



**Norges Handelshøyskole**

**Bergen, våren 2009**

**Finansielle kontrakter i norske såkornfond**

**– en empirisk analyse**

**Av:**

**Anders Børseth Jørstad & Espen Risholm**

**Veileder: Kjell G. Nyborg**

**Utredning i fordypnings-/spesialfagsområdet: Finansiell økonomi**

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

## **Sammendrag**

Vi har i vår oppgave sett på kontrakter i såkornfond og sammenlignet disse med kontrakter i Venturekapitalfond. Vi har sett på dette i lys av prinspal-agent teori, Miller og Modiglianis teori om kapitalstruktur og hold-up teori. Resultatene vi har funnet har vi vurdert opp mot resultater Kaplan og Strømberg (2003) fant for VC markedet i USA, og resultater Bienz og Walz (2005) fant for markedet i Tyskland. Vi har i oppgaven sett at det er mange av de samme problemene såkorn og VC står overfor, men grunnet at såkornfondenes porteføljebedrifter er svært unge og det er stor risiko knyttet til investeringer i disse selskapene, så løser de enkelte av disse problemene på forskjellig måte. Spesielt måten fondene finansierer selskapene på er svært forskjellig fra såkorn til VC. Måten såkorn velger å fokusere på det mulige oppsidepotensialet i en investering med opsjoner i stede for å sikre nedsiden skiller også såkorn fra VC.

## **Forord**

Denne oppgaven er skrevet som en del av en mastergrad i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole innenfor hovedprofilen finansiell økonomi. Ved å jobbe med denne oppgaven har vi fått innsikt i et lite men voksende marked av såkornkapital. Det er gjort lite forskning på dette området fra før av, og det har vært veldig spennende og lærerikt å jobbe med dette temaet.

Vi vil gjerne takke vår veileder Kjell G. Nyborg for gode råd og innspill under hele prosessen.

Vi vil også ytre en takk til alle de 7 såkornfondene som tok seg tid til å hjelpe oss med informasjon og datamaterialet til denne oppgaven. Vi vil også takke alle andre selskaper og personer som vi har vært i kontakt med underveis og velvillig har svart på spørsmål.

# Innholdsfortegnelse

<b>Sammendrag .....</b>	<b>1</b>
<b>Forord .....</b>	<b>2</b>
<b>Innholdsfortegnelse .....</b>	<b>3</b>
<b>Oversikt over figurer:.....</b>	<b>6</b>
<b>1. Introduksjon .....</b>	<b>8</b>
<b>1.1 Problemstilling.....</b>	<b>8</b>
<b>1.2 Struktur på oppgaven .....</b>	<b>8</b>
<b>2. Beskrivelse av markedet.....</b>	<b>10</b>
<b>2.1 Private Equity .....</b>	<b>10</b>
2.1.1 Undergrupper .....	10
2.1.2 Oppkjøpsfond.....	11
<b>2.2 Venturekapial .....</b>	<b>11</b>
2.2.1 Utfordringer.....	12
2.2.2 Venturekapital i Norge.....	13
<b>2.3 Såkornkapital .....</b>	<b>13</b>
2.3.1 Markedet.....	14
2.3.2 Såkornfond i Norge.....	14
2.3.3 Historie .....	15
2.3.4 Statlig støtte.....	16
<b>3. Teori .....</b>	<b>18</b>
<b>3.2 Prinsipal-agent modellen .....</b>	<b>19</b>
<b>3.3 Kontantstrømrettigheter.....</b>	<b>20</b>
3.3.1 Investeringen .....	20
3.3.1.1 Størrelse.....	20
3.3.2.2 Medinvestorer .....	21
3.3.2 Initiell utbetaling .....	22
3.3.2.1 Trinnvis.....	22
3.3.2.2 Sekvensiell .....	22
3.3.3 Finansieringsform .....	23
3.3.3.1 Ordinære aksjer.....	23
3.3.3.2 Preferanseaksjer .....	24
3.3.3.3 Konvertible aksjer .....	24

3.3.3.4 Konvertible lån .....	25
3.3.3.5 Kjøpsopsjoner .....	25
3.3.4 Ansatte .....	26
3.3.4.1 Opsjoner og vesting .....	26
3.3.4.2 Eierskap .....	26
<b>3.4 Kontrollrettigheter .....</b>	<b>27</b>
3.4.1 Kontrollrettighet mekanismer .....	27
3.4.1.1 Stemmerettigheter .....	27
3.4.1.2 Styreverretigheter .....	28
3.4.1.3 Avviklingsrettigheter .....	28
3.4.1.4 Kontraktsvilkår .....	29
3.4.1.6 Andre rettigheter .....	30
3.4.1.6.1 Utvanningsbeskyttelse .....	30
3.4.1.6.2 Ikke konkurrerende avtale .....	30
3.4.1.7 Exitrettigheter .....	30
<b>4. Data .....</b>	<b>32</b>
<b>4.1 Datakilder .....</b>	<b>32</b>
<b>4.2 Kritikk .....</b>	<b>33</b>
<b>4.3 Sammenligningsdata .....</b>	<b>34</b>
<b>4.4 Metode .....</b>	<b>35</b>
<b>5. Resultater .....</b>	<b>37</b>
<b>5.1 Kontantstrømrettigheter: .....</b>	<b>37</b>
5.1.1 Investeringen .....	37
5.1.1.1 Størrelse .....	37
5.1.1.2 Medinvestorer .....	37
5.1.2 Initiell utbetaling .....	38
5.1.2.1 Trinnvis finansiering .....	38
5.1.2.1 Sekvensiell finansiering .....	39
5.1.3 Finansieringsform .....	41
5.1.3.1 Ordinære aksjer .....	41
5.1.3.2 Konvertible preferanseaksjer .....	42
5.1.3.3 Konvertible lån .....	42
5.1.3.4 Kjøpsopsjoner .....	43
5.1.4 Ansatte/Gründer .....	44
5.1.4.1 Opsjoner og vesting .....	44
5.1.4.2 Eierskap .....	45
<b>5.2 Kontrollrettigheter .....</b>	<b>46</b>
5.2.1 Stemmerettigheter .....	46

5.2.2 Styrerettigheter.....	47
5.2.3 Avviklingsrettigheter.....	48
5.2.4 Kontraktsvilkår .....	49
5.2.6 Andre rettigheter.....	50
5.2.6.1 Utvanningsbeskyttelse .....	50
5.2.6.2 Ikke-konkurrerende avtale .....	51
5.2.7 Exitrettigheter .....	51
5.2.8 Andre såkornspesifikke rettigheter.....	53
5.2.8.1 Konflikthåndtering.....	53
5.2.8.2 Krav om gjeldsfrihet.....	53
<b>6. Konklusjon .....</b>	<b>54</b>
<b>7. Kilder.....</b>	<b>56</b>
<b>8. Appendiks.....</b>	<b>59</b>

## Oversikt over figurer:

<b>Figur 1: Typer Egenkapital</b> .....	10
<b>Figur 2: Typer PE</b> .....	11
<b>Figur 3: Kapitalflyt i VC sykkelen</b> (Metrick, 2007).....	12
<b>Figur 4: Kapital i PE i Norge</b> (NVCA activity survey, 2008).....	13
<b>Figur 5: Modell for såkornordningen</b> (Grünfeld et al., 2009).....	16
<b>Figur 6: Såkornfond i Norge.</b> (Grünfeld et al., 2009).....	17
<b>Figur 7: Strategien til et såkornfond</b> (samtaler med såkornfond, 2009).....	40
<b>Figur 8: Kontraktsvilkår</b> (samtaler med såkornfond, 2009).....	49

**”Over tre milliarder kroner står på spill i såkornfond, hvor staten har satset over 1,7 milliarder kroner. Så langt viser historien en serie konkurser og elendige resultater.”**

Dagens Næringsliv, 22.05.09



## **1. Introduksjon**

### **1.1 Problemstilling**

Nytenkning og gründere med gode ideer er meget viktig for både videreutvikling av gamle produkter og utvikling av nye produkter, skape arbeidsplasser og økonomisk vekst. Alle viktige revolusjonerende oppfinnelser er skapt av mennesker med en enorm kreativitet og innsatsvilje. Men innsats og dyktighet er ikke alltid nok. For å få et nytt produkt eller en ny idé ut på markedet trengs det penger, ofte mye penger. Banker er som regel veldig forsiktige med å låne ut penger til høyrisikoprojekter, som dette som regel er. I de senere år har det derfor blitt utviklet et system som skal hjelpe gründere med finansiering. Såkornfond startet opp av staten har utviklet seg fra Venturekapital (VC), og tar sikte på å investere i nyoppstartede selskaper, ofte ned på idèstadiet, mot at de får en aksjepost i selskapet og dermed en del av en eventuell oppside.

Såkornfond, spesielt i norsk sammenheng, er et ganske nytt og utforsket emne i finans. Mange spennende og viktige spørsmål trengs fortsatt å besvares. Vi ønsker i vår oppgave å utforske og belyse noen nye aspekter av disse ubesvarte spørsmålene, og på den måten prøve å bidra til økt forståelse for denne type investeringer. Vi har en tese om at det vil være forskjell på kontrakter i VC fond og såkornfond fordi risikoen er forskjellig grunnet at porteføljeselskapene befinner seg på ulike faser i livssyklusen.

Vi har her sett nærmere på de spesielle kontraktene som såkornfond inngår med sine porteføljeselskaper og sammenligner disse med teori og resultater funnet av Kaplan og Strømberg (2003) i deres undersøkelse av VC kontrakter i USA og Bienz og Walz (2005) i deres undersøkelse av VC kontrakter i Tyskland. Helt spesifikt ser vi på kontrakter i norske såkornfond, finner kjennetegn ved disse kontraktene og sammenligner både med teori om finansielle kontrakter og empiri fra VC. Vi ser også på såkornfond seg i mellom og prøver å forklare noen av forskjellene mellom dem.

### **1.2 Struktur på oppgaven**

I denne oppgaven vil vi starte med å definere Private Equity (PE) og Venturekapital (VC). Vi vil deretter dele opp VC og snakke mer om såkornfond, spesielt såkornfond i Norge. Videre vil vi i del tre se på relevant teori innen kontraktsskriving i VC, og trekke fram viktige tall og betingelser funnet av Kaplan og Strømberg (2003) og Bienz og Walz (2005) i deres arbeider med VC kontrakter i henholdsvis USA og Tyskland. Vi har her valgt å dele opp i kontantstrømrettigheter og kontrollrettigheter for å få en mer oversiktlig oppgave, og for å

gjøre det enklere å sammenligne med Kaplan og Strømberg som har et lignende oppsett. I del fire presenterer vi datamaterialet vårt. I del fem vil vi bruke data fra norske såkornfond og trekke fram viktige trekk ved kontrakter i Norge og sammenligne disse med teorien og tall fra andre land. Vi vil trekke frem forskjeller og likheter mellom såkornkontrakter og VC kontrakter og sammenligne kontrakter fond imellom. I del seks vil vi konkludere og komme med kommentarer til forskjellene og likhetene.

Til slutt i oppgaven kommer en referanseliste og et appendiks som inneholder en sammenligning mellom vilkår i VC kontrakter og såkornkontrakter samt tabeller der vi ser på frekvens av kontraktsspesifikke rettigheter og klausuler. Vi sammenligner her også våre resultater med resultater funnet av Kaplan og Strømberg (2003) og Bienz og Walz (2005). Vi har i appendikset også tabeller med eksempler på kontraktsvilkår i henholdsvis VC og såkorn.

## 2. Beskrivelse av markedet

Vi vil i dette avsnittet gi en beskrivelse av det norske markedet for såkornfond. Såkornkapital er en del av markedet som grovt omtales som Private Equity. Vi vil derfor først gi en kort beskrivelse av dette markedet før vi vil komme nærmere inn på detaljene rundt såkornfond.

### 2.1 Private Equity

Private Equity (PE) er en samlebetegnelse på fond og investeringsselskaper som investerer i privateide selskaper (Lerner, 2000). Med privateide selskaper menes her alle selskaper som ikke er notert på børs. En investering i PE kan foregå på to ulike måter; investering i et unotert selskap eller oppkjøp av et børsnotert selskap for så å ta det av børs. Bakgrunnen for PE er at banker og andre tradisjonelle investorer ikke har mulighet til å investere i enkelte typer selskaper. PE-fond fyller et marked for risikokapital som ikke fylles av banker eller andre investorer. De investerer i selskaper som blir sett på som for risikable av andre, men som tross risikoen har et enormt oppsidepotensial. Ved å kontrollere risikoen på en fornuftig måte klarer de å få avkastning på investeringene.

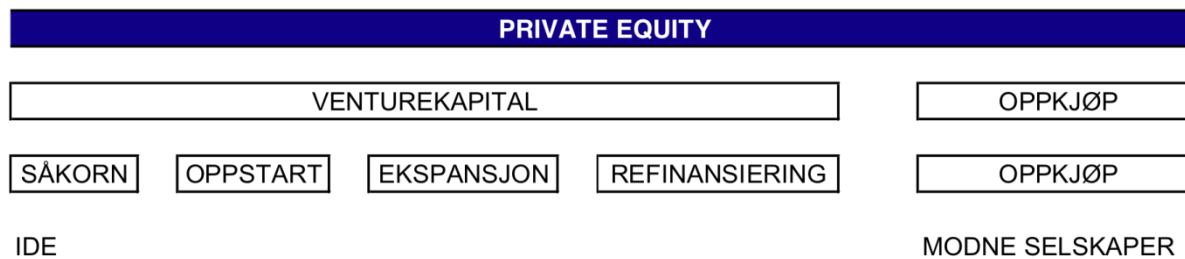


Figur 1: Typer Egenkapital

#### 2.1.1 Undergrupper

Man deler gjerne PE inn i to hovedgrupper; Venturekapitalfond (VC) og oppkjøpsfond. VC investerer i selskaper i oppstartsfasen, gjerne i selskaper med høy vekst, mens oppkjøpsfond investerer i mer modne selskaper. Felles for dem begge er at de henter inn kapital fra hovedsakelig institusjonelle investorer, investerer deretter i en rekke selskaper og har en relativt lang tidshorison. Et annet likhetstrekk er at selskapene det investeres i som regel preges av høy risiko.

Dette gjelder både modne selskaper i trøbbel og høyteknologiselskaper i oppstartsfasen. PE-fondet gjør investeringer i selskaper for så å gå aktivt inn i styre og drift av selskapene for å gjøre endringer og kontrollere driften. Etter en tid går de ut av investeringen med håp om positiv fortjeneste.



**Figur 2: Typer PE**

### 2.1.2 Oppkjøpsfond

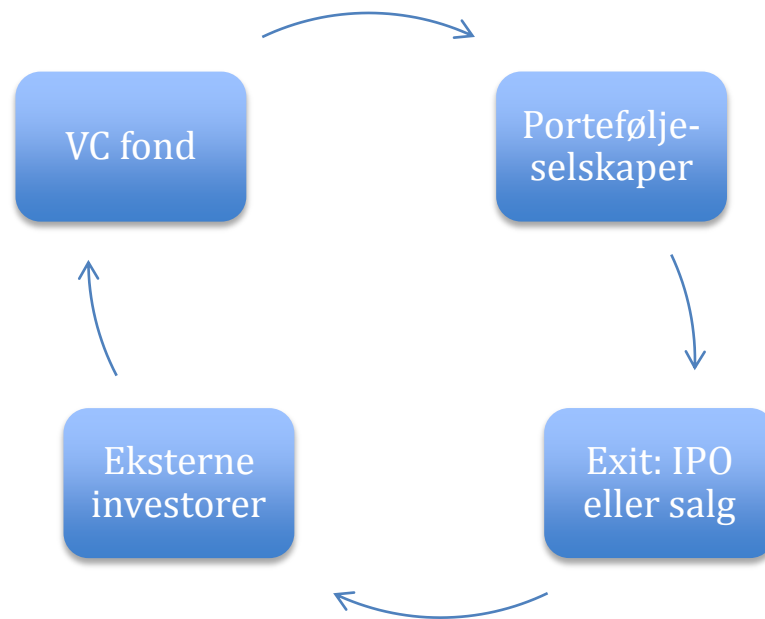
Oppkjøpsfond bruker som regel en høy gjeldsgrad i sine investeringer. De kjøper opp selskaper de mener er underpriset og som har et stort oppsidepotensial, og gjør deretter endringer, ofte drastiske strukturelle endringer, i selskapene før de selger seg ut noen år senere. Måten de selger seg ut på kan være børsnotering (IPO) eller salg til andre private aktører. Empiri viser at oppkjøpsfond har god avkastning, men at det er stor variasjon mellom de ulike fondsforvalterne (Ljungqvist og Richardson, 2003).

Oppkjøpsfond står for den største andelen av kapital innen PE internasjonalt (EVCA, 2007). Men fordi hver investering her er større, er det færre antall investeringer. I Norge er faktisk VC større enn oppkjøpsfond, også i kapital, men trenden de senere år viser at dette er i ferd med å snu (Menon Business Economics, 2007).

### 2.2 Venturekapial

VC fond er privateide profesjonelt styrte fond som henter kapital fra enkeltindivider og institusjoner for investeringer i bedrifter i oppstartsfasen som tilbyr høy mulig avkastning med høy risiko (Sahlman, 1990). I tillegg til kapital bidrar også VC fondene med ekspertise, både fra ansatte i sitt eget fond og med ekspertise utenifra. VC fondene deltar aktivt i porteføljebedriftens drift, og sitter ofte i styret. Fondet har også ofte kontraktsfestet viktige økonomiske rettigheter i tillegg til sine rettigheter som eier. VC fondene bruker mye tid og ressurser på å finne de rette prosjektene å satse på. Det er derfor viktig at bedriften driver innen en bransje de sitter med kompetanse, at selskapet har en dyktig gründer og at ledelsen i selskapet er samarbeidsvillig.

VC fond investerer i både såkornsfasen, tidlig utviklingsfasen, ekspansjonsfasen og utkjøpsfasen av en bedrifts liv, men med stor overvekt i tidlig utviklingsfase. De har som regel en tidsramme på fondets liv på mellom 5 til 12 år, der et gjennomsnitt på 10 år er det vanligste.



**Figur 3: Kapitalflyt i VC sykkelen** (Metrick, 2007)

### 2.2.1 utfordringer

VC fond står overfor tre fundamentale problemer med sine investeringer i porteføljeselskapene. De tre problemene er;

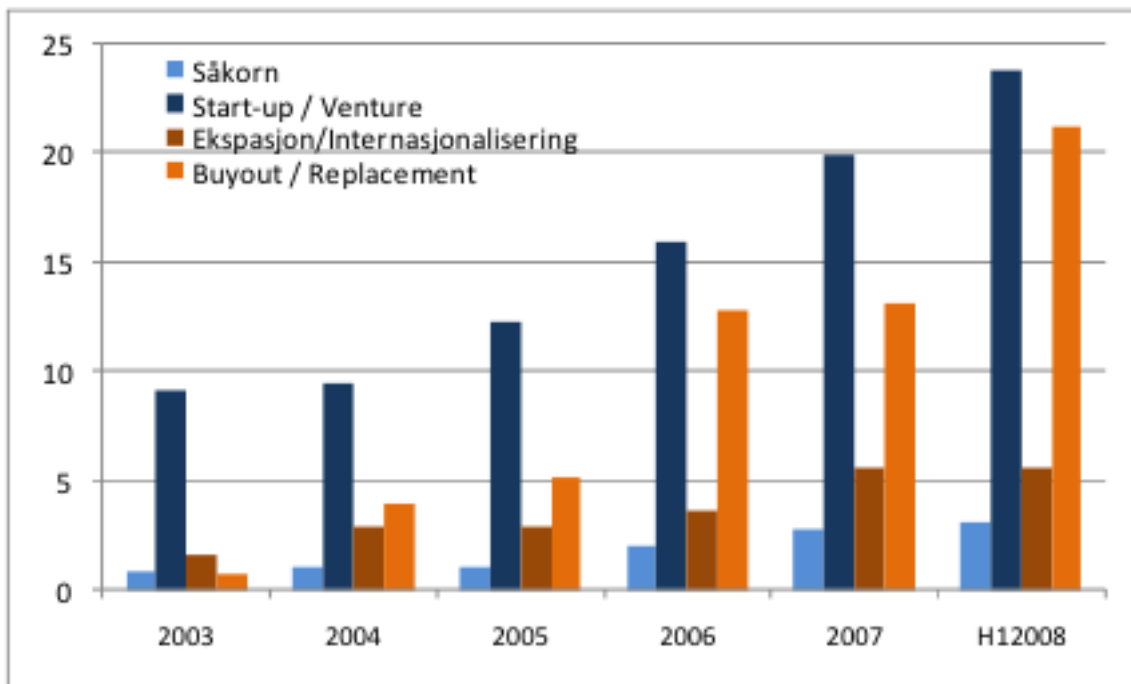
- utvelgelsesproblemet, hvordan velge de beste gründerbedriftene
- agentproblemet, hvordan minimere nåverdien av agentkostnadene
- kostnadene med å drive fondet, inklusive skattekostnader

Disse problemene minimeres gjennom å sette opp strenge finansielle kontrakter med sine porteføljeselskaper. Kontraktsdetaljene varierer fra fond til fond, men hovedprinsippene er ofte de samme. Disse består av at man porsjonerer ut kapitalen i faser etter hvor man er i utviklingen av selskapet samt at man reserverer seg retten til å hoppe av prosjektet, at man bruker kompensasjonssystemer som er i direkte sammenheng med verdiskapning, og at man

bevarer måter å presse ledelsen i bedriften til å fordele investeringsinntekter. VC fond kjøper som regel konvertible preferanseaksjer i de selskapene de investerer.

### 2.2.2 Venturekapital i Norge

I Norge er VC den største og mest utbredte formen for PE og hadde i 2008 en total kapital på ca MNOK 24 000 samlet på ca 50 fond (Menon Business Economics, 2008).



Figur 4: Kapital i PE i Norge (NVCA activity survey, 2008)

De fleste VC fond er oppført som ansvarlige selskaper. I mange land, for eksempel UK, blir fondet da ikke utsatt for selskapsbeskatning, men hver individuelle partner blir skattlagt etter inntekt. I Norge er likevel de fleste av fondene oppført som aksjeselskaper.

### 2.3 Såkornkapital

Såkornkapital er et begrep brukt om investeringer i innovative bedrifter på et tidlig stadium. Det er ulike definisjoner brukt om såkornkapital. En av de mest populære definisjonene er ”risikokapital og kompetanse tilgjengelig for et foretak i tiden før det blir attraktivt for vanlig VC og banklån” (CEBR, 2001). Grünfeld et al. (2009) definerer såkornkapital som en investeringsform der man fokuserer på aktiviteter fra teknologi som er relativt langt utviklet – men ikke ferdig – til de første forsøk på kommersialisering. Definisjonene kan med andre ord sees både ut fra et teknologisk perspektiv og et finansielt perspektiv.

Såkorncapital kan inkludere alt fra slekt og venner av gründeren til investeringer gjort av profesjonelle såkornfond. Vi vil fokusere på den siste gruppen, og dermed definere såkornkapital som investeringer i bedrifter i oppstartsfasen gjort av profesjonelle fond med dette som hovedfokus.

### **2.3.1 Markedet**

Såkorncapitalinvesteringer er preget av meget høy risiko grunnet den store usikkerheten rundt suksessmulighetene til nystartede bedrifter. Blant annet gjør manglende ledelses- og organisasjonskompetanse, dårlige relasjoner til markedet og den store andelen immaterielle ressurser det vanskelig å skaffe finansiering fra banker og tradisjonelle investorer (OECD, 2005). I tillegg er det store konjunktursvingninger i kapitaltilgangen. I nedgangstider, som vi har i kjølvannet av finanskrisen i dag, er det enda vanskeligere enn vanlig å skaffe kapital til risikoprojekter som nystartede vekstbedrifter. Det gjør at det er et behov for såkornfond i markedet, en også til såkornfond har det vist seg å være vanskelig å hente kapital.

Myndigheter i industriland har i den senere tiden sett viktigheten av innovasjon, men at det samtidig eksisterer problemer med finansieringen. Dette har ført til at myndighetene har vært aktive i dette markedet. I Norge er det opprettet flere såkornfond med statlig støtte. Mange av disse springer ut av forskningsparker, tenke-tanker og inkubatorer, ofte med tilknytning til et universitet eller høyskole. De ble opprettet for å gi gründere og nyetablerte bedrifter lettere tilgang på risikokapital. Det var tidligere få alternativer til konvensjonelle banklån for denne gruppen, og banklån er svært vanskelig å få for denne type selskaper. Vi ser en tendens til at stadig flere private aktører også beveger seg inn på dette markedet, men fortsatt er majoriteten av norske rendyrkede såkornfond opprettet og finansiert av staten.

### **2.3.2 Såkornfond i Norge**

De første rendyrkede såkornfondene i Norge ble opprettet på midten av 1990-tallet. Det er således en meget fersk bransje. Såkornfond har en lang tidshorisont, fra 5 år og opp til 15 år. Det er derfor vanskelig å måle prestasjonen for disse fondene. Vi har her sett på tall fra Menon Business Economics og deres store såkornrapport som kom i 2009. Her har de tatt for seg fem fond opprettet mot slutten av 1990-tallet (de eneste fond som til nå har hatt salg av porteføljeselskaper), og de finner at fire av de fem fondene har hatt en negativ avkastning, der to er til dels betydelig negative. Nyere fond har ikke hatt noen suksessfulle salg enda, og det er derfor vanskelig å finne noen fornuftig måte å måle verdier i disse selskapene. Man har likevel et håp om at fond av nyere årgang skal vise bedre resultater i årene som kommer.

Så Kornfond er typisk relativt små, målt i investert kapital, sammenlignet med VC fond og oppkjøpsfond. Gjennomsnittlig kapital i de norske såkornfondene er ca MNOK 215 (NVCA 2008). Likevel er antall investeringer per fond mye høyere i såkornfond enn i VC fond. Dette kommer av at størrelsen på hver investering er betydelig lavere. Vanligvis vil et såkornfond investere maksimalt 10-15 millioner kroner i hvert enkelt selskap. Dette fører til at selv fond med relativt lite kapital kan ha en stor portefølje av selskaper.

Per dags dato er det 15 statlige såkornfond i Norge. Total kapital i disse fondene er rundt MNOK 3200. De har til sammen investert i ca 240 forskjellige selskaper, noe som tilsvarer 16 investeringer per fond (Menon Business Economics, 2008). Disse tallene inkluderer nystartede fond som enda ikke har fylt opp fondene og investert all kommitert kapital. Tallet på investeringer per modent fond vil nok ligge litt høyere. Tilsvarende tall er 6 investeringer per VC fond og 5 investeringer per oppkjøpsfond. Det er tydelig at såkornfond gjør flere investeringer, og således er mer diversifisert, enn VC fond.

### **2.3.3 Historie**

Såkornfond i Norge startet for alvor i 1998 med opprettelsen av 5 små, regionale fond, ett i hver landsdel. I tillegg ble det opprettet et større, nasjonalt fond lokalisert i Oslo. Suksessen til disse fondene ble vurdert i Wassum-rapporten som kom ut i 2004 (Wassum, 2004), og igjen i Såkornevalueringen i 2009 (Grünfeld et al., 2009). Konklusjonen fra disse rapportene var at de regionale såkornfondene hadde hatt kun moderat suksess. Ett fond, Såkorn Invest Innlandet, var konkurs, mens de andre fire hadde hatt svært dårlige resultater. Man kom i rapportene frem til noen årsaker til de dårlige resultatene og fremsatte forslag til endringer i fremtidige såkornfond. Basert på rådene fra Wassum-rapporten ble det i 2006 opprettet 4 større, nasjonale fond der hvert fond skulle ha base med tilknytning til hvert sitt universitetsmiljø i Oslo, Bergen, Trondheim og Stavanger. Det ble også opprettet 3 regionale fond i 2006, og i 2008 kom ytterligere 2 regionale fond. Per dags dato er det totalt 14 fond i såkornordningen. I tillegg eksisterer noen små private fond som spesialiserer seg innen såkorn eller tidligfase VC, men disse står bare for 10% av tilgjengelig fondskapital i Norge (Grünfeld et al., 2009). Vi har derfor i denne oppgaven valgt å fokusere på fondene i den statlige såkornordningen.





**Figur 5: Modell for såkornordningen** (Grünfeld et al, 2009)

### 2.3.4 Statlig støtte

For at såkornfond enklere skal tiltrekke seg investorer ønsker staten å komme med deler av finansieringen. Denne statlige støtten kommer i to former. For det første har vi såkornordningen, med 15 fond opprettet av staten. Den vanlige modellen for fondene av nyere dato er at staten og andre investorer skyter inn 50 % av kapitalen hver, der statens andel er et lån til fondene. Av statens andel går  $\frac{1}{4}$  til et tapsfond som dekker inn et eventuelt tap først. Av totalkapitalen i fondet er med andre ord 12,5% et statlig tapsfond. Tapsfondet kan trekkes fra under gitte forutsetninger når det konstateres tap på investeringer. Forskning fra Grünfeld et al. (2009) viser at denne ordningen er helt avgjørende for at private aktører skal investere kapital i såkornfondene, og de argumenterer også for at tapsfondet bør øke i verdi.

Den andre formen staten støtter såkornfondene på er mer indirekte. Innovasjon Norge har en rekke støtteordninger til nystartede selskaper. Denne støtten inkluderer både lån på gunstige

betingelser og rene etablererstipender. Dermed blir kapitalen som er tilgjengelig for porteføljeselskapene større slik at risikoen for såkornfondene blir lavere.

<b>Fondets navn</b>	<b>Etablert</b>	<b>Etablert</b>	<b>Investerings-mandat</b>	<b>Størrelse (mill kr)</b>	<b>Antall investeringer</b>
Startfondet AS	1998	Bølge 1	Landsdekkende	320	23
Såkorninvest Sør AS	1998	Bølge 1	Regional	106	32
SINAS (Såkorninvest Nord AS)	1998	Bølge 1	Regional	75	26
SIM (Såkorninvest Midt-Norge AS)	1998	Bølge 1	Regional	126	54
<i>Såkorninvest Innlandet AS (konkurs)</i>	<i>2000</i>	<i>Bølge 1</i>	<i>Regional</i>	<i>60</i>	<i>18</i>
Såkorn Invest AS	1998	Bølge 1	Regional	88,5	22
<b>Alle Bølge 1</b>				<b>775,5</b>	<b>175</b>
Sarsia Seed AS	2006	Bølge 2	Landsdekkende	333,5	9
Såkorn Invest II AS	2006	Bølge 2	Landsdekkende	341	6
Proventure Seed AS	2006	Bølge 2	Landsdekkende	335	11
Alliance Venture Polaris AS	2006	Bølge 2	Landsdekkende	339,4	8
KapNord Fond AS	2006	Bølge 2	Distrikt	255	12
Fjord Invest Sørvest AS	2006	Bølge 2	Distrikt	216	2
NordInnova Invest AS	2006	Bølge 2	Distrikt	272	9
Midvest I AS	2008	Bølge 2	Distrikt	179	1
Midvest II AS	2008	Bølge 2	Distrikt	75	0
<b>Alle Bølge 2</b>				<b>2345,9</b>	<b>58</b>
<b>Alle</b>				<b>3121,4</b>	<b>233</b>

**Figur 6: Såkornfond i Norge.** (Grünfeld et al., 2009)

### **3. Teori**

Teoriene bak kontrakter i såkorninvesteringer er de samme som for generelle finansielle kontrakter. De bygger i all hovedsak på generell prinsipal-agent teori men har en rekke forutsetninger når det gjelder forhandlingene. Teoriene bygger på at kontraktene skal minimere agentproblemer mellom gründer og investor. I tillegg vil vi presentere teori bak kapitalstrukturen som blir valgt i VC og såkorn, og hvorfor disse spiller noen rolle.

Usikkerheten i forhold til informasjonsskjevheter, moralsk hasard og agentproblematikk er høyere i tidlige faser av en bedrifts livssyklus (Kaplan og Strømberg, 2003). For såkornfond blir derfor denne problematikken mer sentral enn for regulære VC fond. Risikoen for et såkornfond er betydelig høyere og de må håndtere denne risikoen på en fornuftig måte. Vi vil i denne delen av oppgaven presentere noen sentrale teorier som er relevante for den videre analysen.

#### **3.1 Miller og Modigliani**

Denne teorien sier at i et perfekt marked vil verdien til et selskap være upåvirket av kapitalstrukturen (Brealey et al, 2008). Deres påstand nummer en sier at hvorvidt man investerer i et selskap med bare egenkapital, eller et selskap med både egenkapital og gjeld, vil ikke kapitalstrukturen ha betydning siden man får samme verdi på selskapene likevel. Her må da en antagelse om at enkeltpersoner kan låne til samme betingelser som et selskap holde for at man kan replikere og ”omgjøre” endringer i kapitalstrukturen. Altså er verdien til et selskap bestemt av venstre side i balansen, altså eiendelene, og ikke av hvordan eiendelene er finansiert.

Deres andre påstand er at man kan forvente å få høyere avkastning på egenkapitalen når man øker gjeldsandelen i selskapet. Men en økning i avkastningen vil bli oppveid av økt risiko, og aksjonærene får den avkastningen de skal ha.

En rekke antagelser må være oppfylt for at M&M teorien om at et selskaps verdi er upåvirket av kapitalstruktur skal holde. For det er et faktum at kapitalstrukturen i den virkelige verden betyr noe for et selskaps verdi. Miller og Modigliani har sett for seg et perfekt marked uten skatter, uten kostnader ved økonomisk krise og konkurs, uten asymmetrisk informasjon, ingen transaksjonskostnader og at selskaper og enkeltpersoner kan låne til samme betingelser.

I virkeligheten holder ikke disse antagelsene, og denne teorien blir i utgangspunktet brukt til å finne ut hvilke forutsetninger som er brutt slik at M&M ikke lenger holder, og forklare hvorfor kapitalstrukturen har noe å si for de enkelte selskapene.

I forlengelsen av M&M teorien har vi to andre konkurrerende teorier om kapitalstruktur. Pecking-order teorien (Myers og Majluf, 1984) sier at et selskap først ønsker finansiering gjennom egengenererte overskudd, deretter med gjeld og til slutt utstedelse av ny egenkapital. Trade-off teorier (bl.a. Frank og Goyal, 2005) sier at marginalfortjenesten av å øke gjeldsgraden er avtakende. Grunnet bl.a. økte konkurskostnader ved gjeld vil et selskap ønske finansiering med en blanding av gjeld og egenkapital uten for mye gjeld.

### **3.2 Prinsipal-agent modellen**

Den generelle teorien om agentkostnader bygger på forholdet mellom eiere og ledelse i et selskap, der ledelsen fungerer som agenter for eierne (prinsipalen). Eierne vil at ledelsen skal maksimere verdien av selskapet, mens ledelsen kan ha egne mål som motstrider eiernes.

Teorien sier at ledelsen, som i såkornsselskap som regel er gründeren, ikke vil foreta optimale valg siden han ikke får hele avkastningen av arbeidet. Noe av avkastningen må overføres til de eksterne investorene, og vi står derfor overfor et moralsk hasard problem.

Interessekonflikter som kan oppstå er at gründeren vil:

- ikke yte optimal innsats
- foreta handlinger som fremmer personlige interesser
- bruke resurser på frynsegoder / ”stjele” penger fra selskapet
- forlate selskapet

(Kaplan og Strømberg, 2000)

I den generelle prinsipal-agent modellen (Ross, 1973) forutsettes det at agentens handlinger ikke er observerbare for prinsipalen. Den optimale kontrakten gir agenten nok kompensasjon fra resultatet til at han legger inn optimal innsats. Denne teorien viser viktigheten av å gi kontantstrømmrettigheter til gründeren. Eierskap av selskapet i seg selv er kun interessant i den grad det gir eieren rett på kontantstrømmen selskapet genererer, og skaper på den måten insentiver til innsats.

Kontrollteorier endrer forutsetningene fra prinsipal-agent modellen. Her er agentens handlinger observerbare men ikke kontrollerbare. Man kan utforme kontrakter på finansielle tall og dele opp kontantstrømmrettighetene. Kontrollrettigheter, hvem som foretar fremtidige valg, blir sentralt for å overvåke og kontrollere agenten. Disse rettighetene kan skilles fra kontantstrømmrettighetene ved hjelp av ulike klausuler i kontrakten.

Vi vil i denne oppgaven dele inn kontraktsteorien i to deler; teori om kontantstrømmrettigheter og teori om kontrollrettigheter.

### **3.3 Kontantstrømmrettigheter**

Kontantstrømmrettigheter er meget sentralt i den finansielle kontrakten. Fordelingen av eierskapet og fremtidig gevinst kan gjøres på ulike måter. Det essensielle her er hvordan eierskapet konstrueres, både i form og størrelse. Man ønsker å minimere agentproblemet, og maksimere fremtidig gevinst, ved hjelp av finansielle virkemidler. For investorene er det dermed tre vesentlige områder å ta hensyn til:

- Risiko for å tape hele investeringen
- Avkastning ved suksess
- Incentiver til gründer for å motivere til innsats

Konstruksjonen av finansieringen må inkludere elementer som optimerer i forhold til alle disse områdene, og det er ulike måter å gjøre det på. Vi vil videre i dette kapittelet presentere de relevante aspektene rundt konstruksjonen av de finansielle kontraktene i forhold til kontantstrømmrettigheter.

#### **3.3.1 Investeringen**

##### **3.3.1.1 Størrelse**

Risikoen VC fond er utsatt for er veldig stor. Derfor vil fondene ønske å diversifisere investeringene og spre risikoen på ”så mange selskaper som mulig”. Dette gjør at hver investering blir relativt liten. Om investeringene i VC fond viser undersøkelser at størrelsen på investeringen blir mindre jo tidligere fase det investeres i. I tidlige faser er bedrifters kapitalbehov lavere. Risikoen er også større i tidlige faser, og VC fondet vil redusere eksponeringen til det minimale.

### 3.3.2.2 Medinvestorer

Muligheten for å gå sammen med medinvestorer er noe som reduserer risikoen i investeringene. Det er nokså vanlig at to eller flere fond går sammen om investeringer. Denne type syndikeringer gir porteføljeselskapene kapitalen de trenger uten at investeringen fra hvert enkelt fond blir for stor. På den måten kan hvert fond klare flere investeringer og dermed spre risikoen på flere porteføljeselskaper.

Forskning gjort av Hochberg et al. (2006) viser at syndikering gjør det vanskeligere for nye VC fond å komme inn på markedet. På grunn av "straff" fra syndikatet ved samarbeid med nye fond, er det ofte en avveining mellom å få tilgang til et nytt marked ved samarbeid med ett nytt fond, eller miste samarbeidspartnere i det gamle syndikatet. Grunnen til at man ikke vil ha inn nye fond i sitt marked er for å holde konkurransen nede. Færre fond i markedet gir lavere konkurranse og lavere pris på aktuelle kjøpskandidater. Hochberg et al. (2006) har funnet at et standardavviks økning i syndikering gir et fall i verdivurderingen på selskapene i området med 10%.

Hochberg et al. (2005) har også sett på syndikering og nettverk innen VC fond i sammenheng med antall suksessfulle IPOer og salg. De kom her frem til at et samarbeid mellom fond gir fordeler spesielt på tre spesifikke områder. For det første gir VC fond andre fond muligheten til å delta i gode prosjekter for at de selv skal få mulighet til å delta i gode prosjekter fra de andre fondene senere. Videre kan man bruke det som en målestokk for om de andre fondene er villig til å investere i prosjekter som man ser på med stor usikkerhet, og med utgangspunkt i informasjon fra dette velge bedre prosjekter. Til slutt vil syndikering øke fondets tilgang på ekspertise og informasjon utenfor deres eget marked, som ofte er sektor- og områdebegrenset. Dette gjør at de kan gjøre investeringer utenfor deres normale grenser. Hochberg et al. fant at ved syndikering øker antall suksessfulle salg og IPOer.

Syndikering er også vanlig i undersøkelsene til Bienz og Walz (2005). De fant at 39 % av investeringene var gjort av mer enn ett selskap.

### **3.3.2 Initiell utbetaling**

En måte å redusere risikoen på er å utbetale kapitalen i mindre porsjoner. Da vil den initielle utbetalingen bli mindre og det eventuelle tapet for fondet blir redusert. Det er to måter VC fondene i hovedsak velger å legge opp finansieringen til et porteføljeselskap; enten ved trinnvis finansiering eller ved sekvensiell finansiering.

For å forklare dette nærmere ser vi på et eventuelt hold-up problem som kan oppstå mellom investor og gründer. Dette problemet kommer av at to parter som begge kan tjene på samarbeid likevel ikke vil inngå samarbeid fordi den ene parten kan oppnå forhandlingsmakt som senere kan brukes til å få økt profitt for sin egen del. Her vil problemet være at gründer som har kommet opp med en ide/produkt er redd for at investoren vil "stjele" ideen eller produktet fra han. Hvis dette er en reel frykt, vil ikke gründer legge ned en god innsats fra starten av, og begge parter vil lide.

#### **3.3.2.1 Trinnvis**

Trinnvis finansiering vil si at VC blir enig med gründer på kontraktstidspunktet om en finansieringsplan som er lagt opp etter milepæler. Total investeringssum er kontraktsfestet, men blir porsjonert ut etter behov når man har møtt sine milepæler. VC har også rett til å holde tilbake penger eller i noen tilfeller avvikle hele bedriften hvis de ikke når planlagte milepæler. Disse milepælene kan være både finansielle og ikke-finansielle mål.

Her ser vi at man reduserer et eventuell hold-up problem med at gründer vet han får mer tilgang penger ettersom man når forhåndsbestemte mål. Dette gir gründer et lengre perspektiv å jobbe på, der han med god innsats kan komme i mål med sin idé.

#### **3.3.2.2 Sekvensiell**

Ved sekvensiell finansiering har man ny behandlingsrunde før hver investering. Her kommer man frem til et beløp og klausuler ved den ene investeringen som blir kontraktsfestet, og hele beløpet blir betalt ut med en gang. Ved eventuelle nye investeringsrunder blir det ny behandlingsrunde og nye klausuler. Nesten alle investeringer vil i praksis være sekvensielle, siden den første investeringsrunden ikke vil være nok til å ferdigutvikle selskapet og bringe det videre til et salg.

Ser vi på dette i sammenheng med hold-up problemet, mener vi at størrelsen på investeringen vil ha en betydning for hvordan man håndterer dette problemet. En større sekvensiell investering vil på mange måter redusere problemet siden gründer får mye penger med en gang

til å jobbe med ideen/produktet sitt. En mindre investering vil på den annen side virke motsatt og forsterke et hold-up problem siden gründeren føler han ikke får frihet til å gjøre jobben sin og må stadig bruke tid på forhandling om å få mer penger. En måte å minimere dette problemet på er å bruke trinnvis finansiering som forklart over.

Det er vanlig at de mer erfarne gründerne med tidligere oppnådd suksess har sterkere forhandlingskraft, og det er ofte de som kan forhandle seg frem til en sekvensiell avtale. Uerfarne gründerne må som regel ta til takke med trinnvis finansiering siden usikkerheten og informasjonsskjevheten da er størst.

### **3.3.3 Finansieringsform**

Det viktigste fondene må ta beslutning til når det gjelder kontantstrømmrettigheter i investeringene er hvilken finansieringsform de skal velge. I følge Miller og Modigliani spiller ikke kapitalstrukturen noen rolle for verdien av selskapet. Vi skal her se at det er brudd på antagelsene i M&M modellen slik at finansieringsformen spiller en viktig rolle for fondene i både VC og såkorn.

Det er svært mange muligheter når det kommer til finansieringen og det er mange hensyn å ta. Avhengig av situasjonen det potensielle porteføljeselskapet befinner seg i må fondet velge hvordan finansieringen skal konstrueres. Aksjer eller lån, konvertibilitet, aksjeklasse og opsjoner må vurderes og beslutning må tas. Behovet til bedriften må stilles i forhold til risikoen ved investeringen og profilen til fondet. Vi vil nå gå nærmere inn på de forskjellige finansieringsformene og presentere fordeler og ulemper med dem.

#### **3.3.3.1 Ordinære aksjer**

Ordinære aksjer er den enkleste formen for investeringer men er også den mest risikable. Med ordinære aksjer har man ingen sikkerhet og kommer sist i køen ved en likvidering av selskapet. Samtidig har man full rett til dividendeutbetalinger og vil ved en verdistigning i selskapet ha svært god avkastning på kapitalen. Grunnet den betydelige risikoen er ikke overraskende ordinære aksjer lite brukt av VC fond. Sannsynligheten for at selskapet går konkurs er større enn sannsynligheten for at investeringen blir en formidabel suksess. Her ser vi klare brudd med Miller & Modigliani sine forutsetninger for at kapitalstrukturen ikke skal ha noen betydning. Deres antagelser om konkurs uten kostnader og ingen asymmetrisk informasjon bryter med virkeligheten der konkurs faktisk er en lang og dyr prosess og gründer alltid vil sitte med mye mer informasjon om sitt eget selskap enn investorer. Dermed egner



ikke ordinære aksjer seg i denne type investeringer. I alle fall ikke uten diverse tilleggsklausuler. Slike klausuler vil vi komme nærmere inn på senere.

### **3.3.3.2 Preferanseaksjer**

Preferanseaksjer gir innehaver preferanse foran innehavere av ordinære aksjer når det kommer til dividende og likvidering. Dividenden er definert med en spesifikk rentesats på forhånd og kan enten utbetales jevnlig eller akkumuleres over tid. Denne utbetales før dividende kan betales til øvrige aksjonærer. Hovedfordelen ved denne aksjeklassen er likevel at innehaver har krav foran øvrige aksjonærer, men bak kreditorer, ved en eventuell likvidering av eiendelene. Dette er en klar fordel i VC der risikoen for konkurs er svært høy, og ser vi på dette med tanke på M&M modellen, så ser vi at konkurskostnadene her blir mindre enn ved ordinære aksjer siden man kommer lengre frem i køen med kravet i boet. Preferanseaksjer har ikke nødvendigvis stemmerett på linje med ordinære aksjer, og det er en ulempe i denne type investeringer da VC fondene ønsker å ha kontroll over beslutninger i selskapet. Man kan derfor konstruere en slags preferanseaksje ved å legge inn en likvideringspreferanse i aksjonæravtalen til ordinære aksjer. Man får da både preferansen og stemmeretten. Preferanseaksjene likner på lån, da de betaler fast dividende (rente), og har preferanse foran annen egenkapital.

### **3.3.3.3 Konvertible aksjer**

Man kan også utstede konvertible preferanseaksjer. Man kan da ha en eierpost av preferanseaksjer som kan konverteres til ordinære aksjer under gitte forutsetninger bestemt i aksjonæravtalen. Fordelen her er at investor kan vente til porteføljeselskapet har steget i verdi og deretter konvertere sine aksjer til ordinære aksjer i forkant av et salg/IPO. Den konvertible aksjen inneholder med andre ord en type kjøpsopsjon på ordinære aksjer i selskapet. Konverteringskursen kan være bestemt på forhold, eller bestemmes av faktorer i selskapet på konverteringstidspunkt. De konvertible aksjene vil som regel være meget gunstige for fondet ved verdistigning i selskapet.

Konvertible preferanseaksjer var den klart vanligste finansieringsmodellen i undersøkelsen til Kaplan og Strømberg(2005). Konvertible aksjer alene stor for 80% av finansieringene, og kombinert med andre aktivaklasser var det representert i hele 94 % av kontraktene.

### 3.3.3.4 Konvertible lån

Et konvertibelt lån er et lån der långiver kan konvertere lånet til aksjer i utstedende selskap, og er dermed veldig likt konvertible preferanseaksjer. Rentene man må betale på konvertible lån er mindre enn rentene man må betale på et vanlig lån siden lånetaker får kompensasjon for at lånegiver nå har en kjøpsopsjon på aksjer i selskapet. Konverteringen skjer kun hvis verdien av selskapet øker i verdi, og verdien av aksjene man får ved konvertering er større enn tilbakebetalt lån pluss den risikoen man tar for eventuell konkurs. I VC er hovedgrunnen til å bruke konvertible lån nedsidebeskyttelsen den gir, samtidig som man har mulighet til å komme seg inn på eiersiden hvis selskapet skal gjøre det bra. Her ser vi at denne metoden også langt på vei minimerer konkurskostnadene, et problem vi så med M&M modellen.

Gründer vil dermed få insentiver til å øke verdien av selskapet ved at han beholder en betydelig oppside samtidig som han får en større kostnad enn eksterne lånegivere ved et eventuelt tap.

Kaplan og Strømberg (2003) fant at kun 7 av 200 avtaler ikke hadde et element av konvertible verdipapirer i kontrakten. Det er med andre ord den klart mest brukte finansieringsformen i VC. Rent konvertibelt lån er for øvrig ikke den mest vanlige måten. Konvertible lån alene ble kun brukt i 2 % av kontraktene, og i ytterligere 3 % i kombinasjon med aksjer.

### 3.3.3.5 Kjøpsopsjoner

En annen variant som også brukes er aksjekapital i en eller annen form i kombinasjon med kjøpsopsjoner. Her ser vi ikke på opsjoner som implisitt er en del av en konvertibel obligasjon, men rene kjøpsopsjoner som er kontraktsfestet. Investor får da ytterligere oppsidepotensial. Man bruker slike opsjoner for at investor ikke skal få for stor eierandel i selskapet. Gründeren sitter med majoriteten og dermed kontantstrømrettigheten, samtidig som investor har en mulighet for en stor oppside. Det er i følge Bienz og Walz (2005) særlig i form av likvideringsopsjoner vi finner dette i VC kontrakter. Det vil si at opsjonene kun kan brukes ved et salg/IPO. Kaplan og Strømberg (2003) fant at kjøpsopsjoner var med i 20 % av kontraktene de undersøkte. Som finansieringsmodell er aksjer i kombinasjon med opsjoner et substitutt til konvertible aksjer, men forskjellen er at man da ikke har preferanse foran annen egenkapital ved likvidering, og dermed ingen nedsidebeskyttelse. Man kan da legge inn egne likvideringsklausuler, men det vil vi komme tilbake til senere.

### **3.3.4 Ansatte**

En viktig del ved kontantstrømrettighetene er å sørge for at ledelsen i selskapet, som i VC fond sitt tilfelle som regel vil være gründeren, får nok incentiver til å legge inn en god innsats. Oppstartsselskaper er ofte helt avhengige av at gründeren fortsatt arbeider i selskapet med produktutvikling og lignende, og gründeren besitter som regel viktig spesialkompetanse i det enkelte fagfelt. Derfor blir det å gi gode incentiver essensielt. Incentivprogrammer kan tolkes som å overføre risiko fra eier til ledelse. Siden risikoen i VC investeringer er svært høy blir det å ha gode insentivprogrammer svært viktig.

#### **3.3.4.1 Opsjoner og vesting**

Opsjoner kan deles ut til ledelsen for å gi ytterligere insentiver til innsats. Utløsning av opsjonen skjer da ved oppnåelse av ulike målsetninger definert i kontrakten. Målsetningene kan være finansielle eller ikke-finansielle, uansett vil de motivere til økt innsats. Slike opsjoner kan også deles ut til øvrige ansatte, enten som rene opsjoner, eller i kombinasjon med eierandeler i selskapet.

Vesting vil si at man overfører rettighetene til gründerens aksjer (rett til å selge/stemme osv) ettersom man når milepæler. Dette er en måte å gi gründer intensiver til å jobbe hardt for måloppnåelse, og kan også brukes til å sikre at gründer ikke slutter i selskapet ved for eksempel å overføre rettigheter etter antall år i selskapet. Aksjer som ikke er vestet kan kjøpes tilbake av VC selskapet for en lav pris. Dette er en rettighet man ofte bruker i tidlig fase, men blir også brukt i senere faser i mindre grad. Kaplan og Strømberg (2003) fant at over 40% av de amerikanske kontraktene har med denne klausulen. Bienz og Walz (2005) studerte det tyske markedet der vesting ikke er brukt på samme måte. Her må i stedet gründer gi ifra seg aksjer hvis han slutter før en bestemt fastsatt tid. Dette forekommer i 12% av kontraktene i Tyskland.

#### **3.3.4.2 Eierskap**

Den enkleste incentivmekanismen er eierandeler. Eierandeler og eierskapsfølelse øker motivasjonen og fører til økt innsats. Derfor er det viktig at gründeren beholder tilstrekkelige eierandeler. Dette blir en avveining mellom fondets eierandel ved et fremtidig salg og behovet for å la gründer beholde eierandeler. Blir gründerens andel vannet ut i løpet av en investeringsprosess kan han miste motivasjonen, og det kan få følger for driften av selskapet. Fondene kan med fordel gå med på en lavere eierandel hvis verdien av denne andelen, på grunn av økt motivasjon og arbeidslyst til gründer, er minst like høy som en høyere eierandel.

Ved for lite eierskap til sitt eget selskap kan gründer føle seg lite verdsatt og dette kan gå utover motivasjon og innsats. Dette igjen kan føre til at selskapets verdi lider. Eierandeler gir også stemmerettigheter som vi kommer inn på i neste del.

### **3.4 Kontrollrettigheter**

En gründer vil alltid stå overfor det samme problemet når man skal skaffe kapital til selskapet. En mulighet er å ta opp lån og dermed øke faren for konkurs og sannsynligheten for å miste hele selskapet (jfr. trade-off teorier). En annen mulighet er å utstede nye aksjer og gi opp litt av kontrollen og kontantstrømmen fra selskapet. Noen ganger er ikke muligheten for å ta opp lån tilstede, spesielt for selskaper i oppstartsfasen uten inntekter. Eneste mulighet er da å ta inn en eller flere andre investorer.

I den sammenheng er det viktig å få til en fordeling av kontrollrettighetene som begge parter kan leve med slik at finansiering kan ta plass. Dewatripont og Tirole (1994) sier blant annet at makten i selskapet bør ligge hos investoren, den som ligner lånegiver, når ting går dårlig fordi han foretrekker mindre risiko, mens den bør overføres til gründeren, som foretrekker høyere risiko, når ting går bedre.

I dette avsnittet vil vi presentere og analysere forskjellige typer kontrollrettigheter som blir brukt i VC kontrakter.

#### **3.4.1 Kontrollrettighet mekanismer**

Vi vil her bruke oppsettet til Kaplan og Strømberg (2003) og dele inn kontrollrettighetene i fem underkategorier; stemmerettigheter, styrerettigheter, avviklingsrettigheter, kontraktsvilkår og andre rettigheter. I tillegg vil vi se nærmere på rettigheter ved exit som er beskrevet av Bienz og Walz (2005).

##### **3.4.1.1 Stemmerettigheter**

Stemmerettigheter sier hvor mange prosent av stemmene de forskjellige eierne av et selskap har for å påvirke selskapets avgjørelser. De fleste saker blir avgjort ved majoritetsregelen, og jo større del av stemmerettighetene VC selskapet har, jo større makt har det for å påvirke. Kaplan og Strømberg (2003) har funnet tall fra USA som viser at i snitt over 55 % av alle tilfeller der VC er inne, sitter de med stemmemajoriteten. Dette tallet er høyere (over 65 %) i tidlig fase, mens det er noe lavere (ca 49 %) i senere fase. Tallene er også høyere ved senere investeringsrunder enn ved første investeringsrunde.

Bienz og Walz (2005) har også sett på tall fra det Tyske markedet og kommet frem til at tallene der er noe lavere enn i USA, men at vi ser en tendens til at de nærmer seg amerikanske standarder. En stor forskjell fra Tyskland og USA er likevel at aksjene i Tyskland er bestemt ved lov at skal ha en stemme, mens i USA har man forskjellig stemmerett ved eierskap av forskjellige typer aksjer.

### **3.4.1.2 Styrerettigheter**

Styrerepresentasjon og antall styremedlemmer har også mye med muligheten for å påvirke eller bestemme selskapets videre vei. Dette pleier å henge sammen med stemmerettighetene, men trenger ikke være identisk. Kaplan og Strømberg (2003) skiller også i sin artikkel mellom styrerettigheter ved normal drift, og styrerettigheter når selskapet presterer dårlig.

Vi skiller mellom tre forskjellige typer styremedlemmer i et styre. Det er VC, gründer og utenforstående. Her er som oftest utenforstående felles bestemt av gründer og VC. Kaplan og Strømberg (2003) sier at det i snitt sitter 6 personer i et styre i de bedriftene VC investerer i. De sier også at VC har styremajoritet i 26 % av tilfellene mens gründer sitter med majoritet i 12 % av tilfellene. Dette sier at VC har mindre sannsynlighet for å sitte med styrekontroll enn med stemmekontroll. Styrekontrollen til VC øker også i takt med investeringsrundene. Dette kommer av at VC krever nye plasser i styret mot ny finansiering. I 15 % av tilfellene sitter også VC med en klausul som gir de majoritet i styret hvis selskapet presterer dårlig.

Det er også vanlig å innføre en mengde vetorettigheter for VC selskapet. Dette gjør at VC i realiteten kan sitte med makten selv om de ikke har flertall i styret. Bienz og Walz (2005) ser på dette i sin artikkel og fant ut at spesielt på beslutninger som har med salg av eiendeler, omstrukturering, finansielle beslutninger, utdeling av overskudd og aksjonæravtaler har de aller fleste VC selskaper i Tyskland sikret seg med vetoavtaler. Altså beslutninger som innbefatter store strukturelle endringer og store økonomiske beslutninger.

### **3.4.1.3 Avviklingsrettigheter**

Mange teorier fremhever viktigheten av å ha kontraktfestet avviklingsrettigheter. Dette er den eneste måten VC kan sikre seg tilbakebetaling på hvis selskapet går dårlig. En gründer vil alltid ha troen på at selskapet vil gjøre det bra, og siden gründer som regel har stilt med en liten del av kapitalen selv koster det han lite å fortsette driften så lenge det finnes penger i systemet. Derfor sikrer fondene seg med rettigheter som gjør det mulig for dem å avvikle selskapet når de ser det som nødvendig. I tillegg er det en disiplinerende faktor for gründeren som vet at VC har rett til avvikling hvis selskapet ikke presterer. Det gir altså insentiver for

gründer til å øke verdien på selskapet siden VC ofte har senioritet i forhold til gründer og vil ta det meste ved en eventuell avvikling. Dette viser Kaplan og Strømberg (2003) ved at 98 % av alle VC selskaper i USA krever minst det samme som de gikk inn med tilbake ved en eventuell avvikling. For å forsterke denne rettigheten bruker også mange VC selskaper avtalefestet kumulative dividende utbetalinger (ikke nødvendigvis utbetalt, men plussset på i avviklingskravet) og/eller opsjoner på tilbakebetaling av innskutt kapital innen en tidsperiode, ofte fem år. Dette fungerer som sikkerhet for VC fondet, samtidig som det motiverer gründer til innsats.

Immaterielle eiendeler (IPR) er en viktig del av innovative oppstartsbedrifter, og ofte det eneste med reell verdi i balansen. Derfor sikrer noen av fondene seg med at det er bedriften og ikke gründeren som sitter på rettighetene til IPR. Ved en likvidering av selskapet kan fondet ta over og selge eller lease bort IPR.

#### **3.4.1.4 Kontraktsvilkår**

Det er vanlig i de forskjellige kontraktsteoriene, blant annet Hart og Moore (1998) å anta at investor og gründer kan observere selskapets ytelse men ikke skrive kontrakter på denne ytelsen. Dette kommer av at den ikke kan bevises i retten. Det vil si at man har med ukomplette kontrakter å gjøre. Man kan ikke kontraktsfeste alt siden man ikke vet hvordan ting vil utvikle seg i fremtiden. Derfor er det viktig å kontraktsfeste rettigheter til fondene slik at de får større makt til å styre selskapet slik de ønsker det. Kaplan og Strømberg (2003) har undersøkt i hvilken grad kontrakter mellom gründer og VC selskaper er skrevet med vilkår i ytelse, prestasjoner, handling eller salg (tabell 18).

Bruken av vilkår i kontraktsskrivingen vil si at selskapet får utbetalt penger eller andre goder ved oppnåelse av forhåndsbestemte mål. Kaplan og Strømberg kom frem til at bruken av finansielle målbare milepæler er ca 20 % av alle kontrakter, bruken av ikke-finansielle milepæler er på 12,5 %, spesielle avgjørelser/handlinger er på 14 % og ved salg er på ca 10 %. De har kommet frem til at 36,5 % av alle kontrakter har noen form for kontraktsvilkår. Dette tallet varierer noe med tanke på om det er lagt opp til trinnvis finansiering eller sekvensiell finansiering. De forskjellige finansieringsmåtene ble diskutert i punkt 3.3.2.

### **3.4.1.6 Andre rettigheter**

Vi vil i de neste avsnittene beskrive en del andre rettigheter VC selskapene bruker for å sikre seg i kontrakter med porteføljeselskapene. Bartlett (1995) og Levin (1998) har detaljerte utredninger om disse. Vi velger her å se på noen av de viktigste.

#### **3.4.1.6.1 Utvanningsbeskyttelse**

Utvanningsbeskyttelse er en ofte brukt klausul i VC kontrakter og beskytter VC mot at aksjene blir utvannet i senere investeringsrunder. Dette vil si at VC har rett til å opprettholde den nåværende eierposten også etter neste runde med finansiering. Dette er viktig med tanke på å opprettholde stemmerettigheter og styrerettigheter i selskapet.

Denne utvanningsbeskyttelsen skjer vanligvis på en av to måter; enten ved en full ratchet utvanningsbeskyttelse, som vil si at det beskyttede verdipapiret har et krav på nok aksjer til at man effektivt senker prisen på dette beskyttende verdipapiret til nivået til den nye utstedelsen, eller ved en veid gjennomsnittelig ratchet som vil si at man har et veid snitt av den gamle og den nye utstedelsen. Nesten 95% av kontraktene Kaplan og Strømberg (2003) sjekket hadde en av disse to beskyttelsene. Mest vanlig er det å bruke veid snitt. Dette brukes i over 75% av tilfellene.

#### **3.4.1.6.2 Ikke konkurrerende avtale**

Ikke konkurrerende avtale vil si at gründer binder seg fra å jobbe med et selskap som er konkurrenter til porteføljeselskapet i en viss tid etter han slutter. Dette fordi gründer sitter på viktig kunnskap om bedriften og deres produkter og hvis han havner i konkurrerende selskap vil dette kunne skade selskapet mye. Dette blir brukt i over 70% av kontraktene i USA. Det er viktig å ikke miste viktig teknologi og industrihemmeligheter til konkurrenter, særlig i denne type selskaper, da det å være først ute med et nytt produkt ofte er veldig viktig.

#### **3.4.1.7 Exitrettigheter**

Bienz og Walz (2005) har sett nærmere på forskjellige exitrettigheter VC selskapene bruker i sine kontrakter. Her er det først og fremst fire forskjellige varianter som blir brukt.

Først har vi forhåndsdisponering av midler som vil si at hvis den ene parten vil selge seg ut er man først nødt til å tilby den andre parten sine aksjer til en rettferdig verdi. Ofte er denne verdien det en tredjepart er villig til å betale.

Take/tag-along vil si at hvis den ene parten skal selge seg ut, så må man ordne en avtale som gir den andre parten rett til å selge seg ut med samme vilkår. Dette har blant annet med likviditet i aksjene å gjøre. Få vil sitte igjen med en liten eierpost i en aksje som ikke er likvid.

Drag-along gir VC selskapet rett til å selge gründers (og eventuelt andres) aksjer til samme pris som man har forhandlet frem for sine egne aksjer. Dette fordi man i VC ofte ikke har stor mulighet til å selge kun deler av et selskap. Kjøpere er interessert i å eie hele selskapet, med patentet og oppfinnelsen, alene.

Piggy back rettighet gir begge parter rett til å inkludere sine aksjer i en IPO. Dette gjør at ingen av partene kan ekskluderes fra en eventuell børsnotering.

Her er de tre første rettighetene de mest vanlige, ca 67% av alle tyske VC selskaper har en eller flere av disse rettighetene i sine kontrakter. I Tyskland og Europa har det også blitt mer vanlig med slike klausuler i kontraktene etter som årene har gått. Bienz og Walz mener det har foregått en læring og man har sett en stadig større tilnærming til amerikanske nivåer.



## **4. Data**

Markedet for såkornfond i Norge er svært lite. Det er få selskaper og lite offentlig informasjon. Porteføljeselskapene er privateide, så det er lave krav til resultatrapportering fra myndighetenes side. Det er heller ikke gjort noen systematiske arbeider eller datainnhenting tidligere, og det eksisterer ingen offentlig database for kontrakter i såkornfond. Likevel, Norsk Venturekapitalforening (NVCA) ble opprettet i 2001, og publiserer aktivitetsanalyser på halvårlig basis. Disse aktivitetsanalysene er i det store og hele på aggregert nivå, og såkornspesifikke data er vanskelig å skille ut. Alt dette gjør arbeidet med datainnhenting til en vanskelig jobb, og gjør oss helt avhengige av et godt samarbeid med de ulike såkornfondene.

Vi vil i dette kapitlet presentere datasettet som danner grunnlaget for analysen vår. Vi beskriver først hvordan vi har samlet inn datamaterialet og hvordan det er bygget opp. Deretter kommer enkelte kritiske momenter i forhold til datasettet. Etter det følger en kort presentasjon av artiklene som danner grunnlag for sammenligningen med VC. Til slutt kommer en forklaring av metoden vi har brukt i selve analysen.

### **4.1 Datakilder**

For å få tak i data kontaktet vi alle aktive såkornfond i Norge og spurte om tilgang til kontraktene de har inngått med porteføljeselskaper. Vi fikk positivt svar fra 7 fond. Totalt står disse fondene for MNOK 2100, som tilsvarer over to tredeler av totalt kommitert kapital i såkornfond i Norge. Fondene som ikke er med i denne oppgaven er i hovedsak små fond med få gjennomførte investeringer, eller eldre fond som ble ferdig investert rundt årtusenskiftet. De 7 fondene vi har data fra er alle fra bølge 2 av såkornordningen som ble opprettet i 2006.

Totalt har vi undersøkt 23 kontrakter fra 7 forskjellige investeringsselskaper. Perioden vi har samlet inn data fra er de siste 3 årene. Flertallet av observasjonene våre er fra 2007 og 2008, mens de siste kontraktene er hentet fra 2. kvartal 2009. Vi arbeider dermed med et helt oppdatert datasett. Fondene i bølge 2 har gjennomført totalt 58 initielle investeringer i denne perioden (NVCA, 2008). Utvalget vårt består dermed av ca. 40% av de initielle såkorninvesteringene i den aktuelle perioden. Samtidig står de 7 fondene for nesten all kommitert kapital i perioden. Vi mener denne undersøkelsen derfor gir et godt bilde på dagens situasjon i det norske såkornmarkedet.

Kontraktene dekker de store sektorene innen såkornfinansiering i Norge; Helse, IT, Marinteknologi og Energi. Investeringene dekker også hele landet. Investeringer fra de helt

små, til større emisjoner. Felles for alle investeringene vi har sett på er at de er initielle investeringer. Dette er første kontakt porteføljeselskapene har med profesjonelle investorer.

## 4.2 Kritikk

Kontraktene vi har fått tilgang på varierer stort i omfang og nøyaktighet. Vi har dermed ikke et komplett sett med informasjon fra alle investeringene. Av den grunn vil utvalget variere i størrelse i forhold til hvilke faktorer vi undersøker.

De ulike klausulene har også forskjellige navn, grad av betydning og omfang fra kontrakt til kontrakt. Vi har valgt å samle alle klausuler som likner hverandre for å kunne analysere kontraktene på et aggregert nivå. Denne generaliseringen av kontraktsvilkår fører til at vi i liten grad analyserer interessante nyanser i kontraktene. Vi vil likevel forsøke å presentere enkelte spesielle varianter av klausulene i den grad det lar seg gjøre.

Et annet problem er at vi ikke har et tilfeldig utvalg. Dataene våre er samlet inn fra de som var villige til å samarbeide. Likevel er et flertall av fondene som er aktive med investeringer per dags dato representert i utvalget, og vi mener det ikke er et problem slik utvalget fremstår. Vi ser kun på hvordan kontraktene ser ut på en generell basis, og på ulike måter å utarbeide kontrakter på.

Det er verdt å merke seg at kontraktsutvalget består av flere investorer enn de 7 vi har et samarbeid med. I mange av investeringene er det opptil flere andre medinvestorer.

Kontraktene vil derfor representere en praksis som følges av flere enn de 7 fondene vi har innhentet data fra.

Antall kontrakter vi har fått tilgang på varierer stort fra fond til fond. Ett fond fikk vi kun én kontrakt fra, men fra ett fikk vi tilgang til hele databasen. Vi har derfor ikke et representativt utvalg kontrakter fra alle fondene. Utvalget av kontrakter er likevel tilstrekkelig stort til at vi mener vi har fått til en analyse som er representativt for det norske markedet.

Felles for alle kontraktene er at de er av nyere dato. Fondene har dermed ikke hatt mulighet til å selektere hva de har gitt oss av informasjon i forhold til suksessen på de enkelte investeringene siden svært få av investeringene kan måles i forhold til suksess.

Term sheetene vi har samlet inn vil variere i større eller mindre grad fra hvordan de endelige kontraktene ser ut. Term sheetene er kun intensjonsavtaler, og alt av detaljer som fremkommer vil kunne endres i etterkant av en Due Dilligence prosess. I mange av term sheetene står det kun at den endelige aksjonæravtalen vil inneholde detaljer om en spesifikk

avtaledel, uten at disse er nevnt mer i selve term sheetet. Vi får dermed ikke undersøkt størrelsen eller omfanget, og har da notert dette som at avtaledelen er tilstede og det vil komme inn i frekvensmålingen. Term sheetene er ikke juridisk bindende, og bygger for en stor del på tillitt mellom partene. Det vanlige er at en juridisk bindende, mer omfattende, aksjonæravtale blir underskrevet innen 3mnd etter inngåelse av term sheet-avtalen. Det er kun i unntaksvis tilfeller at forpliktelsene i term sheetene ikke blir overholdt.

Vi har likevel valgt å kun undersøke term sheets, og ikke se på de mer omfattende aksjonæravtalene. Endringer som har blitt gjort i etterkant av signering av term sheetene er som regel svært begrensede og i utvalget vil disse endringene i noen grad jevne seg ut på et aggregert nivå.

En av investeringene er dessuten svært ulik de andre. Det er snakk om en investering som er mye større enn alle de andre. Denne investeringen ligner mer på en VC investering enn en såkorninvestering, og trekker opp gjennomsnittet i alle kategorier. Medianen vil dermed gi et mer korrekt bilde av hvordan datasettet ser ut enn gjennomsnittet.

Både kontraktene vi har undersøkt og samtaler vi har hatt med de ulike såkornfondene indikerer at hvert fond følger en på forhånd klarlagt strategi. Det er lite variasjon innad i de forskjellige fondene, og det er stort sett det samme som går igjen i hver kontrakt. Det gjør at vi kan sammenligne fondene mot hverandre uten nødvendigvis å ha et fullstendig datasett fra hvert enkelt fond. Selv med relativt få observasjoner kan vi i noen grad dra konklusjoner om forskjeller mellom fond. Men dette vil vi komme nærmere inn på i neste kapittel.

Populasjonen er også relativt homogen på mange områder. Enten er en klausul brukt av nesten samtlige såkornfond, eller så er den så å si ikke brukt i det tatt. Vi kan dermed trekke konklusjoner om den samlede populasjonen uten å ha et komplett sett av observasjoner.

### **4.3 Sammenligningsdata**

Vi vil i neste kapittel blant annet gjøre en sammenligning av kontraktene brukt i såkornfond og VC fond. Denne sammenligningen vil ta utgangspunkt i to artikler; Kaplan og Strømberg (2003) som undersøker VC kontrakter i USA og Bienz og Walz (2005) som undersøker VC kontrakter i Tyskland.

Bienz og Walz hevder i *Evolution of Decision and Control Rights in Venture Capital Contracts: An Empirical Analysis* (2005) at det tyske markedet kan sies å være representativt for Europa, og konkluderer også med at det den senere tid har vært en utvikling som går mot

amerikansk praksis. Denne artikkelen er basert på innsamlede term sheets fra 290 VC investeringer i Tyskland. Denne artikkelen er forholdsvis ny, med siste utgave fra 2006. Den dekker så å si alle områdene vi ønsker å undersøke, særlig på områdene innen kontrollrettigheter.

Den andre analysen vi sammenligner med er *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts* (2003) av Kaplan og Strømberg. De undersøker investeringer av VC fond gjort i 118 amerikanske selskaper. Denne artikkelen ser på kontraktene brukt i VC investeringer i forhold til teori om finansielle kontrakter. Analysen som foretas her går på egenskaper ved kontrakter i VC fond og forsøker å forklare disse ved hjelp av teorier og modeller.

Selv om det ikke er gjort en norsk undersøkelse av VC kontrakter, mener vi begge disse artiklene danner et godt sammenligningsgrunnlag, også for norske VC kontrakter.

Det er skrevet litt om norske VC kontrakter tidligere, blant annet en masteroppgave på NHH (Stokke og Aarsnes, 2008), men disse undersøker andre aspekter ved kontraktene enn det vi vil gjøre, og datamaterialet som er brukt der vil derfor være lite nyttig for vårt bruk. Ideelt sett burde vi hatt et tilsvarende datasett for norske VC kontrakter som det vi har samlet inn for såkornfond, men av ulike grunner fant vi det mer hensiktsmessig å basere sammenligningen på de to overnevnte artiklene.

#### **4.4 Metode**

Grunnet at vi har relativt få observasjoner blir det vanskelig å finne signifikante sammenhenger i datasettet. Analysen vår vil derfor nesten utelukkende basere seg på en beskrivelse av datasettet på aggregert nivå. I analysene av VC kontrakter vi bruker som sammenligningsgrunnlag presenteres ikke standardavvik for de ulike observasjonene. Dermed blir det problematisk å regne seg frem til signifikante forskjeller mellom VC og såkorn. Ofte vil likevel forskjellene være så store at man kan anta at det eksisterer systematiske forskjeller.

Det mangler tidligere resultater og tall på historisk avkastning i såkornfond, så det blir tilnærmet meningsløst å forsøke seg på simuleringer som baserer seg på avkastningskrav eller sannsynlighet for suksess. Vi kan derfor ikke gå dypt inn i en analyse av strukturen på opsjoner og fremtidig avkastning. Verdsettelse av opsjoner og konvertible papirer blir vanskelig uten tall på varians i avkastningene.

Kontraktene ble analysert én og én ved hjelp av en sjekklister der vi undersøkte forskjellige komponenter i kontraktene. Denne sjekklister er utarbeidet etter todeling av kontraktsforholdene i kontantstrømrettigheter og kontrollrettigheter. Til slutt samlet vi resultatene og analyserte dem. Selve analysen av kontraktene vil bli presentert på et aggregert nivå, da konfidensiell, selskapsspesifikk informasjon vil være mulig å identifisere for personer med bransjekunnskap.

Vi har satt opp enkle tabeller der vi måler gjennomsnitt, median, maksimum, minimum og standardavvik. Dette gir oss et inntrykk av hvordan dataene fordeler seg i forhold til lignende resultater fra andre undersøkelser. Deler av disse tabellene blir presentert i appendikset.

Vi har også satt opp tabeller der vi måler antall ganger ulike kontraktsklausuler forekommer. Slike friksjonstabeller blir presentert i appendikset sammen med tilsvarende tabeller fra andre artikler som omhandler VC fond.

## **5. Resultater**

Vi vil i denne delen presentere resultatene fra analysen vi har gjort av de norske såkornfondene. Først går vi gjennom kontantstrømmrettighetene i kontraktene, og deretter går vi gjennom kontrollrettighetene. Vi føler det samme oppsettet som i teoridelen. Vi vil presentere resultatene, sammenligne med tilsvarende undersøkelser av kontrakter i VC fond, samt knytte resultatene til relevant teori for å gi mulige forklaringer på funnene våre.

### **5.1 Kontantstrømmrettigheter:**

Kontantstrømmrettighetene i de finansielle kontraktene vi har undersøkt i de norske såkornfondene skiller seg fra kontrakter i VC fond. De strukturelle forskjellene er store, mens det prinsipielle i hvordan man forholder seg til risiko, avkastning og incentiver er mye det samme.

#### **5.1.1 Investeringen**

##### **5.1.1.1 Størrelse**

En stor forskjell mellom VC og såkorn er størrelsen på investeringene. Størrelsen på investeringene i såkorn er som vi forventet relativt lave. Gjennomsnittlig investeringsstørrelse er MNOK 5,4, mens medianinvesteringen er på MNOK 5,0 (tabell 4).

Sammenlignet med VC er disse tallene svært lave. Gjennomsnittlig investeringsstørrelse for såkorn er opp i mot 9 ganger lavere enn for VC (tabell 5). Dette kommer av at fondene er mindre, men også fordi de foretar flere investeringer per fond. Selskapene det investeres i er av en mindre størrelse og tidligere fase enn i VC og kapitalbehovet i bedriftene er dermed også mindre.

##### **5.1.1.2 Medinvestorer**

Det er ganske vanlig å ha med andre investorer i denne type investeringer. I 57% av de undersøkte kontraktene var medinvestorer med på investeringen (tabell 4). I Bienz og Walz fant de at 39% av investeringene ble foretatt av mer enn ett fond (tabell 8). Det ser dermed ut til at syndikering er mer vanlig i såkorn enn i VC. Grunnen til dette kan være at risikoen i såkorninvesteringer er større enn i VC, og at såkornfondene derfor bruker syndikering mer aktivt for å redusere risiko gjennom diversifisering.

Siden såkornfondene i Norge ikke har noe problem med nye fond som vil inn i markedene, kan vi ikke se at syndikering har den samme effekten som Hochberg et al. (2006) har funnet

om VC sin blokkering av markedet for nye fond. Vi mener heller at medinvestorer reduserer risikoen ved investeringen ved at tapet fordeles på flere fond. Ut i fra tallene ser vi at investeringsstørrelsen ikke blir mindre når det er medinvestorer til stede. Det er heller slik at desto større kapitalbehovet i bedriften er, desto flere investorer er med på investeringen. Det ser ut til at gjennomsnittlig investeringsstørrelse fra såkornfondets side ikke blir påvirket av hvor mange investorer som deltar. Gjennomsnittlig investeringsstørrelse holder seg på ca. MNOK 3,3. I tillegg til dette mener vi også at de tre punktene Hochberg et al. (2005) beskriver også kan gjelde for såkornfond, og kanskje spesielt det punktet som har med økt ekspertise utenfor fondets egne sektorer og områder. Såkornevalueringen (Grünfeld et al., 2009) fremhever lokal tilknytning som en viktig suksessfaktor, og samarbeid med lokale medinvestorer kan absolutt være med på å styrke dette.

Staten, ved Innovasjon Norge, vil som regel også yte et etablererstipend samt lån på gode betingelser som selskapene ikke vil få hos bankene. Dermed blir totalkapitalen tilgjengelig for selskapet større enn såkorninvesteringen og risikoen for såkornfondet lavere. I ett tilfelle fant vi at såkornfondet skulle yte et lån dersom et slikt lån fra Innovasjon Norge ikke kom på plass innen en viss tid.

## **5.1.2 Initiell utbetaling**

### **5.1.2.1 Trinnvis finansiering**

Med tanke på at de aller fleste som får investeringshjelp fra et såkornfond er unge selskaper med lite erfarne gründere, er det ikke overraskende at de fleste finansieringer skjer i form av en trinnvis finansieringsmodell. Ved å utbetale investeringene trinnvis vil man minske problemet med hold-up mellom gründer og investor. Gründer vil være sikret videre finansiering ved oppnåelse av milepæler, og investor har muligheten til å kutte videre finansiering hvis målene ikke nås.

Den første utbetalingen fungerer også som en test av gründeren. Klarer gründeren å nå forhåndsbestemte milepæler vil såkornfondet skyte inn mer kapital. Ved å sette krav til gründeren og begrense den initielle investeringen unngår de å tape for mye på dårlige investeringer. Det er også et poeng at det er fondene som bestemmer når milepæler er nådd, og ikke gründer. Dette kan vi se i sammenheng med agentproblemer hvis gründer får bestemme. Også det faktum at man ikke utvetydig kan beskrive milepælene i en kontrakt spiller inn her. Således kan det være relatert til ukomplette kontrakter og investors måte å håndtere dette problemet på. Ser de at produktet ikke vil fungere eller at gründeren ikke har

tilstrekkelig motivasjon kan de kutte finansieringen før den blir for stor. En vanlig modell i utvalget vårt er at det defineres milepæler som må oppfylles før neste finansieringsstrinn blir utbetalt, men dette vil vi komme tilbake til senere.

I vårt utvalg fant vi at 76% av investeringene har to eller flere runder, mens 33% har tre eller flere runder. 14% av de undersøkte investeringene hadde 4 utbetalingsrunder (tabell 7). Størrelsen på utbetalingen til selskapet øker med finansieringsrunde. Fra en median på MNOK 1,5 i første trinn til MNOK 3,1 i fjerde trinn. Dette er en naturlig utvikling da kapitalbehovet til bedriften øker med tiden, og tilliten til gründer blir forsterket etter hvert som nye milepæler blir oppfylt.

Disse tallene virker svært lave, men dette er selskaper med typisk 1-3 ansatte og denne første utbetalingen skal som regel ikke finansiere mer enn opp til 12 mnd drift av selskapet. Denne perioden består vanligvis av ytterligere produktutvikling, en begynnende markedsorientering, og skjer før selskapet har fått flere ansatte eller begynt med salg. Behovet for store investeringer er av den grunn ikke spesielt stort.

Såkorninvesteringer følger en annen modell enn klassisk VC. Selv om vi ser trinnvis finansiering også i VC er det mer utbredt blant såkornfondene i undersøkelsen vår. 40% av VC kontraktene i USA og 70% i Tyskland har trinnvise vilkår for utbetaling av kapital (tabell 8). Slike vilkår er for såkorninvesteringene vanligvis ikke-finansielle milepæler, mens de for VC svært ofte er finansielle.

At trinnvis finansiering er mer utbredt i såkorn enn i VC kommer nok av at vi har å gjøre med mer uerfarne gründere som ennå ikke har bevist at forretningsideen er god. Risikoen forbundet med såkorninvesteringer er, som nevnt tidligere, høyere enn for regulære VC investeringer, og trinnvis finansiering er en måte å håndtere denne risikoen.

#### **5.1.2.1 Sekvensiell finansiering**

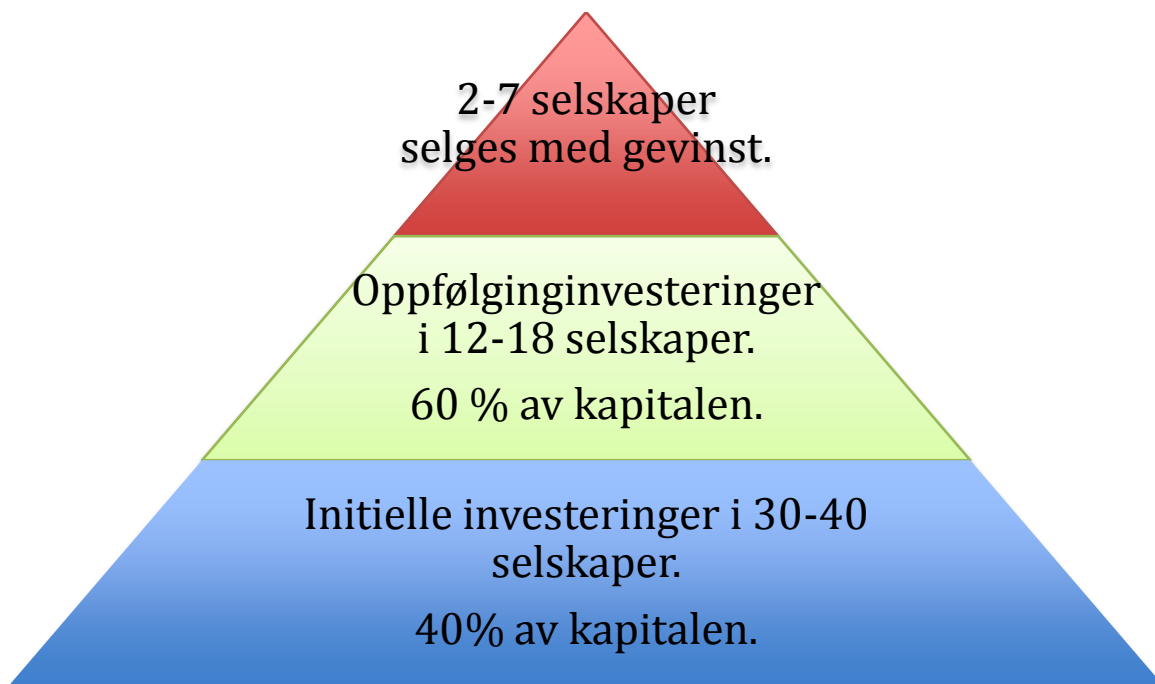
Selv om de aller fleste finansieringene skjer trinnvis, har vi også observert at i ca 18 % av kontraktene har man en eller annen form for sekvensiell investering. Denne sekvensielle investeringen kommer i alle tilfellene i tillegg til en trinnvis finansiering. Det vil si at de fleste er i form av flere emisjonsrunder, eller en emisjonsrunde til å begynne med, også opsjon på en ny emisjonsrunde, der de forskjellige finansieringsrundene blir utdelt etter milepæler. I et tilfelle har vi også en put-call opsjon som gir både gründer og investor rett til en ny runde med finansiering hvis det er ønskelig.



Det vi også observerer her er at de som har valgt sekvensiell finansiering som finansieringsmåte har en gjennomsnittlig første utbetaling som ligger høyere enn de som har valgt trinnvis som finansieringsmåte (ca 1,5 MNOK i trinnvis mot 3,6 MNOK i sekvensiell). Dette passer godt med vår konklusjon om minimering av hold-up problemet ved høyere utbetalinger i sekvensielle investeringer.

Et av hovedkriteriene for såkorninvesteringer er at det skal være verdistigning i selskapet på et tidlig stadium. Hvis det ikke er en slik verdistigning kan fondene like gjerne vente til et senere tidspunkt med å gå inn i selskapet. Det er nettopp fordi det er en verdistigning på et tidlig stadium såkornfond kan eksistere. De går inn med en relativt liten sum kontanter for en betydelig eierandel, som så kan selges videre med gevinst etter noen år.

Et typisk såkornfond vil holde tilbake 60% av kapitalen for oppfølgingsinvesteringer. Disse oppfølgingsinvesteringene vil etter hvert minne mer om VC investeringer, men i vårt utvalg av kontrakter har vi ingen slike investeringer. Fondene vi har undersøkt er 2-3 år gamle og har ikke nådd denne fasen enda.



**Figur 7: Strategien til et såkornfond** (samtaler med såkornfond, 2009).

Disse oppfølgingsinvesteringene vil være betydelig større enn de initielle investeringene i vårt utvalg. Ta for eksempel et fond på 350 MNOK, som er størrelsen på et typisk nasjonalt norsk såkornfond. De vil ha 140 MNOK tilgjengelig for førstegangsinvesteringer. Et typisk fond vil investere i 30 til 40 selskaper i denne fasen, og snittinvesteringen vil da stemme med ca. 3,3 MNOK som det vi har funnet i utvalget. De resterende 210 MNOK vil brukes på

oppfølgingsinvesteringer av de selskapene som viser seg å ha suksess. Det vil typisk være halvparten av selskapene som blir med inn i vekstfasen, 12-18 selskaper. Investeringene i denne oppfølgingsfasen vil dermed være av betydelig større omfang enn de vi har sett i såkornfasen.

### **5.1.3 Finansieringsform**

I tillegg til selve størrelsen er hovedforskjellen mellom VC og såkorn aktivaklassen som brukes i investeringen. I samtlige kontrakter vi har undersøkt inngår vanlige aksjer. I 28% av kontraktene er det kun vanlige egenkapitalinvesteringer uten noen annen form for kapital eller opsjoner. I 19% av kontraktene finner vi konvertible lån i tillegg til vanlig aksjekapital og i 67% finner vi kjøpsopsjoner. Kun én av investeringene inneholder konvertible preferanseaksjer (tabell 4). Dette står i stor kontrast med VC i USA der konvertible aksjer alene står for over 80% av finansieringene (tabell 6), og ser vi på konvertible aksjer sammen med andre aktivaklasser så var det med i hele 94% av finansieringene (Kaplan og Strømberg, 2003). I Tyskland (Bienz og Walz, 2005) er ikke konvertible like mye brukt som i USA, men også her er det mer vanlig enn i såkorn. Vi har ikke avdekket noen store forskjeller mellom såkornfondene i måten de utfører investeringene sine.

#### **5.1.3.1 Ordinære aksjer**

I motsetning til VC i USA, der ordinære aksjer kun finnes i 25% av kontraktene og bare i ett tilfelle kun ordinære aksjer, er ordinære aksjer svært utbredt i såkorn. Som nevnt ovenfor har alle kontraktene vi så på ordinære aksjer, og i 28% av dem bestod investeringen utelukkende av ordinære aksjer. Dette er den klart største forskjellen mellom såkorn og VC.

Bildet som tegnes av såkorninvesteringene er dermed et helt annet enn det tidligere undersøkelser har vist av vanlige VC investeringer. Dette er også noe vi kan forvente ut i fra et Miller og Modigliani perspektiv. Både i VC og i såkorn kan man forvente mange konkurser og mye asymmetrisk informasjon mellom gründer og investor, dette gjør at forutsetningene for M&M er brutt i begge tilfeller, og kapitalstruktur spiller en rolle. Forskjellen mellom selskapene i porteføljen til VC og såkorn er ofte at VC selskapene er mer utviklet og har materielle eiendeler og inntekter, mens såkornselskapene har lite eiendeler med unntak av patenter og annen IPR. Dette gjør at VC vil gå inn med konvertible preferanseaksjer for å sikre seg mot en eventuell nedside hvis selskapet skal prestere dårlig. For såkornfondene blir ikke nedsidene like prioritert siden det er lite verdier å hente fra en konkurs likevel. Derfor

velger de i stede å gå inn med vanlig aksjekapital for å få styring i bedriften og sikre seg mer makt gjennom kontrollrettigheter.

Porteføljebedriftene vil, i følge Pecking-order teori, ønske å finansiere driften først gjennom selvgenerert overskudd, men dette er ikke-eksisterende i denne type selskaper. Deretter vil de ønske å finansiere med gjeld, men de har ikke mulighet til å betjene lån og uten noen form for sikkerhet vil heller ikke klare å få lån. Eneste gjenstående mulighet er derfor å ta inn mer egenkapital.

I følge trade-off teori er den marginale gevinsten av mer lån avtakende grunnet økte konkurskostnader, asymmetrisk informasjon og lignende. Bedriftene, som i utgangspunktet har meget lite egenkapital (tabell 3), trenger derfor mer egenkapital før det skal lønne seg å ta opp gjeld.

### **5.1.3.2 Konvertible preferanseaksjer**

Som nevnt tidligere er konvertible preferanseaksjer den mest brukte investeringsformen i VC fond, representert i 94% av investeringene. I såkorninvesteringene i utvalget vårt er denne finansieringsmodellen nesten fraværende, med kun én observasjon av denne type investering. I stedet ser vi at vanlig egenkapital i form av ordinære aksjer er det som preger utvalget.

Det kan være flere grunner til at konvertible aksjer er fraværende i denne undersøkelsen. For det første er investeringene små og risikofylte, så investorene er mer opptatt av å skaffe seg et godt oppsidepotensial enn å sikre seg mot tap. Som nevnt tidligere er ofte de eneste verdiene i disse selskapene IPR, og hvis selskapet går konkurs er det lite å hente av verdier i boet. I tillegg har bedriftene null inntekter og dermed ingen mulighet til å betjene dividenden på en preferanseaksje, på samme måten som de ikke har mulighet til å betjene rentene på et lån. Man kunne selvsagt brukt verdipapirer med akkumulerende dividende eller rente, og det er også det som er gjort i den ene observasjonen vi har av denne type finansiering.

Det som er av verdier kan såkornfondet sikre seg med andre klausuler i kontrakten, som likvidasjonspreferanse, eierskap til IPR og lignende. Dette vil vi komme tilbake til senere. Et annet moment er at såkornfondene konstruerer en slags konvertibel aksje ved å bake inn en rekke kjøpsopsjoner i avtaleverket. Dette vil vi også komme nærmere inn på senere.

### **5.1.3.3 Konvertible lån**

Konvertible lån kommer inn i tillegg til aksjekapital i 19% av kontraktene. I noen av disse tilfellene bestemmes konverteringskursen av oppnådde milepæler i selskapet. I ett av tilfellene

kommer det inn som et substitutt til lån fra Innovasjon Norge hvis selskapet ikke skulle få et slikt lån. Konvertible lån er uansett ikke spesielt utbredt i utvalget vårt, og i den grad det forekommer, er det som et tillegg til ordinær aksjekapital.

I VC kontraktene undersøkt av Kaplan og Strømberg (2003) stod konvertible lån for 5% av finansieringene. Dette er med andre ord lite utbredt også her. Lån er lite ønskelig for både VC og såkornfond fordi de ønsker å ha kontroll i selskapet. De vil påvirke selskapet og hjelpe dem med å ta riktige valg. Da er de nødt til å ha eierposter i selskapet, slik at de får kontroll med driften. Vi vil komme nærmere inn på dette med kontrollrettigheter i neste kapittel.

#### **5.1.3.4 Kjøpsopsjoner**

Kjøpsopsjoner kan være meget lønnsomme for såkornfondene. Ved å legge inn kjøpsopsjoner i kontrakten, som på avtaletidspunktet virker meget optimistiske, sikrer de seg en meget god gevinst dersom selskapet skulle vise seg å stige mye i verdi. De vil kunne sitte på opsjonene til like før en eventuell fremtidig børsintroduksjon eller salg. Så kan de løse inn opsjonene med en høy og helt ren gevinst. Erfaringsmessig vil et såkornfond få 70-80% av gevinsten fra ett til to selskaper som gjør det veldig bra (Grünfeld et al., 2009).

I 67% av kontraktene finner vi slike kjøpsopsjoner. De er konstruert på ulike måter, men felles for de fleste er at de er far-out-of-the-money. Det vil si at for gründer koster det lite å gi fondene disse opsjonene siden han uansett er en vinner hvis selskapet gjør det så bra at disse opsjonene blir in-the-money. For fondene på den annen side kan disse opsjonene, typisk priset selskapet til 4-5 ganger dagens verdi, være gull verdt siden man kan komme inn på et senere tidspunkt med en ren profitt.

Sammenlignet med VC, der slike opsjoner finnes i 20% av investeringene, er dette svært utbredt i såkorn. Såkornfond er avhengige av å få høy gevinst fra de få selskapene som i fremtiden viser seg å stige mye i verdi. Slike opsjoner sikrer fondet en slik gevinst uten at fondet trenger å kjøpe flere aksjeposter i selskapet. Opsjonene er et alternativ til de konvertible preferanseaksjene som er mye brukt i VC fond. Opsjonene fyller i stor grad den samme rollen, men med opsjoner er det muligens lettere å legge inn mange forskjellige utøvningspriser og dertil forskjellige verdsettelsener av bedriftene.

Denne typen kontantstrømrettigheter er svært viktige for såkornfondene. Dersom fondet skal ha mulighet til å ha avkastning er de avhengige av å sikre seg oppside. Kjøpsopsjoner av denne typen er den klart beste måten å sikre seg oppsiden.

#### **5.1.4 Ansatte/Gründer**

Agentproblemet i såkorninvesteringer er til dels et meget stort problem. Det er i hovedsak to måter å håndtere dette problemet, overvåking eller insentiver. Overvåking vil vi komme inn på i detalj i neste delkapittel som handler om kontrollrettigheter. Insentiver handler om å gi de ansatte i bedriften/gründer insentiver til å jobbe for at bedriften skal nå sine mål og dermed ha verdistigning. Vi vil i det følgende presentere resultatene fra analysen som omhandler insentiver.

##### **5.1.4.1 Opsjoner og vesting**

Opsjoner som insentivvirkemiddel kan være med på å øke motivasjonen til de ansatte. I oppstartsfasen vil de ansatte i de aller fleste tilfeller være gründerne, og bedriftens suksess vil være helt avhengig av arbeidet disse legger ned. Derfor blir det å gi de ansatte eierskap og kontantstrømrettigheter en viktig motivasjonsfaktor. Dette kommer av at det er ønskelig for såkornfondene at gründer sitter med en viss eierinteresse slik at man motiveres for å gjøre den innsatsen som skal til for at selskapet skal bli en suksess. Man kan ikke komme utenom at mange gründerne må gi ifra seg en stor del av selskapet for at man skal kunne få finansieringen i orden, men det er jo som kjent bedre å eie litt av en stor kake enn mye av en liten kake. Det er også her stor enighet mellom de forskjellige fondene om at opsjoner til gründer og viktige ansatte er veien å gå.

Vi finner slike opsjoner i 36% av kontraktene (tabell 13). Flere av disse er rene aksjeopsjoner, men de fleste baserer seg på ikke-finansielle milepæler. Uansett vil slike opsjoner gi de ansatte økte kontantstrømrettigheter dersom selskapet gjør det bra, og vil dermed gi økte insentiver til innsats. I VC kontraktene fra USA og Tyskland er ikke opsjoner til ansatte nevnt, men det brukes i stedet vesting av aksjer. Dette finner vi i 12% av kontraktene i Tyskland og 42% i USA (tabell 14).

Når det kommer til vesting er dette brukt i kun en av de kontraktene vi har sett på. Her er det i sammenheng med bindingstiden til de ansatte, og ved brudd på denne kan aksjer som ikke er vestet overtas av investor til spotpris. Her var vestingen på 10% årlig.

Forskjellen mellom VC og såkorn er ikke spesielt tydelig på dette området, det eneste er at VC kaller det vesting, mens såkornfondene kaller det opsjoner.

#### 5.1.4.2 Eierskap

Selv om opsjoner er relativt utbredt i utvalget vårt, er den viktigste kontantstrømrettigheten til gründeren den faktiske eierposten i selskapet. Det er viktig at såkornfondet ikke får for høy eierandel slik at gründeren fortsatt har en eierskapsfølelse til selskapet.

Etter investeringene i dette utvalget satt eksisterende eiere, som i de aller fleste tilfeller på dette tidspunktet er gründerne, igjen med i underkant av 70% eierskap i gjennomsnitt (tabell 9). Investeringene i denne undersøkelsen er som nevnt tidligere kun initielle investeringer. Det betyr at gründerne vil miste stadig mer eierandel etter hvert som bedriften foretar nye emisjoner ved at eierandelen blir vannet ut. Likevel har såkornfondene som intensjon at gründer skal sitte igjen med en betydelig eierandel i selskapet ved et salg eller børsnotering i fremtiden. Det sikrer at gründeren har motivasjon og det er det beste incentivet for innsats.

Sammenlignet med VC, der gründer sitter med godt under halvparten av aksjene i snitt (tabell 14), er eierandelen til gründer i såkorninvesteringer meget høy. Grunnen til dette er blant annet at investeringene vi har sett på kun er initielle investeringer, mens VC investeringer ofte kommer i senere faser der gründer allerede er vannet ut. Vi kommer nærmere inn på disse spørsmålene i neste kapittel, som handler om stemmerettigheter.

Som vi ser overfor er det fra fondenes side betalt inn i snitt 3,3 MNOK for 21% eierandel. Dette priser selskapene til i snitt ca 15 MNOK. De fleste av disse selskapene er nystiftede AS'er der eksisterende eiere har skutt inn kun minimalt med egenkapital (tabell 3).

Overkursen fondene har skutt inn i selskapene er med andre ord betydelig. Ved en eventuell likvidering av selskapet er det vanlig å ha likvidasjonspreferanse krone for krone i forhold til innskutt egenkapital, men det vil vi komme nærmere inn på under exitrettigheter.

Etter hvert som selskapet blir større og driften mer komplisert, vil ofte gründeren bli byttet ut som daglig leder. Dette fordi gründerne ofte ikke innehar de egenskaper og ferdigheter som kreves for å drive et selskap mot en fremtidig børsnotering eller salg. Såkornfond vi har snakket med sier først og fremst er interesserte i gründerne som kjenner sine egne begrensninger og aksepterer å bli byttet ut som leder etter hvert.

## 5.2 Kontrollrettigheter

Som nevnt tidligere er det i hovedsak to måter å behandle agentproblematikk på, insentiver og kontroll. Motiverte ansatte og insentivprogrammer er selvsagt svært viktig, men i disse investeringene har såkornfondet investert mye større beløp enn gründer og tar dermed en større risiko. Siden man ikke kan skrive fullstendige kontrakter med sine porteføljeselskaper blir kontroll av driften og overvåking av handlinger derfor meget viktig. Vi vil i det følgende delkapittelet presentere resultatene fra analysen som går på kontrollrettigheter.

### 5.2.1 Stemmerettigheter

Det vi har sett i vår undersøkelse er at det er forholdsvis lite sikring av stemmerettigheter i såkorn i Norge. I snitt i vår undersøkelse eier fondene 21% av porteføljeselskapene sine, med et langsiktig mål om å komme opp i 33,4% (for mange, ikke alle). Siden det er vanlige aksjer som er den vanligste eierformen for såkornfond, så vil de også ha en tilsvarende stemmerett som eierrett. Eierandelen ser vi varierer i spektret 11% til 33%. I et av tilfellene fant vi at man hadde en egen aksjeklasse som ga investor flertall i generalforsamling, selv om man ikke var majoritets-eier. Grunnen til at man i de fleste investeringer ønsker å komme opp i 33,4% eierskap er fordi man ved over 1/3 eierskap i praksis vil ha vetorett over alle vedtektsendringer mht aksjeloven § 5-18, og på den måten stå mye sterkere som eier (lovdata.no).

Ser vi på dette i forhold til resultatene fra VC i USA og Tyskland, så ser vi at tallene fra VC er mye høyere enn i såkorn. Mens over 50% av investorene i VC hadde stemmemajoritet, så er det bare ett eksempel på det samme innen såkorn. Forskjellene blir enda større når vi ser på tidlig VC (ca 65%) og såkorn. Det er også mye mer utbredt å bruke forskjellige typer aksjer (vanlige og preferanse osv.) i VC enn i såkorn. Dette gjøres for at VC skal kunne ha kontrollen i selskapet selv om man nødvendigvis ikke sitter på majoriteten av aksjene. Fondene sikrer seg også med vetorettigheter som gjør at de sitter med rettigheter selv om de nødvendigvis ikke har majoritet. Dette vil vi komme tilbake til senere.

Vi tror det er flere grunner til at eierandelen i såkorn i snitt er lavere enn i VC. Blant annet er kontraktene vi ser på her førsterundeinvesteringer, slik at eierandelen vil øke ved senere investeringsrunder. I tillegg ser vi at det ofte er medinvestorer med, og vi ser at samlet eierskap da går opp til nesten 30%. Fond vi har snakket med har også uttykt at de er interessert i at gründer sitter på en tilstrekkelig stor eierandel i sitt eget firma (ønskelig er 10 – 15% ved exit) slik at gründer har de rette insentivene til å gjøre en god jobb. I tillegg til å

legge til rette for gründer til å yte innsats krever også de fleste fondene strenge rapporteringsrutiner fra gründer. Alle disse aspektene tar sikte på å minimere agentkostnadene.

### 5.2.2 Styrerettigheter

I vårt utvalg sitter det i snitt 4,88 personer i styret til porteføljeselskapene (tabell 11). Av disse er i gjennomsnitt 1,58 utnevnt av såkornfondet. Ser vi på totalt utnevnt fra investorer samlet øker tallet til 2,03. Det største styret vi fant var på 6 til 7 personer, mens det minste var på bare 3 personer. Norsk lov sier at et selskap med aksjekapital større enn 3 millioner kroner skal ha minst 3 styremedlemmer (Knudsen, 2009), og det er grunnen til at vi ikke finner noen selskaper med mindre enn dette i vårt utvalg.

Såkornfond sitter sjeldent med flertall i styret, kun ved ca 9% av tilfellene, og i bare en av fire investeringer sitter de med styrelederen. Men det er ofte vanlig at fondene går sammen med medinvestorer for å finansiere selskapene, og at man i disse styrene øker antall medlemmer totalt slik at man sitter med den samme maktfordelingen som før. I VC er den vanligste fordelingen er 40% til investorer, 40% til gründer og 20% uavhengig (tabell 12), og denne fordelingen finner vi også igjen i såkornselskapene. Det er også noen av avtalene som har klausuler som sier at det skal være enighet i styret om å finne uavhengige representanter, og ved noen anledninger at det skal være enighet i styret også med tanke på styreleder.

En stor forskjell mellom VC og såkorn er overføring av styremajoritet ved dårlig prestasjon. Mens vi i VC ser at makten blir flyttet over til investor, så ser vi ingen slike trekk i såkorn. Dette mener vi kan komme av at såkornfond sammenlignet med VC ikke på samme måte er interessert i å sikre nedsiden. Mens VC blir lik en lånegiver (lite interessert i risiko) når det går dårlig, blir såkornfondene mer lik gründer (mer risikovillig). Måten man finansierer såkornfond på med aksjekapital mot konvertible i VC har også mye å si for hvordan man oppfører seg i en situasjon der driften går dårlig. Dette gjør at overføring av makt til såkornfond ikke vil gi samme effekt som hos VC når såkornfond er mer interessert i oppsiden enn å sikre en potensiell nedside. Dette ser vi også med at mange såkornfond har opsjoner, ofte også far-out-of-the-money opsjoner, som øker i verdi med økt volatilitet.

Men det vi derimot ser er at mange av fondene sikrer seg med vetorettigheter. Hele 63,6% av kontraktene i vårt utvalg hadde noen form for vetorettigheter. De aller fleste hadde veto mot salg av eiendeler og IPR samt endringer av strategisk retning i forhold til den godkjente forretningsplanen. I tillegg hadde noen av kontraktene vetorett i forhold til styreleder. Dette er



også ting vi ser igjen fra Bienz og Walz (2005). De samme vetorettighetene går igjen i VC i Tyskland, bare enda mer omfattende.

Det vi også legger merke til her er at de ulike fondene har ulikt syn på dette med styremajoritet og om hvem som skal sitte som styreleder. Noen fond setter dette som krav i mye større grad enn andre. I noen av tilfellene er det også krav om at det skal være enighet i styret for hvem som skal sitte som styremedlem, mens det i de fleste kontrakter ikke er satt noen krav.

Styret i bedriften er den beste måten for såkornfondet å kontrollere driften. I alle kontraktene skulle fondet være representert i styret. Fondet kan på den måten både overvåke hva som blir gjort og kontrollere driften. På den måten unngår de store informasjonsskjevheter og agentkostnader.

### **5.2.3 Avviklingsrettigheter**

Avviklingsrettigheter er ofte sett på som siste mulighet til å få igjen noe av det man har investert i et selskap som går dårlig. Det vi har sett er at hele 63,6% av de kontraktene inneholder noen form for avviklingsrettigheter (tabell 15). Kaplan og Strømberg (2003) på sin side kom frem til at hele 98% av VC kontraktene i USA inneholdt noen form for avviklingsrettigheter (tabell 16).

Den store forskjellen vi har sett fra VC til såkorn er at såkorn ikke nødvendigvis er like interesserte i å sikre nedsiden. I VC er hele poenget med en slik rettighet at man kan få igjen noe hvis selskapet presterer dårlig, mens i såkorn er det mer en rettighet som sier at investor skal ha igjen investert beløp før et eventuelt overskudd fra salg av bedriften som betyr noe. Dette gjelder alle typer salg (med unntak av IPO), og ikke bare salg fra selskaper som går dårlig. Grunnen til dette er nettopp fordi såkornfondene har betalt en betydelig overkurs for sine aksjer i forhold til gründerne. For å få en rettferdig fordeling setter man kravet slik at de skal få igjen overkurspengene før man fordeler eventuelt resterende overskudd etter eierskap.

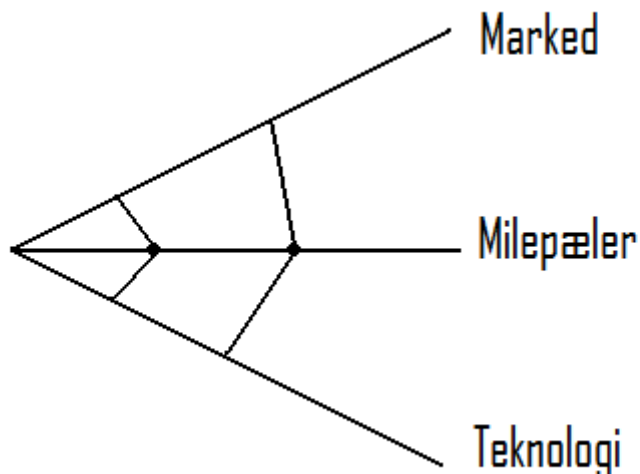
I tillegg har man i 77,3% av kontraktene sikret seg at selskapet skal eie all IPR. Dette kan i større grad ses i sammenheng med at selskapet presterer dårlig. Ved en eventuell avvikling av et selskap i såkornfasen, sitter som regel selskapet igjen med lite eller ingen kontanter, lite eiendeler og generelt lite av verdi. Det eneste som kan være verdifullt for selskapene er deres IPR. Disse går under investors eie, og kan bli solgt eller leaset til andre selskaper etter avvikling.

Vi så her ingen store forskjeller mellom de ulike fondene når det kommer til avviklingsrettigheter. Det eneste vi kan trekke frem er at i et tilfelle fant vi at såkornfondet krevde tilbake hele investert beløp pluss en rentesats før aksjonærene skal ha tilbake pre-money vurderingen sin pluss samme rentesats før eventuelt restbeløp blir fordelt etter aksjepost. De andre avtalene vi har sett har bare satt et krone for krone krav til tilbakebetaling.

#### 5.2.4 Kontraktsvilkår

Ser vi videre på kontraktsvilkår, kan vi ikke se dette på lik linje med VC og deres kontraktsvilkår. Dette fordi såkorn som regel investerer i selskapet som enda ikke har noen fortjeneste. Det man investerer i er en idé, en prototype eller et produkt som ikke nødvendigvis er ferdigutviklet og i salg enda. Dette gjør at det er vanskelig å bruke finansielle mål og salg for å vurdere prestasjoner. Dermed blir det viktigere med ikke-finansielle mål og handlinger som målestokk.

Det vi ser er en mer brukt målestokk, er et mål som definerer milepæler ved hjelp av hvor langt man er kommet med teknologi på den ene siden, og hvor langt man er kommet på markedsorienteringen på den andre. Markedet vil her si å skaffe seg kjøpere eller selskaper som er interesserte i produktet, partnere samt positive markedsundersøkelser osv.



**Figur 8: Kontraktsvilkår** (samtaler med såkornfond, 2009)

Her ser vi at man kan måle prestasjoner ut ifra to forskjellige mål, og se på de i sammenheng. Mens gründer ofte vil legge seg langt ut på teknologisiden og ikke bry seg så mye med markedsiden, ønsker heller investorer det motsatte. Man vil heller selge ett produkt til mange, enn mange produkter til få.

De kontraktene som inneholder klare linjer om milepæler viser også at det er helt klart ikke-finansielle mål som er de viktige. Det vil si ferdigstilling av forretningsplan, patenter, prototyper, ferdigstilling av produkt osv. Så i motsetning til VC der litt over 35% har kontraktsvilkår, og ca halvparten av disse er ikke-finansielle, så har såkorn kontraktsvilkår i ca 82% av sine avtaler der så og si alle er ikke-finansielle eller forbundet med handling (tabell 18 og 19).

Disse ikke-finansielle kravene som kontinuerlig stilles til gründer er med på å sile ut dårlige investeringer på et tidlig stadium og på den måten redusere tapene for såkornfondet.

## **5.2.6 Andre rettigheter**

### **5.2.6.1 Utvanningsbeskyttelse**

Såkornfond er opptatt av å beskytte seg mot utvanning. I vår undersøkelse ser vi at 86,4% av kontraktene inneholder akkurat denne typen beskyttelse (tabell 15). Mange kombinerer også det med en mulighet til å øke sin eierinteresse i selskapet ved også å innføre en forkjøpsrett. Dette er likevel litt mindre enn det Kaplan og Strømberg fant fra sin undersøkelse av VC i USA, der hele 95% av kontraktene inneholder beskyttelse mot utvanning (tabell 16).

Der det er viktigst for såkornfondene å beskytte seg, er når det begynner å dra seg til mot exit og de kan risikere å bli kraftig vannet ut like før en IPO eller et salg. Bare en av kontraktene vi hadde tilgang på sa noe om det var brukt full ratchet eller veid gjennomsnitt, og der hadde valget falt på veid gjennomsnitt. Mens i flere av de andre kontraktene står det at man bestemmer pris på nye aksjer ved hjelp av forhandlinger og eventuelle maksimumssummer man skal betale for aksjer. Som nevnt tidligere er det også ofte brukt kjøpsopsjoner, både i tillegg til, men også i stedet for denne type beskyttelse. Disse opsjonene har en avtalt pris man skal betale for aksjer, men det varierer litt om man kan utnytte denne opsjonen ved milepæloppnåelse, eller innen visse tidsfrister. Noen av avtalene har ikke engang noen fastlagt tidsfrist, noe som er veldig interessant da man kan komme inn like før et salg og få høyest mulig verdi på sine opsjoner.

Interessant er det også at et fond spesielt ikke valgte å bruke denne rettigheten fordi man ønsket flere eiere i selskapene i porteføljen og dermed større likviditet i aksjene.

I tillegg til utvanningsbeskyttelse har man i 31,8% av kontraktene en klausul om forkjøpsrett på aksjer hvis noen av partene skal selge seg ut av selskapet (tabell 15). Denne klausulen kommer som regel sammen med klausulene for exitrettigheter, slik at hvis investor ikke vil

selge selskapet, men gründer vil selge seg ut, så har investor førsteretten til å kjøpe aksjene, ofte til markedspris eller en forhåndsbestemt pris.

### **5.2.6.2 Ikke-konkurrerende avtale**

Når vi ser på ikke-konkurrerende avtaler, så er også dette en viktig del av kontraktene til såkornfondene. Hele 81,8% av avtalene har en slik klausul (tabell 13). Dette er altså mer utbredt i såkorn i Norge enn det er i VC i USA der tallet er ca 70% (tabell 14). Dette er en viktig klausul å ha med fordi gründer ofte er drivkraften bak hele selskapet. Dette gjør at man vil begrense at gründer slutter og begynner til konkurrerende bedrift. Grunnen til at tallet her er høyere enn i VC tror vi er fordi det her er snakk om selskaper der er gründer enda viktigere for suksess enn i selskaper VC investerer i. I VC har man som regel et produkt i salg, og kan klare seg uten gründeres ekspertkompetanse, mens man i såkorn, i mye større grad, er avhengig av gründer for videre produktutvikling og lignende.

I tillegg til ikke-konkurrerende avtaler har man i 45,5 % tilfellene klausuler som binder nøkkelansatte til selskapet i en bestemt periode. Ofte 3 til 5 år (tabell 13). Her er det heller ikke noen store forskjeller mellom fondene. Denne type klausul finner vi ikke igjen i VC. Dette kommer av at nøkkelansatte er helt essensielle for selskapets utvikling. Som regel befinner disse selskapene seg på produktutviklingsstadiet, og da er personene som sitter med ideen bak oppfinnelsen helt nødvendig. Det viktigste er likevel at de ansatte er motiverte til å gjøre en innsats.

### **5.2.7 Exitrettigheter**

Når det gjelder exitrettigheter, ser vi at de viktigste virkemidlene her er tag-along, drag-along og lock up. Mens 67% av alle kontraktene Bienz og Walz (2005) så på i Tyskland hadde en form for exitrettighet, så har over 90% av såkornkontraktene vi så på det samme (tabell 15 og 16).

Det som er forskjellen fra VC og såkorn er spesielt måten man bruker lock up og drag-along på. Siden man i såkorn ofte har en investeringslengde på 3 – 7 år, så vil man prøve å begrense at noen selger seg ut før man er klar for exit. Derfor bruker man en lock up klausul som tilsier at man ikke kan selge aksjene sine uten tillatelse for eksempel i den neste 5 års perioden. Her er det noen avtaler som gir rom for å selge ut deler av aksjeposten (en viss prosentandel) ved fremtidige emisjoner, men hovedregelen er 5 år uten salg. I tillegg har man etter denne fristen en drag-along som sier at når såkornfondet skal selge seg ut, så kan det selge hele selskapet,

også aksjene til de andre eierne. Tidsfristene for lock up og drag-along er som regel satt i sammenheng med forventet IPO eller salg.

Lock up har som regel en tidsramme på 5 år, men vi har også sett eksempler på 3 og 6 år. I tillegg gjelder det ofte hele aksjeposten til gründer, selv om det i enkelte tilfeller er lov å selge unna en del av beholdningen sin uten at investor kan stoppe dette. Hvis det er flere gründere ser vi at enkelte fond godtar transaksjoner mellom gründerne og salg til tredjepart så lenge gründerne til sammen sitter på en aksjepost som er større enn en forhåndsbestemt størrelse. I en spesifikk kontrakt sier man at gründer kan selge unna deler av sin eierandel hvis tredjepart går med på å tre inn i samme aksjonæravtale som gründeren i sin tid signerte. Lock up fant vi i 96,4% av kontraktene. Lock-up er viktig av samme grunn som tidsbinding av ansettelsesforholdet. Uten mulighet til å kunne selge sin andel av bedriften økes motivasjonen til å arbeide for økt verdi av bedriften på lang sikt.

Drag-along blir brukt i ren form i de fleste investeringene, men krav om minimumsverdi på selskapet og/eller krav om en viss eierandel i selskapet før man kan selge forekommer også. Man har også i noen avtaler en klausul som gir andre eiere førsterett til kjøp av aksjene man vil selge, før en eventuell dra-along klausul slår inn. Ved ett tilfelle har heller ikke såkornfondet lov til å bruke drag-along klausulen til å selge aksjene til selskaper som i noen grad er knyttet til fondet på andre måter. Drag-along klausulen ble brukt i hele 90,9% av kontraktene. Dette er viktigere i såkorn enn i VC fordi selskapene er mindre og man er derfor helt avhengig av å ha muligheten for å selge hele selskapet.

Tag-along blir også brukt i 90,9% av avtalene, og alle som har med en drag-along har også med en tag-along, så disse to klausulene blir her brukt sammen i alle avtalene. En tag-along sikrer både investor og andre aksjonærer at de kan delta på samme betingelser i enhver overføring eller salg av aksjer fra enten investor eller aksjonærer. Her er det ingen spesielle klausuler som skiller en kontrakt fra en annen.

Piggy back rettigheter fant vi ikke i noen av kontraktene vi har undersøkt. Dette kan indikere at såkornfondene ikke ser på en IPO som en naturlig exitstrategi. Der IPO er svært vanlig i VC investeringer, er muligens vanlig salg mer sannsynlig for porteføljebedriftene i såkorn.

Vi ser her at både tag-along og drag-along er viktige i såkornfondenes avtaler. Dette kommer av at man i hovedsak er interessert i å selge et helt selskap og ikke bare deler. Et selskap i såkornfasen har som regel sine verdier i IPR og gründer, og kjøper vil som regel kjøpe rettigheten til hele selskapet og dens produkter, og ikke dele disse. På samme måte så vil ikke

investor sitte igjen med en liten bit av et selskap som kan være lite likvid. Begge disse problemene løses ved å innføre exitrettigheter. Disse rettighetene er helt nødvendige for å få til en suksessfull exit. Uten exitrettigheter kan det være vanskelig å få til et salg, og dermed umulig å tjene på investeringene.

## **5.2.8 Andre såkornspesifikke rettigheter**

### **5.2.8.1 Konfliktåndtering**

Et punkt som var med i ca 27% av kontraktene var et eget punkt om hvordan man skal behandle eventuelle uoverensstemmelser mellom gründer og investor (tabell 17). Flere av kontraktene hadde klare regler for hvordan en slik konflikt skal løses, og viktig for mange er at man prøve å holde konflikten utenfor retten så lenge som mulig. Dette fordi en rettssak vil ta lang tid og koste begge parter mye penger. Med mange små investeringer er det viktig for såkornfondet at man ikke bruker unødig tid og ressurser på tvister med selskapene.

### **5.2.8.2 Krav om gjeldsfrihet**

Spesielt hos et fond var det i flere av kontraktene satt et krav om at gjeld som fantes i systemet fra før måtte tilbakebetales eller konverteres til aksjer før en eventuell investering kunne ta plass. Dette fordi en av de første tingene fondet gjør i etterkant av en investering er å få på plass ytterligere finansiering i form av lån og andre investorer. Da kan det være viktig å være gjeldfri slik at nye lån kan komme i stand på gode betingelser. En annen grunn er at såkornfondet ønsker også å være først i køen ved en eventuell likvidering. Da kan det ikke være andre kreditorer med forrang i boet. Såkornfond vi har snakket med sier likevel at ”ny”, ukjent, gjeld ofte blir et problem når man skal skrive den endelige aksjonæravtalen.

### **5.2.8.3 Krav om rapportering**

De aller fleste fondene hadde strenge krav om rapportering fra gründer om selskapets drift. Her er det snakk om finansielle rapporteringer på måneds-, kvartals- og årsbasis. I tillegg til dette er det ofte krav om fremdriftsrapportering. Dette er viktig i såkorn siden det er satt en ramme for hvor lenge fondet skal leve, og det er ofte satt en planlagt exit etter en viss tid. Med tanke på at man jobber mye med produkter og teknologi som enda ikke er ferdigutviklet, er det ikke alltid ting går som planlagt, og alt er i rute. Hvis tidsfrister blir brutt og utviklingen går senere enn planlagt er det viktig at fondene får vite om dette slik at de kan komme på banen og prøve å ordne opp i problemene, eventuelt vurdere om man skal gå videre med selskapet.

## 6. Konklusjon

I innledningen av oppgaven kom vi med en tese som sa at det vil være forskjell på kontrakter i VC fond og såkornfond fordi risikoen er forskjellig grunnet at porteføljeselskapene befinner seg på forskjellige faser i livssyklusen. Vi har i denne oppgaven forsøkt å teste hvorvidt denne tesen er korrekt. I det følgende vil vi oppsummere funnene våre og komme med en konklusjon.

Det vi har sett i vår undersøkelse er at det er mange fellestrekk mellom kontrakter i såkorn og VC. Mange av de samme kontraktvilkårene går igjen, noe som heller ikke er overraskende med tanke på at såkorn er en type tidlig VC. Vi ser at ufullstendige kontrakter er et problem hos begge parter og dette kontrolleres med til tider strenge kontrollrettigheter. På noen områder er de samme utfordringene løst på forskjellige måter, mens andre utfordringer er mer såkornspesifikke.

Selv om det er mange likheter, ser vi også store forskjeller på noen punkter. Blant annet ser vi at såkornfond investerer betydelig mindre beløp i hvert porteføljeselskap, og investerer i langt flere selskaper enn VC fond. Dette kommer av at selskapene såkornfond investerer i er helt i startfasen av sitt liv, og større investeringer enda ikke er nødvendig. I tillegg har såkornfond begrenset kapital. Risikoen ved investeringer i slike selskaper er veldig høy, og fondene vil diversifisere ved å investere i flere. Av de 30 til 40 selskapene såkornfond ønsker å ha i porteføljen sin, mener de at 2 til 7 skal tjene inn fondet. Altså mener man at noen få selskaper skal gå svært godt og bli solgt for en høy pris, mens resten av porteføljen vil være mer eller mindre verdiløs.

Den største forskjellen mellom såkorn og VC vi fant er måten man finansierer sine porteføljeselskaper på. Vi ser at på grunn av høye konkurskostnader og mye asymmetrisk informasjon mellom gründer og investor vil kapitalstrukturen til selskapene ha en stor betydning. Mens man i VC nesten utelukkende bruker en eller annen form for konvertible obligasjoner, bruker man i såkorn nesten utelukkende vanlig aksjekapital. Dette er spesielt siden man forventer også såkornfond vil minimere konkurskostnadene. Grunnen til at såkornfondene likevel velger å bruke vanlig aksjekapital er at man er klar over at porteføljeselskapene har lite eller ingen materielle eiendeler og få har et ferdig produkt og salgsinntekter. Dette vil si at det er lite å hente ved en konkurs. Det selskapene ofte sitter igjen med som eiendeler er patenter og annen IPR, som investor sikrer seg gjennom andre kontrollrettigheter. Derfor ser såkornfond ikke så mye mot nedsidebeskyttelse, men prøver heller å skaffe seg gode opsjoner på oppsiden til selskaper. Som nevnt over venter man at

noen få selskaper skal tjene inn hele fondet, og da vil man sitte med så store eierandeler som mulig i de som går inn. VC har på den annen side mye mer å tape ved en konkurs siden selskapene har kommet lenger i livssyklusen og de fleste genererer inntekt. Man går også inn med langt større investeringer i hvert selskap, slik at en konkurs vil få større konsekvenser for fondets avkastning.

Det vi også har sett er at såkornfond i mye større grad bruker trinnvis finansiering enn VC fond. Dette har med redusering av hold-up problemet å gjøre. Her vil man motivere gründer til å gjøre en god jobb ved at han er garantert mer penger til videreutvikling hvis man når forhåndsbestemte milepæler. I tillegg vil man her redusere fondets risiko ved å porsjonere ut investeringen, med rettigheter til å tilbakeholde og trekke seg fra videre investeringer hvis man ser mål ikke blir nådd, og selskapet og gründer ikke innfrir forventningene.

Et annet interessant funn er den utstrakte bruken av exitrettigheter i såkornfondene. Siden denne type investeringer har lav suksessrate, har såkornfondene sikret seg med mange ulike exitrettigheter. Dette sikrer at såkornfondene får gjennomført gode salg av de få bedriftene som faktisk viser seg å ha suksess. Exitrettighetene sørger også for at fondene ikke blir sittende igjen med små og lite likvide andeler av selskapene.

Vi har avdekket få forskjeller mellom de ulike såkornfondene. Noen fond er mer opptatt av opsjoner, mens andre er mer opptatt av konvertible lån. Utenom dette er alle såkornfondene vi har undersøkt relativt like i oppbyggingen av kontraktene.

Konklusjonen er at det på mange områder er forskjeller mellom kontraktene, og disse forskjellene skyldes i stor grad forskjeller i risiko.



## 7. Kilder

- Bartlett, Joseph. (1995), "Equity Finance: Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganizations", John Wiley and Sons, New York, NY
- Bienz, Carsten, og Walz, Uwe. (2005), "Evolution of Decision and Control Rights in Venture Capital Contracts: An Empirical Analysis", Discussion Papers, NHH, Bergen
- Bienz, Carsten, og Walz, Uwe. (2006), "The Dynamics of Venture Capital Contracts", Discussion Papers, NHH, Bergen
- Brealey, Richard A. et al. (2008), "Principles of Corporate Finance. 9<sup>th</sup> ed.", McGraw-Hill/Irwin, Boston, MA
- CEBR Centre for Economic and Business Research (2001), "Seed Capital in the Nordic Countries: Best Practice - A report prepared for the Nordic Industrial Fund", København, Danmark
- Dewatripont, Matthias, og Jean, Tirole. (1994), "A theory of debt and equity: Diversity of securities and anagersshareholder congruence", Quarterly Journal of Economics 109: 1027-1054. MIT, Boston, MA
- Edvartsen, Stig, (22.05.2009), "Slakter Gründerfondene", Dagens Næringsliv, Oslo
- European Venture Capital Association (2009), "Stage Distribution of investments, industry statistics"<[www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge\\_Center/EVCA\\_Research/Statistics/4\\_3\\_Investment/08INV\\_2\\_StageDistribution.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Statistics/4_3_Investment/08INV_2_StageDistribution.pdf)> (opplattet 22.05.09)
- Frank, Murray Z. and Goyal, Vidhan K., (2005), "Trade-off and Pecking Order Theories of Debt", Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Elsevier, Nederland
- Grünfeld, Leo A. et al. (2009), "Veksthus eller såkorn til spille? - Evaluering av ordningene for såkornfond under Innovasjon Noreg", Meno-publikasjon nr 5/2009, Oslo <[http://www.menon.no/filestore/skornevaluering\\_MENON\\_NF.pdf](http://www.menon.no/filestore/skornevaluering_MENON_NF.pdf)> (opplattet 22.05.09)
- Hart, Oliver, og John Moore. (1998), "Default and renegotiation: A dynamic model of debt", Quarterly Journal of Economics 113, 1-41. MIT, Boston, MA

- Hochberg, Yael E. et al. (2005), "Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance", *The Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 62(1), pages 251-301. Alden, PA
- Hochberg, Yael E. et al. (2006), "Networking as a Barrier to Entry and the Competitive Supply of Venture Capital", NYU, New York, NY
- Holmström, Bengt (1979), "Moral Hazard and Observability", *Bell Journal of Economics* 10, 74-91. John Wiley and Sons, New York, NY
- Jodal, Stein (2006), "Såkorfond - Eksisterende fond og Fond under etablering", Innovasjon Norge, Oslo
- Kaplan, S., og Strömberg, P. (2000), "Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence From Venture Capitalist Analyses", *The Review of Economic Studies*, LSE, London, UK
- Kaplan, S., og Strömberg, P. (2003), "Financial Contracting Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts", *The Review of Economic Studies*, Vol. 70, No. 2, pp. 281-315, LSE, London, UK
- Knudsen, Gudmund (2009), "Aksjeselskap", *Store Norske Leksikon*, (SNL), Kunnskapsforlaget, Oslo, <<http://www.snl.no/aksjeselskap>> (opplaget 03.04.09)
- Lerner, Joshua (2000), "Venture Capital and Private Equity: A Casebook", John Wiley and Sons, New York, NY
- Levin, Jack (1998), "Structuring Venture Capital, Private Equity and Entrepreneurial Transactions", *Aspen Law and Business Series*, Aspen Publishers, New York, NY
- Ljungqvist, Alexander og Richardson, Matthew (2003), "The cash flow, return and risk characteristics of private equity", NYU Stern, Working Paper, New York, NY
- Lovdata, "Lov om aksjeselskaper (aksjeloven)", <<http://www.lovdata.no/all/nl-19970613-044.html>>, (opplaget 01.05.09)
- McDonlad, Robert L. (2006), "Derivatives Markets 2th edition", Pearson Education Inc, Boston, MA
- Menon Business Economics (2007), "Full focus on investment: The 2007 NVCA activity survey", *NVCA årbok 2008*, s. 60-70

- Menon Business Economics (2008), "Full focus on investment: The 2008 H1 NVCA activity survey", <NVCA.no>
- Metrick, A (2007), "Venture Capital and the Finance of Innovation", John Wiley & Sons Inc, New York, NY
- OECD (2005), "SME and Entrepreneurship Outlook, Organization for Economic Cooperation and Development, Paris, Frankrike
- Ross, Stephen A. (1973), "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem", The American Economic Review, Pittsburg, PA
- Sahlman, William A (1990), "The structure and governance of venture-capital organizations", Journal of Financial Economics nr. 27, s. 473-521, Rochester, NY
- Stewart C. Myers og Nicholas S. Majiuf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information the Investors do Not have", National Bureau of Economic Research, Cambridge MA
- Stokke, Halvor Hage og Aarsnes, Jonas Flø (2008): Venture capital contracts in Norway - An analytical approach. MSc Thesis, Major Financial Economics, NHH, Bergen
- Ueda, Masako (2000) "Bank versus Venture Capital Department of Economics and Business", Universitat Pompeu Fabra, Economics Working Papers, 522, Barcelona, Spania
- Wang, Susheng and Zhou, Flora H, (2002), "Staged Financing in Venture Capital: Moral Hazard and Risks", SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=385080> eller DOI: 10.2139/ssrn.385080>, (opplaget 03.04.09)
- Wassum Investment Consulting AS (2003), "Wassum-rapporten (Evaluering av Sårkornordningen)", Utarbeidet for Nærings-og Handelsdepartementet, Oslo

## 8. Appendiks

<b>Tabell 1:</b> Oversikt over kontraktsdelene sammenlignet med VC .....	60
<b>Tabell 2:</b> Nye funn i såkornkontrakter.....	61
<b>Tabell 3:</b> Deskriptiv statistikk om såkorninvesteringene: Verdsettelse: .....	62
<b>Tabell 4:</b> Deskriptiv statistikk om såkorninvesteringene: Finansiering.....	62
<b>Tabell 5:</b> VC investeringer: størrelse.....	62
<b>Tabell 6:</b> VC investeringer: finansieringsmåter (Kaplan og Strømberg, 2003).....	62
<b>Tabell 7:</b> Deskriptiv statistikk om investeringene: Trinnvis finansiering.....	63
<b>Tabell 8:</b> VC investeringer: Trinnvis .....	63
<b>Tabell 9:</b> Deskriptiv statistikk om investeringene: Eierandeler:.....	63
<b>Tabell 10:</b> VC investeringer: Eierandeler .....	63
<b>Tabell 11:</b> Kontraktsforhold: Kontroll: Styrerettigheter og stemmerettigheter: .....	64
<b>Tabell 12:</b> VC investeringer: Styre.....	64
<b>Tabell 13:</b> Kontraktsforhold: Ansatte i porteføljebedriften/Gründer.....	64
<b>Tabell 14:</b> VC investeringer: Gründer .....	64
<b>Tabell 15:</b> Kontraktsforhold: Rettigheter i forhold til exit/salg.....	65
<b>Tabell 16:</b> VC Investeringer: Exitrettigheter/salg .....	65
<b>Tabell 17:</b> Andre kontraktsforhold: .....	65
<b>Tabell 18:</b> Eksempler på forskjellen i kontraktsvilkår mellom VC og såkorn. VC.....	66
<b>Tabell 19:</b> Eksempler på forskjellen i kontraktsvilkår mellom VC og såkorn. Såkorn .....	67

**Tabell 1:** Oversikt over kontraktsdelene sammenlignet med VC

Kontraktsdel:	VC	VC begrunnelse	Såkorn	Såkorn begrunnelse
Størrelse på investeringen	30-50 mill NOK	Større fond, større selskaper, mer kapitalkrevende investeringer.	3,3 mill NOK	Mindre kapitalkrevende investeringer, risikominimering.
Antall investeringer per fond	6	Store investeringer som krever mye kapital og tid fra forvalterne.	16	Mindre investeringer øker antallet. Vil ikke ha for mange, for også her krever investeringene tid og innsats fra forvalterne.
Medinvestorer	40%	Risikospredning, mer kompetanse. Stenge markedet.	55%	Mer kompetanse, risikospredning
Trinnvis	40-70%	Risikominimering. Må bevise før de får mer utbetalt. Minimere hold-up.	76%	Risikominimering. Må bevise før de får mer utbetalt. Brukes på milepæler for å motivere til innsats.
Ordinære aksjer	4%	Dårlig sikkerhet ift nedsiderisiko.	28-100%	Enkelt og greit. Får kontrollrettigheter og kontantstrømrettigheter automatisk.
Konvertible preferanseaksjer	94%	Øker muligheten for å få igjen investeringen ved tap, samtidig som muligheten for gevinst er der. Får litt kontroll.	4%	Brukes lite. Bruker i stedet opsjoner til å replikere. Er ikke like opptatt av nedsiderisikoen. Bruker i stedet likvidasjonspreferanse for å minimere tap. Bedriftene har ikke drift til å betjene renter/dividender.
Lån (konvertible)	5%	Oppnår ikke kontroll. Får ikke like god avkastning.	19%	Oppnår ikke kontroll. Får ikke avkastning. Dårlig egnet for fondet. Bedriftene har ikke driftsinntekt til å betjene renter/dividender.
Opsjoner	20%	Brukes for å tjene ved en evt. exit. Et alternativ til konvertible. Brukes i tillegg til aksjekapital.	67%	Brukes for å tjene ved en evt. exit. Et alternativ til konvertible. Brukes i tillegg til aksjekapital.
Opsjoner til ansatte/vesting av aksjer	40%	Brukes for å motivere til innsats	35%	Brukes for å motivere til innsats
Eierandel	55-70%	(se under)	30%	Uttalt mål at gründer skal sitte igjen med en god andel ved exit. Motivere.
Stemmerettigheter (majoritet)	50%	Kontroll over beslutninger. Henger sammen med eierandel.	4%	Har ikke stor nok eierandel. Men har vetorettigheter i styret. Mål om 33,4% - delvis kontroll i generalforsamling.
Styrekontroll.	26 – 40%	Enkleste måte å kontrollere driften. Bruker også veto.	9%	For lav andel, men har veto i viktige saker. Sjeldent med styreflertall – bruker heller veto.
Veto	50-100%	Viktig for å ha kontroll over beslutninger.	64%	Viktig for å ha kontroll over beslutninger. Veto på svært mange saker.
Avviklingsrettigheter	98%	Redusere tap.	64%	Få igjen overkurs. Redusere tap. Ikke like viktig da investeringer i stor grad er ”sunk cost”.
Kontraktsvilkår	35%	Brukes for å	82%	Har ikke finansielle tall å basere

		kontrollere risiko og motivere til innsats. (finansielle)		kontrakten på, må bruke ikke-finansielle. Ofte i sammenheng med trinnvis finansiering ifm utbetalinger. (ikke-finansielle)
Utvanningsbeskyttelse	95%	Helt essensielt for å tjene på investeringen. Fare for å bli utvannet mot slutten.	86%	Vil ha likvide aksjer (ett fond) – vil derfor ikke ha beskyttelsen. De andre sier det er viktig for dem.
Ikke-konkurrerende	70%	Viktig for å beskytte IPR i selskapet	82%	Viktig for å beskytte IPR i selskapet
Krav til rapportering, ofte så mye som månedlige	20%	Risiko, Styring, Kontroll	82%	Risiko, Styring, Kontroll
Exitrettigheter	67%	Når man kommer til en evt. exit er det essensielt at salget utføres bra.	90%	Når man kommer til en evt. exit er det essensielt at salget utføres bra.

**Tabell 2:** Oversikt over nye funn i såkornkontrakter

Nytt i såkorn	Andel	Begrunnelse
Konflikthåndtering	27%	Ikke bruke unødig til og ressurser på rettssaker. Saker skal løses utenfor retten.
Lock up	96%	Tvinge gründer til å være med selskapet. Motivere til innsats over tid.
Krav om gjeldfrihet	Noen få observasjoner	Risikostyring.
IPR	77%	Eneste med reell verdi i selskapene. Viktig ved avvikling.
Tidsbinding ansettelse av gründer	46%	Gründer er essensiell for selskapet. Uten gründer er det ingen bedrift. Sier også at dette ikke virker i seg selv, man trenger en <i>motivert</i> gründer.

**Tabell 3:** Deskriptiv statistikk om såkorninvesteringene: Verdsettelse:

Tallene er hentet fra undersøkelsene av term sheets i norske såkornfond i perioden 2006-2009. Tabellen viser median og gjennomsnitt av de ulike kontraktsdelene.

Kontraktsdel	Median	Gjennomsnitt	N
År	2008	2007	21
Verdsettelse	9 500 000kr	9 979 765kr	20
Verdsettelse etter investering	14 985 000kr	15 511 833kr	20
Initiell egenkapital i bedriften	167 000kr	198 723kr	5

**Tabell 4:** Deskriptiv statistikk om såkorninvesteringene: Finansiering

Tallene er hentet fra undersøkelsene av term sheets i norske såkornfond i perioden 2006-2009. Tabellen viser median og gjennomsnitt av de ulike kontraktsdelene, samt hvor stor andel av kontraktene som innehar den aktuelle kontraktsdelen.

Kontraktsdel	Frekvens	Median	Gjennomsnitt	N
Aksjeinvestering	100,00 %	2 871 000kr	3 312 206kr	20
Konvertibel investering	21,74 %	1 600 000kr	1 600 000kr	2
Opsjoner	65,22 %			23
Total investering	0,00 %	4 000 000kr	5 415 806kr	20
Totalt kun m/medinvestorer	47,83 %	5 000 000kr	7 272 374kr	11
størrelse medinvesteringen	0,00 %	1 650 000kr	3 824 727kr	11
størrelse såkorn	0,00 %	3 192 000kr	3 447 646kr	11

**Tabell 5:** VC investeringer: størrelse

Tallene er hentet fra undersøkelsene av term sheets i VC investeringer i Tyskland og USA. Tabellen viser median og gjennomsnitt av de ulike kontraktsdelene. Tallene fra Tyskland er hentet fra Bienz og Walz (2005), mens tallene fra USA er hentet fra Kaplan og Strømberg (2003).

VC investeringsstørrelse	Median	Gjennomsnitt
Tyskland	10 440 000kr	43 220 000kr
USA	33 600 000kr	49 700 000kr

**Tabell 6:** VC investeringer: finansieringsmåter

Tallene er hentet fra undersøkelsene av term sheets i VC investeringer i Tyskland og USA. Tabellen viser hvor stor andel av kontraktene som innehar den aktuelle kontraktsdelen. Tallene fra Tyskland er hentet fra Bienz og Walz (2005), mens tallene fra USA er hentet fra Kaplan og Strømberg (2003).

Finansieringsmåte	Tyskland	USA
Konvertible preferanseaksjer	8 %	80%
Gjeld	23 %	2%
Ordinære aksjer	29 %	0,5%
Kombinasjoner	38 %	17,5%
Opsjoner	N/A	20%

**Tabell 7:** Deskriptiv statistikk om såkorninvesteringene: Trinnvis finansiering

Tallene er hentet fra undersøkelsene av term sheets i norske såkornfond i perioden 2006-2009. Tabellen viser median og gjennomsnitt av de ulike kontraktsdelene, samt hvor stor andel av kontraktene som innehar den aktuelle kontraktsdelen.

Kontraktsdel	Frekvens	Median	Gjennomsnitt	N
Trinn 1	73,91 %	1 500 000kr	2 000 000kr	15
Trinn 2	73,91 %	1 500 000kr	1 674 067kr	15
Trinn 3	30,43 %	2 125 000kr	4 141 667kr	6
Trinn 4	13,04 %	3 100 000kr	6 700 000kr	3
Vanlig utbetaling – total investering	21,70 %	2 000 000kr	2 368 400kr	5
Trinnvis utbetaling - total investering	95,65 %	4 000 000kr	3 626 807kr	15
Sekvensiell utbetaling - total investering	21,70 %	4 000 000kr	3 010 000kr	5

**Tabell 8:** VC investeringer: Trinnvis

Tallene er hentet fra undersøkelsene av term sheets i VC investeringer i Tyskland og USA. Tabellen viser hvor stor andel av kontraktene som innehar den aktuelle kontraktsdelen. Tallene fra Tyskland er hentet fra Bienz og Walz (2005), mens tallene fra USA er hentet fra Kaplan og Strømberg (2003).

Kontraktsdel	USA	Tyskland
Trinnvis	40%	70%
Medinvestorer	N/A	39%

**Tabell 9:** Deskriptiv statistikk om såkorninvesteringene: Eierandeler:

Tallene er hentet fra undersøkelsene av term sheets i norske såkornfond i perioden 2006-2009. Tabellen viser hvor stor andel av kontraktene som innehar den aktuelle kontraktsdelen.

Kontraktsdel	Median	Gjennomsnitt	N
Oppnådd eierandel såkorn	21,47 %	21,25 %	20
Virkelig egenkapitalandel såkorn	98,98 %	98,64 %	5
Oppnådd eierandel m/medinvestor	30,09 %	31,10 %	20
Eierandel gründer	69,91 %	68,90 %	20
Eierandel medinvestor	12,94 %	17,89 %	11

**Tabell 10:** VC investeringer: Eierandeler

Tallene er hentet fra undersøkelsene av term sheets i VC investeringer i Tyskland og USA. Tabellen viser hvor stor andel av kontraktene som innehar den aktuelle kontraktsdelen. Tallene fra Tyskland er hentet fra Bienz og Walz (2005), mens tallene fra USA er hentet fra Kaplan og Strømberg (2003).

Kontraktsdel	USA	Tyskland
Eierandel VC	55,80 %	34,14%
Eierandel Gründer	23,10 %	N/A



**Tabell 11: Kontraktsforhold i såkornfond: Kontroll: Styrerettigheter og stemmerettigheter**

Tallene er hentet fra undersøkelsene av term sheets i norske såkornfond i perioden 2006-2009. Tabellen viser median og gjennomsnitt av de ulike kontraktsdelene, samt hvor stor andel av kontraktene som innehar den aktuelle kontraktsdelen.

Kontraktsdel	Frekvens	Median	Gjennomsnitt	N
Styrets størrelse		5	4,88	17
Antall fra såkornfond		2	1,55	21
Totalt fra investorer		2	2,03	16
andel investor i styret		40,00 %	42,09 %	17
Styreleder såkorn	34,78 %			23
Styreflertall såkorn	4,35 %			23
Generalforsamling flertall	4,35 %			23
Vetorettigheter i styret såkorn	60,87 %			23

**Tabell 12: VC investeringer: Styret**

Tallene er hentet fra undersøkelsene av term sheets i VC investeringer i Tyskland og USA. Tabellen viser hvor stor andel av kontraktene som innehar den aktuelle kontraktsdelen. Tallene fra Tyskland er hentet fra Bienz og Walz (2005), mens tallene fra USA er hentet fra Kaplan og Strømberg (2003).

Kontraktsdel	USA	Tyskland
Andel VC i styret	40 %	
Andel gründer i styret	40 %	
Andel med vetorettigheter		80 %

**Tabell 13: Kontraktsforhold i såkornfond: Ansatte i porteføljebedriften/Gründer**

Tallene er hentet fra undersøkelsene av term sheets i norske såkornfond i perioden 2006-2009. Tabellen viser median og gjennomsnitt av de ulike kontraktsdelene, samt hvor stor andel av kontraktene som innehar den aktuelle kontraktsdelen.

Kontraktsdel	Frekvens	Median (år)	Gjennomsnitt (år)	N
Ikke konkurrerende avtale gründer	82,61 %			23
Tidsbinding ansettelse gründer	47,83 %	3	3,00	4
Opsjoner til ansatte/gründer	39,13 %			23

**Tabell 14: VC investeringer: Gründer**

Tallene er hentet fra undersøkelsene av term sheets i VC investeringer i Tyskland og USA. Tabellen viser hvor stor andel av kontraktene som innehar den aktuelle kontraktsdelen. Tallene fra Tyskland er hentet fra Bienz og Walz (2005), mens tallene fra USA er hentet fra Kaplan og Strømberg (2003).

Kontraktsdel	USA	Tyskland
Ikke konkurrerende	70,20 %	76,13 %
Vesting av aksjer	41,90 %	12,14 %

**Tabell 15: Kontraktsforhold i såkornfond: Rettigheter i forhold til exit/salg**

Tallene er hentet fra undersøkelsene av term sheets i norske såkornfond i perioden 2006-2009. Tabellen viser median og gjennomsnitt av de ulike kontraktsdelene, samt hvor stor andel av kontraktene som innehar den aktuelle kontraktsdelen.

Kontraktsdel	Frekvens	Median (år)	Gjennomsnitt (år)	N
Likvidasjonspreferanse	60,87 %			23
Forkjøpsrett (fra andre eiere)	30,43 %			23
Utvanningsbeskyttelse(v/emisjon)	82,61 %			23
Lock up	82,61 %	4	4,17	6
Drag along	91,30 %	5	4,56	16
Tag along	91,30 %	3	3,00	1

**Tabell 16: VC Investeringer: Exitrettigheter/salg**

Tallene er hentet fra undersøkelsene av term sheets i VC investeringer i Tyskland og USA. Tabellen viser hvor stor andel av kontraktene som innehar den aktuelle kontraktsdelen. Tallene fra Tyskland er hentet fra Bienz og Walz (2005), mens tallene fra USA er hentet fra Kaplan og Strømberg (2003).

Kontraktsdel	USA	Tyskland
Exitrettigheter	N/A	86,12 %
Utvanningsbeskyttelse	94,80 %	31,50 %
Likvidasjonspreferanse	98,00 %	38,89 %
Forkjøpsrett	84,30 %	66,17 %

**Tabell 17: Andre kontraktsforhold i såkornfond**

Tallene er hentet fra undersøkelsene av term sheets i norske såkornfond i perioden 2006-2009. Tabellen viser hvor stor andel av kontraktene som innehar den aktuelle kontraktsdelen.

Kontraktsdel	Frekvens	N
Betingelser mht Due Dilligense	86,96 %	23
Milepælplan for utbetaling	78,26 %	23
IPR eiet av selskapet	78,26 %	23
Konflikthåndteringsklausul	26,09 %	23
Putopsjoner (tvunget salg)	8,70 %	23
Rapporteringsplikt	83,74 %	23

**Tabell 18:** Eksempler på forskjellen i kontraktsvilkår mellom VC og såkorn. VC

Type vilkår	Eksempler VC
Finansielle mål	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ansattes aksjer vestes hvis fortjenestemål møter krav</li> <li>- VC får stemmekontroll hvis EBIT er under et fastlagt mål</li> <li>- Dividendeutbetaling (utbetalt i aksjer) blir suspendert hvis man møter fortjenestemål</li> <li>- Hvis verdsettelse er under et fastsatt nivå får VC 3 ekstra seter i styre</li> <li>- Opsjonspris blir satt til verdi av selskapet</li> <li>- Opsjoner dør hvis fortjeneste når mål</li> <li>- Får neste finansieringsrunde når man når finansielle mål fastsatt i forretningsplanen</li> </ul>
Ikke finansielle mål	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ansattes aksjer vestes når man når et hvis tall på positiv tilbakemelding på produktet</li> <li>- Ansattes aksjer vestes når modell nr 2 kommer ut til markedet</li> <li>- Gründers aksjer vester når man får godkjent patenter</li> <li>- Gründers aksjer vester når man finner partner</li> <li>- Får neste finansieringsrunde når man er ferdig med nødvendige tester</li> <li>- Får neste finansieringsrunde når man finner en strategisk partner</li> </ul>
Handling/avgjørelse	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Får neste finansieringsrunde når man får fullført plan om inngang i nye markeder og den blir godkjent av styret</li> <li>- Aksjer vestes når man ansetter ny nøkkelperson eller CEO</li> <li>- Får ny finansieringsrunde når man ferdigstiller nytt anlegg</li> </ul>
Salg	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Gründers eierskap øker ikke-lineært ut i fra aksjespris ved IPO eller salg</li> <li>- VC sin konverteringspris øker hvis selskapet selger over et minimumsbeløp</li> <li>- VC warrants dør ved en IPO med minimum verdi</li> <li>- Får neste finansieringsrunde ved opptak av nytt lån</li> <li>- Får neste finansieringsrunde ved ny forhandlerkontrakt</li> </ul>

Kilde: Kaplan og Strømberg (2003)

**Tabell 19:** Eksempler på forskjellen i kontraktsvilkår mellom VC og såkorn. Såkorn

Type vilkår	Eksampler Såkorn
Finansielle	- Due diligence
Ikke finansielle	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Pilotanlegg godkjent for drift</li> <li>- Testprogram gjennomført</li> <li>- Signerte intensjonsavtaler</li> <li>- Produsert x antall enheter</li> <li>- Avtale med distributør</li> <li>- Første kommersielle salg</li> <li>- Oppstart av dokumentasjonsprosjekt</li> <li>- Produsere prototype for testing</li> <li>- Prototype består testing</li> <li>- Plan for produksjon</li> <li>- Funksjonell modell</li> <li>- Oppstart studie</li> </ul>
Handling/avgjørelse	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ferdigstilling av oppdatert forretningsplan</li> <li>- Overføring av kommersielle rettigheter til teknologi</li> <li>- Produktformulering ferdigstilt for lansering</li> <li>- Plan for lansering</li> <li>- Valg av rådgiver</li> <li>- Dialog med partnere for lansering</li> <li>- Lansering</li> </ul>
Salg	- N/A