen med andre tjenester. I studien gjort av Lanström og Olofsson¹⁰³ så de på det svenske markedet hvor de konkluderte med fem av de viktigste bidragene foruten kapital som investorene bidro med til porteføljeselskapene sine. De fem viktigste bidragene var (1) å delta som et tydelig styremedlem, (2) ha en stor kontaktflate, (3) bidra med profesjonell ledelse, (4) gjøre firmaet profesjonelt og (5) formulere business ideer og bidra med strategisk rådgivning.

3.5.1 Er intelligent kapital verdiskapende?

”Capital is generic whereas knowledge and networks are unique”

-Sæthre, 2001-

Ventureselskapenes intellektuelle kapital kan bli svært nyttig og verdiskapende for gründerbedriftene. Ventureselskapene besitter vanligvis god forretningsforståelse sammen med en solid erfaring fra forretningsdrift og bransjen de opererer i. Denne kunnskapen kan være svært verdifull for gründerbedriftene, og det er derfor avgjørende at de ikke bare finner investorer, men også at de finner de beste partnerne for deres bedrift.

¹⁰¹ 1996

¹⁰² Både private eiere og ventureselskap

¹⁰³ 1996

Det kan være på grunn av denne kapitalen at ventureselskapene historisk sett har gitt god avkastning til sine investorer. Særlig på 90-tallet¹⁰⁴ og i de siste årene har denne avkastningen vært god sammenlignet med avkastningen i aksjemarkedet. Da ventureselskapene går inn med risikokapital, betyr dette at avkastningen fra investeringene kan enten være negativ, moderat eller gi en fantastisk avkastning, her de ekstremt gode resultatene gjør at de trekkes over gjennomsnittet.

Det er gjort mange internasjonale undersøkelser på hvordan ventureselskap kan være en verdikjennende partner på flere områder. Det vil alltid være noen selskap som er bedre enn andre, der hvilke som er gode og mindre gode, kan variere fra periode til periode, og etter hvem som vurderer presentasjonen. Det som det konkluderes med er spesielt tilførsel av de fire k-ene, kapital, kredibilitet, kontakter og kompetanse, her rollen som strategisk rådgiver kan gå inn under kompetansetilførselen.

3.5.2 Rollen som strategisk rådgiver og tilførsel av kompetanse

Videre har det også vært en del studier på ventureselskapenes egen oppfatning av hva de bidrar med i verdiskapningen til bedriftene. Her viser forskningen at deres rolle som strategisk rådgiver ble oppfattet som den viktigste. Dette kan enten være rådgivere i finansielle og forretningsmessige spørsmål¹⁰⁵, eller rådgivning på styrenivå¹⁰⁶. Sapienza, Maningart og Vermeir¹⁰⁷ presiserte videre at rollen som mentor for topplederne var den nest viktigste.

Vi ser her at den kompetansen gründerbedriften gjerne ikke innehar, men ventureselskapene besitter (kunnskap om finansielle og forretningsmessige utfordringer) oppleves som veldig viktig.

Alle bedrifter opererer i tre markeder; kapital-, produkt- og arbeidsmarkedet. I kapitalmarkedet kan deres kompetanse oppleves ved at ventureselskapene hjelper gründerne med å skaffe ytterlig kapital, enten gjennom egen kapital eller gjennom ytterlige investorer. Det å skaffe nye arbeidere, å vite hva bedriften trenger av ny kunnskap og å beholde gode

¹⁰⁴ Haug, 1999

¹⁰⁵ Sapienza, Maningart og Vermeir, 1996

¹⁰⁶ MacMillian 1988

¹⁰⁷ 1996

arbeidere, vil være områder der ventureselskapene vil kunne bidra med både kompetanse og kredibilitet. Det kanskje viktigste ventureselskapene bidrar med i produktmarkedet vil være den markedsorienteringen de kan gi hele gründerbedriften. Dette sammen med å knytte manglende kompetanse til bedriften, i tillegg til profesjonell markedsføring, kan bidra til at gründerne kan stå sterkere i produktmarkedet og møte den utfordringen det er å få solgt et teknisk fullkomment produkt til de store massene. Behovet for ekstern kompetanse er størst i oppstarten og i vekstfasen til bedrifter, hvilke gjør at ventureselskap kan være særlig verdifulle for disse bedriftene.

Ventureselskapene besitter nesten alltid en rolle i styrene til selskapene de investerer i, og her fant forskerne ut at ventureselskapene er mest aktive i de porteføljebedriftene som går best. Fried, Bruton og Hirsh¹⁰⁸ gjorde en undersøkelse i USA der de fant at de styrene som ventureselskaper var involvert i var vesentlig mer aktive enn styrene i andre selskaper. Andre forskere¹⁰⁹ har funnet en klar sammenheng mellom aktivitet på styrenivå og lønnsomhet i bedrifter. MacMillian¹¹⁰ derimot klarte ikke å påvise noen klar sammenheng med grad av involvering og resultatene i bedriftene. Stein & Bygrave¹¹¹ fant i USA at det var bare de beste ventureselskapene som tilføret vesentlig verdi. Hvorvidt dette stemmer i Norge vil vi prøve å få en dypere innsikt i gjennom vår forskning.

3.5.3 Kapital

Bedriftene i sterk vekst trenger kapital for å vokse. Dette trengs til alt fra FOU, økning i produksjonskapasitet, markedsføring og andre kostnader. Spesielt gjelder dette særs innovative produkter (gjerne innen teknologi) som må vokse fort nok for å beholde sin særstilling og sine varige fortrinn i konkurransen. Det er gjennom økt kapitalbehov at gründernes møte med ventureselskapene oppstår. Både MacMillian¹¹² og Gordman & Sahlman¹¹³ påviser at innhenting av ny kapital (intern/ekstern) er et av de viktigste bidragene fra ventureselskapene. Ved den interne kapitalen blir det ofte utfordrende at gründerne ikke ønsker å bytte hurtig vekst mot eierandeler og innflytelse i selskapet. Tidligere forskning har

¹⁰⁸ 1998

¹⁰⁹ Zahra og Pearce, 1989

¹¹⁰ 1988

¹¹¹ 1990

¹¹² 1988

¹¹³ 1989

vist at gründeren mener at ventureselskapene til tider i overkant kravstore for hvor stor aksjeandel og innflytelse de vil ha i bytte mot kapitalinnskuddene. Dette viser mulige utfordringer og konflikter omkring verdsettelse av gründerselskapene, og er noe vi vil se nærmere på i analysen.

3.5.4 Kredibilitet

Man får lettere og billigere tilgang til eksterne kapital gjennom den kredibiliteten ventureselskapene gir gründerbedriftene. Landstrøm¹¹⁴ påpeker at ventureselskapene har et bredt kontaktnett og gir bedriftene større kredittverdighet ovenfor mulige kunder og alliansepartnere samt som sikkerhet for eksterne lån. Dette er særlig verdifullt når bedrifter skal ekspandere i det internasjonale markedet¹¹⁵. Også det kvalitetsstemplet at et ventureselskap har tro på prosjektet og har valgt å investere mye kapital inn i det, gir gründerbedriften og dens produkt høy troverdighet.

Dette kvalitetsstemplet har gründerbedrifter begynt å bruke mer og mer. Både i Norge og internasjonalt har vi sett gründerbedrifter som bruker ventureselskapene som et kvalitetsstempel i salg av deres produkt.

3.5.5 Kontakter

Ventureselskapene har ofte utstrakte kontaktnettverk som kan være nyttig for å fremme bedriftens interesser på flere områder¹¹⁶. Fra sine nettverk kan de rekruttere viktige personer, med spesialkompetanse inn mot bedriftens bransje, eller å sette dem i kontakt med andre selskap de kan alliere seg med, som igjen kan styrke produktet.

For å løse utfordringer underveis, enten ved hjelp av konsulenter eller ved hjelp av nyansatte som har gjort de prosessene før, bruker ventureselskapene sine kontakter og sin erfaring til å hente inn riktig hjelp¹¹⁷. Videre kan ventureselskapene ha viktige kontakter inn til potensielle kunder/leverandører.

¹¹⁴ 1990

¹¹⁵ Virtanen 1996

¹¹⁶ Virtanen, 1996

¹¹⁷ Landstrøm, 1990

Ved internasjonal ekspansjon vil den kontakten ventureselskapene har med hverandre på tvers av landegrensene være veldig viktig. Her kan internasjonale ventureselskap bidra med verdifulle tips for å komme inn i markedet, samt sette dem i kontakt videre med nasjonale aktører.

Etter at ventureselskapene har bygget opp gründerbedriftene til å bli store og suksessfulle, vil en potensiell exit komme i fokus. Her innehar ventureselskapene både stor erfaring og relasjoner til mange potensielle partnere forut og i gjennomføring av prosessen i tillegg til tilretteleggelse etter exit eller oppkjøp.

4. Metode

Vi vil i dette kapitlet presentere forskningsmetoden som danner grunnlaget for arbeidet i oppgaven. Det vil videre presenteres hvordan data innhentes og datautvalget for oppgaven. Vi vil avslutte med å evaluere metoden vi har brukt.

4.1 Definisjon

For å komme frem til ny kunnskap må man benytte en metode, og derfor er valg av denne forskningsmetoden essensielt for å få tydelig frem hva som skal undersøkes¹¹⁸. Vi vil videre i kapitlet vise til hvilke metoder vi har benyttet i forskningsprosessen. Forskjellige metoder gir forskjellige resultater, og for å få et godt resultat på vår oppgave var vi svært bevisst på riktig metodevalg.

Metode kan defineres som ”den håndverkmessige siden av vitenskaplig virksomhet, eller mer presist læren om de verktøy som kan benyttes for å innsamle informasjon”, her metode er et hjelpemiddel, ikke noe mål i seg selv.

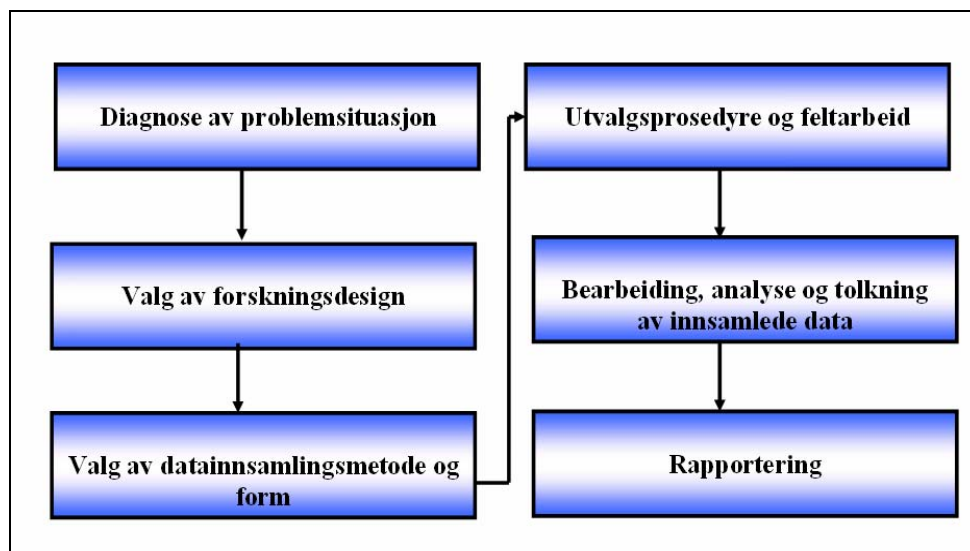
4.2 Forskningsprosessen

Alle forskningsprosjekt har underliggende faser man disponerer oppgaven gjennom, fra problemet blir formulert til forskningsrapporten er utarbeidet. Dette skillet vil ikke alltid være så skarpt og rekkefølgen kan variere. Dette gjelder spesielt i kvalitative undersøkelser der en vil pendle mellom utvikling av problemstillingen, datainnsamling, analyse og tolking¹¹⁹.

Gjennom forskningsprosessen prøver man å finne ut av et fenomen eller at man har en problemstilling som en ønsker å forstå mer av. Forskningsprosessen presenterer da et rammeverk for hva man skal gjøre og hvordan det skal gjøres.

¹¹⁸ Halvorsen, 2003.

¹¹⁹ Hellevik, 2002.



Figur 16 Forskningsprosessen (Selnes, 1999)

Vi vil i dette kapittelet ta utgangspunkt i denne modellen til Selnes¹²⁰, men vi vil trekke inn erfaringer og metoder også fra andre kilder.

4.2.1 Diagnose av problemsituasjon

Det er et skarpt skille mellom et problemfelt/tema og en problemstilling. Der temaet for oss er venturekapital, så er dette ingen problemstilling. Hovedforskjellen mellom tema og problemstilling er at man beskriver et emne, men løser et problem¹²¹. Problemformuleringsfasen er kjernepunktet i enhver forskningsprosess og denne formuleringen vil styre resten av forskningsprosessen.

”Uten problemstillinger finnes ingen virkelig tenkning, bare undring, drømmer, enkle assosiasjoner og dagdrømmer”

-John Dewey- (fritt oversatt)

Som sagt tidligere har vi ønsket å se på en problemstilling som vi mener ikke er dekket godt nok i litteraturen. Det er både forsket og skrevet mye om venturekapital sett fra ventureselskapene side, mens gründerne, som gjerne er mer tekniske eksperter enn økonomi-

¹²⁰ 1999

¹²¹ Halvorsen, 2003.

og markedseksperter, har fått lite fokus. Vi endte derfor opp med denne problemstillingen som tar sikte på å kartlegge gründernes opplevelse av venturekapitalen i Norge:

Gründere med venturekapital

*Hvordan opplever norske gründere prosessen
frem mot og gjennom venturekapital?*

4.2.2 Valg av forskningsdesign

For å kaste lys over en problemstilling, kan man benytte ulike forskningsstrategier; utforskende, beskrivende og forklarende undersøkelser¹²². Det finnes en rekke valg man må ta når det gjelder hvordan en skal fremskaffe, bearbeide og analysere relevant informasjon.

Valg av design må gjøres på en slik måte at man avdekker det man skal undersøke samtidig som resultatene skal være gyldige og valide. Svært ofte vil vitenskaplige undersøkelser kombinere ulike formål. Disse ulike formålene kan være å beskrive, å forklare (årsaksforklaringer) eller å forstå (formålforklaringer).

Vi har i vår oppgave valgt å gå se på gründere med ulike erfaringer fra ventureselskaper som har gjort investeringer i deres selskap. Gründerne er kjønnsmessig utvalgt basert på råd fra personer i bransjen samt egne vurderinger for å få hele bredden av erfaringer. Dette kan presenteres som en eksplorerende undersøkelse eller casestudier. Her er målsetningen å få større innsikt. Eksplorerende design brukens når man har liten eller ingen andre undersøkelser om emnet. De metodene som benyttes er litteraturundersøkelser, erfaringsurvey, fokusgrupper og casestudier¹²³.

¹²² Hellevik, 2002.

¹²³ Selnes, 1999

4.2.3 Valg av datakilder

I en analyse skilles det mellom datatypene primærdata og sekundærdata¹²⁴. Vi vil i vår oppgave søke primærdata. Riktig valg av innsamlingsmetode man skal bruke for å finne primærdata er viktig. Selnes¹²⁵ nevner tre innsamlingsmetoder for primærdata; observasjon, eksperiment og survey.

Survey refererer til innsamling av data fra et representativt utvalg. Vi gjennomførte vår innsamling gjennom telefonintervjuer, men det er også mulig å bruke spørreskjema som sendes ut og som respondenten svarer på, eller å gjennomføre personlig intervju. Gjennom personlige intervjuer hadde vi mulighet til å søke dypere forståelse for hvert enkelt case med oppfølgende spørsmål, noe som gjør at vi anser intervjuer som mer hensiktsmessige enn svar pr brev. Selv i primærdataforskning er det viktig at vi relaterer vår forskning mot tidligere forskning¹²⁶ på området, for så å vurdere andres forskningsopplegg, analyser, tolkninger og konklusjoner opp mot egne funn¹²⁷. Vi har blant annet brukt en forskningsrapport som er utført av noen professorer på NTNU, der de og har fokusert på gründerens side av venturekapital, her de spesielt fokuserte på private investorer innen venturekapital. Ut over dette eksisterer det ikke mye tilgjengelig forskningsmateriale, noe som også er grunnen til at vi valgte nettopp dette tema. En bredere presentasjon av datakildene vil gjøres i kapittel 6.1.

4.2.4 Valg av datainnsamlingsmetode og form

Ved innsamlingen må man være helt klar på hvilken type data som skal samles inn for å kunne velge hvilke undersøkelsesmetode man skal bruke. Et hovedskille mellom to metoder vil være mellom kvalitative og kvantitative data. Vi vil ta for oss kvalitative data, da det gir best forståelse rundt vår undersøkelse. Vi vil likevel kunne "kvantifisere" enkelte svar til respondentene i vårt utvalg for å gjøre analysen treffsikker og oversiktlig. *"Qualitative data are likely to be superior to quantitative data in vividness, density of information, and in clarity of meaning, all of which are characteristics important in holistic work."*¹²⁸

¹²⁴ Halvorsen, 2003.

¹²⁵ 1999

¹²⁶ Les mer om tidligere forskning under 1.1.4 Tidligere forskning

¹²⁷ Halvorsen, 2003.

¹²⁸ Eisenhardt (1989), Jick (1979), Yin (1994), Weiss (1968).

Gjennom å bruke kvalitative metoder finner vi mer fyldige data om personer og situasjoner og får dermed muligheten til å få et større innblikk i forholdet mellom grunder og ventureselskap. Vår problemstilling er lite forsket på uten klare hypoteser, noenlunde forutsetningsløst og med en lite presis problemstilling. I følge Halvorsen kalles det en induktiv tilnæringsmetode, og denne har som formål å utvikle begreper om fenomenen og få en størst mulig helhetsforståelse av alle aspekter av fenomenet. Selnes presenterer fire hovedtyper kvalitative metoder; dybdeintervju, fokusgrupper, projektive teknikker og casestudier.

Dybdeintervju

Vi valgte å benytte dybdeintervju i casestudiene våre til datainnsamlingen. En slik metode forutsetter en fortrolighet mellom intervjuer og intervjuperson. Dette løste vi med at vi brukte kontaktene gjennom Nils Vogt i Sarsia og Espen Langeland, senioranalytiker i Argentum.

Selve intervjuet bygger på en intervjuguide som er utformet med utgangspunkt i problemstillingen for prosjektet. Vi ønsker å forstå "verden" fra gründerens side for så å prøve å forklare denne erfaringen vitenskapelig¹²⁹. Vi tok opp intervjuene på bånd slik at vi kunne få riktig forståelse samt sitater som kunne brukes i analysen. En stor fordel med dybdeintervju var at vi lettere får svar på mer kompliserte spørsmål og mer informasjon enn ved andre metoder¹³⁰.

Utforming av intervjuguide.

I intervjuguiden bør man dekke de områdene som problemstillingen tar for seg enten gjennom en grov skisse eller ved spesifikke spørsmål. I vårt tilfelle bør vi være forsiktige med å bruke for mange økonomiske ord, da gründerne primært er teknologisk dyktige fremfor å være økonomiske kapable.

Da vi utformet vår intervjuguide tok vi kontakt med Nils Vogt i Sarsia, Langeland i Argentum og Johannessen (Amanuensis, direktør for CEMS NHH og leder for Gründerskolen) for å få innspill og kommentarer, slik at intervjuguiden vår skulle stå i sammenheng til problemstillingen vår, men samtidig være interessant og nyskapende for gründerne. Utkastet

¹²⁹ Kvale, 1997.

¹³⁰ Selnes, 1999

til intervjuguiden var laget på bakgrunn av problemstillingen og figur 1 som viser de fire emnene vi undersøker.

4.2.5 Utvalgsprosedyre og feltarbeid

Da problemstillingen vår er å søke en dypere og fyldigere forståelse, passer det med et utvalg med ikke alt for mange enheter når vi gjennomfører undersøkelsen. Siden vi har en kvalitativ undersøkelse vil vi ikke foreta en sannsynlighetsutvelgning, men en mer skjønnsmessig utvelgelse der forskeren selv velger ut enheter, eller tar eventuelt andre hensyn, som å sikre seg et variert utvalg¹³¹. Vi føler vi fant et representabelt utvalg for ulike norske gründere gjennom den metoden vi benyttet. *”When conducting inductive research, ”random” selection is neither necessary, nor even preferable.”*¹³².

4.2.6 Bearbeiding, analyse og tolkning av innsamlede data

Analyse av data går ut på å kategorisere innsamlet informasjon med sikte på å beskrive hva en har funnet. Ved bearbeidelsen prøver en å finne relevant informasjon for problemstillingen, et mønster eller noen relasjoner.

På bakgrunn av teoripresentasjon og tidligere forskning, har vi dannet åtte ulike hypoteser tilknyttet de fire emnene vi har valgt å fokusere på. Disse presenteres og utdypes hver enkelt i kapittel 5. Vi har valgt å bearbeide innsamlede data på denne måten for å lettere kunne strukturere oppgaven og gjøre den oversiktlig og presentabel for leser. I kapittel 6.3 vil rammeverket som analysen er bygd opp rundt også presenteres.

Kvalitativ dataanalyse vil gjerne være mer personlig ved at det oftest er den som har samlet inn dataen som også analyserer dem. Halvorsen¹³³ anbefaler å benytte en kombinasjon av en delanalyse med en helhetsanalyse. I vårt tilfelle vil vi bruke en delanalyse på de forskjellige delene fra intervjuene gjennom hypotesene, samtidig som vi ser helheten der vi prøver å se

¹³¹ Hellevik, 2002

¹³² Eisenhardt, 1989.

¹³³ 2003

strukturer og sammenhenger, likheter og forskjeller. Sluttproduktet av dette arbeidet kan være en typologi, som er en form for forskningsbasert typologisering.¹³⁴

4.2.7 Rapportering

Som oftest forutsettes det at resultatene fra en undersøkelse formidles i en rapport. Et grunnleggende krav i rapporten er at den er åpen og rederlig, slik at andre kan etterprøve både resonnementene, datagrunnlaget, metodebruk, vurdering og konklusjoner.¹³⁵ Etter hvert har det utviklet seg en fast praksis for hvordan en forskningsrapport skal se ut, noe vi har tatt til etterretning i utformingen av vår oppgave.

4.3 Evaluering av metoden

Etter en undersøkelse er det viktig å evaluere metoden som er brukt. Man bør være bevisst typiske feilkilder vedrørende kvalitativ forskning. I vårt tilfelle kan man tenke seg at informantene ønsker å fremstå best mulig og ”pynter litt på sannheten”. Det kan også skyldes at gründere føler forpliktelser ovenfor sin investor. Dette vil kunne føre til at resultatene ikke er helt pålitelige.

Da vi intervjuet gründere opplevde vi at både påliteligheten og gyldigheten var god. Gründere kunne mye om de ulike emnene og var godt forberedt. Vi opplevde ikke at noen av respondentene prøvde å holde noe tilbake, men vi er bevisst på at de var farget av situasjonen de befant seg i.

Vårt ønske var å belyse problemstillingen best mulig, noe vi følte vi fikk gjort gjennom intervjuene. Da vi bare hadde et lite utvalg av gründere, kan det være lett å typologisere dataene fra intervjuene. Ved bruk av dybdeintervjuer er målet å øke forståelsen fremfor å generalisere. Samtidig ønsket vi å få en forståelse for hvordan gründere i helhet (typologisk) opplevde ventureselskapene, og vi føler vi har god nok bakgrunn for å komme med de konklusjonene vi gjorde.

¹³⁴ Halvorsen, 2003

¹³⁵ Halvorsen, 2003

Et alternativ til vår undersøkelse kunne være å utføre en kvantitativ undersøkelse der vi tok for oss en mye større gruppe gründere og så mer systematisk på deres opplevelse av ventureselskap og prosessen rundt dette. Det kunne vi gjort med å lage et spørreskjema som kunne svares på Internett, der vi hadde sendt en mail til større databaser/kontakter og bedt om deltakelse. Utfordringen her, som mange tidligere har erfart ved Siviløkonomutredningen, er at det er lett at det blir en veldig dårlig svarprosent og utvalget da ikke kan sies å være representativt til en slik type undersøkelse. Vi valgte derfor, etter råd fra veileder, å gjennomføre en kvalitativ undersøkelse i form av dybdeintervju.

5. Hypoteser fra teori

I dette kapitlet ønsker vi å definere noen hypoteser omkring hva vi forventer gründerne svarer ut fra hva teorien sier om hvert enkelt emne, og som vi i analysen enten kommer til å bekrefte eller avkrefte.

5.1 Presentasjon av de ulike hypoteser

Først vil vi presentere noen hypoteser som vi har konstruert basert på teoripresentasjonen. I neste del av dette kapitlet vil vi så strukturere de ulike hypotesene i forhold til den analysen vi skal gjennomføre.

5.1.1 Arbeid med forretningsplan

Mye av den litteraturen vi har lest hevder at gründeren må ha en svært godt utarbeidet forretningsplan med en tilhørende god forretningsidé som den viktigste faktoren for å få venturekapital. Vi har sett at 90% av forretningsplanene ventureselskapene får inn blir forkastet, og i resultatene til Sætres forskning¹³⁶ konkluderer han med at investorer og også SND mottar forretningsplaner som er altfor dårlig formulert og presentert. Vi har likevel sett at det finnes alternative faktorer som kan være utslagsgivende for om ventureselskapet ønsker å investere, og blant de viktigste grunnene er det at ventureselskapet må kunne stole på gründeren og ledelsen.

Både de som ønsker å motta venturekapital og de som investerer venturekapital påpeker viktigheten av forretningsplanen. Entreprenøren Branco Weiss sier så beskrivende: *”Hvis du ikke vet hva kundens nytten er, har du ingen sjanse.”*¹³⁷ Ann Winblad, kjent venturekapitalinvestor, påpeker også viktigheten av forretningsplanen¹³⁸. I vår forskning blir det derfor spennende å se om dette gjelder også gründerne i Norge som skal skaffe seg venturekapital.

¹³⁶ 2001

¹³⁷ Kubr et al., 2002

¹³⁸ “A good executive summary gives me a sense of why this is an interesting venture. I look for a very clear statement of the long-term mission, an overview of the people, the technology, and the fit to market.”

Vi foreslår følgende hypotese:

Hypotese 1: En godt utarbeidet forretningsplan er det viktigste for å få venturekapital.

5.1.2 utfordringer knyttet til forretningsplanen

I teorien presenteres det mange viktige elementer som bør få plass i forretningsplanen. I vår teoripresentasjon har vi tatt utgangspunkt i hva norske forfattere¹³⁹ mener er de tre viktigste aspektene i et detaljert og godt utarbeidet forretningsdokument; kundenytte, marked og lønnsomhet. Ventureselskapene vil på en enkel, men samtidig overbevisende måte, bli presentert for nettopp disse tre elementene.

Som beskrevet innledningsvis er gründeren den visjonære typen som gjerne ikke har formell utdanning og utstrakte økonomiske innsikter. Dette kan gjøre enkelte elementer i forretningsplanen vanskeligere å utarbeide enn andre. På bakgrunn av dette tror vi at gründerne gjennomgående vil ha større vanskeligheter med å forutse lønnsomheten til foretaket på lang sikt.

Dermed presenterer vi følgende hypotese:

Hypotese 2: Lønnsomhet skiller seg ut som vanskeligere enn andre punkter å presentere i forretningsplanen.

5.1.3 Verdsettelse

I teorien så vi på forskjellige verdsettelsesmodeller, hvor vi blant annet trakk frem DCF analyser og forholdstall. Disse verdsettelsesmetodene er anerkjente og brukes blant finanshus og venturemiljøer. utfordringen i høyteknologiske selskaper er å få med verdien av de teknologiske determinantene samt verdsette indikatorene for intelligent kapital. Man må videre få med seg de dynamiske sammenhengene, verdien av beslutningsfleksibilitet og de iboende opsjonsverdier kan dermed bli ivaretatt. På denne bakgrunn kan man da utføre en DCF som ville gitt en god gyldighet i forhold til verdsetting av ny teknologi og intellektuell kapital.

¹³⁹ Kubr et al., 2002

Ut fra det vi vet om gründere og deres bakgrunn, er det naturlig å anta at de gjerne verdsetter sine foretak relativt høyt. En god grunn til denne antagelsen er at gründerne har insentiver til å prise høyt, mens ventureselskapene har insentiver til å prise lavt. For at verdsettelsen skal bli relativt objektiv bør man benytte verdsettelsesmodeller¹⁴⁰ som DCF-analyse eller multipler. Teorien sier at den typiske gründeren ikke har noe økonomisk utdannelse og innsikt i hvordan man verdsetter et selskap. Vi tror videre at gründere som ansetter meglere i prosessen får en mer korrekt verdsettelse og også en større forhandlingsmakt med ventureselskapene. Ventureselskapene vil verdsette selskapene etter objektive kriterier der de har lang erfaring, der de også vil ta hensyn til hvordan man verdsetter høyteknologiske selskaper¹⁴¹. Eugene Kleiner, en kjent venturekapitalist, mener ventureselskapenes verdifastsettelse kan være med å få gründerne ned på et realistisk nivå, et nivå der de kan lykkes. Det er med interesse vi formulerer følgende hypotese:

Hypotese 3: Gründere vil gjennomgående verdsette sine selskaper markant mer enn hva ventureselskapene legger til grunn i forhandlinger.

5.1.4 Gründernes preferanser omkring benyttet finansieringsinstrument er ulik investors.

På bakgrunn av studien til Kaplan og Strömberg¹⁴², som ser på hvilke finansieringsinstrumenter som er mest benyttet av ventureselskaper i USA, er det kanskje naturlig å anta at også ventureselskapene i Norge i større grad ønsker å benytte andre instrumenter enn vanlig rettet emisjon med allmenne aksjer. Gjennom å få større andel av oppside, sikre nedside og samtidig få kontroll i selskapet vil for eksempel preferanseaksjekapital ivareta mange av investors interesser. Samtidig vil det da gå imot gründernes interesser, som gjerne ønsker å beholde kontrollen og få ta størst mulig andel av oppsiden. I intervju med Vogt¹⁴³ ble det påpekt at det vanligvis brukes helt enkle instrumenter i Norge. Dette vil vi også se nærmere på i analysen.

¹⁴⁰ Se mer om det i pkt. 3.2 Verdsettelse

¹⁴¹ Se mer om det i pkt. 3.2.3 Utfordringen ved verdsettelse av høyteknologiske selskaper

¹⁴² 2002

¹⁴³ Vogt, 2006

Vi mener også det er nærliggende å anta at gründerne i stor grad ønsker å opprettholde mest mulig kontroll i selskapet sitt gjennom at det hovedsakelig investeres i gjeldsinstrumenter.

På en annen side har gründeren gjerne ingen økonomisk bakgrunn, og vi antar derfor at de fleste gründerne ikke har noen spesiell kjennskap til de instrumenter som brukes innen Venture Capital. På bakgrunn av dette vil det kanskje være bakt inn forventninger blant gründerne om at de for eksempel enten får konvensjonelle lån, eller at ventureselskapet kun kjøper allmenne aksjer i en rettet emisjon. Når ventureselskapene da krever preferanseaksjer med mange av de tidligere beskrevne egenskaper, kan dette gjerne bli tungt å svelge for gründeren.

Vi tror derfor at vedrørende forhandlinger omkring instrumenter som for eksempel preferanseaksjer, vil interessekonflikten mellom de to partene være ekstra utfordrende for gjennomføring av hele prosessen.

Vi formulerer denne hypotesen:

Hypotese 4: Det er knyttet konflikter til valg av finansieringsinstrument mellom gründer og ventureselskapet.

5.1.5 Potensielle finansieringsmuligheter for gründerne

I vår teoripresentasjon og i presentasjonen av bakgrunnsstoff for vår oppgave har vi vist flere alternative måter gründerne kan skaffe finansiering. Noen gründererselskaper kan velge å fortsette med den driften de allerede har, andre kan igjen hente ytterligere kapital gjennom sine relasjoner¹⁴⁴. I enkelte tilfeller vil også gründeren kunne velge mellom flere ulike ventureselskaper. I tillegg eksisterer det også andre private investorer som Business Angels og annen Private Equity som også investerer i vekstselskaper.

Av diskusjonen ovenfor kommer det tydelig fram at det eksisterer ulike finansieringsmuligheter for gründerne. Vi har ikke funnet tilsvarende studier på dette området, men det er nærliggende for oss å anta at de som har gode finansieringsalternativer også kan få til bedre avtaler med ventureselskapene.

¹⁴⁴ Jamfør founder, friends and family

Dermed kan det være interessant å teste ut følgende hypotese:

Hypotese 5: Gründere med flere finansieringsalternativer forhandler frem bedre avtaler med ventureselskapene.

5.1.6 Investeres det nok penger

I et intervju med Erik Berger¹⁴⁵ påpeker han at gründere svært ofte kommer til ventureselskapene og ber om mer penger når kassa nærmer seg bunnen. I de aller fleste tilfeller pleier selskapet å få inn en styrerepresentant med bransjekunnskap og nettverk i gründerelskapet. Berger påpekte at han gjennom sine seks styreverv opplevde at alle disse gründerelskapene ville ha ventureselskapet til å spytte inn mer penger. I slike tilfeller måtte han sterkt presisere at i henhold til de avtaler som gjøres mellom gründer og ventureselskap er det et bestemt beløp som investeres, i tillegg til humankapital i form av de fire k-ene¹⁴⁶. Ventureselskapene forplikter seg kun til å investere ett gitt beløp ved en avtale til en gitt pris (dette være seg aksjeandeler eller pris på lån – renter). Selv om disse pengene er investert i henhold til avtaler påpekte Berger at gründerne gjerne ikke forstår hvordan denne prosessen egentlig fungerer, og at de ønsker mer penger. Samtidig råder ønsket for gründer om å opprettholde sin kontroll i selskapet med eiendeler i aksjekapitalen.

På bakgrunn av denne informasjonen har vi dannet denne hypotesen:

Hypotese 6: Gründere flest vil ønske å få mer penger investert.

5.1.7 Realistiske forventninger

I forhandlingene mellom gründere og ventureselskaper blir det diskutert mye omkring de bidrag som selskapet kan bidra med på humankapitalsiden. De fem viktigste bidragene utover ren kapital er å (1) delta som et tydelig styremedlem, (2) ha en stor kontaktflate, (3) bidra med profesjonell ledelse, (4) gjøre firmaet profesjonelt og (5) formulere business ideer og bidra med strategisk rådgivning¹⁴⁷.

¹⁴⁵ Intervju med Erik Berger i Capman, internasjonalt ventureselskap.

¹⁴⁶ Jamfør punkt 2.4.1

¹⁴⁷ Lanström og Olofsson (1996)

Videre ser man også på hjemmesidene til ventureselskapene at dette er det viktigste bidraget de kan gi hurtigvoksende selskaper utover ren kapital. Det er gjort mange internasjonale undersøkelser på hvordan ventureselskap kan være en verdiøkende partner på flere områder. Det som det konkluderes med er spesielt tilførsel av de fire k-ene, kapital, kredibilitet, kontakter og kompetanse, her rollen som strategisk rådgiver kan gå inn under kompetansetilførselen og dette kan bli svært nyttig og verdiskapende for grunderbedriftene. Videre har det også vært en del studier på ventureselskapenes egen oppfatning av hva de bidrar med i verdiskapningen til bedriftene. Her viser forskningen at deres rolle som strategisk rådgiver ble oppfattet som den viktigste. Dette kan enten være rådgivere i finansielle og forretningsmessige spørsmål eller rådgivning på styrenivå.

Siden venturebransjen fokuserer så mye på dette, er det nærliggende å anta at gründere får det de forventer slik at ventureselskapene leverer produktet de selger, og derfor definerer vi kommende hypotese:

Hypotese 7: Forventningene til den intelligente kapitalen er i samsvar med erfaringene gründere har gjort seg med ventureselskapene i og gjennom venturekapitalprosessen.

5.1.8 Bransjekunnskap

Ventureselskapene besitter vanligvis god forretningsforståelse sammen med en solid erfaring fra forretningsdrift og bransjen de opererer i. Denne kunnskapen kan være svært verdifull for grunderbedriftene, og det er derfor avgjørende at de ikke bare finner investorer, men også at de finner de beste partnerne for deres bedrift. I forskningsrapporten til Sætre¹⁴⁸ kom det klart frem at gründere brukte mye tid og energi på nettopp å skaffe den riktige investoren. Tiden og energien de brukte indikerer ifølge Sætre hvor viktig gründere opplever det å få en investor med kompetanse, erfaring og nettverk innen den industrien grunderen opererer i. Landstrøm¹⁴⁹ påpeker at ventureselskapene har et bredt kontaktnett og gir bedriftene større

¹⁴⁸ 2001

¹⁴⁹ 1990

kredittverdighet ovenfor mulige kunder og alliansepartnere innen bransjen. Dette er særlig verdifullt når bedrifter skal ekspandere i det internasjonale markedet¹⁵⁰.

Tidligere forskere¹⁵¹ har diskutert bransjevalg fra investor, og Sætre legger frem en hypotese på at gründere foretrekker investorer med relevant bransjeerfaring og kontakter. Han trekker og den konklusjonen at investoren som kjenner bransjen og har større sannsynlighet for å se verdien og potensialet i et prosjekt, og dermed prise selskapet høyere. Det blir også dermed en vinn-vinn situasjon, der gründeren kan si som Ole Brumm ”*ja takk, begge deler*”, og få både intellektuell kapital og bransjekunnskap.

På bakgrunn av dette har vi følgende hypotese:

Hypotese 8: Gründere som fikk investeringer fra ventureselskaper med bransjekunnskap har lyktes i større grad

¹⁵⁰ Virtanen, 1996.

¹⁵¹ Ehrlich et al., (1994); Gorman og Sahlman, (1989); Mason og Harrison, (1996)

6. Analyse

Vi vil i denne delen av oppgaven presentere våre datakilder og presentere intervjuguiden vi benyttet. Videre i analysen vurderes de empiriske funn. Alle påstander og uttalelser som fremkommer er helt og holdent gründernes egne. Disse vil bli analysert opp mot hverandre og mot teori omkring emnet, og videre vil vi diskutere hvorvidt de teoretiske hypotesene stemmer overens med vårt datamaterial.

6.1 Presentasjon av datakildene

Vi vil her kort redegjøre for hvilke kilder vi har basert vår analyse på. I alt ble tolv gründere intervjuet, hvor intervjuene i snitt varte i overkant av en halv time. Som beskrevet i metodekapittelet ble alle intervjuer gjort over telefon og ble tatt opp på bånd. Disse kildene ble valgt etter nøye vurderinger, og de data vi har samlet inn ble grunnlaget for dyptgående analyser som gjorde det mulig å svare på våre hypoteser og endelig vår problemstilling.

Alle gründerselskapene er for øvrig å finne innen høyteknologi, hvor IT og kommunikasjon er bransjer som skiller seg ut som mest representative. Enkelte av selskapene som gründerne representerte var etablerte bedrifter som hadde drift før venture kom på banen, mens andre igjen kan sees på som startups. På denne måten sikret vi at vi fikk data fra et bredere utvalg med ulike erfaringer. IT og kommunikasjon er for øvrig de bransjene som det investeres mest venturekapital i Norge. Slik sett gjør dette vårt utvalg godt representabelt for norske gründere.

For å sikre at våre datakilder skulle være så åpne som overhodet mulig, har vi hatt stor fokus på anonymitet for å sikre et friere og dypere intervju. På denne måten kan gründernes uttalelser tillegges større vekt og troverdighet.

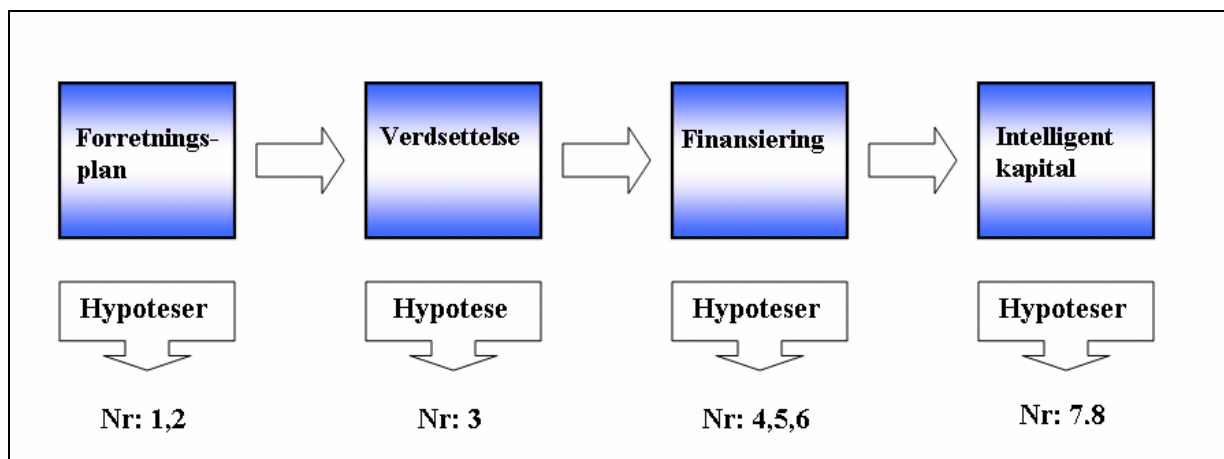
Vi brukte blant annet kontakter i fire ulike norske ventureselskaper som lot oss intervju selskaper i deres porteføljer. Flere av våre intervjuobjekter er gründere som har et forhold til ventureselskapet på nåværende tidspunkt. Vi fryktet at dette ville kunne påvirke svarene som ble gitt, og valgte derfor å holde fast på full anonymitet for alle gründere.

6.2 Presentasjon av intervjuguide¹⁵²

I et vedlegg til denne oppgaven presenterer vi intervjuguiden vi benyttet. Alle våre spørsmål er her strukturert på en slik måte at de skal være forståelige, samt at gründerne får oversikt over hvilke temaer som er av interesse for oss. For øvrig er denne guiden bygget opp etter figuren som man ser i neste avsnitt. Som det kommer frem i intervjuguiden, har vi lagt størst vekt på elementer omkring finansieringen og det som kjennetegner Venture Capital, det aktive eierskap.

6.3 Presentasjon av rammeverket for analysen

Nedenfor viser vi rammeverket som vi vil benytte i vår analysedel for å lettere strukturere informasjonen. Og som figuren og tabellen viser, ønsker vi en aktiv bruk av hypoteser.



Figur 17 Oppbygning av analysen

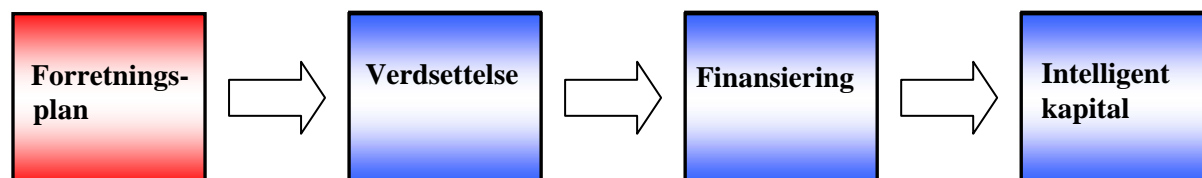
¹⁵² Se Appendiks 1

Nummer	Hypotese
1	En godt utarbeidet forretningsplan er det viktigste for å få venturekapital
2	Lønnsomhet skiller seg ut som vanskeligere enn andre punkter å presentere i forretningsplanen.
3	Gründere vil gjennomgående verdsette sine selskaper markant mer enn hva ventureselskapene legger til grunn i forhandlinger.
4	Det er knyttet konflikter til valg av finansieringsinstrument mellom gründer og ventureselskapet.
5	Gründere med flere finansieringsalternativer forhandler frem bedre avtaler med ventureselskapene.
6	Gründere flest vil ønske å få mer penger investert.
7	Forventningene til den intelligente kapitalen er i samsvar med erfaringene gründerne har gjort seg med ventureselskapene i og gjennom venturekapitalprosessen.
8	Gründere som fikk investeringer fra ventureselskaper med bransjekunnskap har lykkes i større grad.

Tabell 2 Oversikt over hypotesene

For å kunne svare på vår problemstilling vil vi nå analysere våre dybdeintervjuer med fokus på de åtte hypotesene vi har dannet. Modellen for diskusjonen er allerede introdusert i avsnitt 1.4, og for ordens skyld vil vi bruke denne modellen aktivt i analysen slik at leseren til ethvert tidspunkt er klar over hvor i analysen man befinner seg. Vi vil hente frem hypotesene som grunner ut fra teorien og undersøke om disse hypotesene stemmer overens med hva vi har blitt fortalt av gründere i Norge. De endelige funn for hver enkelt hypotese vil bli presentert i kapittel 7.

6.4 Forretningsplan



Figur 18 Rammeverk - Forretningsplan

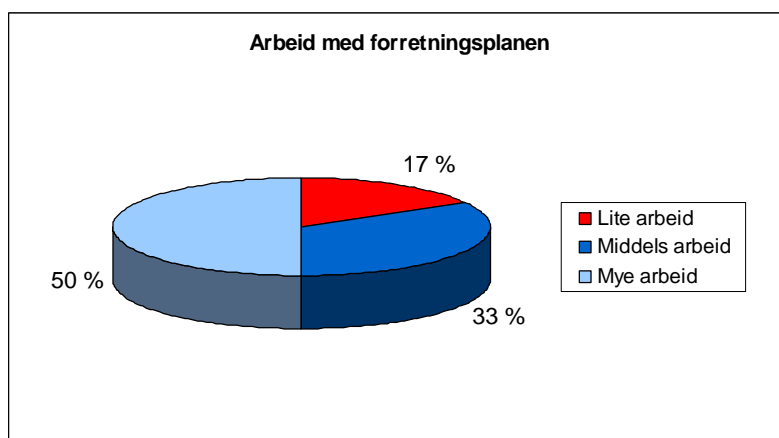
Her vil vi se nærmere på gründernes erfaringer og syn på forretningsplanen, og dens posisjon ved anskaffelse av venturekapital. Vi vil undersøke hvorvidt dette verktøyet bidrar til at gründerselskapene greier å skape tillitt og tro på deres produkt hos ventureselskapene.

6.4.1 Hypotese 1: En godt utarbeidet forretningsplan er det viktigste for å få venturekapital.

Ikke overraskende hadde alle gründerne vi intervjuet svært god kjennskap til forretningsplanen og hva den innebar. Likevel ble det avdekket ulike oppfatninger blant gründerne omkring viktigheten av denne fremfor andre viktige faktorer for å få innpass hos ventureselskapene.

Arbeid med forretningsplan

I figuren under ser vi hvordan de ulike gründerne fordeler seg med tanke på tid og krefter brukt på forretningsplanen.



Figur 19 Oversikt over gründeres arbeid med forretningsplan

Seks av i alt tolv respondenter påpekte at de brukte mye tid og krefter på forretningsplanen i tiden før kontakt med Venture Capital, og disse brukte i snitt to til tre måneder hver, gjerne sammen med andre i ledelsen eller styret, til å utarbeide dokumentet. Følgende sitater er dekkende for hva disse gründerne mente: *"Forretningsplanen er den kontrakten man gjør med Venture. Klart det ble jobbet mye med dette. Forretningsplanen er klart det viktigste dokumentet man har med seg"* og *"Forretningsplanen er essensiell!"*. En av gründerne mener likevel at dette ikke var det mest fornøyelige arbeidet man kunne foreta seg og at man heller

burde kunne fokusere på kjerneområdene til bedriften.¹⁵³ Han viste også til kostnadene knyttet til å hente inn ulike data til forretningsplanen, dette være seg dyrebar tid eller penger som de allerede hadde lite av.

Man kan ikke umiddelbart se at de som jobbet mest med forretningsplanen har lykket bedre enn de andre gründerne. Vi ser likevel en tendens til at de som arbeidet mye med forretningsplanen, generelt var mer fornøyd med den endelige prisingen av selskapet enn de som ikke vektla arbeid med forretningsplanen i forkant av forhandlingene. En mulig forklaring til dette kan være at de som ikke brukte mye tid på dette arbeidet, heller ikke hadde brukt tid på å benytte prisingsmodeller ved verdsettelse av gründersekskap, noe som kan tyde på at gründerne som ikke arbeider med det analytiske ikke får like mye igjen i form av penger.

De andre seks gründerne som sier de ikke brukte mye tid og krefter på forretningsplanen, fordeler seg jevnt på skalaen hvor enkelte kun hadde en enkel tidsersfoil, mens andre igjen hadde middels fokus på forretningsplanen. Kun to stykker i utvalget påpeker at de brukte svært liten tid på forretningsplanen. Begge poengterer likevel, som vi også kommer tilbake til under forretningsplanens betydning, at denne normalt betyr mye og ikke bør neglisjeres.¹⁵⁴ Den samme gründeren påpeker også at han hadde kontakter i ventureselskapet, noe som gjorde hele prosessen mer uformell. I ettertid har likevel selskapet utarbeidet en svært godt og detaljert forretningsplan. I det andre tilfellet hvor det ble brukt svært lite tid på forretningsplanen, mente gründer at det var hevet over enhver tvil om at ventureselskapet investerte sine penger i han og hans kunnskaper fremfor den forretningsideen som selskapet hans hadde.¹⁵⁵

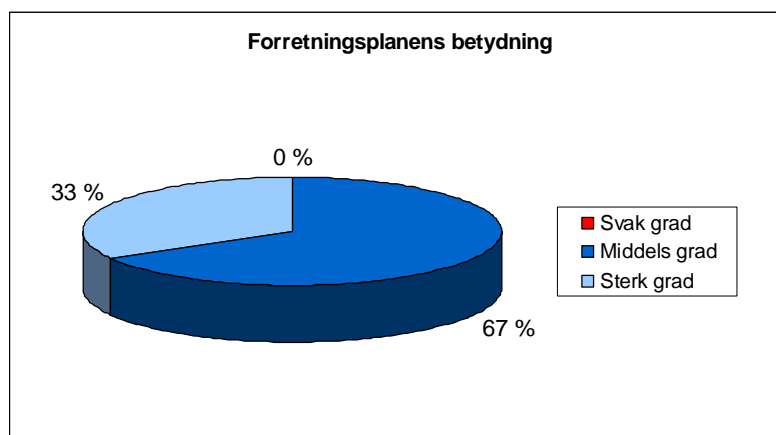
Forretningsplanens betydning

Ikke alle gründerne er enige i viktigheten av dette dokumentet. Figuren under illustrerer hvordan målgruppen stiller seg med tanke på betydningen av denne.

¹⁵³ "Skulle ha vært som i USA, der Venture selv finansierer markedsrapporter, slik at gründerne kan fokusere på det som betyr noe."

¹⁵⁴ "Nei, jeg brukte lite tid på dette, men i utgangspunktet er forretningsplanen viktig. De som er involverte i prosessen må være forankret i denne, hvis ikke blir det veldig tynt."

¹⁵⁵ "Mitt selskap hadde utstrakt markedskunnskap, og vi baserte planen på denne. Investorene satset på gründer, og dette poengterte de også."



Figur 20 Oversikt over forretningsplanens grad av betydning

Av de seks gründerne som sier at de jobbet mye med forretningsplanen, finner vi i vårt datamateriale at bare halvparten av de mener at dokumentet i sterk grad har betydning. Ut fra deres erfaringer ser de klarere at det er mange andre elementer som også spiller en rolle for hvorvidt det ble et samarbeid eller ikke, hvor ledelsen i gründersekskapet er av særlig betydning.¹⁵⁶

På den andre siden er det ingen av våre respondenter som synes at forretningsplanen har svak grad av betydning. Sett bort fra dette tilfellet hvor det allerede eksisterte kontakt mellom ventureselskap og gründer, var det heller ingen av respondentene som brukte en del eller lite tid på forretningsplanen og samtidig mente at den hadde svært stor betydning. Det kan derfor se ut til at gründerne totalt sett mener at det er for stor fokus på forretningsplanen og at det finnes andre viktige elementer som også spiller inn. Vi tror en årsak til at gründerne oppfatter det slik, er at det ikke blir så mye fokus på forretningsplanen når ventureselskapet først finner bransjen og markedet interessant, og at det da fokuseres mer på hva gründer og ledelsen i selskapet står for.

Konklusjon

Alle gründerne i vårt utvalg har fått venturekapital, og nåløyet for å få innpass hos ventureselskapene er som presentert tidligere svært trangt. Vi mener at siden gründerne er blitt akseptert hos disse har de uansett gjort mye riktig. Selv om det kommer frem i vår undersøkelse at forretningsplanen utvilsomt har en stor rolle i kampen om å få venturekapital, så kommer det også ganske klart frem at det i enkelte tilfeller ikke er det viktigste for å få

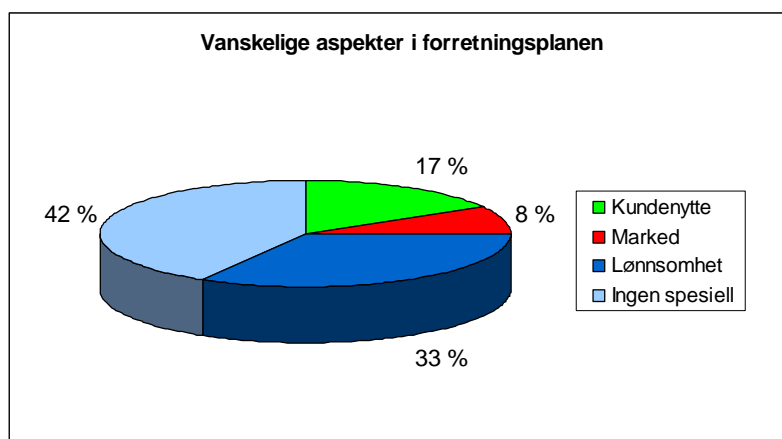
¹⁵⁶ "Menneskene. Vi er de viktigste. Ideen vi hadde var det viktige."

Venture på banen. Blant annet kommer det frem at såkalte pilotkunder er svært viktig å ha dersom selskapet allerede selger sine produkt. Videre har vi også sett at flere gründere ser på seg selv som det klart viktigste elementet når de skal selge seg inn ovenfor ventureselskapene. På bakgrunn av dette og vår analyse velger vi derfor å forkaste hypotese 1:

Forkast hypotese 1: En godt utarbeidet forretningsplan er det viktigste for å få venturekapital.

6.4.2 Hypotese 2: Lønnsomhet skiller seg ut som vanskeligere enn andre punkter å presentere i forretningsplanen.

I intervjuprosessen kom det klart frem hos enkelte gründere hvilke aspekter som var vanskelig å presentere i forretningsplanen. Som vi ser i figuren under skiller "Lønnsomhet" seg uten sammen med "Ingen spesiell".



Figur 21 Oversikt over vanskelig aspekter i forretningsplanen

Som figuren altså viser peker 33 % av gründerne på lønnsomhet som det klart vanskeligste tema, noe som er nesten dobbelt så stor andel som den nest største andelen av de tre vanskelige aspektene, kundenytt. Når det gjelder fordelingen mellom gründersekskapene, fordelte de seg jevnt i vårt utvalg når det gjelder syn på viktighet av forretningsplan og arbeid nedlagt i denne. Ut fra dette kan vi trekke en slutning av at de oppfatter dette punktet som vanskelig å rangere, enten man har jobbet med forretningsplanen i mange måneder, eller man har satt av ei uke eller to til å gjøre dette dokumentet klart.

Kun et gründerselskap pekte på marked som et spesielt utfordrende element å beskrive i forretningsplanen¹⁵⁷, og dette selskapet brukte også mye tid på å utforme den. Videre synes de likevel ikke at planen er veldig viktig når man skal skaffe seg Venture Capital.

Det var kun to gründere som påpekte kundenytten som utfordrende¹⁵⁸, og begge disse brukte også mye tid på å utforme forretningsplanen.

Av de fem gründerselskapene som ikke greide å påpeke hva som var vanskeligst i forretningsplanen, skilte kun ett seg ut fra resten. De fire andre gründerne fordelte seg også jevnt utover i vårt utvalg når det gjelder syn på viktighet av forretningsplan og arbeid nedlagt i denne, så vi kan ikke se noen sammenhenger mellom disse elementer mellom disse. Det ene gründerselskapet benyttet et meglerselskap til hjelp for å få utarbeidet forretningsplanen, som ved intenst arbeid fikk den ferdig i løpet av tre uker. Sitert gründeren i selskapet: *”Vi brukte megler til hjelp med forretningsplanen slik at McKinzeyfolka ville forstå budskapet”*. Selskapet mente at det var enormt viktig å treffe ”mindsettet” til investor gjennom formidlingen, og at dersom man ikke greide dette ville man ikke ha en sjanse til å overbevise investorene. Dersom de ikke hadde benyttet megler ville de naturlig nok hatt større vanskeligheter med forretningsplanen og dens innhold. Gründeren påpekte for øvrig at han syntes det var utfordrende å planlegge omsetningstall. Dermed kunne strengt tatt dette selskapet også falle inn under de som hadde store problemer med lønnsomhet.

Konklusjon

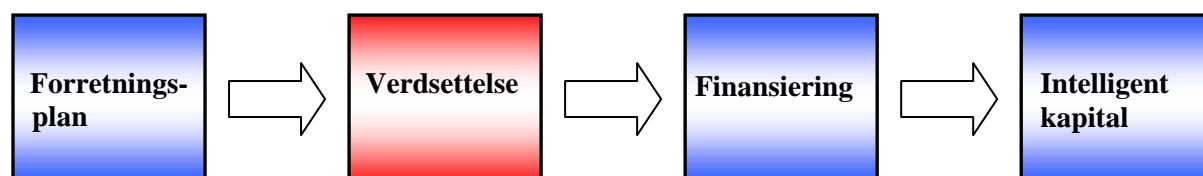
Selv om under halvparten av gründerne peker på lønnsomhet som det mest utfordrende punktet å definere klart i forretningsplanen, skiller likevel lønnsomhet seg ut i forhold til de to andre. Ut ifra vår hypotese hadde vi forventet at nettopp dette aspektet skulle fremtre som det klart mest utfordrende. Slik ble det ikke, siden mange påpekte ”ingen spesiell”. Dersom vi tar høyde for at den ene gründeren som benyttet megler til å utarbeide forretningsplanen, som også påpekte omsetningstall som vanskelig å kvantifisere, vil likevel lønnsomhet enda klarere skille seg ut og også ha størst andel i datautvalget. På bakgrunn av dette velger vi å beholde vår hypotese:

¹⁵⁷ ”Vanskelig å påvise et marked som enda ikke eksisterer.”

¹⁵⁸ ”Utfordrende å måle modenhet av marked - å finne kjøpslysten til de potensielle kundene.” ”Vanskelig å vite hva kunden er villig til å betale.”

Behold hypotese 2: Lønnsomhet skiller seg ut som vanskeligere enn andre punkter å presentere i forretningsplanen.

6.5 Verdsettelse



Figur 22 Rammeverk - Verdsettelse

Her vil vi analysere gründersekskaperens opplevelse av verdifastsettelsen i forbindelse med forhandlingene med Venture Capital. Videre vil vi se på likheter og ulikheter mellom de som var fornøyde med prisen, og vice versa for gründere som ikke syntes at de fikk en tilfredsstillende pris.

6.5.1 Hypotese 3: Gründere alene vil gjennomgående verdsette sine selskaper markant mer enn hva ventureselskaperne legger til grunn i forhandlinger.

Majoriteten av gründerne opplevde enighet om prisingen av selskapet som utfordrende. Noen kjente til, og hadde tatt i bruk en DCF- analyse der de hadde sett på fremtidig salg i fremtiden. Andre løste prisingen på enklere måter, basert på hva de trengte av kapital eller hva styret ble enige om å prise selskapet til.

Finansiering

Det vi ser som en tendens er at de som brukte megler i hele prosessen også gjorde en DCF- analyse. Disse gründerne responderte positivt på erfaringen ved bruk av megler, der de også antok at de fikk en bedre pris, enn de ville klart selv, ved hjelp av megleren¹⁵⁹.

Det var også noen som brukte megler for kun å hente inn kapital, der de på forhånd hadde

¹⁵⁹ "Vår megler satt prisen og gikk inn og forhandlet med ventureselskaperne. Prisen var helt sikkert bedre enn den vi selv hadde klart å forhandle frem."

verdsatt selskapet på en veldig enkel måte uavhengig av fremtidig kontantstrøm¹⁶⁰. De var også fornøyd, men vi tror de kunne fått en bedre pris ved hjelp av en megler også i verdsettelsen. På bakgrunn av dette vil vi anta at grunderselskap som har vært i kontakt med meglere blir fornøyd med den prisen de får, hvilket også passer godt inn for ventureselskapene, da de gjerne priser selskapene på lik måte.

En tendens vi fant var at flere ikke fulgte noe fast opplegg for verdsettelsen, slik vi hadde beskrevet det under pkt. 3.2. Det interessante å se er at de som ikke har fulgt en spesiell verdsettelsesmetode er veldig delt i synet på om de fikk en god pris på selskapet eller ikke.

1. *Noen gründere satte bare en pris.*

Deretter gav de beskjed til ventureselskapet at de kunne enten takke ja eller nei på den prisen. Disse oppnådde en ønsket pris og var godt fornøyde. Prisingen satt de selv på en enkel måte¹⁶¹, der de mente var verdsettelsen var ”peanuts i forhold til potensialet.”¹⁶²

2. *Andre gründere var sterkt uenig med ventureselskapet om prisingen av selskapet.*

I et enkelt tilfelle endte konflikten opp som førstesideoppslag i finansnæringen¹⁶³. Konflikten ble avsluttet med en utvanning av gründerne hvilket førte til ”the winner takes it all”. I dette tilfelle var vinneren ventureselskapet.

Det kan se ut som om disse gründerne som får meget forskjellige priser i forhold til ventureselskapene, der noen er veldig fornøyde, mens andre føler de ble lurt. En tolkning av dette kan være at gründerne priser selskapet feil, der noen priser for høyt mens andre priser for lavt. Det kan virke som om gründerne ikke helt vet hvordan de skal prise selskapet sitt¹⁶⁴. Det blir da vanskelig for dem å kvantifisere hvor mye selskapet er verd, men de forsøker seg ved hjelp av enklere metoder som referert til ovenfor. Dette fører til at gründerne ikke oppnår en konsistent prising i forhold til ventureselskapene, hvilket igjen kan føre til to ting:

¹⁶⁰ ”Vi hadde verdifastsatt oss selv... Vi hadde en enkel betraktning på den verden der. Vi kom ikke til å gå i pluss før år tre, dermed kom 30 mill tallet ganske greit opp (trengte så mye for å drive de tre årene). Vi skulle eie mer enn 50 %, dermed ble vi verdsatt til 60 mill +”

¹⁶¹ ”Hvis teknologien holder som den skal, markedet er som det skal være, så skal vi klare en omsetning som gir en viss avkastning, som igjen gir oss en verdi.”

¹⁶² ”Peanuts i forhold til potensialet. Man må tro på et marked der fremme og de folkene som står bak. Man må spørre: ”Har dere tro på dette så er det billig, har dere ikke tro så skal dere aldri være med”. Aldri kompromisser”.

¹⁶³ ”Det var voldsomme konflikter knyttet til verdsettelsen.”

¹⁶⁴ ”Det var som å stikke fingeren i været, det var ikke mulig å gjøre det bedre”

1. *Gründerne verdsetter selskapet altfor høyt i forhold til reelle verdier.*

De ble da misfornøyd i forhandlinger med ventureselskapene som hadde verdsatt selskapet deres mye lavere basert på verdsettelsesmodeller¹⁶⁵.

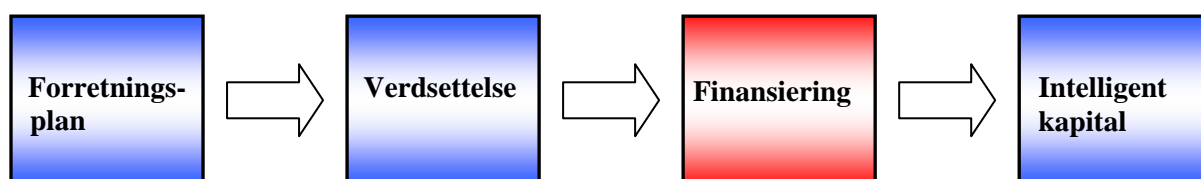
2. *Gründerne verdsetter selskapet for lavt i forhold til reelle verdier.*

De tok en sjanse og var fornøyd med den prisen de fant. Denne ble akseptert av ventureselskapene da de så at den reelle verdien var høyere enn hva gründerne antok, og dermed burde gründerne krevd mer om de kjente til rett verdsettelse.

På bakgrunn av disse to mulighetene velger vi å forkaste hypotesen om at gründerne gjennomgående verdsetter selskapene sine høyere enn hva ventureselskapene gjør.

Forkast Hypotese 3: Gründere vil gjennomgående verdsette sine selskaper markant mer enn hva ventureselskapene legger til grunn i forhandlinger.

6.6 Finansiering



Figur 23 Rammeverk- Finansiering

I vår oppgave har vi holdt ekstra fokus på emnet finansiering, og i dette kapittelet skal vi analysere gründernes svar på dette emnet, og så se om våre hypoteser kan beholdes eller ikke.

6.6.1 Hypotese 4: Det er knyttet konflikter til valg av finansieringsinstrument mellom gründer og ventureselskap.

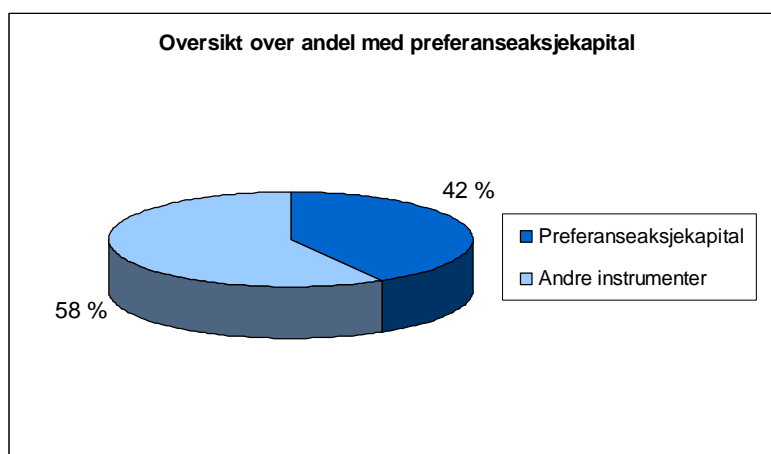
Et viktig element ved avtaleinngåelsen mellom gründer og ventureselskap er hvilket instrument som skal benyttes. Vi har sett fra teorien at de profesjonelle innen Venture Capital har ulike finansinstrumenter som for gründerne kan være relativt avanserte. Ved å analysere våre dybdeintervjuer skal vi nå kartlegge om dette punktet i forhandlingene var konfliktfylt.

¹⁶⁵ Ref. pkt 3.2

Preferanseaksjer

Preferanseaksjer er, som vi presenterte i teorien, et instrument som i stor grad favoriserer investor. Vi antok i hypotesepresentasjonen at der hvor dette instrumentet ble brukt, ville det være sterk uenighet mellom gründer og investor. Fem gründerselskaper i vårt utvalg fikk tilført kapital gjennom preferanseaksjer, hvor enkelte gründere beskriver disse avtalene som omfattende.¹⁶⁶ I alle tilfeller hvor preferanseaksjer ble benyttet, ble det i følge gründerne oppfattet slik at ventureselskapet ville sikre seg for alle de tre elementene som tidligere beskrevet; andel av oppside, sikring mot nedside og kontroll i selskapet. Ut fra hva som kom frem underveis i samtalen med disse, var det få som påpekte disse egenskapene som særlig urimelige.

De fleste gründerne syntes å ha forståelse for at flere profesjonelle investorer vil gå frem på denne måten. Et gründerselskap påpekte at de ønsket profesjonell kapital, og at de da aksepterte fullt ut at preferanseaksjer ble benyttet. En annen gründer påpekte igjen at dette var en kilde til konflikt og var et tema som ble grundig diskutert. De ønsket å beholde en størst mulig andel i selskapet, samtidig som de ville ha kontroll i sitt selskap. At ventureselskapet sikret kontroll og innflytelse ved hjelp av preferanseaksjer ble til slutt likevel akseptert, siden gründeren ikke hadde andre alternativer. I figuren under vises det hvor stor andel som fikk finansiering gjennom benyttelse av preferanseaksjer.



Figur 24 Oversikt over andel med preferanseaksjekapital

Som figuren viser, er andelen av selskapene som har fått preferanseaksjer større enn hva vi kunne forvente fra uttalelsene til Vogt, som mener det er benyttet klart mest investeringer i

¹⁶⁶ "Omfattende deal, hvor term sheet er relativt, skal vi si advokattung, og omfattende der hvor de fleste av egenskapene ligger."

allmenne aksjer her i Norge. Om dette er tilfeldigheter eller ikke kan vi ikke si noe om siden vårt datamateriale er for lite.

Andre benyttede instrumenter i utvalget

Blant de resterende syv gründerselskapene var det en fordeling mellom investeringer i allmenne aksjer og konvertible lån, hvor fordelingen av antall gründerselskaper er henholdsvis seks og ett. I det tilfellet hvor konvertible lån ble gitt, ønsket gründer å få finansiering rettet mot egenkapitalen.¹⁶⁷ Når selskapet skulle ut i markedet mente gründer at det ville se mye bedre ut med en sunn balanse ovenfor sine kunder. Her var det antydninger til en liten konflikt. I tillegg hadde dette lånet en rente på 11 %, noe som gjorde finansieringen relativt dyrt. Dette lånet ble likevel akseptert, da selskapet hadde et svært dårlig utgangspunkt og var i realiteten konkurs, i tillegg til at de ikke hadde alternative finansieringsmåter.

Kunnskap om instrumenter

Blant de fem gründerselskapene, hvor det ble benyttet preferanseaksjer, sees det ingen sammenheng mellom det å få den type finansiering og det å besitte mye eller lite kunnskap om hvilke instrumenter som brukes innen Venture Capital. En gründer, som for øvrig hadde godt kjennskap til finansieringsinstrumentene, påpekte at hans selskap ønsket å få profesjonell kapital og derfor aksepterte at bransjen stilte profesjonelle krav. Videre har vi sett at når et selskap har kommet så langt at de ønsker å hente inn store investorer, er det vanlig at mennesker i ledelsen eller i styret besitter kunnskap om nettopp dette, og da deltar i forhandlingsprosessen. På denne måten sikres det at begge parter kommuniserer på samme nivå. Når noen i organisasjonen har kjennskap til instrumentene som benyttes, dempes gjerne forventningene, og dette hindrer potensiell uenighet eller konflikter.

Sammenheng mellom valgt instrument og beholdt andel for gründer

I tillegg til at det kan være konflikter knyttet til valgt instrument isolert sett, ser vi også på gründers beholdte andel i selskapet som en mulig konfliktkilde. Nesten alle gründerne påpekte at de var opptatt av hvilken andel de satt igjen med, men motivene viste seg å være ulike. Noen skulle absolutt ha kontroll i sitt hjertebarn, om enn negativ kontroll, mens andre gründerne uttrykte: *"Bedre å ha en liten del av en stor kake, enn en stor del av en liten!"* Dette tolker vi som at enkelte gründerne har klare økonomiske motiver fremfor det å beholde

¹⁶⁷ "Konvertible lån ga eier mulighet til å kunne gå ut når som helst. I tillegg ble ikke selskapet tilført den EK det burde ha gjort - dermed ser selskapets balanse mye dårligere ut."

innflytelsen i selskapet. Likevel påpeker flere gründere i henhold til teorien at det er viktig med incentiver til gründerne utover det økonomiske.¹⁶⁸ De fleste av gründerne synes å ha et ønske om å få finansiering gjennom en rettet emisjon mot allmenne aksjer. En gründer understreker likevel følgende: ”Ønsket selvfølgelig lån, men jeg forstod at bransjen ikke ville akseptere dette.” Dette kan tyde på at gründerne kjente til de ulike alternativene som benyttes, og at siden konvensjonelle lån ikke benyttes i Venture Capital, var rettet emisjon mot allmenne aksjer deres beste alternativ. I vårt utvalg finner vi ingen sammenhenger mellom beholdt andel for gründer og benyttet finansieringsinstrument, og vi kan derfor ikke si at valg av et spesielt finansieringsinstrument fremfor andre fører til ytterligere konflikter.

Konklusjon

Selv om mange av gründerne ikke hadde kjennskap til hvordan venturebransjen benyttet ulike finansieringsinstrumenter, sitter vi igjen med et inntrykk av at gründerne flest var svært ydmyke og hadde tonet ned sine forventninger i forkant av forhandlingene. Vi forventet at det skulle være mest konflikter der hvor preferanseaksjer var brukt, men det viste det seg at det var kun tilfelle hos ett gründersekskap, og dette skilte seg på ingen måte ut i forhold til resten av utvalget. Ingen gründerne kunne fortelle om direkte konflikter knyttet til dette tema, og det sterkeste en gründer uttalte seg om valg av finansieringsinstrument var altså ”at det ble diskutert grundig omkring dette”.

Videre finner vi ingen sammenhenger mellom benyttet instrument og beholdt andel i selskapet, og derfor er dette også et element som taler imot vår hypotese.

På bakgrunn av dette velger vi å forkaste hypotesen:

Forkast hypotese 4: Det er knyttet konflikter til valg av finansieringsinstrument mellom gründer og ventureselskap.

¹⁶⁸ ”Vi fikk stor nok andel til at vi følte at vi fikk vårt og at vi ville fortsette. Ikke sannsynlig å sitte igjen med 90 % av selskapet etter 2 år.”

6.6.2 Hypotese 5: Gründere med flere finansieringsalternativer forhandler frem bedre avtaler med ventureselskapene.

Flere av gründerne vi har vært i kontakt med hadde alternative finansieringsmuligheter når de kom i forhandlinger med ventureselskapene. Noen gründerenselskap kunne alternativt fortsette den vanlige driften de hadde, men vi mener altså at selvfinansiering ikke inngår ved analysen omkring denne hypotesen.

Når man kommer i forhandlinger med investor, er det viktig for gründer å vise at han ikke på død og liv er nødt til å ha pengene som ventureselskapet besitter. Har man alternativer, så har man også forhandlingskort som kan være hendig å ha dersom gründer "føler seg presset" på betingelsene.

Dersom et ventureselskap ønsker å investere i et foretak, er det selvsagt at de ser et betydelig vekstpotensial, og investorene bør slik sett være i en posisjon hvor betingelser i avtalen kan forhandles om. Viktige elementer i hvorvidt avtalen er relativt god er prising av selskap i tillegg til hvilke finansinstrumenter som benyttes og hvilke betingelser som knyttes til disse. En annen subjektiv måte å vurdere om en avtale har vært bra, er å se om gründer mener selskapet hans kunne hatt en bedre markedsposisjon med en alternativ investor.

Markedsposisjon

Blant våre intervjuobjekter hadde fem gründerne alternative finansieringsmuligheter til investeringer fra Venture Capital- selskaper, og av disse er det kun én gründer som mener at selskapet hans kunne hatt en bedre posisjon i markedet med en annen eier. Dette kan vise en trend om at de som har alternative investeringsmuligheter også greier å forhandle frem gode avtaler, slik at dersom selskapet ikke lykkes, vil gründer heller peke på eksogene variabler fremfor investor som grunn til at ting ikke går som det skal.

Verdsettelse

Av de samme fem gründerne ser vi en trend som tilsier at de gründerne som har alternative finansieringer tilgjengelig, også greier å få en relativt bedre pris for selskapet sitt fremfor de uten alternativ finansiering. Med dette mener vi at gründer enten fikk den prisen de hadde satt på forhånd, eller at de, dersom prisen ble satt i forhandlingene, fikk en pris de følte seg svært

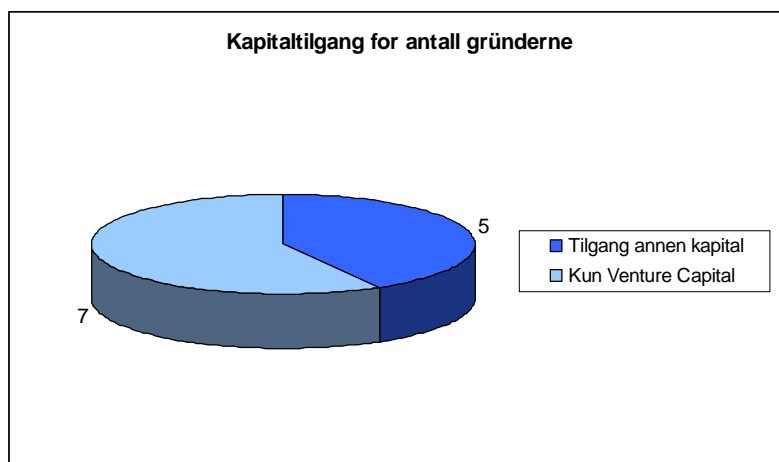
tilfreds med. Kun en av disse fem gründerne påpekte uenighet i pris selv om de hadde alternative finansieringsmuligheter, og i dette tilfellet var også uenigheten ganske stor. Mens ventureselskapet verdsatte dette selskapet til NOK 20 mill, mente gründer at selskapet ble priset gjennom alternative private investorer til NOK 60 mill. Samtidig ser vi ingen sammenheng blant gründerne som ikke hadde finansieringsalternativer, hvorvidt de var enig/uenig omkring verdifastsettelse av sitt selskap.

Ut fra dette kan vi vagt trekke en konklusjon om at de som har finansieringsalternativer, greier å få en bedre verdsettelse på sine selskaper, noe som igjen gjør at de får mer penger uten å miste så mye innflytelse i sitt selskap.

Finansinstrument

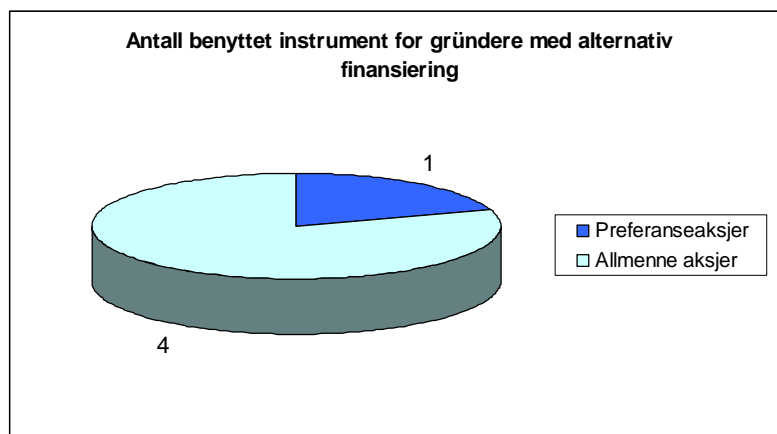
Et annet viktig element er hvilket instrument som blir benyttet. Som presentert tidligere fikk fem gründer-selskaper tilført kapital gjennom preferanseaksjer. En av gründerne fant dette uproblematisk, og uttalte: *"Du må ta det du får!"* Vi mener det er viktig å understreke at dette selskapet ikke hadde alternative finansieringsmuligheter til Venture Capital, og dette kommer vi tilbake til lengre ned i analysen. Videre påpekte denne gründeren at *"dersom dette går bra så spiller det ingen rolle, da blir alle preferansene strøket uansett."* Likevel vet vi fra teorien at gründerne i utgangspunktet ønsker å beholde mest mulig kontroll i sitt selskap, og at preferanseaksjer dermed ikke er å foretrekke fremfor en rettet emisjon i allmenne aksjer.

I de to neste figurene ser vi først hvor mange gründerne som hadde alternative finansieringsmuligheter før vi presenterer sammenheng mellom dette og de vilkår som er fastsatt i avtalen med ventureselskapet.



Figur 25 Oversikt kapitaltilgjengelighet for gründerne

Av disse fem gründerne ser vi at bare ett selskap fikk investeringer gjennom preferanseaksjer:



Figur 26 Sammenheng alternativ finansiering og benyttet instrument

Dette er et interessant funn. Selv om vi har et for lite utvalg til å kunne slå fast noe som helst, er det helt klart en trend om at man skaffer seg bedre vilkår gjennom å ha alternativer. Dette ble også bekreftet av flere av de samme gründerne, og dette er sitert en av disse: *”Vi hadde helt klart en nytte av å ha alternativer i forhandlingene!”*

Konklusjon

I analysen har vi sett på tre elementer som kan knyttes til gründerens *opplevelse* av sin avtale med ventureselskapene som relativt bra. Ved markedsposisjon fant vi klare indikasjoner på at de som hadde alternative finansieringsmuligheter ikke kunne se at selskapet kunne hatt en bedre posisjon med en annen eier. Dermed kan vi anta at de er fornøyd med dagens investor og avtalen dem i mellom. Det samme gjelder verdsettelse, hvor fire av fem gründerne var fornøyd med den pris som ble satt på selskapet. Til slutt analyserte vi situasjonen til disse fem gründerne omkring benyttet finansinstrument. Her fant vi en trend som sier at dersom gründeren har alternative finansieringsmuligheter, så får man også bedre avtaler i form av valgt instrument.

På bakgrunn av disse tre indikasjonene, velger vi å beholde vår hypotese.

Behold hypotese 5: Gründere med flere finansieringsalternativer forhandler frem bedre avtaler med ventureselskapene.

6.6.3 Hypotese 6: Gründere flest vil ønske å få mer penger investert

I finansieringsavtaler, som gjøres mellom gründer og ventureselskap, er det klart spesifisert hvor mye kapital som skal sprøytes inn. Videre fastsettes det om dette er engangsbetaling eller om det er trinnvise investeringer, for eksempel basert på milepæler som gründerne skal oppnå. Selv om gründerne vet hva de har å forholde seg til gjennom disse finansieringsavtalene, kan det altså se ut til at de vil ha mer penger utover dette. Flere av våre intervjuobjekter påpekte at ting alltid kostet mer enn hva man forventet, og at de investeringene som var gjort i gründersekskapet dermed ikke strakk til.

Kostnad ved kapitaltilførsel

Det interessante er at enkelte gjerne ville ha mer kapital, men disse gründerne var ikke interessert i å "betale" for det i form av utvanning av aksjekapitalen. Vi tolker dette som at disse gründerne mener at ventureselskapene skal hive gode penger etter dårlige penger, noe som i beste fall er irrasjonelt.

Syv av i alt tolv gründerne ser helst at det hadde blitt investert mer i selskapet enn hva som var gjort til nå. Mange av gründerne som ikke ønsker mer kapital påpeker at dette kun ville føre til utvanning.

Markedsposisjon og kapitalbehov

Alle gründerne som mener at selskapet deres kunne hatt en bedre posisjon med en annen eier, påpeker også at de vil ha mer kapital inn i bedriften. Samtidig ser vi at samtlige av disse gründerne begrunner dette med at de trenger ny kapital gjennom nye eiere for å bedre sine muligheter internasjonalt.¹⁶⁹

Eierandel og kapitalbehov

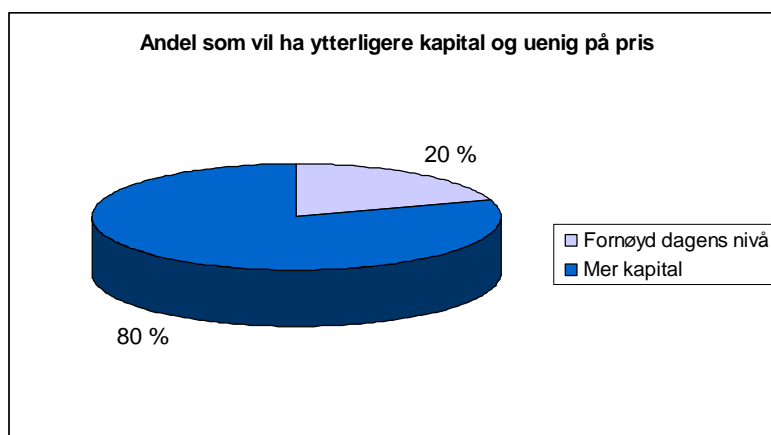
En annen trend vi kan se er forholdet mellom gründerens eierandel i selskapet og ønske om å få ny kapital sprøytet inn. I vårt utvalg har alle gründerne som besitter en liten eierandel ingen ønsker om å få investert kapital på grunn av frykten for å bli ytterligere utvannet. Dette er ikke et overraskende funn, men det viser hvor viktig innflytelse og kontroll er for mange. Disse selskapene gjør det ikke merkbart bedre enn de andre gründersekskapene, og dermed har mindre kapitalbehov, så i vårt datamateriale er ikke det en avgjørende faktor for hvorvidt man

¹⁶⁹ "Ja så absolutt. Trenger masse mer penger, men det koster masse å utvide. Det er et enormt marked å nå tak i. Det bør ikke investeres mer fra samme investor, men gjerne noen med internasjonale kontakter."

vil ha mer penger. En av disse gründerne sier faktisk at dersom de hadde vært realistiske når de forhandlet med ventureselskapet, ville de ikke fått venturekapital i det hele tatt. Videre sies det at de ligger år bak hva som var skissert i forretningsplanen allerede. På bakgrunn av dette er det nærliggende å anta at dette selskapet ikke gjør det spesielt bra. Til tross for dette ønsker altså ikke gründer mer penger i frykt for å bli vannet ut og miste kontroll.

Verdsettelse og kapitalbehov

Som vi har vært inne på tidligere i analysen (omkring verdsettelse) var det fem gründerne som var uenige med verdifastsettelsen av deres selskap. I figuren under ser vi hvor stor andel av disse som også ønsker seg mer kapital investert.



Figur 27 Oversikt andel som ønsker ytterligere kapital og uenig på pris

Dette kan tyde på at de gründerne som ikke fikk priset selskapet sitt slik de ønsket, også opplever at de sånn sett ikke fikk nok kapital til å gjennomføre de planene man har. Dette funnet krasjer kanskje litt med gründerens beholdte eierandel, siden gitt samme investeringsbeløp vil gi lavere eierandel med lavere pris. Siden størsteparten av disse gründerne likevel ønsker mer kapital investert, tyder det på at kontrollelementet ikke er så viktig i disse tilfellene.

Konklusjon

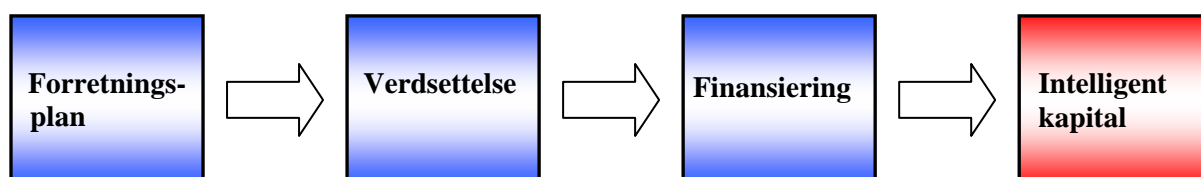
Ut fra de analysene vi har gjort av våre dybdeintervjuer kan vi ikke finne klare tendenser til at gründerne ønsker å få mer penger investert, dette til tross for at Erik Berger opplevde det i alle sine tilfeller. De fleste vil gjerne ha mer kapital, men de er ikke villige til å betale kostnaden knyttet til dette. For mange gründerne er kontroll og eierandel det viktigste når det gjelder hva

som skal prioriteres¹⁷⁰, og dette fører dermed til at så mange har svart at de er godt fornøyd med dagens situasjon hva gjelder kapital.

Vi velger å forkaste hypotesen:

Forkast hypotese 6: Gründere flest vil ønske å få mer penger investert.

6.7 Intelligent kapital



Figur 28 Rammeverk- Intelligent kapital

Som siste del i rammeverket som omfatter analysen, vil vi se på venturekapitalens særegne kjennetegn, det aktive eierskap. Det påpekes hos de aller fleste selskaper innen Venture Capital at de er aktive i eierskapet, og at de tilbringer komplimenterende egenskaper så vel som bransjespesifikk kunnskap.

6.7.1 Hypotese 7: Forventningene til den intelligente kapitalen er i samsvar med erfaringene gründerne har gjort seg med venture-selskapene i og gjennom venturekapitalprosessen.

Det at ventureselskap er aktive eiere er kjent for de fleste gründerne. Det viste seg også blant våre respondenter. Av de tolv spurte var det kun en av dem som ikke kjente noe veldig til dette på forhånd. Det at ventureselskap er aktive eiere viste seg da som antatt å være en av hovedmotivene til at de elleve gründerne oppsøkte ventureselskap da de trengte kapital. Det viste seg å være så sterkt stadfestet at det ikke var et sterkt fokus i forhandlingene. Som en gründer nevnte så bruker alle ventureselskapene de samme argumentene med hensyn til aktivt eierskap. Samtidig viste det seg at det var gründerne som måtte fokusere på å selge seg inn i forhandlingene med ventureselskapene og ikke omvendt¹⁷¹.

¹⁷⁰ "Dette var paragraf 1 for selskapet."

¹⁷¹ "Selskapet hadde litt makt, da vi trengte penger, og de kunne velge mellom veldig mange selskaper"

Ønsket aktive eiere

For noen var aktivt eierskap den viktigste grunnen til at de ønsket Venture Capital; ”Vi ønsket aktive eiere. Vi trengte å gjøre noe med selskapet, skaffe riktig personell for å komme i riktig posisjon. Bare penger i seg selv ville ikke la oss komme dit vi trengte”. Det ventureselskap profilerer høyt er deres aktive i bidrag gjennom gratis konsulenthjelp i de styrevervene de inntar i porteføljene sine. Nettopp dette bidraget ble trukket frem av gründerne som veldig viktig i forhold til intellektuell kapital¹⁷².

Uten alternative kapital

Samtidig må det sies at venturekapital er veldig dyr kapital, og noen av gründerne la vekt på at de ikke ville oppsøkt ventureselskap, hadde det ikke vært for den intellektuelle kapitalen som ventureselskapet kunne bidra med. Til det var den for dyr¹⁷³. Samtidig så vi en tendens til det var nettopp kapital som var det viktigste bidraget de fikk av ventureselskapene¹⁷⁴. Forskjellen mellom disse selskapene var at det var de som verdsatt kapitalen langt fremfor humankapitalen var at det var de som ikke hadde alternativ finansiering; ”Vi var i umiddelbar behov etter kapital, enten ny kapital eller konkurs”. Det kan virke som om de som trenger kapital for ikke å gå konkurs ikke er så kresne på kapitalen (høyt avkastningskrav, samt mindre eierandelen), og at gründerne dermed tar det de får. Det må samtidig sies at de som var i umiddelbar behov etter kapital heller ikke var fornøyd med verdsettelsen av selskapet sitt gjort av ventureselskapene.

Variierende inntrykk

Gründerne vi snakket med hadde forskjellige opplevelser av venturekapitalen, både på forhånd og i etterkant. Det ble trukket frem skrekkehistorier om ventureselskap, men de erfaringene kjente ikke gründerne seg igjen i. Videre var det noen av gründerne som hadde lave forventninger til det aktive eierskapet¹⁷⁵ samtidig som andre uttrykte at de ikke opplevde at ventureselskapet svarte til forventningene¹⁷⁶. Venture Capital selger seg inn som aktive eiere, noe som virker som en etablert sannhet i bransjen, men som ikke utgjør den store

¹⁷² ”Det ble litt gratis McKinsey- hjelp. Jeg satt fryktelig mange timer sammen med styreformann og forberedte oss. Det hadde kostet mye om de skulle fakturert oss alle de timene.”

¹⁷³ ”Du bør ikke jobbe med et ventureselskap om ikke du tror de har noe annet å tilby enn cash, helheten er viktig.”

¹⁷⁴ ”Jada, premiss nr en var at vi måtte ha penger, premiss nr to er at de kunne komme inn å bidra med noe (uten for store forventninger rundt dette)”

¹⁷⁵ ”Det (at de er aktive eiere) er en sannhet med modifikasjoner som vil variere sterkt, det er personavhengig, ikke selskapsavhengig”

¹⁷⁶ ”De la frem at de skulle være aktive, selv kunne jeg gjerne sett dem mer aktive i den daglige driften”

forskjellen blant gründerne¹⁷⁷. Hvorvidt teori stemmer med empiri kan virker således varierende sett ut fra opplevelsen til hver av gründerne.

Komplimenterende kompetanse

De fleste ventureselskapene hadde kjennskap og erfaring til bransjen gründerelskapene opererte i, men noe spesialkunnskap innen forskningsområdet hadde de ikke bortsett fra de industrielle eierne. Den gründeren som brukte ventureselskapene som gratis konsulenthjelp mot styremøtene og i forhold til fremtidig strategi la vekt på den komplimenterende kompetansen de kunne bidra med: ”De hadde bra komplimenterende kompetanse, rundt økonomiske modeller og lignende”. Dette kom også klart frem når vi så på de primærområdene innen intellektuell kapital. Disse er som nevnt kredibilitet, kontakter, kompetanse og strategisk rådgivning. Her var strategisk rådgivning den mest fremtredende komplimenterende kompetansen ventureselskapene besatt.

De fire K`ene

Strategiske rådgivningen ble sammen med kredibilitet ansett som de mest verdifulle ressursene ventureselskapene kunne bidra med bortsett fra kapital¹⁷⁸.

De fleste opplevde at den kredibiliteten gründerne fikk, gjennom å ha et anerkjent ventureselskap i ryggen, gav dem mye både i forhold til fremtidige store kunder¹⁷⁹, mot ytterlig finansiering¹⁸⁰, og i samtaler med de store aktørene på et internasjonalt marked¹⁸¹. Noen gründerne opplevde de industrielle aktørene som sterkere merkenavn i utlandet der de konkurrerte, hvilket også gjorde at disse aktørene stod for sterkere kredibilitet i deres tilfelle, mens på et europeisk marked vil de norske ventureselskapene bidra sterkt, som en bekreftelse på at de har tro på gründerelskapet. En kombinasjon av utenlandsk og norsk ventureselskap har vært savnet av noen gründerne som opererer internasjonalt. En av hovedgrunnene i tillegg til et større fokus på satsing og kapital med en internasjonal investor vil og være kredibiliteten det gir¹⁸².

¹⁷⁷ ”Det er som en bilselger, han sier at bilen er god å kjøre. Alle bruker de samme salgsargumentene.”

¹⁷⁸ ”Kredibilitet er nok høyt oppe på listen, sammen med kompetansen som utfyller vår, som en av flere spillere på laget”

¹⁷⁹ ”Vi jobber innenfor en bransje der kredibilitet betyr mye. Sikkerhet og soliditet er viktig. Hjalp oss med å selge inn den finansielle situasjonen/ståstedet til selskapet, at de ville stå distansen.”

¹⁸⁰ ”I forhold til finansiering vil de ha en del å bety ift kredibilitet”

¹⁸¹ ”Det at vi hadde de med i bakhånd var godt å ha med når vi skulle snakke med de store aktørene ute.”

¹⁸² Samtidig er ønsket om kombinasjonen en nær investor også viktig for gründerne, en de kan ha jevnlig kontakt med.

De fleste henviste til at ventureselskapene bidrar med strategisk ventureselskapene¹⁸³. Ventureselskapene stod for planene i en kommende internasjonalisering, og de kunne sitte på utsiden og følge med for deretter å dreie litt på kursen når de følte det var nødvendig. Eksempelvis kan de ta tak i enkeltsaker der de så behov for dette, og komme med andre perspektiver og synspunkter i arbeidet med gründerne. Ventureselskapene ble omtalt som viktige samarbeidspartnere gjennom deres tankegang, og en gründer forklarer: *”De hjalp til med ”How to do business”- tankegang, de holdt blikket opp og fram når vi i en gründerfase ønsker å se ned og dypt”*. Den strategiske rådgivningen har kanskje vært den mest komplimenterende kompetansen ventureselskapene har tilført gründerne, noe også gründerne har sett på som en ”stor verdi”. Denne rådgivningen blir primært gjennomført gjennom styreverv som ventureselskapet innehar gjennom sine porteføljer.

Nettverk og kompetanse ble ikke ansett som like viktige som kredibilitet og strategisk rådgivning opplevde vi. De industrielle eierne stod sterkt for industriell kompetanse, men ser vi det i et vidt begrep var ventureselskapene inne sterkt med komplementær kompetanse som omtalt tidligere så har de bidratt sterkt. Det ventureselskapene bidro med gjennom nettverkene var å sette gründerne i kontakt med potensielle nye kunder, andre porteføljebedrifter til ventureselskapene og nye gode kandidater til styre i gründerbedriftene, men her ble også industrielle eiere trukket frem som gode relasjonsskapere mot potensielle kunder, gjerne siden de er inne i det markedet allerede.

Konklusjon

Gründerne har en klar oppfattelse av at ventureselskap er aktive eiere. Noen er veldig tydelig på at skal man ha venturekapital så må det være fordi man får med intelligent kapital på kjøpet, da det ikke er billig med venturekapital. Andre derimot har ikke så mange alternativer og tar det de får av kapital. Dette gjenspeiler seg og i deres forkunnskaper om venturekapital, i deres alternativer til finansiering og gjerne i deres opplevelse av rettferdig verdsettelse. Gründere som søker den intellektuelle kapitalen som en komplementær kompetanse opplever primært strategisk rådgivning og kredibilitet som de viktigste faktorene innen intellektuell kapital, mens nettverk og bedriftsspesifikk kompetanse fikk de mer av gjennom industrielle eiere. På bakgrunn av dette ønsker vi å beholde hypotesen vi satt om at forventningene samsvarer med virkeligheten i forhold til intelligent kapital.

¹⁸³ ”Den strategien de kom med gav oss en ny kurs, som vi følger i dag”

Behold hypotese 7: Forventningene til den intelligente kapitalen er i samsvar med erfaringene gründerne har gjort seg med ventureselskapene i og gjennom venturekapitalprosessen.

6.7.2 Hypotese 8: Gründere som fikk investeringer fra ventureselskaper med bransjekunnskap har lyktes i større grad

Ut fra våre intervjuer gikk det frem at gründerne brukte mye tid på å skaffe seg kapital, og at den prosessen var drøy og gikk utover den daglige driften. Opptil ni måneder hadde noen av gründerne vi snakket brukt til å skaffe kapital. Hva som gjorde at prosessen tok lang tid varierer nok litt mellom gründerne; noen gründerne trengte lang tid på foretningsplanen, noen brukte tid i forhandlinger med ventureselskapene, mens andre igjen faktisk ordnet alt dette innen en uke. Som tidligere nevnt visste de fleste gründerne at ventureselskapene var aktive eiere, men kapitalen stod som langt viktigere for flere av gründerne enn viktigheten av den intellektuelle kapitalen som ventureselskap bringer med inn i porteføljene sine. Hvorvidt det er sant som Sætre sier, at gründerne brukte lang tid for å skaffe riktig investor stiller vi oss til dels tvilende til ut i fra vårt utvalg, da det mer var et spørsmål om å klare å skaffe kapital fremfor å være kresen på hva slags investor man fikk. Da de visste at ventureselskapene var aktive eiere og at de fokuserte på spesifikke bransjer, var det ofte naturlig å kontakte disse ventureselskapene. Dette både fordi de hadde den riktige kompetansen, samtidig fordi gründerne da kanskje hadde en enklere vei ved å tilfredsstille de krav som ventureselskapene hadde til potensielle grunderselskap¹⁸⁴, da de var innenfor den bransjen som ventureselskapet investerte i.

Bransjekunnskap

Samtidig ser vi en klar tendens til at ventureselskapene som gründerne samarbeider med, har kunnskap og erfaring innen den bransjen grunderselskapene opererer i, men ikke som spesialist innen fagfeltet: *”De måtte lese seg opp, de hadde grunnleggende kompetanse på IKT, men ikke innen fagområdet”*. Av de gründerne vi pratet med fikk vi beskjed om at ventureselskapene de var i kontakt med både hadde investert i lik bransje¹⁸⁵, hadde andre

¹⁸⁴ Ref. teori om at 90% av foretningsplanene blir forkastet grunnet feil bransje og fokus.

¹⁸⁵ ”De hadde investert i nærliggende selskaper tidligere”

relevante investeringer¹⁸⁶, samt at de hadde relevant erfaring og nettverk som de kunne bidra med¹⁸⁷. Slik sett kan vi se at de fleste ventureselskapene har relevant erfaring innen bransjen som de kan bidra med.

Teknologisk kunnskap

Likevel vil vi skille mellom strategisk kunnskap innen bransjen¹⁸⁸ som ventureselskapene er sterke på, og teknologisk bransjekompetanse. Det generelle inntrykket vi sitter med er at gründere får spesialkompetanse gjennom de industrielle eierne, mens de får komplementær kompetanse gjennom ventureselskapene. Det vi ser er at gründere som har industrielle eiere (som også kan være ventureselskaper) får mer spesialkompetanse gjennom ventureselskapene, mer relaterte kontakter, sterkere kredibilitet i miljøet¹⁸⁹, men ikke like sterk strategisk rådgivning¹⁹⁰.

Forskjeller med og uten industriell eier

De gründerne som også hadde inne industriell eier hadde gjerne alternativer til kapital, var fornøyd med dagens eier og fornøyd med prisen. Det var en (av i alt fire) grunder som kunne tenke seg en annen eier av disse som også hadde industrielle eiere, og en grunder som var konkret uenig i verdifastsettelsen. Nesten en tilsvarende andel av gründerne som hadde vanlig ventureselskap trodde også de kunne få en bedre situasjon med en annen eier.

Det som gjorde et utslag mellom industrielle ventureselskap og vanlige ventureselskap er hvorvidt gründerne var fornøyd med prisen eller ikke. Her var det en stor forskjell basert på om de hadde inne en industriell eier eller ikke. I de to figurene under kommer dette klart frem.

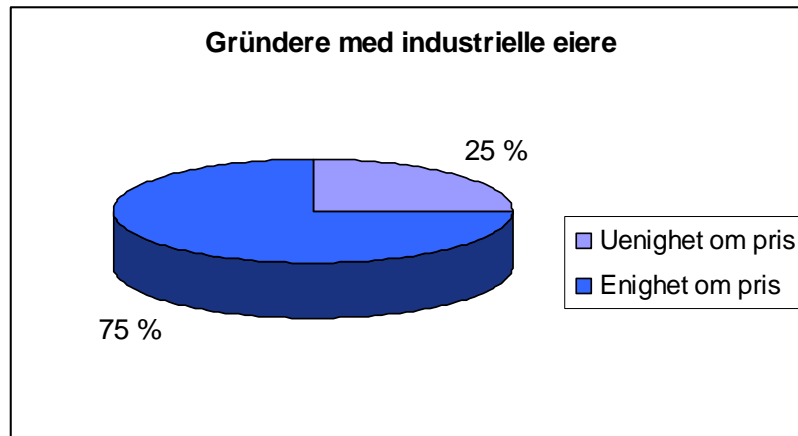
¹⁸⁶ "Hadde relevante investeringer andre plasser"

¹⁸⁷ "De hadde både relevant nettverk og kompetanse"

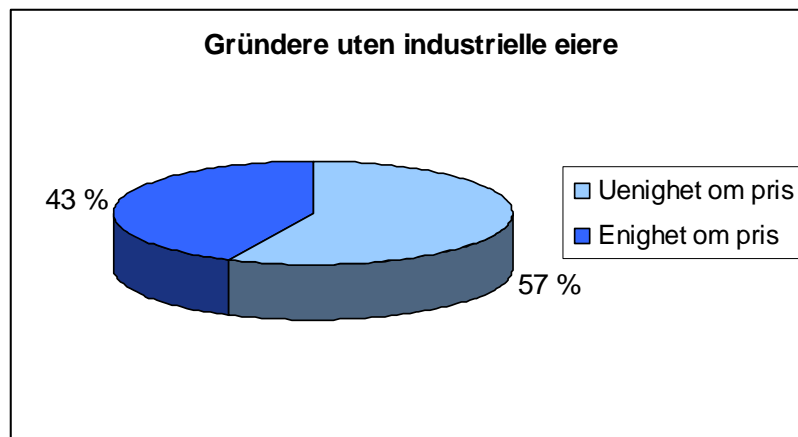
¹⁸⁸ "How to do business tankegang"

¹⁸⁹ "Det ventureselskapet som var industrielt har bidratt på et bredere område en de vanlige ventureselskapene, både gjennom teknikk, kompetanse og kontakter"

¹⁹⁰ Ref. Hypotese om aktivt eierskap.



Figur 29 Verdsettelse med industrielle eiere



Figur 30 Verdsettelse uten industrielle eiere

På bakgrunn av vårt datagrunnlag kan vi ikke generalisere her, men antyde at dette hadde vært interessant å forske videre på. Betyr dette at gründere med industrielle eiere får høyere pris for selskapet sitt, slik Sætre (2001) antydte, eller betyr det bare at disse gründerne krever mindre og blir lettere fornøyd så lenge de får spesialkompetanse innen fagfeltet de har interesse for, da de ikke er så opptatt av penger, men av forskning og utvikling.

Det som også er interessant er at de selskapene som har hatt industrielle eiere ikke har stor omsetning i dag. Hva dette betyr er også vanskelig å vite på et så lite datagrunnlag som vi har. Et alternativ kan være at de industrielle ventureselskapene har lengre perspektiv på ting da de vet ting tar tid, i motsetning til ventureselskapene som ønsker avkastning mye raskere¹⁹¹.

¹⁹¹ "Når de setter inn pengene krever de salg med en gang, og det skjer jo ikke."

Konklusjon

Gründerne opplevde bransjekunnskapen til ventureselskapet som viktig: *”De hadde erfaring innen bransjen. De var sånn sett en riktig match som samarbeidspartner”*. Sett i lys av kredibilitet, kompetanse, kontakter og strategisk rådgivning så er bransjeerfaring tett knyttet opp mot disse områdene. Med det som bakgrunn svarte gründerne at den intellektuelle kapitalen stod til forventningene. Det må igjen bety at den bransjeerfaringen ventureselskapene hadde, kom til uttrykk gjennom det aktive eierskapet de drev.

Videre kunne vi se at de fleste ville valgt det samme ventureselskapet igjen dersom de kunne valgt på nytt. En del av bakgrunnen for det var at de fokuserte på bransjen som gründerne opererte i¹⁹², de hadde vært med å utvikle produktet¹⁹³ samt en generell dyktig kompetanse og evne og ønske om å utvikle selskapet videre¹⁹⁴. På bakgrunn av denne tilbakemeldingen og opplevelsen av at diskusjonen ovenfor, ønsker vi å beholde hypotesen om at gründerne som fikk investeringer fra ventureselskap med bransjekunnskap har lykket i større grad. Vi vil videre kommentere at dette burde undersøkes nøyere, men vi har ikke funnet noe som motbeviser dette i vår analyse.

Behold hypotese 8: Gründere som fikk investeringer fra ventureselskaper med bransjekunnskap har lykket i større grad

¹⁹² ”Ville nok det. Ikke så mange Ventureselskap i Norge som er aktuelle, der hva de fokuset deres innen bransjene er viktig”

¹⁹³ ”Ja, på det tidspunktet ville jeg gjort det en gang til. Ventureselskapet (industrielt) hadde vært med på å utvikle dette produktet”

¹⁹⁴ ”Uten tvil, på bakgrunn av generell dyktig kunnskap, ønske om å lære, forstå, drive selskapet videre og å oppnå noe”

6.8 Kommentarer og oppsummering av hypotesene

I kapitlene 6.4- 6.7 diskuterte vi hvorvidt våre teoretiske hypoteser stemmer overens med det datamateriale vi har samlet inn. Tabellen nedenfor oppsummerer hva vi kom fram til ved hver hypotese.

Nummer	Hypotese	Utfall
1	En godt utarbeidet forretningsplan er det viktigste for å få venturekapital	Forkast
2	Lønnsomhet skiller seg ut som vanskeligere enn andre punkter å presentere i forretningsplanen.	Behold
3	Gründere vil gjennomgående verdsette sine selskaper markant mer enn hva ventureselskapene legger til grunn i forhandlinger.	Forkast
4	Det er knyttet konflikter til valg av finansieringsinstrument mellom gründer og venureselskapet.	Forkast
5	Gründere med flere finansieringsalternativer forhandler frem bedre avtaler med ventureselskapene.	Behold
6	Gründere flest vil ønske å få mer penger investert.	Forkast
7	Forventningene til den intelligente kapitalen er i samsvar med erfaringene gründerne har gjort seg med ventureselskapene i og gjennom venturekapitalprosessen.	Behold
8	Gründere som fikk investeringer fra ventureselskaper med bransjekunnskap har lyktes i større grad.	Behold

Tabell 3 Oversikt over hypotesene med utfall

6.8.1 Oppsummering av hovedfunn

Gjennom vår analyse har vi fått både avkreftet og bekreftet hypoteser som bunnet ut fra vårt teorigrunnlag. Vi forkastet fire av åtte hypoteser, kommet med to nye og funnet interessante og oppsiktsvekkende funn.

Gründerne vi snakket med hadde forskjellige erfaringer med venturekapital, både i erfaring og opplevelse av prosessen. Dette er spennende og vi vil her kommentere interessante slutninger vi kan trekke fra dette gjennom og utover de hypotesene vi har sett på.

Bevist valget av venturekapital

De fleste gründerne var beviste sitt valg da de søkte venturekapital. Alle viste at ventureselskap var aktive eiere (eller i hvert fall solgte seg inn på det), samtidig som pengene

var den klart viktigste ressursen for flestparten av dem. Noen av gründerne vi snakket med hadde en erfaring som gjorde at de anbefalte å ha med ventureselskapene rett før man gikk på børs og var klar for å levere resultater¹⁹⁵, mens andre poengterte at det ville være et dumt valg å velge ventureselskap hvis du ikke verdsetter humankapitalen¹⁹⁶, da venturekapital ellers er veldig dyr kapital¹⁹⁷. Bekreftelsen av hypotese 7 viser at forventningene til den intelligente kapitalen er i samsvar med erfaringene gründerne har gjort seg.

Bruk av megler for å fokusere på kjernevirksomheten

Videre så vi at gründerne gjerne kom i kontakt med ventureselskapene gjennom kjente eller ved hjelp av megler. Det var veldig få av dem vi snakket med som hadde levert inn en direkte søknad til ventureselskapene. Det som best betegner denne prosessen er at det tar mye tid, mer enn man forventer. Samtidig anbefalte noen av gründerne å gå litt forsiktig, frem for å vite hva det dreier seg om i forkant¹⁹⁸, slik at man er godt forberedt til forhandlingene. Noen tips vi fikk med oss var å bruke megler i lønnsomhetskalkylene og verdsettelsen¹⁹⁹. Det var flere som mente de gjennom verdsettelsen og hjelpen av megler lett tjente opp igjen kostnaden med å bruke dem²⁰⁰. En megler satt gründerne i kontakt med de rette folkene, de ble tatt seriøst, og megleren snakket samme språket som ventureselskapene, noe som gjorde at det var lettere å selge seg inn²⁰¹. På bakgrunn av vår analyse utledet vi en ny hypotese på at ”Gründere som bruker megler oppnår en mer korrekt pris enn gründere som ikke gjør det.”

Liten fokus på forretningsplanen, lite penger?

Vi fant ut at forretningsplanen ikke var det klart viktigste elementet for å få venturekapital, noe som gjorde at vi forkastet hypotese 1. Likevel så vi en tendens til at de som arbeidet mye med forretningsplanen generelt var mer fornøyd med den endelige prisingen av selskapet enn dem som ikke vektla arbeidet med denne i forkant av forhandlingene. Vi beholdt også

¹⁹⁵ ”Ventureselskap skal du ta med når du nesten er klar for børs. Hvor markedet er i gang, butikken har vist at du har et produkt som selger og teknologi som holder. Da kan ventureselskap gjøre så mye mer, da er tidspunktet for å ekspandere bedriften mye bedre.”

¹⁹⁶ ”Hvis ikke du ser på ventureselskap som bidragter så bør du for all del unngå å samarbeide med et ventureselskap.. Dette er folk som du skal leve sammen med, og hvis ikke de kan bidra med noe menneskelig, så lenge det er cash som betyr noe, men da er det bare å glemme.”

¹⁹⁷ ”Ventureselskap skal nemlig ha en avkastning som er ganske høy. De har store forventninger til fremdrift, de mål som er satt. Hvis ikke de nåes, så har de liten forståelse for at verdsettelsen av selskapet skal bli det den var.”

¹⁹⁸ ”Bli litt klar over hva dette dreier seg om i forkant. Prøv litt forsiktig før man drar til. Ventureselskap vil at man skal komme å være ung og ukysset så kan de håndtere det slik de vil.”

¹⁹⁹ ”Det kan være en fordel å bruke megler som kan ta seg av finansieringsbiten og avlaste oss, slik at vi kan konsentrere oss om å bygge selskapet, skaffe kunder og vinne marked. Samtidig opplevde vi at vi fikk mer penger for en viss andel enn vi ville fått selv. Selv om det kostet flekk (bruk av megler)”

²⁰⁰ ”Vi har fått igjen prisen for å bruke megler gjennom den prisen de fikk verdsatt selskapet vårt på.”

²⁰¹ ”Det at vi brukte megler kostet skorta, men det er bra å ha en mellommann som man stoler på. Ventureselskapene oppfører seg litt pent når du har en megler med deg”

hypotese 2 der vi antok at lønnsomhet skilte seg ut som det vanskeligste å presentere i en forretningsplan. Hvorvidt det er en sammenheng mellom arbeid med det analytiske gjennom lønnsomheten og verdsettelsen og den prisen de får kunne vært interessant å sett mer på.

Det vi kan se tydeligere er at de gründerne som ikke bruker en verdsettelsesmodell (de fleste som brukte det brukte gjorde en DCF- analyse/forholdstall), ikke fikk samme verdi som ventureselskapene. Noen var veldig fornøyde, andre det motsatte. Det som dette kan indikere er at gründerne uten eksterne ekspertise (meglere etc) ofte har problemer med å gi en korrekt verdsettelse av selskapene i motsetning til ventureselskapene. Dette gjorde at vi forkastet hypotese 3, da vi heller antyder at gründerne priser seg feil, og ikke bare for høyt.

Pengene eller livet!

Når det gjelder finansieringsdelen, ser vi en tendens til at det var rettet emisjon som var mest brukt blant gründerne. Det viste seg derimot ikke til å skape konflikter, noe som førte til at vi forkastet hypotese 4. De fleste gründerne trengte derimot kapital og hadde et svakt forhandlingskort, der ventureselskapene styrte de fleste forutsetningene. For en av gründerne var det enten snakk om å få inn ny kapital eller å gå konkurs. Med et slikt forhandlingskort stiller man ikke sterkt, noe en annen gründer hadde lært: *”Det var ikke slik at vi måtte ha penger med en gang, derfor var vi kanskje tøffere i forhandlingene. Det kan ikke være slik at når du går inn i forhandlingene uten at du er klar til å gå ut av dem igjen”*. Den sistnevnte gründeren hadde opplevd hele prosessen med ventureselskap som en fin periode, mens førstnevnte skulle ønsket de hadde slått selskapet konkurs og startet på nytt uten ventureselskap. Basert på vår analyse valgte vi å beholde hypotese 5 om at gründerne med finansieringsalternativer forhandler seg frem til bedre avtaler. Tendensen var at disse gründerne hadde en generell positiv opplevelse av avtalen med ventureselskapene, her vi så på tre indikasjoner som underbygde dette.

God relasjon og like målsettinger

Ventureselskapet skal, som en gründer poengterte, være en nær samarbeidspartner med selskapet de neste 5-7 årene²⁰², og av den grunn ønsker ikke ventureselskapet å skvise gründeren²⁰³. Det som er viktig både for ventureselskapet og gründeren er at man har en god

²⁰² ”Det blir som et lite ekteskap, det må fungere på et eller annet vis.”

²⁰³ ”Investorenes oppgave er å maksimere innsatsen sin, og vår oppgave er å beholde så mye som vi kan. Samtidig er ikke et ventureselskap opptatt av å trykke gründerne uten videre, det blir veldig tåpelig av de, og de som gjør det som ventureselskap overlever sikkert ikke så lenge likevel”

kjemi²⁰⁴ og samme mål og tanker med investeringen og gründerselskapet, både kortsiktig og langsiktig²⁰⁵. Bransjekunnskapen skulle også vise seg å være viktig, både komplimenterende og industriell kompetanse førte til at vi beholdt hypotese 8 om at gründere som fikk investering fra ventureselskap med bransjekunnskap har større mulighet for å lykkes.

Skaff kapital når du kan - USA er forbildet

Et av hovedbudskapene som kom fram var et ønske etter mer penger til industrialiseringen. Her ble det ofte referert til USA, der de ”kaster penger etter deg”. Et ønske fra gründere var å satse skikkelig når de først satser, gjøres ikke dette blir det vanskelig når de er i internasjonal konkurranse som får mye mer midler i prosessen²⁰⁶. Utfordringen her er at sjansen da for at gründeren får en veldig liten eierandel og dermed små intensiver. Dette førte også til at vi forkastet hypotese 6.

Samtidig kan det være fordel å tiltrekke seg den kapitalen og kunnskapen det trengs til å lykkes: *”Vi har ikke vært redd for å gi noe, og å knytte opp spesialister mot selskapet, slik at vi kan sitte igjen med en mindre del av noe som er blitt stort, enn en stor del av noe som er bitte lite.”* En oppfordres som gründer til å skaffe mye kapital når en først har sjansen, men klarer en ikke målene blir en konfrontert med dem i etterkant.

Råd og vink fra en gründer til en annen

Her kommer man inn på konsekvensene av å ha en aktiv eier inne fra ventureselskapenes side. *”Det holder ikke lengre å holde tanta med godsnakk når det ikke går bra, man får et kultursjokk hvis man ikke er helt klar over hva et aktivt eierskap innebærer”*. Nettopp disse høye forventning til raske resultater²⁰⁷ er noe av det som gründere trekker frem som negative konsekvenser av venturekapital. Her vil vi trekke frem en anbefaling som kom fra en erfaren gründer vi snakket med: *”Skaff penger gjennom privatpersoner, prøv å kom i organisk vekst så raskt som mulig, ta en mye mindre del av markedet enn det du har planer om, vis at produktet holder.”* Deretter bør man oppsøke venturekapital, for en av de største feilene gründere gjør er at teknologien ikke holder²⁰⁸ og tiden går altfor fort i forhold til planlagt og

²⁰⁴ ”Det å finne noen man føler seg konvertabel med er utrolig viktig, for disse skal man leve med å jobbe med nesten hver eneste uke. Det blir som et lite ekteskap, det må fungere på et eller annet vis.”

²⁰⁵ ”Ha eiere som også har de samme ambisjonene med selskapet. Ha et litt homogen eiersjikt, når disse tre greier å samarbeide så går jo disse kapitalutvidelsene og prosessen mellom styre og administrasjon mye lettere. Hele klimaet er jo preget av om det er suksess eller ikke.”

²⁰⁶ Spesielt i industrialiseringsprosessen.

²⁰⁷ ”Når de setter inn pengene krever de salget med en gang, og det skjer jo ikke.”

²⁰⁸ ”Den største feilen gründere gjør er at ikke teknologien holder.”

forventet. Industrialiseringen og kommersialiseringen tar ofte lengre tid enn man forventer og krever også mer ressurser enn hva ventureselskapene investerer inn i første omgang. Nettopp en kultur for industrialisering var et savn blant noen av gründerne²⁰⁹, en industrialisering som også er forventet blant ventureselskapene for å få salg. Det var antagelig fra en slik erfaring rådet fra en av gründerne vi var i kontakt med kom, nemlig å ta ventureselskapene med først når du er klar for børs²¹⁰.

²⁰⁹ "Hovedmelding: Den store utfordringen vi har i Norge er å bygge opp en kultur og et system for industrialisering. Det er den største feilen i Norge."

²¹⁰ "Ventureselskap skal du ta med når du nesten er klar for børs. Hvor markedet er i gang, butikken har vist at du har et produkt som selger og teknologi som holder. Da kan ventureselskap gjøre så mye mer, da er tidspunktet for å ekspandere bedriften mye bedre"

7. Avslutning

I dette kapitlet vil vi gi et svar på problemstillingen på bakgrunn av våre funn fra analysen. Videre vil vi rette et kritisk blikk på oppgaven før vi avslutningsvis fremmer forslag til videre forskning.

7.1 Konklusjon

Formålet med oppgaven var å finne ut hvordan gründere i Norge har opplevd prosessen med ventureselskapene. På bakgrunn av våre diskusjoner og analyser føler vi oss nå kapable til å gi et svar på dette. Problemstillingen for denne oppgaven er:

Gründere med venturekapital

Hvordan opplever norske gründere prosessen frem mot og gjennom venturekapital?

Gjennom analysen og gjennom vurderingene av hver enkelt hypotese, har vi fått et godt overblikk over hvordan gründerne opplever prosessen med venturekapital – hele veien fra presentasjonsforberedelser til og med det aktive eierskap i deres selskap.

Alle gründerne vi var i kontakt med kjente til at ventureselskaper var aktive eiere. Den kostnaden det var å ha ventureselskaper inne, i form av mistet eierandeler og kontroll, var prisen man måtte betale for få intelligent kapital. Vi så en tendens til at ventureselskapene som også var industrielle eiere, bidro sterkere med kontakter og industriell kompetanse. Gründeres forventninger til det aktive eierskap var som forventet, her det var en tendens til at de som hadde eiere med bransjekunnskap førte til bedre resultater enn dem uten. Vi presenterte en hypotese som forslag til videre forskning lydende: Gründere som får investering både fra vanlige ventureselskap og industrielle ventureselskap, får en mer helhetlig tilførsel av intellektuell kapital, både gjennom teknologisk kunnskap og strategisk rådgivning.

I prosessen før de fikk venturekapital, opplevde gründerne lønnsomhetsberegningene som det mest utfordrende å predikere. Noen brukte lengre tid en andre i utarbeidelsen av

forretningsplanen, der det kunne se ut som om de som brukte mer tid på det analytiske, også gjorde det bedre i verdsettelsen og var generelt sett mer fornøyd med det endelige resultat. Det som derimot viste seg ganske tydelig, var at når gründere først satt ved forhandlingsbordet, så var ikke selve forretningsplanen det viktigste. Det viktigste var om ventureselskapene hadde tro på folkene bak forretningsplanen, og derfor var ikke dette dokumentet av like stor betydning som man kunne tro.

Selv om vi har et alt for lite utvalg til å kunne slå noe fast, er det helt klart en trend om at man skaffer seg bedre vilkår gjennom å ha alternativer til finansiering. Gründerne i vårt utvalg oppnådde en bedre verdsettelse, bedre markedsposisjon og bedre finansieringsavtaler enn de uten alternative finansieringskilder. Det virket videre som om gründere var godt forberedt til forhandlingene, også i kjennskap til finansieringsinstrument. Det ble heller ikke noen store konflikter ved forhandlingene tilknyttet finansieringsinstrumenter, noe vi på forhånd hadde antatt.

Som tips til gründere, vil vi anbefale å bruke meglere i prosessen med utarbeidelsen av forretningsplanen og påfølgende kontakt i forhandlinger med ventureselskapene. Vi fant en tendens til at gründere ikke var så sterke på det analytiske, og de gründere som brukte meglere i denne prosessen opplevde å få en veldig god pris på selskapet, en pris som de selv mente dekket kostnaden på meglerhonoraret. Vi vil også anbefale gründere å vente litt med å ta kontakt med ventureselskap, til de har kommet i gang med produksjonen og har et produkt å industrialisere.

På bakgrunn av denne analysen føler vi at vi har fått tegnet et godt bilde av gründernes opplevelse av prosessen i mot og gjennom venturekapital. Et bilde som kan være interessant å sette seg inn i, både for kommende gründere, men og for ventureselskapene som samarbeider med disse.

7.2 Vurdering av oppgaven

Selv om vi er godt fornøyd med arbeidsprosessen og det arbeid som er gjort, har vi underveis tatt lærdom av ulike elementer som vi ikke tok høyde for i forkant. I oppgavetyper som den vår representerer, vil det være implikasjoner knyttet til datainnsamlingen. Vi ønsket å ta med oss andre studenters erfaringer i vårt arbeid, og fokuserte på denne måten på de "feil" andre hadde gjort tidligere.

For å øke validiteten på de analysene vi har gjennomført, ville et større datamateriale være å foretrekke. Vi intervjuet tolv ulike gründere, og på bakgrunn av disse kan vi ikke trekke klare slutninger ved de funn vi har gjort. Ved å intervju flere ville vi også ha fått frem enda flere sider av gründeres opplevelser av venturekapital.

Gründere er aktive mennesker og har derfor vanskeligheter til å sette av mye tid til dybdeintervjuer som vi ønsket gjennomføre. På bakgrunn av dette fokuserte vi på å holde tidsbruken på hvert enkelt intervju nede, noe som igjen førte til at vi kan ha mistet vesentlig tilleggsinformasjon. Vi er likevel godt fornøyd med de resultatene vi oppnådde gjennom intervjuene.

Våre dybdeintervjuer ble utført per telefon. Vi tror at personlige møter med gründerne ville gitt enda større innsikt i hver enkelts erfaringer og synspunkt på de emnene vi har tatt opp, slik at datagrunnlaget for vår analyse hadde vært enda bredere. Siden vårt utvalg holder til rundt omkring i hele Norge, ville dette derfor uansett ikke latt seg gjennomføre.

7.3 Forslag til videre forskning

Samtidig som vi har arbeidet med vår problemstilling, har vi observert enkelte områder som kan gi grunnlag for videre forskning.

Møteplasser

Det kunne være av interesse å se nærmere på om eksisterende møteplasser for gründere og investorer dekker behovet for å knytte de gode prosjektene sammen med kapitalen, eller om det fortsatt er et "equity gap" og gap mellom de gode ideene og kapital, her ventureselskapene har kapital, men ingen gode steder å investere dem.

Bruk av meglere

Et annet forslag til videre forskning er å se på hvorvidt gründerselskaper som bruker meglere til å forhandle seg frem til venturekapital er lønnsomt, der gründerne da kan fokusere på kjernevirksomheten i sin bedrift. Her antar vi, på bakgrunn av enkelte funn hos våre respondenter, at gründere som bruker meglere faktisk får høyere og mer korrekt pris for selskapet enn de som ikke gjør dette, noe som igjen kan gjøre bruken av meglere lønnsom.

Ventureselskaper med spesifikk bransjekunnskap

De aller fleste ventureselskapene selger seg inn med sine kunnskaper omkring ulike prosesser som gründere ikke har kjennskap til, og toner i enkelte tilfeller ned det faktum at de ikke har kjernekompetanse på virksomhetsområdene til gründerselskapene. Det ville derfor vært interessant å forske på hvorvidt ventureselskapene er mer involvert i de gründerselskapene i sin portefølje hvor de har spesifikk bransjekunnskap, fremfor de gründerselskaper i porteføljen som opererer i en bransje de ikke har spesiell kompetanse i.

Flere ulike eiere gir mer helhetlig tilførsel av intelligent kapital

Videre har vi funnet en tendens til at en kombinasjon med en industriell eier sammen med et ventureselskap gir både spesialistkompetanse og komplementær kompetanse, hvilket igjen gir større verdi til gründerne. På bakgrunn av dette kunne det vært spennende å se nærmere på om gründere som får investering både fra vanlige ventureselskaper og industrielle ventureselskaper får en mer helhetlig tilførsel av intellektuell kapital, enn de gründerne som kun bruker ventureselskaper som deleiere.

KILDER:

LITTERATUR:

Advani, A. (2006); *Investors in Your Backyard: How to Raise Business Capital from the People You Know*, Nolo

Baygan, G. (2003); *Venture Capital Policy Review: Norway*, OECD Science, Technology and Industry, Working Papers, 2003/17, OECD Publishing

Blatt, R., og Riding, A. (1996); "Where angels fear to tread": Some lessons from Canada; opportunities investment network experience. In R.T. Harrison & C. M. Mason (Eds.), *Informal venture capital: Evaluating the impact of business introduction service*. Hemel Hempstead: Prentice Hall

Blitz, A., Siesfeld, T. og Bierbusse, P. (1997) *Measures that matter*, Boston, Ernst & Young LLP

Brealey, Richard A. og Myers, Steward C. (2003) *Principles of Corporate Finance, 7th edition*, McGraw Hill.

Burch, J.G. (1986) *A list of in-born traits that make an entrepreneur*, Business Horizons

Bygrave, T. og Rosenstein, B. (1993); *The CEO, venture capitalist and the board*, Journal of Business Venturing

Copeland, T.E., Koller, T., Wessels, D. Og Goedhart, M. (2005); *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Hoboken, N.J. : Wiley

Ehrlich, S.B., De Noble, A.F., Moore, T., og Weaver, R.R. (1994); *After the cash arrives: A comparative study of venture capital and private investor involvement in entrepreneurial firms*, Journal of Business Venturing.

Stein og Bygrave (1990)

Eisenhardt, K.M. (1989); *Risk avoidance strategies in venture capital markets*, Journal of management studies, 32 (4)

Foss, N. J. (1997); *Resources, firms, and strategies : a reader in the resource-based perspective*, Oxford University Press

Franklin, Lawrence D. (2004) *Venture Capital in Asia: Practical Investing*. Working paper at Hong Kong University of Science and Technology, 2004

- Freear, J., og Wetzel, W.E. (1989); *Equity capital for entrepreneurs*.
Paper presented at the Frontiers of Entrepreneurship Research, Babson College
- Fried, Bruton og Hirsh (1998); *Venture Capital and the board of directors*,
Journal of Business Venturing, vol. 13.
- Gorman, M. og Sahlman, W.A. (1989) *What do venture capitalists do?*
Journal of Business Venturing, vol. 4
- Halvorsen, Knut (2003); *Å forske på samfunnet – en innføring i samfunnsvitenskapelig metode*,
Cappelen Akademisk Forlag
- Haug (1999); *Venturekapital – markedet, prising og resultater*,
Siviløkonomutredning, NHH
- Hellevik, Ottar (2002); *Forskningsmetode i sosiologi og statsvitenskap*,
Universitetsforlaget
- Herstad, B og Nilsen, H.M. (2003); *Norsk venturekapital: har ventureselskap og gründerselskap samme oppfatning av venturekapital?*,
Siviløkonomutredning, Høyskolen i Bodø
- Jick, T.D. (1979); *Mixing qualitative and quantitative methods: Triangulation in action*,
Administrative Science Quarterly, 24(4)
- Johnsen, T. og Gjørum, P.I. (95/96); *Venturekapital, institusjonelle investorer og FoU i SMB*,
SNF rapport
- Kaplan, Steven N. og Strömberg, Per (2002); *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An empirical Analysis of Venture Capital Contracts*,
Review of Economics Studies.
- Karakaya, F. og Kobu, B. (1994); *New Product Development Process: An investigation of success and failure in high-technology and non-high-technology firms*.
Journal of Business Venturing, vol. 9
- Knapstad, T. og Isaksen, C.E (1994) *Det norske venturekapitalmarkedet : med en analyse av konsolideringsfasen i perioden 1986-1989*,
Norges Handelshøyskole
- Kubr, Thomas; Ilar, Daniel; Marchesi, Heinz; Brun, Anders (2002); *Fra idé til ny virksomhet: En håndbok for nye vekstselskaper*,
McKinsey & Co.
- Kvale, Steinar (1997); *Det kvalitative forskningsintervju*,
AD Notam Gyldendal
- MacMillian, I.C., Kulow , D.M.og Khoylian, R. (1988); *Venture capitalist`s involvement in their investments: Extent and performance*,

Journal of Business Venturing, 4.

Landstrøm (1990); *Cooperation between venture capital companies and small firms*,
Entrepreneurship and Regional Development, vol. 2

Lanström, H., og Olofsson, C. (1996); *Informal venture capital in Sweden*. In R.T. Harrison
& C.M. Madson (Eds.), *Informal venture capital: Evaluating the impact of business
introduction service*,
Hemel Hempstead: Prentice Hall

Mason, C.M. og Harrison, R.T. (1992); *The roles of investors in entrepreneurial companies:
A comparison of informal investors and venture capitalists*,
Paper presented at the Frontiers of Entrepreneurship Research, Babson College.

Mason, C.M. og Harrison, R.T. (1995); *Closing the regional equity capital gap: The role of
informal venture capital*,
Small business economics, 7

Mason, C.M. og Harrison, R.T. (1999); *Informal venture capital and the financing of
emergent growth businesses*,
Paper presented at the Babson College.

Mason, C.M. og Harrison, R.T. (2000); *Informal venture capital and the financing of
emerging growth business*. In D. Sexton & H. Landstrøm (Eds.) *Handbook of
Entrepreneurship*.
Oxford: Blackwell Publisher

Matson, E., Tomasgard, A., og Vik, L.H. (2001); *Verdsetting av høyteknologibedrifter*,
Magma

McCahery, Joseph og Rennebog, Luc (2003); *Venture Capital Contracting and the Valuation
of High Technology Firms*,
Oxford University Press

MacMillan (1988); *Venture capitalist's involvement in their investments: extent and
performance*,
Journal of Business Venturing, vol. 4

McMillan, I.C., Zemann, L. og Subbanarasimha, P.N. (1987); *Criteria Distinguishing
Successful from Unsuccessful Ventures in the Venture Screening Process*,
Journal of Business Venturing, vol. 2,

Moore, G.A. (2002); *Crossing the chasm: Marketing and selling high-tech products to
mainstream customers*,
New York: HarperCollins

Reilly, Frank K. og Brown, Keith C. (2004); *Investment Analysis & Portfolio Management
7th edition*,
Thompson – South-Western

- Reitan, B., Sørheim, R., Fossen, S., Myhrvold, T. og Waagø, S. (1998); *Norske Private Investorer: Den første norske undersøkelse av investeringer i ikke-børsnoterte selskaper*, Norges teknisk-naturvitenskaplige universitet, Trondheim
- Riding, A.L., og Short, D.M. (1987); *Some investor and entrepreneur perspectives on the informal market for risk capital*, Journal of Small Business & Entrepreneurship, 5 (2).
- Rise, A.M. og Sunde, S.B. (2000); *Venturekapital: Intelligent kapital til bedrifter i sterk vekst*, Norges Handelshøyskole
- Rosenstein, J., Bruno, A.V., Bygrave, W.d., og Taylor, N.T. (1990); *How much do CEOs value the advice of venture capitalist on their boards?* Paper presented at the Frontiers of Entrepreneurship Research, Babson College.
- Sapienza, Maningart og Vermeir, (1996); *Venture capitalist governance and value added in four countries*, Journal of Business Venturing, 11
- Selnes, Fred (1999); *Markedsundersøkelser*, Tano Aschehoug
- Sullivan, M.K. (1991); *Entrepreneur as informal investors: Are there distinguishing characteristics?*, Paper presented at the Frontiers of Entrepreneurship Research, Babson College
- Sætre, A. S. (2001); *Intrapreneurship: An Exploratory study of Select Norway Industries*, Norwegian University of Science and Technology, Trondheim
- Sætre, A.S. (2001); *The Demand Side of the Informal Venture Capital Market: Four Norwegian Case* Norwegian University of Science and Technology, Trondheim
- Sørum, C. (2005); *Finansieringsinstrumenter i Venture Capital*, Siviløkonomutredning, Norges Handelshøyskole
- Thompson, Wendy; Stanley T og McCarragher, Charles (2003); *Venture Capital Deal Structures, Terms and Recent Trends – Deal Structuring in a Turbulent Environment*, Canadian Venture Capital Association
- Van Osnabrugge, M., og Robinson, R.J. (2000); *Angel Investing: Matching start-up funds with start-up companies*. San Francisco, CA: Jossey-Bass Inc.
- Vinturella, J.B. og Erickson, S.M. (2004); *Raising entrepreneurial capital*, Amsterdam: Elsevier Butterworth-Heinemann
- Virtanen (1996); *Entrepreneurial Finance and Venture Capital Advantage*, Helsinki School of Economics and Business Administration

Weiss, R.S. (1968); *Issues in holostic research. In H.S. Becker & B. Geer & D. Riesman (Eds.),*
Institution and the Person. Chicago, IL: Aldine

Worsøe, A.H (2006); *En generell introduksjon til Venture Capital og Private Equity: "Forretningsmodellen, investeringsalternativene og aktørene"*,
Økonomi og finans, nr. 2/2006

Ørjasæter, N.O (2005); *Intraprenørskapsprosjekter – organisering og finansiering*,
Magma

Yin, R.K. (1994) *Case study research: Design and methods ,second edition*,
Thousand Oaks, CA: Sage Publications

Zahra og Pearce, 1989; *Board of directors and corporate financial performance*,
Journal of Management, 15

ANDRE REFERANSER:

Sitat: Baty Gordon (partner i Cambridge, et Massachusetts-basert ventureselskap)

Sitat: Carl Reuterskiold (2000)

NETTSIDER:

<http://www.connectnorge.org/>
<http://www.entrepreneur.com>
<http://www.evca.no>
<http://www.ferdventure.no/>
<http://www.forinnova.no/>
<http://www.invanor.no/default.aspx>
<http://www.ncva.no>
<http://www.nyskaping.no/>
<http://www.orapp.no/>
<http://ssb.no/>
<http://www.steverrobbins.com/venturecoach>
<http://www.svca.se/home/>
<http://www.venturecapitaljournal.net/>
http://en.wikipedia.org/wiki/Main_Page

INTERVJUER:

Telefonintervju med Erik Berger, Capman (2006)

Intervju med Nils Vogt, Sarsia (2006)

Industrifinans SMB II As, nov (1996)

APPENDIKS 1 INTERVJUGUIDE

Introduksjon:

- *Når ble selskapet etablert?*
- *Hvilken bransje?*
- *Hvor mange ansatte?*
- *Hvor stor omsetning har dere?*

Forberedelser:

- *Hvordan gikk dere frem for å komme i kontakt med et ventureselskap?*

Forretningsplan:

- *Laget dere en forretningsplan, og i tilfelle hvor lang tid og hvor mye vekt la dere på å utarbeide denne?*
- *Hva var vanskeligst i forretningsplanen?*
 - *Kundensytte*
 - *Marked*
 - *Lønnsomhet*

Verdsettelse:

- *Hvem priset selskapet ditt, og er du enig i verdifastsettelsen?*
 - *Hvis nei, hvorfor er du ikke enig?*
 - *Hvilken prisingsmodell ble benyttet?*

Finansiering:

- *Hvordan skaffet dere penger før venture capital?*
- *Hadde dere alternative finansieringsmuligheter til venture capital når det skulle tilføres kapital?*
- *Hadde dere noen kjennskap til de ulike måtene ventureselskapet kunne finansiere dere på (finansinstrumenter)?*
 - *På bakgrunn av forrige spørsmål, var det noen type finansiering dere ønsket fremfor andre? Begrunn dette? Lån vs kjøp av aksjer?*
 - *Var dere bevisste på å beholde innflytelsen i selskapet (aksjeandel)?*
- *Hvilke investeringsinstrumenter ble diskutert, og hvilke ble valgt?*
- *Hvor mye kapital har selskapet fått så langt?*
 - *Er det spesifisert ytterligere investeringer i avtalen dersom ulike milepæler nåes?*
- *Burde det ha vært investert mer i foretaket deres?*
 - *I tilfelle ja, burde det vært mer fra samme investor eller andre investorer?*

Humankapital:

- *Var dere klar over at ventureselskaper er aktive eiere?*
- *Hadde selskapet dere var i kontakt med erfaring/kompetanse innen din bransje?*
- *Dersom du fikk velge mellom alle ventureselskaper som investor, ville du valgt dette selskapet?*
 - *Evt hvorfor/hvorfor ikke?*
- *Ble det under forhandlingene diskutert om venture- selskapet kunne gi bidrag av menneskelig ressurser (Human Capital - erfaringer/kompetanse/nettverk)?*
 - *I tilfelle i hvilken grad?*
- *Hva mener du ventureselskapet har tilbrakt din bedrift gjennom*
 - *Kredibilitet*
 - *Kontakter*
 - *Kompetanse*
 - *Strategisk rådgivning*
 - *Annet*
- *Kunne foretaket hatt en bedre markedsposisjon med en alternativ investor (gitt samme investeringssum)?*
- *Har samarbeidet med selskapet båret de frukter dere så for dere / var forespeilet?*

Avsluttende spørsmål:

- *Hvorfor falt valget på nettopp dette ventureselskapet?*
- *Hva trodde dere var suksesskriterier mtp valg av ventureselskap?*
- *Kan dere kort oppsummere hvordan dere opplevde hele prosessen?*