



Frants Gundersen og Ove Langeland

MER ENN PENGER?

Kunnskapsbedrifters erfaringer
med venture- og såkornkapital

NOTAT
2004:109

Tittel: **Mer enn penger?**
Kunnskapsbedrifters erfaringer med venture-
og såkornkapital.

Forfatter: Frants Gundersen og Ove Langeland

NIBR-notat: 2004:109

ISSN: 0801-1702
ISBN: 82-7071-489-5

Prosjektnummer: 0-1799
Prosjektnavn: Storbyene som arena for kunnskapsrik kapital

Oppdragsgiver: Norges forskningsråd

Prosjektleder: Ove Langeland

Referat: I dette notatet beskrives hvordan norske kunnskapsbedrifter finansieres og hvilke erfaringer bedriftene har med såkornfond og ventureselskap som investorer og eiere.

Sammendrag: Norsk

Dato: September

Antall sider: 53

Utgiver: Norsk institutt for by- og regionforskning
Gaustadalléen 21, Postboks 44 Blindern
0313 OSLO

Vår hjemmeside: Telefon: 22 95 88 00
Telefaks: 22 60 77 74
E-post: nibr@nibr.no
<http://www.nibr.no>

Org. nr. NO 970205284 MVA

© NIBR 2004

Forord

I dette notatet presenteres resultatene fra en spørreundersøkelse til et utvalg kunnskapsbedrifter som er finansiert av såkorn og venturekapital. Formålet er å kartlegge kunnskapsbedriftenes erfaringer med såkornfond og ventureselskap som investorer og eiere. Notatet er en del av rapporteringen fra prosjektet "Storbyene som arena for kunnskapsrik kapital" som NIBR utfører for Norges forskningsråd under programmet "Byutvikling – drivkrefter og planleggingsutfordringer". Prosjektet fokuserer på finansiering som en sentral drivkraft for nyskaping og på storbyenes innovasjonsfordeler.

Notatet er skrevet av Frants Gundersen og Ove Langeland og sistnevnte er også prosjektleder for prosjektet "Storbyene som arena for kunnskapsrik kapital".

Vi takker alle bedriftene som midt i en travel hverdag har tatt seg tid til å svare på et forholdsvis omfangsrikt skjema og slik bidratt med nyttig informasjon som kan gi økt innsikt i spørsmål om finansiering av innovasjon og entreprenørskap.

Oslo, september 2004

Ove Langeland
Forskningsjef

Innhold

Forord	1
Figuroversikt.....	4
Tabelloversikt	5
Sammendrag	6
1 Innledning	8
1.1 Tema.....	8
1.2 Problemstillinger	8
1.3 Metode og data.....	9
1.4 Notatets struktur	10
2 Kunnskapsbedrifter – typer og kjennetegn	11
2.1 Bedriftenes generelle kjennetegn	11
2.2 Marked, produksjon og innovasjon	14
3 Finansiering av innovasjon og entreprenørskap.....	16
3.1 Problemer ved tidligfaseinvesteringer.....	16
3.1.1 Finansielt gap ved oppstart og utvikling	17
3.2 Risikokapitalmarkedet for kunnskapsbedrifter	19
3.2.1 Det formelle såkorn og venturekapitalmarkedet	19
3.2.2 Storforetak som venturekapitalister (Corporate venturekapital)	19
3.2.3 Private investorer (Business angels)	20
3.3 Forholdet mellom bedrift og ventureselskap/ såkornfond.....	20
3.4 Tilbudet av risikokapital til norske kunnskapsbedrifter	21
4 Finansiering av kunnskapsbedrifter	23
4.1 Intern og ekstern finansiering.....	23
4.2 Finansieringskilder utover venturekapital.....	24
4.3 Investeringer og eierandeler	26
4.4 Aksjekapital i tidlige faser.....	28
4.5 Milepælinvesteringer.....	29
5 Finansieringsproblemer.....	31
5.1 Mangel på egenkapital	31
5.2 Mangel på lokal risikokapital er et problem.....	34
5.3 Finansieringsproblemer også i byene.....	34
6 Kontakt og forhandlinger mellom bedrift og venturekapital	37
6.1 Kontakt og tidshorisont på forhandlinger og investeringer.....	38
6.2 Prisen er vanskeligst å enes om.....	39
7 Kunnskapsrik kapital.....	42
7.1 Risikokapital er viktigst	42
7.2 Kompetanse er også viktig	43
7.3 Mest fornøyd med styrearbeidet.....	44

8	Konklusjon	46
8.1	Hovedfunn	46
8.2	Funn og refleksjoner	48
	Litteratur	50

Figuroversikt

Figur 2.1	Beliggenhet for bedriftene som svarte i forhold til bruttoutvalget	12
Figur 2.2	Fordeling av bedriftene i undersøkelsen og i hele næringslivet etter næring.....	13
Figur 2.3	Bedriftenes hovedmarked og tilknytning til større foretak/konsern. Prosent.....	14
Figur 4.1	Finansieringskilder utenom venturekapital. Prosent av bedriftene.	24
Figur 4.2	Finansieringskilder etter etableringsår. Prosent av bedriftene.	25
Figur 4.3	Finansieringskilder etter investeringsintensitet. Kroner per sysselsatt.....	26
Figur 4.4	Tilført venturekapital i hver bedrift i perioden 1999–2001 og eierandel til ventureselskapene. Prosent av bedriftene.	27
Figur 4.5	Tilført venturekapital i hver bedrift i perioden 1999–2001, etter omsetning og antall ansatte	28
Figur 4.6	Finansieringskilder etter hvilken fase bedriften befinner seg i	29
Figur 4.7	Type investering etter ventureselskapets eierandel. Prosent av bedriftene. ..	30
Figur 5.1	Problemer med finansiering av enkelte investeringer. Årsak til problemene. Andel av bedriftene	32
Figur 5.2	Andelen bedrifter med finansieringsproblem etter hvorvidt de opplever problemer med å formidle produktinformasjon til ventureselskapet	33
Figur 5.3	Finansieringsproblemer etter innovasjonskostnader per ansatt. Prosent av bedriftene.....	33
Figur 5.4	Bedriftenes vurdering om det var vanskelig å skaffe finansiering fra ventureselskap i området de var lokalisert, og om dette var et problem.	34
Figur 5.5	Mangel på lokal VC og om dette er et problem etter bedriftenes lokalisering	36
Figur 5.6	Lokalisering av bedriftene i brutto- og nettoutvalget.....	37
Figur 6.1	Kontakthypighet mellom ventureselskap og bedrift etter størrelse på bedriften	39
Figur 6.2	Prosent av bedriftene som har oppgitt ulike spørsmål under forhandlinger mellom bedrift og ventureselskap som vanskelig eller svært vanskelig	40
Figur 6.3	Prosent av bedriftene som har oppgitt ulike spørsmål under forhandlinger mellom bedrift og ventureselskap som vanskelig eller svært vanskelig etter ventureselskapets investering per sysselsatt.....	40
Figur 6.4	Prosent av bedriftene som har oppgitt ulike spørsmål under forhandlinger mellom bedrift og ventureselskap som vanskelig eller svært vanskelig etter ventureselskapets eierandel	41
Figur 7.1	Viktigste grunn til å kontakte ventureselskap eller såkornfond. Prosent av bedriftene.....	43
Figur 7.2	Bedriftenes vurdering av faktorer som er viktig for verdiskaping	44

Tabelloversikt

Tabell 2.1	Bedriftene etter størrelse og næring. Prosent av alle bedriftene.....	12
Tabell 3.1	Etterspørsel og tilbud av risikokapital.....	18
Tabell 7.1	Hvor fornøyd porteføljebedriftene er med ventureselskapenes bidrag i tillegg til kapitaltilførsel.....	45

Sammendrag

Frants Gundersen og Ove Langeland

Mer enn penger.

Kunnskapsbedrifters erfaringer med venture- og såkornkapital.
NIBR-notat 2004:109

Dette notatet fokuserer på kunnskapsbedrifters erfaringer med venture- og såkornkapital. Søkelyset rettes mot etterspørselssiden og vi ser på hvordan entreprenører og nystartede bedrifter vurderer dette spesialiserte segmentet i kapitalmarkedet. Formålet er å få en bedre forståelse av bedriftenes erfaringer med ventureselskaper og såkornfond som investorer og eiere, få større innsikt i innovasjonsprosesser og slik styrke grunnlaget for innovasjonspolitik. Finansiering er en avgjørende forutsetning for innovasjon, og venture- og såkornkapital utgjør en hovedkilde for finansiering av innovasjon og entreprenørskap, særlig for bedrifter som er basert på ny teknologi og står for radikale innovasjoner. Mangel på kunnskapsrik kapital utgjør ofte en viktig hindring for nyskaping. For bedrifter i idé-, oppstart- og tidlig utviklingsfase er forretningskunnskap og industriell kompetanse like viktig som kapital.

Bedriftene i denne studien omfatter i hovedsak kunnskapsintensive storbynæringer som IT/IKT, konsulentvirksomhet og kunnskapsintensiv forretningsmessig tjenesteyting (KIFT). Men også industri er overrepresentert. Flertallet av bedriftene er lokalisert i de største byene. De utgjør en dynamisk og avansert del av næringslivet med leveranse av spesialutviklede produkter og tjenester og har de høy innovasjonsintensitet. Bedriftenes investeringer gjøres i hovedsak i produktutvikling, produktlansering og FoU-virksomhet.

I tillegg til venturekapital har bedriftene gjerne finansiering fra offentlige kilder, private investorer og de bruker egne midler. Det er primært likviditetshensyn som forklarer eksternt finansiering.

Investeringsbeløpene varierer sterkt mellom bedriftene, dels etter størrelse og alder, og ventureselskapene har store eierandeler i mange av bedriftene. Investeringene går i hovedsak til oppstart- og vekstfasen. Milepælsinvesteringer er forholdsvis lite brukt, unntatt for store investeringer.

Mange bedrifter har problemer med å finansiere sine investeringer og mangel på egenkapital oppgis som viktigste grunn til finansieringsproblemene. Problemene er størst for dem som har problemer med å formidle produktinformasjon, og for innovasjonsintensive bedrifter. Mange har også problemer med å få finansiering i den regionen bedriften er lokalisert. Dette problemet synes imidlertid å være like stort for bedrifter i storbyer og sentrale strøk som for bedrifter lokalisert utenfor byene. Det kan skyldes at konkurransen og kampen om kapitalen er større i byene enn i mer spredte strøk.

Bedriftene oppsøker vanligvis venturekapitalen, men kontakt via FoU-miljøer og forretningsnettverk, er også ganske vanlig. Risikokapital er viktigste grunn for bedriftene

til å kontakte ventureselskaper og såkornfond, men ønsket om å få inn en langsiktig og kompetent investor samt få tilgang til rådgivning og en kvalifisert samtalepartner, er også viktig for bedriftene. De fleste bedriftene synes ventureselskapene har en passe lang tidshorison på sine investeringer, og at venturekapitalen har bidratt til en positiv utvikling av bedriften. Ventureselskap og såkornfond følger opp bedriftene ganske tett og bedriften er relativt godt fornøyd med styrearbeidet som gjøres av disse investorene. Andre strategiske bidrag vurderes som mer middelmådige eller dårlige. Såkornfond og ventureselskap har derfor et klart forbedringspotensial når det gjelder strategiske aktiviteter. Men resultatene kan også skyldes urealistiske forventninger fra bedriftene om hva ventureselskap og såkornfond skal og kan bidra med til bedriftens utvikling.

1 Innledning

1.1 Tema

Tema for dette notatet er kunnskapsbedrifters erfaringer med venture- og såkornkapital. Formålet er å få en bedre forståelse av denne kapitalens betydning for finansiering av entreprenørskap og innovasjon. Søkelyset rettes mot kapitalmarkedet for tidligfase-investeringer i kunnskapsintensive næringer, sett fra bedriftenes side. Det finnes en rekke studier som beskriver venture- og såkornkapital - kjennetegn, investeringsprofil og arbeidsmåter (Gompers og Lerner 2000, Mason og Harrison 1994). I denne undersøkelsen flyttes fokus fra tilbudssiden¹ til etterspørselssiden ved at vi ser på hvordan entreprenører og nystartede bedrifter vurderer dette spesialiserte segmentet i kapitalmarkedet. Tanken er at bedre forståelse av bedriftenes erfaringer med venture- og såkornkapital vil gi økt innsikt i innovasjonsprosesser og styrke grunnlaget for innovasjonspolitik.

En moderne økonomi hevdes å være en innovasjonsdrevet økonomi hvor vitenskap, teknologi og innovasjon i økende grad bestemmer den økonomiske veksten i land og regioner og konkurranseevnen i næringer og bedrifter (OECD 2002). Finansiering er en avgjørende forutsetning for innovasjon, og venture- og såkornkapital utgjør en hovedkilde for finansiering av innovasjon og entreprenørskap, særlig for bedrifter som er basert på ny teknologi og står for radikale innovasjoner (OECD 1996, 2000 and 2001, Murray 1994, 1998). Finansiering av innovasjon medfører imidlertid en rekke problemer knyttet til entreprenørskap, menneskelig kapital, risikofylte investeringer og overvåking.

Mangel på kunnskapsrik eller kompetent kapital, nevnes ofte som en viktig hindring for entreprenørskap og innovasjon. Bedrifter i idé-, oppstart- og tidlig utviklingsfase trenger ikke bare kapital for å utvikles, forretningskunnskap og industriell kompetanse er like viktig. Slike strategiske aktiviteter fra såkornfond og ventureselskaper antas faktisk å utgjøre deres viktigste bidrag til porteføljebedriftenes resultater (Wijbenga mfl. 2003). Såkorn- og venturekapital hevdes derfor å være "mer enn penger" fordi denne kapitalen også tilfører bedriftene ledelseserfaring, strategisk rådgivning og gir dem tilgang til finansielle og industrielle nettverk (Bygrave og Timmons 1992).

1.2 Problemstillinger

Undersøkelsen tar utgangspunkt i følgende problemstillinger:

1. Hva kjennetegner kunnskapsbedriftenes investeringer?

¹ Ventureselskaper og såkornfond beskrives her som tilbudssiden selv om de ikke tilbyr egen kapital, men bare forvalter andres kapital og slik sett er formidlere mellom entreprenører og investorer.

2. Har kunnskapsbedriftene finansieringsproblemer og hvorfor?
3. Hvordan er forholdet mellom ventureselskaper og såkornfond og bedriftene?
4. Bidrar ventureselskaper og såkornfond både med kapital og kompetanse til bedriftenes utvikling?
5. Hvor viktig er strategiske aktiviteter fra VC for kunnskapsbedriftenes verdiskaping og resultater?

Den første problemstillingen er av rent beskrivende karakter. Formålet er å undersøke om bedriftene har investert, hva de har investert i, hvilke finansieringskilder de har benyttet i tillegg til venture og såkornkapital, hvorfor ekstern finansiering er viktig, hvor store investeringene har vært og i hvilke faser ventureselskaper og såkornfond har investert. Den neste problemstillingen går ut på å undersøke om og hvorfor kunnskapsbedriftene har finansieringsproblemer, og om dette kan knyttes til regional fordeling av venture- og såkornkapital og til bedriftenes produkter og innovasjonskostnader. Den tredje problemstillingen fokuserer på relasjonen mellom investor og bedrift, på hvordan bedriftene kommer i kontakt med venture- og såkornkapital, om bedriftene mener ventureselskap og såkornfond har passe tidshorisont på sine investeringer, om prosessen med å få kapital er for tidkrevende og hva som er de vanskeligste spørsmål i investeringsprosessen. De to siste problemstillingene fokuserer på venture- og såkornkapital som kunnskapsrik kapital, på om venture- og såkornkapital bidrar til bedriftenes utvikling og til økt verdiskaping gjennom å tilføre bedriftene kommersiell forretningskunnskap og bransjekompetanse i tillegg til kapital.

1.3 Metode og data

Notatet baserer seg på egne innsamlede data gjennom en spørreundersøkelse til 240 porteføljebedrifter. Utvalget bedrifter er satt sammen fra oversikter hos alle ventureselskap og såkornfond som er intervjuet i forbindelse med prosjektet ”Storbyene som arena for kunnskapsrik kapital”² samt noen VC-selskaper som ikke inngår i dette prosjektet. Siden de fleste største ventureselskaper og såkornfond omfattes av prosjektet, er det grunn til å tro at den alt overveiende delen av de norske porteføljebedriftene omfattes av undersøkelsen. Alle bedriftene i undersøkelsen har det til felles at de har mottatt venturekapital de siste tre årene, men som vi kommer tilbake til er det også en rekke andre felles kjennetegn ved bedriftene. I en undersøkelse om finansiering av innovasjon og entreprenørskap kunne det også vært interessant å fange inn bedrifter som har forsøkt, men ikke klart å skaffe seg venturekapital. Da kunne en trekke noe mer generelle konklusjoner om venturekapital og problemer knyttet til tidligfasefinansiering.

Spørreundersøkelsen er inndelt i ulike hovedbolker – kjennetegn ved bedriftene, produksjons- og markedsforhold; finansiering og finansieringsproblemer; relasjonen mellom bedrift og ventureselskap/såkornfond, og den betydning disse aktørene har for porteføljebedriftenes utvikling og verdiskaping. I tillegg til denne spørreundersøkelsen drar vi også veksler på data som er innsamlet i casestudier og informantintervjuer i prosjektet, fra ventureselskap og såkornfond.

² Prosjektet ”Storbyene som arena for kunnskapsrik kapital” er finansiert av Norges forskningsråd under programmet ”Byutvikling – drivkrefter og planleggingsutfordringer”. Prosjektet fokuserer på finansiering som en sentral drivkraft for nyskaping og på storbyenes innovasjonsfordeler, og baserer seg på data fra både tilbuds- og etterspørselssiden i venture og såkornkapitalmarkedet.

Undersøkelsen i porteføljebedriftene er gjennomført høsten 2002 og våren 2003. Spørreskjemaene ble sendt til bedriftene per e-post og de fleste av svarene ble også returnert på samme måte. Noen få skjema ble sendt postalt og en del kom også i retur per post. Av de 240 utsendte skjemaene har 76 bedrifter svart. Det gir en svarprosent på 32. Den relativt lave svarprosenten gjør at det er noe usikkerhet knyttet til svarene og i presentasjonen av resultatene begrenser vi oss stort sett til enkle statistiske analyser. At svarprosenten ikke ble høyere kan trolig forklares med at disse bedriftene representerer en gruppe respondenter som er særdeles vanskelig å få i tale. Dette er gründere og entreprenører som ofte står midt oppe i en travel hverdag for å overleve. Deres oppmerksomhet er gjerne rettet mot helt andre ting enn å svare på spørreundersøkelser i forskningsprosjekter, og tiden er kanskje deres knappeste ressurs. Sett på den bakgrunn er det kanskje ikke så verst at en tredel av respondentene har tatt seg tid til å fylle ut et relativt omfattende spørreskjema med 40 spørsmål. I internasjonal sammenheng er svarprosenten ganske høy.

1.4 Notatets struktur

Neste kapittel starter med å beskrive bedriftene som er med i undersøkelsen. Bedriftene som mottar venturekapital utgjør ikke noe gjennomsnitt av norsk næringsliv, men avviker både når det gjelder alder, næring og lokalisering. I kapittel 3 diskuteres finansiering av innovasjon og problemer knyttet til finansiering i tidlige faser, og hvorfor venturekapital er spesielt viktig for nyskapning i næringslivet. I kapittel 4 beskrives finansieringen av bedriftene, med hensyn til omfang, kilder, bedriftens utviklingsfaser og venturekapital-selskapenes eierandeler. I kapittel fem rettes søkelyset mot finansieringsproblemer og hvorvidt slike problemer er knyttet til regionale forhold, produkt eller innovasjonskostnader i bedriftene. Kapittel seks belyser selve ventureprosessen, hvordan ventureselskap og bedrift kommer i kontakt med hverandre, hva som er vanskelige spørsmål i forhandlinger mellom dem og hvor hyppig ventureselskapene følger opp bedriftene. I kapittel sju etterprøver vi påstanden om at venturekapital utgjør en type kunnskapsrik kapital som tilfører bedriftene mer enn penger. I sluttkapitlet sammenfattes og diskuteres empiriske hovedfunn i lys av tidligere studier og teoretiske antagelser.

2 Kunnskapsbedrifter – typer og kjennetegn

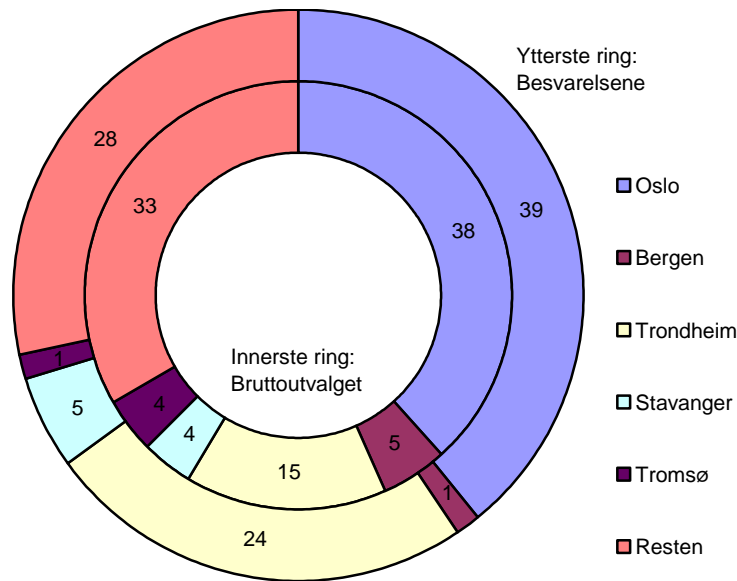
I dette kapitlet redegjøres det nærmere for ulike kjennetegn ved bedriftene som inngår i utvalget. For hele utvalget på 240 bedrifter har vi opplysninger om bedriftens geografiske plassering (kommune), næringskode (NACE) på femsiffernivå og etableringsår. For alle bedriftene som har svart har vi i tillegg opplysninger om størrelse etter antall ansatte og omsetning, markeds- og konkurransesituasjon, bedriftens produkter/tjenester og innovasjon.

Her undersøker vi først i hvilken grad de 76 bedriftene som har svart er representative for de 240 bedriftene i bruttoutvalget, og hvordan bedriftene i vårt utvalg fordeler seg på næringer sammenliknet næringslivet for øvrig. Deretter beskrives bedriftenes markeds- og konkurransesituasjon, type produksjon/tjenester og hvor innovative de er.

2.1 Bedriftenes generelle kjennetegn

Det er en helt klar tendens til at venturekapitalen spesialisere seg i nye kunnskapsintensive næringer, og en like klar tendens til at investeringene kommer i storbyregioner. Studien av ventureselskapenes porteføljebedrifter viser at ca to tredeler av de 240 bedriftene er lokalisert til de fem største byene i Norge. Og Oslo-dominansen er klar. Hele 44 prosent av bedriftene er lokalisert i Osloregionen³, mens 15 prosent er lokalisert i Trondheim, som kanskje regnes som den fremste høyteknologiske byen i Norge. Ellers i landet er det tynt, både med venturekapital og kunnskapsintensive bedrifter. For å kunne skaffe et komplett bilde av betydningen av investeringene av venturekapital, både næringsmessig og regionalt, vil det imidlertid være nødvendig å studere disse investeringene i forhold til den samlede investeringskapitalen i de ulike næringer og regioner. Som det framgår av figur 1 er bedriftene som har svart stort sett representative for hele utvalget, med hensyn til lokalisering.

³ Osloregionen omfatter Oslo og Akershus

Figur 2.1 *Beliggenhet for bedriftene som svarte i forhold til bruttoutvalget*

Bedriftene som er med i spørreundersøkelsen tilhører som nevnt bestemte næringer. Felles er at bedriftene opererer innen næringer der en viktig del av virksomheten er produksjon og forvaltning av kunnskap. Bedrifter i næringer som industriproduksjon, tjenester knyttet til IT, konsulentvirksomhet og forretningsmessige tjenester er alle overrepresentert i forhold til næringslivet for øvrig. Om lag 60 prosent av de 240 bedriftene, kan klassifiseres som kunnskapsintensive eller høyteknologiske, og fire av fem av disse igjen tilhører kategorien kunnskapsintensiv forretningsmessig tjenesteyting (KIFT). Næringer som detalj-, og engroshandel og annen tjenesteyting er underrepresentert blant kunnskapsbedriftene.

Tabell 2.1 *Bedriftene etter størrelse og næring. Prosent av alle bedriftene*

Antall ansatte	Næring					I alt
	Mangler næring	Databehandling	Industri	Konsulentvirksomhet	Andre næringer	
Mangler ansatte						1
Under 10		5	7	7	9	5
10-39		3	12	9	9	5
40 og over		1	8	8	5	5
I alt		9	26	24	24	17

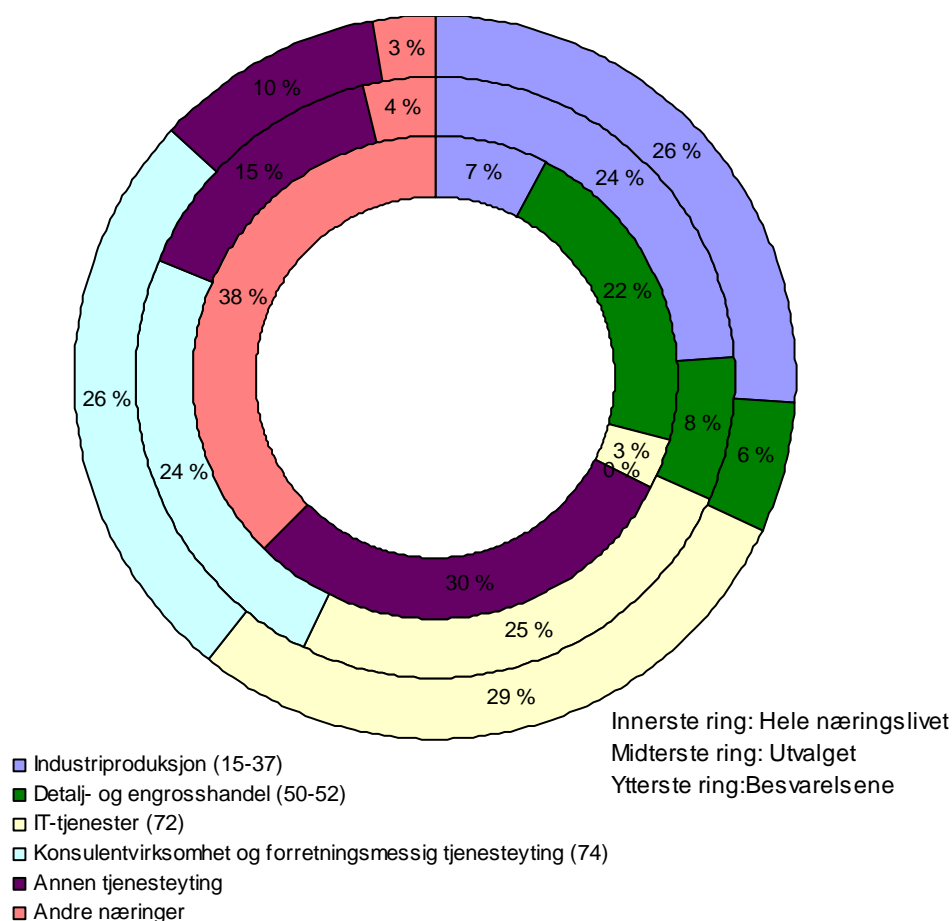
Det er en relativt stor andel små bedrifter i utvalget. Dette er ikke uventet siden undersøkelsen i stor grad omfatter bedrifter i oppstart- eller tidlig vekstfase. Dermed er det mindre sannsynlig at store bedrifter kommer med. Bedriftene er imidlertid ikke spesielt små i norsk sammenheng. Cirka en tredjedel av bedriftene har mindre enn 10 ansatte⁴, mens dette gjelder for over 70 prosent for alle norske bedrifter. Blant alle norske bedrifter er det under 10 prosent som har over 40 ansatte, mens dette er tilfelle for mer enn hver fjerde bedrift i vår undersøkelse. Sammenligningen med hele den norske

⁴ I undersøkelsen spørres det etter ansatte. Imidlertid er det tvilsomt om respondenten skiller mellom ansatte og sysselsatte (ansatte pluss aktive eiere). Det er tvert i mot grunn til å anta at aktive eiere er vanlig nettopp i denne typen bedrifter. Sammenligningen med offentlig statistikk vil derfor bli noe omtrentlig.

bedriftspopulasjonen kan synes litt søkt, siden denne også inneholder bedrifter som er resultat av enkeltpersoners yrkesutøvelse gjennom enmannsbedrifter, slik som alt fra fiskere, bønder og frisører til forfattere, snekkere og advokater. Som en følge av dette er det bedrifter med én sysselsatt det finnes absolutt flest av i Norge, mens bare et fåtall av disse ville være aktuelle for denne undersøkelsen. Imidlertid viser sammenligningen at bedriftene i denne undersøkelsen er reelle nok, og ikke bare ideer på planleggingsstadiet.

Kunnskapsintensiv tjenesteyting veier tungt i ventureselskapenes porteføljer, men som det framgår av figur 2 er det også en langt større andel industribedrifter blant porteføljebedriftene enn det en finner i næringslivet generelt. Hver fjerde bedrift som mottar venturekapital er en industribedrift, mens andelen industribedrifter i hele næringslivet kun utgjør 7 prosent. Dette kan være indikasjon på at venturekapital er villige til å satse på industri og dermed kan være viktig for industriell fornyelse. Industriell kompetanse og kunnskap skapes som kjent gjennom kumulative og dynamiske prosesser. Dermed blir det viktig å bygge videre på og utvikle den industrien som allerede finnes for slik å bevare en tilstrekkelig kritisk masse og hjemmebase (Reve mfl. 1992).

Figur 2.2 Fordeling av bedriftene i undersøkelsen og i hele næringslivet etter næring



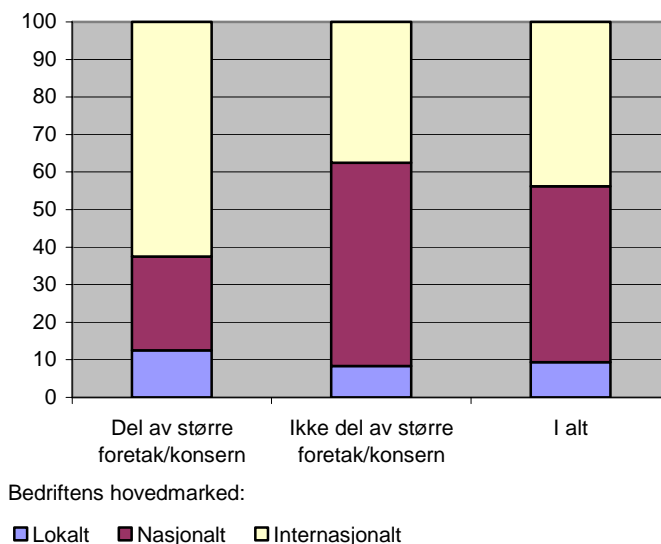
Blant bedriftene som svarte på undersøkelsen finner vi en generell samvariasjon mellom enkelte kjennetegn. Det vil si at antall ansatte samvarierer med omsetningen, og både omsetning og antall ansatte i bedriften samvarierer gjennomgående positivt med alderen på bedriften. Bedrifter innen industrinæringer er også gjennomgående eldre og større enn andre bedrifter.

2.2 Marked, produksjon og innovasjon

Bedriftene i denne undersøkelsen tilhører en liten gruppe selskaper som har mottatt venturekapital eller såkornkapital i løpet av treårsperioden 1999–2001. Disse bedriftene representerer en spesiell, men viktig, del av næringslivet, siden såkornkapital/venturekapital benyttes i faser med nyskaping og investeringer for fremtiden. At bedriftene i denne undersøkelsen representerer en dynamisk del av næringslivet vises også i besvarelsene når det gjelder internasjonal orientering og ressursbruk til innovasjon.

Halvparten av bedriftene har minst 30 prosent av omsetningen fra et internasjonalt marked, mens det ikke er noe selskap som bare har den lokale regionen (fylke, for bedrifter i Oslo og Akershus: begge fylkene) som marked. Det er også en klar tendens til at bedrifter som er del av et større foretak eller konsern er mest internasjonalt orienterte. Over 60 prosent av disse bedriftene har internasjonale markeder som sitt hovedmarked. Nesten to tredjedeler av bedriftene karakteriserer sine produkter/tjenester som spesialutviklede for sluttbrukere, i motsetning til standardiserte produkter eller som underleverandører til annen bedrift.

Figur 2.3 *Bedriftenes hovedmarked og tilknytning til større foretak/konsern. Prosent*



Undersøkelsen viser også at dette er meget innovative bedrifter. En tredjedel av bedriftene har brukt minst 30 prosent av hele omsetningen på innovasjonsaktivitet, mens bare tre prosent av bedriftene svarer at de *ikke* har brukt ressurser på innovasjon siste år. Til sammenligning er det i Statistisk sentralbyrås innovasjonsundersøkelse for 2001 bare 29 prosent av foretakene som svarte at de hadde gjennomført innovasjoner i løpet av perioden 1999–2001 (Norges forskningsråd 2003). Disse foretakene regnes som representative for hele næringslivet, og de brukte i snitt bare 1,5 prosent av omsetningen på innovasjon.

Ulike bransjer har ulike kjennetegn med hensyn til omstillingsevne, produkttyper og i hvilke geografiske markeder de opererer. For bedrifter i enkelte bransjer, med mange nasjonale og internasjonale konkurrenter må innovasjonsgraden være høy bare for å overleve (f.eks. IT og telekommunikasjon), mens man i andre bransjer kan drive i årevis

med de samme produktene og likevel klare seg rimelig bra. Dette varierer altså vanligvis etter hvilket marked man opererer i, men i vårt materiale er det ikke noen sterk sammenheng verken mellom innovasjonsandel og type produkt, eller mellom innovasjonsandel og marked. Det skyldes nok først og fremst at storparten av bedriftene i undersøkelsen tilhører et lite antall bransjer som befinner seg i den ene enden av skalaen med spesialtilpassede produkter, høy innovasjonsgrad og som i liten grad er basert på lokalt marked, mens bedriftene i andre enden av skalaen ikke er blant bedrifter som normalt mottar venturekapital.

3 Finansiering av innovasjon og entreprenørskap

Det hevdes gjerne at entreprenører og nystartede bedrifter i kunnskapsintensive næringer har særlige problemer med å finansiere sine investeringer. Det skyldes for det første at det ofte er ekstremt høy risiko knyttet til investeringene, og for det andre at informasjonen er skjevt fordelt mellom den som tilfører og den som søker etter kapital. Ekstern finansiering er imidlertid ofte nødvendig når en entreprenør skal etablere seg eller en bedrift skal gjøre investeringer for å utvikle seg i takt med endringer i marked og teknologi. Finansielle hindringer regnes for å være spesielt store for små kunnskapsbedrifter hvor produkt/prosess ikke er marketestet, hvor rask utvikling av ny teknologi gjør eksisterende teknologi avleggs innen kort tid, og hvor det ofte skjer en ubønhørlig læringsprosess i usikre omgivelser (Moore 1994, Oakey 1995, 2003).

I dette kapitlet behandles først særegne problemer ved tidligfaseinvesteringer med vekt på høy risiko og asymmetrisk informasjon mellom investor og bedrift (3.1). Dernext beskrives risikokapitalmarkedet for kunnskapsbedrifter der venture- og såkornkapital regnes som den viktigste kapitalen for prosjekter og nyetablerte bedrifter med høy innovasjonsevne og stort vekstpotensial (3.2). Videre fokuseres det på forholdet mellom bedrifter og venturekapital og på de viktigste strategiske aktivitetene såkornfond og ventureselskaper kan tilføre sine porteføljedrifter (3.3). Til slutt gis det en kort oversikt over tilbudet av risikokapital til kunnskapsbedrifter (3.4).

3.1 Problemer ved tidligfaseinvesteringer

Tidligfaseinvesteringer skaper problemer både for investor og bedrift. Venture- og såkornkapital må håndtere til dels meget store incentiv- og informasjonsproblemer knyttet til finansiering av innovasjon og entreprenørskap. De investerer i risikofylte prosjekter med høy grad av usikkerhet, manglende informasjon, store immaterielle verdier og skiftende markedsbetingelser. For å overkomme disse problemene bruker ventureselskap og såkornfond strenge seleksjons- og investeringskriterier. For entreprenøren eller bedriften vil det ofte være vanskelig å nå fram i den strenge søke- og vurderingsprosessen. Det kan være vanskelig å formidle tilstrekkelig informasjon om produkt/prosess, eller å akseptere de strenge kravene om kontroll og styring som såkornfond og ventureselskap ofte stiller for å investere. I tillegg kan søke- og vurderingsprosessen være meget tidkrevende, og entreprenøren vil ofte være i tidsnød.

Tidligfaseinvesteringer i høyteknologiske bedrifter forutsetter en langsiktig og kompetent kapital som involverer seg i bedriftene. De tidlige venturekapitalistene i Silicon Valley representerte nettopp denne typen investorer. De gikk tidlig inn i prosjektene med kapital, investeringene var langsiktige og de bidro aktivt til å utvikle bedriftene. Utover på 1980- og 1990-tallet synes den internasjonale trenden å ha gått i retning bort fra en slik aktiv

”hands-on”-strategi og over til en mer ”hands-off”-strategi, og de klassiske venturekapitalistene er blitt avløst av mer institusjonaliserte ventureselskaper (Bygrave og Timons 1992, Mason og Harrison 1999).

3.1.1 Finansielt gap ved oppstart og utvikling

For at en entreprenør eller bedrift skal få finansiering, må det foreligge en idé eller et produkt med et kommersielt potensial, helst på internasjonal basis. Det nye produktet eller prosessen må være teknologisk overlegent og prismessig konkurransedyktig for å være attraktivt for investorene. Hvis ikke blir prosjektet ikke realisert. Det kan imidlertid oppstå problemer både med å finansiere overgangen fra idé til produkt eller bedrift, og med finansiere utviklingen fra nyetablering fram til en suksessrik bedrift (Oakey 2003).

Mange kunnskapsbedrifter starter opp som spin-offs fra offentlige FOU-miljøer som universiteter og andre forskningsmiljøer, eller fra store høyteknologiske foretak. I denne spin-off-fasen tar gjerne offentlige FOU-midler slutt lenge før ideen eller produktet er nær nok markedet til å være kommersielt interessant for venturekapital. Spin-off-fasen kan strekke seg over flere år og ventureselskapene går sjelden inn før de ser konturene av en bedrift, og de forventer gjerne markeds lansering innen et par år. I Norge og i mange andre land finnes ulike offentlige programmer for kommersialisering av FOU samt såkornfond som er innrettet mot å redusere finansieringsgapet i spin-off-fasen. Men mye tyder på at disse midlene er utilstrekkelige (CEBR 2000, Mason og Harrison 2001/2002).

Tabell 1.1 gir en stilisert framstilling av hvilke faser de ulike kapitalkildene går inn i prosjekter, hvilke aktiviteter som preger de ulike fasene, hvordan kapitalbehovet øker over tid og når ulike finansieringsgap oppstår. Før såkorn, når kapitalbehovet er lite, finansierer gjerne gründerne sine ideer og prosjekter ved egen sparing og lån fra familie og venner og offentlige tilskudd. Etter hvert som utviklingsarbeidet skyter fart og kapitalbehovet øker kommer private investorer (business angels) og såkornfond inn som viktigste investorer. Når gründerbedriften ekspanderer ytterligere og markedspotensialet er mer klart er det tid for ventureselskapene å gå inn med større investeringer. Slik utfyller de ulike kapitalkildene hverandre i takt med bedriftens utvikling. I praksis overlapper de og hverandre ved at såkorn gjerne følger med inn i ekspansjonsfasen, og ved at venturekapitalen i noen grad går inn i såkorn og oppstartfasen. Når bedriftene er veletablert overtar bankene som bedriftens viktigste finansieringskilder.

Tabell 3.1 *Etterspørsel og tilbud av risikokapital*

Fase	Før såkorn	Såkorn/oppstart	Første vekst	Ekspansjon						
Tilførsel	Gründer	Business angels/såkornfond Venturekapital								
Etterspørsels-Aktiviteter	Forretningsplan	Prototype, teknologisk utvikling, salg og markedsføring		Markedsstrategi, fokusert geografisk markedsutvidelse						
Kapitalbehov (NOK)	100.000	500.000	1M	1,5M	2M	5M	10M	15M	20M...	
Tilførsel-etterspørsel =gap										

Kilde: Sohl 2003, fra Gullander og Napier 2003

Som en følge av at dette samspillet mellom tilbud og etterspørsel etter risikokapital støtter gjerne entreprenøren på finansieringsproblemer i to ulike faser. Det første finansieringsgapet oppstår når gründeren, etter å ha vært selvfinansiert eller offentlig finansiert den første tiden, trenger ytterligere kapital for å utvikle prototyper og utprøve ulike markedsstrategier. I denne fasen spiller business angels og såkornfond en viktig rolle. Det neste finansieringsgapet oppstår når såkorn og privat investorkapital ikke lenger er tilstrekkelig for å finansiere vekst og ekspansjon av bedriften. Det er i denne fasen venturekapital vanligvis går inn og det medfører ofte en ny kritisk fase for gründer eller bedrift.

Et mer generelt problem kan være at en del kunnskapsbaserte nyetableringer som er kommersialiserbare og har potensial til å utvikle seg til lønnsomme bedrifter, heller ikke får finansiering. Risikoen her er hovedsakelig knyttet til bedriftens utviklingsmuligheter og til hvor lang tid det tar før det blir en akseptabel avkastning for investorene eller eventuell exit for ventureselskapene.

Begge disse eksemplene på finansieringsproblemer er knyttet til tidligfasefinansiering. Det første tilfellet viser til entreprenørens problemer med å skape en troverdig og kommersialiserbar forretningsidé på basis av teknologisk kunnskap, som private investorer er villig til å satse på. Hovedproblemet her er risikoen knyttet til den lange overgangsperioden eller spin-off-fasen fra idé til bedrift. Det andre eksemplet viser til et mer generelt problem med underinvestering som er knyttet til en motsetning mellom investorenes krav om kortsiktig avkastning og samfunnets behov for en mer langsiktig næringsutvikling.

I begge tilfeller kan det være rasjonelt med en større offentlig satsing og tettere samarbeid mellom offentlige og private aktører for å få til en ønsket nasjonal og regional næringsutvikling. Forslag om å bruke offentlige midler til risikoavlastning for private investorer som venture- og såkornfond er lansert både i Norge og i utlandet for å stimulere private investorer til økt tidligfaseinvesteringer (SIVA 2003, Wassum 2003, Oakey 2003).

3.2 Risikokapitalmarkedet for kunnskapsbedrifter

Det er vanlig å skille mellom formelle og uformelle typer venturekapital. Den formelle delen av utgjøres av såkorn og ventureselskaper, mens private investorer (business angels) utgjør den uformelle delen av dette risikokapitalmarkedet. Storforetak som driver egen venturevirksomhet utgjør en tredje variant og benevnes corporate venturekapital.

3.2.1 Det formelle såkorn og venturekapitalmarkedet

Med formell såkorn og venturekapital tenker vi på profesjonelle selskaper som henter inn kapital fra finansinstitusjoner som bank og forsikring, men også fra private investorer og offentlige kilder. Dette er investorer som har mye finansiell kapital, men som vanligvis mangler kompetanse til å finansiere høyrisikoprojekter i tidlige faser. Såkornfond og ventureselskap skal besitte denne kompetansen. De opptre dermed som formidlere for institusjonell og individuell finansiell kapital og utgjør slik sett en løsning på problemet med å finansiere innovasjon og entreprenørskap.

Såkorn og venturekapital omfatter egenkapitaltilførsel fra profesjonelle investorer til entreprenører og nystartede, ikke børsnoterte bedrifter med stort vekstpotensial, gjerne i internasjonale markeder. Dette er kapital som investeres i prosjekter med høy risiko og som kan gi høy avkastning dersom bedriftene lykkes. Svært få av bedriftene som får kapital fra såkornfond og ventureselskaper blir suksessbedrifter, men når de lykkes er til gjengjeld avkastningen meget høy. Fordi det ofte foreligger lite formalisert kunnskap om prosjektene såkornfond og ventureselskaper investerer i, må slike investorer i stor grad basere seg på såkalt "taus" kunnskap, formidlet via profesjonelle og private nettverk. Nettverk og felles investeringer (syndikering) brukes for å redusere risikoen ved investeringer, i tillegg benyttes spesielle investerings- og aksjonæravtaler og aktiv oppfølging av porteføljebedriftene.

Vekstkraften i bedrifter med såkorn og venturekapital forklares ofte med den aktive eierrollen disse investorene utøver i bedriftene de investerer i, noe som skiller dem fra annen investorkapital. Såkornfond går gjerne inn i tidligere faser enn venturekapital, men noen ventureselskaper er også inne i såkornfasen. Venturekapital tar exit fra sine porteføljebedrifter etter tre til sju år som oftest ved salg til et foretak eller børsnotering, og de får sin avkastning gjennom verdiøkning på aksjene (Bygrave og Timmons 1986, Gompers og Lerner 2000; Mason og Harrison, 1999).

3.2.2 Storforetak som venturekapitalister (Corporate venturekapital)

Såkorn og venturekapital kan også komme fra store foretak som gjør mindre investeringer i små, nyetablerte bedrifter. Denne typen venturekapital kalles gjerne "corporate venture capital" (CVC). I USA, som er foregangslandet for venturekapital, utviklet corporate venture capital seg i løpet av 1960-tallet, det vil si et par tiår etter at de første ventureselskapene så dagens lys (Gompers og Lerner 2000). Storforetak etablerte egne avdelinger for ventureinvesteringer hvor formålet dels var å få høy avkastning på investeringene, men hvor det viktigste var å få et inntak til ny teknologi eller nye markeder (Hisrich and Peters 2001).

Corporate venture capital finnes i to hovedformer, som indirekte eller direkte CVC. I det første tilfellet plasserer foretaket kapital i et venturefond som forvaltes av et ventureselskap. Venturefondet kan være et fond der foretaket bare er en av mange investorer, eller et fond der foretaket er eneste investor. Foretaket spiller vanligvis en

langt mer aktiv og strategisk rolle i den siste typen fond. Ved direkte CVC forvalter foretaket selv sine investeringer i egne investoravdelinger. Et slikt foretaksforvaltet fond opptrer på mange måter som et fond i et tradisjonelt ventureselskap, men det har ofte et strategisk og bransjefokusert investeringsperspektiv. Hovedformålet er gjerne å komme tidligst mulig i inngrep med utvikling av ny teknologi som foretaket kan dra nytte av (McNally 1997).

3.2.3 Private investorer (Business angels)

Private investorer eller business angels investerer i nyetablerte og ikke-børsnoterte bedrifter. De investerer vanligvis mindre beløp og de plasserer i hovedsak kapitalen i sine geografiske nærområder. Private investorer kan gå inn i alle faser, men investerer særlig i tidlige faser som såkorn og oppstart, når gründerne har problemer med å få kapital fra andre kilder som ventureselskap og banker.

Kapital fra private investorer (Business angels) er blitt viktigere i mange land for å finansiere nyetableringer og risikofylte investeringer. Særlig i USA og England bidrar private investorer langt på vei til å fylle det finansieringsgapet som har oppstått etter at banker og ventureselskaper er blitt mer forsiktige i sin låne- og investeringspolitikk.

Private investorer kan være langsiktige og til dels aktive eiere, og de er mer geografisk spredt enn venturekapitalen. Men private investorer er også en meget heterogen gruppe, og bare en mindre del er kompetente og aktive investorer eller "business angels" (Sørheim og Landström 2000).

Business angels er den viktigste kilde for risikokapital til nyetableringer i mange land og de kan trolig spille en langt viktigere rolle enn de gjør i dag. I Norge er dette markedet underutviklet og det preges av betydelig ineffektivitet. En måte å utløse potensialet i dette markedet på er å skape møteplasser mellom investorer og entreprenører, stimulere til dannelsen av nettverk mellom private investorer samt få til en bedre risikoavlastning for private investorer (Mason og Harrison 1996, Oakey 2003).

3.3 Forholdet mellom bedrift og ventureselskap/ såkornfond

Forholdet mellom bedrift og venturekapital starter gjerne ved at en gründer eller bedrift henvender seg til et såkornfond eller ventureselskap for å finansiere et prosjekt, en bedriftsetablering eller en ekspansjon. Bedriftene oppsøker nettopp venturekapital fordi denne kapitalen er villig til å gå inn i tidlige faser, til å ta risiko, og fordi den skal ha den kompetanse som må følge med investeringer i tidlige faser.

De fleste entreprenører eller bedrifter når ikke fram med sine søknader om venturekapital. Et ventureselskap mottar gjerne flere hundre forretningsplaner hvert år. De fleste av disse forkastes raskt, men et fåtall seriøse prosjekter blir grundig vurdert både gjennom studier av teknologisk potensial og markedsmuligheter, og gjennom mer uformelle vurderinger av ledelse og entreprenør. Når det kommer til investering får ofte gründerne eller bedriftene kapitalen utbetalt trinnvis gjennom såkalte milepælinvesteringer. Både i prosessen med å vurdere, investere og følge opp bedriftene, samarbeider venturekapitalen med en rekke partnere som andre investorer, konsulenter, advokater og firmaer som rekrutterer ledere.

Venturekapitalistene følger vanligvis tett opp sine investeringer. De er så godt som alltid representert i porteføljebedriftenes styre og har mye uformell kontakt med bedriftene, særlig i første tiden etter investering. Som eksterne styrmedlemmer kan disse investorene eller deres representanter bidra med ulike typer ekspertise og alternative betraktninger på bedriftenes utvikling. Aktiv styredeltakelse fra såkornfond og ventureselskaper tvinger derfor ledelsen i bedriftene til å forberede strategiske satsinger på en grundig måte. Deres viktigste bidrag i styret er å sikre bedriftene viktige ressurser, delta i markedsanalyser og bistå i prosessen med å trekke opp den langsiktige kursen for bedriften. De sentrale styrefunksjonene omfatter særlig (Wijbenga 2003):

- *Nettverksaktiviteter* viser til styrets bidrag med å kople bedriften opp til eksterne omgivelser og sikre tilgang på kritiske ressurser. For porteføljebedriften betyr dette at venturekapitalen kan kople bedriften opp til andre investormiljøer og alternative egenkapitalkilder, skaffe relevante industrielle kontakter og forbindelser med forretningsmessige tjenester.
- *Overvåkningsaktiviteter* viser til styrets oppgave med å overvåke ledelsen på vegne av aksjonærene. Styret går gjennom og godkjenner investeringsforslag og ser til at ledelsen fungerer effektivt. For porteføljebedriften betyr dette at venturekapitalen kontrollerer finansielle og operasjonelle resultater samt vurderer bedriftens strategi og muligheter i produktmarkedet.
- *Strategiske beslutningsaktiviteter* viser styrets deltakelse i strategiske beslutninger for å tilpasse bedriftene til endringer i omgivelsene. For porteføljebedriften betyr dette at venturekapitalistene i styret utgjør viktige diskusjonspartnere, bidrar til å reformulere forretningsstrategier, rekrutterer og/eller omplasserer ledere og bidrar til effektiv krisehåndtering.

Såkornfond og ventureselskaper skal bare sitte noen få år i bedriftene før de trekker seg ut. Suksessrike exits er det endelige målet for venturekapitalister. Det er viktig å sikre en god avkastning for investorene og slik legge grunnlag for å reise ny kapital til ventureselskapet. Salg av porteføljebedriften til et industrielt foretak (trade sale) og børsnotering (IPO) er de mest vanlige exitmåtene. I det unge norske markedet er omfanget av exit fortsatt lite, og særlig børsnotering er lite utbredt. For bedriftene er det avgjørende at venturekapitalen sitter lenge nok og at den tilfører kunnskap og kompetanse så bedriftene kan utvikle seg.

3.4 Tilbudet av risikokapital til norske kunnskapsbedrifter

Det finnes ikke noe offisiell statistikk over venturekapitalens investeringsaktivitet i Norge. Data må samles inn fra ulike kilder og det er et krevende puslespill å få en noenlunde samlet oversikt. Mangel på statistikk gjør at det hefter usikkerhet ved opplysningene både om antall selskaper og hvor mye kapital de forvalter.

Den europeiske venturekapitalforeningen (EVCA) opplyser i sin årbok for 2003 at det var ca 50 selskaper i Norge som hadde egenkapitalinvesteringer som en av sine hovedaktiviteter. Fra 1996 til 2000 var venturekapitalmarkedet i vekst, men i 2001 og 2002 skrumpet markedet betydelig inn. Fra 1999 til 2000 vokste kapitalen i ventureselskapene fra 1,2 milliarder til 4 milliarder, fra 2001 til 2002 ble kapitalmengden redusert fra 2,9 til 2,6 milliarder kroner (EVCA 2003). I en studie fra 1997 fant Grytli og Langeland ca. 40 venture- og investeringselskaper, men med noe mer kapital idet disse opplyste å forvalte rundt 11 milliarder (Aslesen mfl. 1997). For 2001 opplyser Norsk Venturekapital Forening (NVCA) at deres 23 primære medlemmer forvaltet fonds for ca 14 milliarder,

og at nye medlemmer i 2002 tilførte ca 4 milliarder. Tidlig på 1990-tallet fantes det altså ca. 15–20 milliarder i det formelle venturemarkedet for tidligfaseinvesteringer i kunnskapsbedrifter. I tillegg kommer kapital fra private investorer/business angels.

Internasjonale studier viser at venturekapitalens i hovedsak investerer i to høyteknologiske områder – IKT og bioteknologi (OECD 2002). Svært mange store internasjonale høyteknologiforetak i de siste par tiår er resultat av investeringer fra venturekapital.⁵ Høyteknologiske investeringer ble imidlertid kraftig redusert fra 2001 til 2002. Høyteknologiprofilen er også tydelig i Norge. I følge Norsk Venturekapital Forening ble 58 prosent av venturekapitalen var investert i IKT og 20 prosent i Telekommunikasjon i 2001. EVCAs årbok 2003 viser at ca. halvparten av den kapitalen som ble reist i 2002 ble forventet investert i tidlig fase i høyteknologiske bedrifter.

Funn fra vårt eget prosjekt viser også at IKT og andre kunnskapsintensive næringer utgjør den klart største målgruppen for norsk venturekapital. Nesten alle ventureselskapene har investert i disse næringene. Denne studien av porteføljebedrifter viser også at ca 60 prosent av 240 undersøkte bedrifter, kan klassifiseres som kunnskapsintensive eller høyteknologiske, jf. kapittel 2. Resultatene fra Norge synes altså å samsvare godt med internasjonale funn og med det en kunne forvente i en kunnskapsøkonomi. Det er en helt klar tendens til at venturekapitalen spesialiserer seg i nye kunnskapsintensive næringer, og en like klar tendens til at investeringene kommer i storbyregioner.

⁵ Dette gjelder blant annet selskaper som Microsoft, Netscape, Compaq, Sun Microsystems, Intel, Apple og Genetech.

4 Finansiering av kunnskapsbedrifter

I kapittel tre har vi redegjort for problemer knyttet til finansiere entreprenørskap og nystartede bedrifter i kunnskapsintensive næringer. I dette kapitlet beskriver vi finansieringsbildet for bedrifter som har mottatt venture- og såkornkapital. Først diskuteres kort hvordan bedriftene vurderer bruk av henholdsvis intern og ekstern finansiering (4.1). Deretter gir kapitlet en oversikt over hvilke andre finansieringskilder enn såkorn og venturekapital porteføljebedriftene bruker og hvordan finansieringen varierer etter bedriftens alder og med investeringsintensitet (4.2). Videre beskrives hvor mye kapital såkornfond og ventureselskap har tilført bedriftene og hvordan investeringsvolumet varierer med selskapenes eierandeler i bedriftene (4.3). Så ser vi på hvilke faser disse investorene går inn med kapital (4.4). Til slutt undersøker hvor utbredt såkalte milepælsinvesteringer eller etappevise investeringer er (4.5).

4.1 Intern og ekstern finansiering.

Bedrifter foretrekker vanligvis intern finansiering ved tilbakeholdt overskudd framfor ekstern finansiering. Dette fordi ekstern finansiering er kostbar og bedriften utsettes for kontroll fra kapitalmarkedet. Dersom ekstern finansiering er nødvendig foretrekker bedriftene ofte gjeld framfor egenkapital. Dette fordi gjeld er sikrere enn egenkapital og fordi skjevfordelt informasjon gjør at bedriftene velger en sikker kapitalkilde (Myers 1990). Men mange av bedriftene i denne undersøkelsen har lite overskudd å trekke på og de er lite kredittverdige, og derfor henvist til egenkapitalmarkedet, eller til spesielle deler av egenkapitalmarkedet som såkorn og venturekapital.

Med høy risiko ved investeringene er det naturlig at kostnadene ved ekstern finansiering er høyere for bedriftene i denne undersøkelsen enn for bedrifter i ordinær drift. Omtrent en tredjedel av bedriftene oppgir også at ekstern kapital er kostbart, og at de derfor foretrekker å bruke intern kapital for investeringer. Omtrent like mange bruker intern kapital fordi de ønsker å beholde kontrollen over bedriftens utvikling.

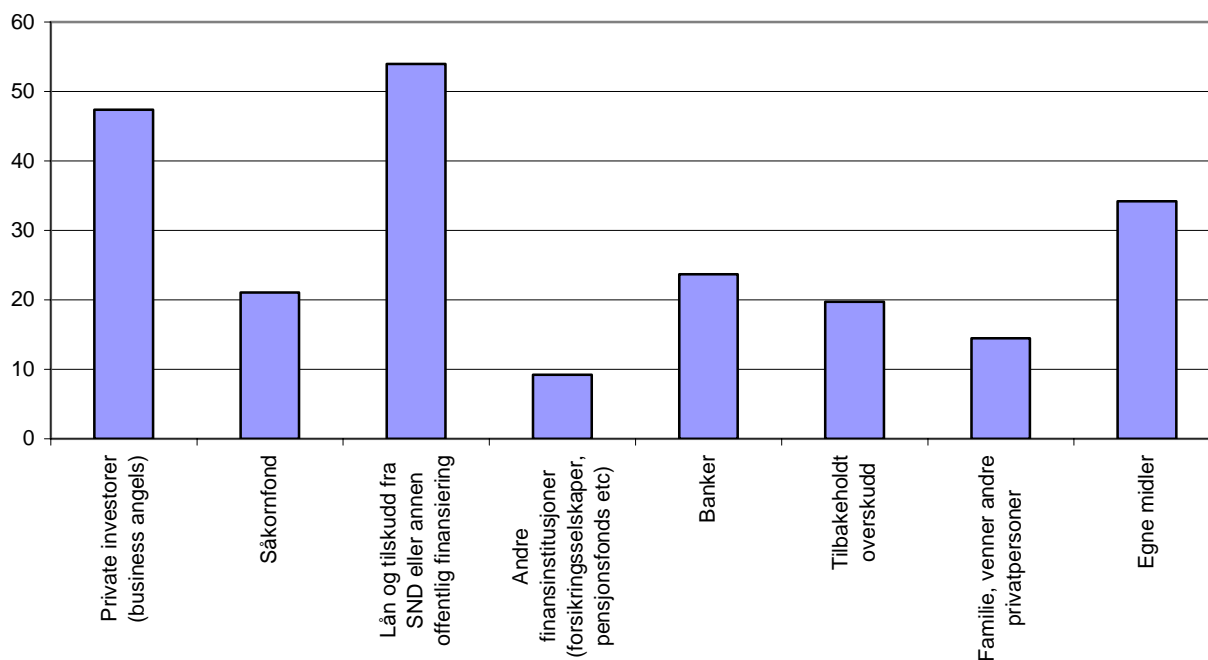
Høye kostnader og tap av kontroll er altså viktigste grunn for bedriftene til å bruke intern finansiering. Tilførsel av ekstern kapital er imidlertid ofte nødvendig dersom en bedrift skal klare å tilpasse seg markedsmessige svingninger og teknologiske endringer, for å opprettholde eller forbedre sin konkurransemessige situasjon. Dette understrekes klart ved at nesten tre fjerdedeler av bedriftene oppgir at bruk av ekstern kapital først og fremst er nødvendig fordi egen kapital er utilstrekkelig for å gjennomføre store investeringer. Spredning av risiko synes ikke å være noe viktig argument for bedriftene til å bruke ekstern kapital. Bare en av ti bedrifter nevner dette. Det er likviditetshensyn og ikke risikohensyn som er avgjørende for bedriftene når de søker eksterne midler til investering

4.2 Finansieringskilder utover venturekapital

Undersøkelsen viser at ni av ti bedrifter har foretatt investeringer i perioden 1999 til 2001. Den vanligste formen for investeringer er i forbindelse med produktutvikling og utprøving av nye produkter, 85 prosent av bedriftene har foretatt slike investeringer. Mange bedrifter har også investert i produktlanseringer (71 prosent) og forsknings- og utviklingsvirksomhet (62 prosent). Mer håndfaste investeringer, slik som bygninger og maskiner, er det færrest som har investert i. Om lag halvparten av bedriftene investert i anleggsmidler.

Bedrifter benytter ofte flere finansieringskilder ved investeringer knyttet til etablering, utvikling og ekspansjon. Omtrent halvparten av bedriftene i vår undersøkelse har brukt andre finansieringskilder i tillegg til venturekapital i perioden 1999–2001. Offentlig finansiering, private investorer ("business angels") og egne midler er de vanligste finansieringskildene utenom venturekapital. Hver fjerde bedrift har også finansiering fra bank, men som ventet spiller andre finansinstitusjoner, som forsikringsselskap og pensjonsfondinstitusjonene, en ubetydelig rolle for finansiering av unge kunnskapsbedrifter. Dette er bedrifter som i stor grad henter kapital utenfor det ordinære kredittmarkedet fordi kostnadene ved ekstern kapitaltilførsel i ordinære kapital- og lånemarkeder ofte er relativt store (Kvinge og Langeland 1995).

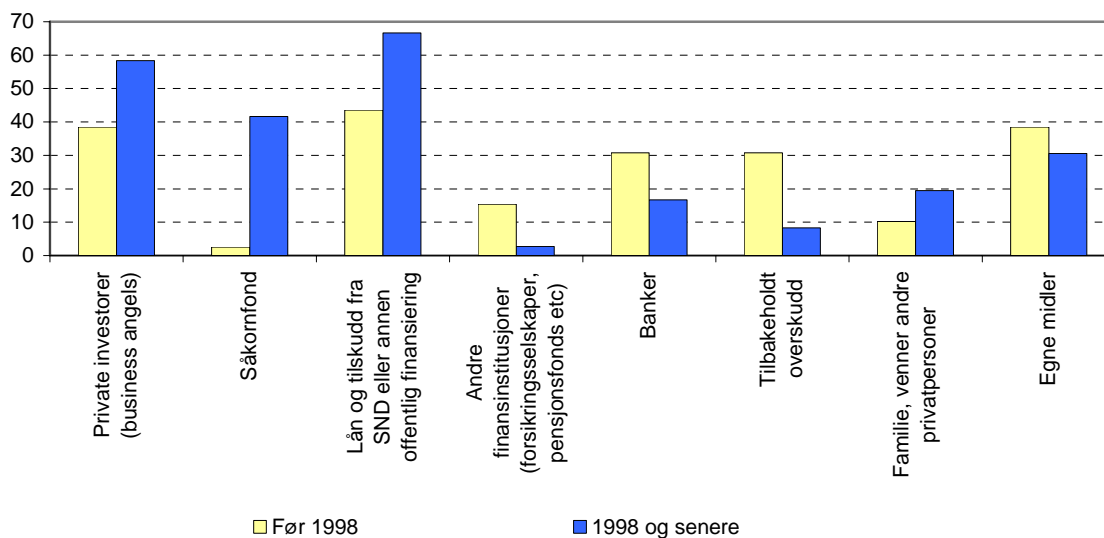
Figur 4.1 *Finansieringskilder utenom venturekapital. Prosent av bedriftene.*



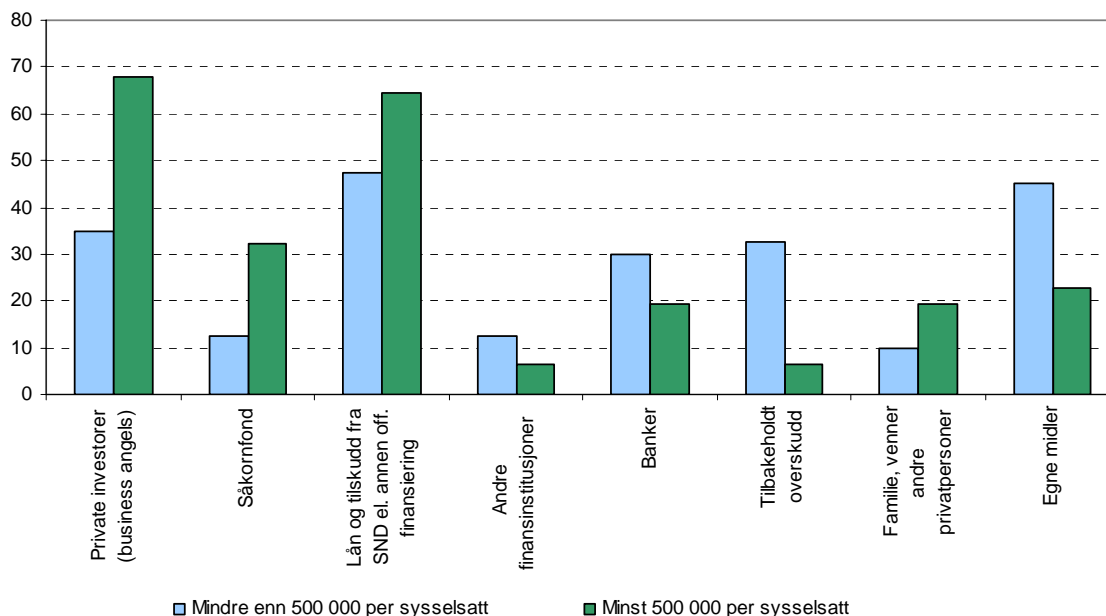
Finansieringskildene varierer med alderen på bedriften. Blant de yngste bedriftene har en relativt stor andel finansiering fra såkornfond, offentlig kapital og private investorer, mens relativt få har finansiering fra banker, forsikringsselskaper eller pensjonsfond. De yngste bedriftene har også lite tilbakeholdt overskudd å trekke på og er mer avhengig av egne midler og tilførsel fra familie og venner. Virksomheter som har vært i drift noen år kan i større grad bruke tilbakeholdt overskudd til nyinvesteringer, og de gjør mer bruk av

banker. Dette bildet er som forventet: Bedrifter som har eksistert en stund har gjerne tjent penger og de har større muligheter til å benytte seg av det ordinære kredittmarkedet, mens yngre, nyetablerte bedrifter er mer avhengig av offentlig kapital og private investorer som er villige til å gå inn i tidlige faser.

Figur 4.2 *Finansieringskilder etter etableringsår. Prosent av bedriftene.*



Som tidligere nevnt er bedrifter innen industrien en del eldre enn andre bedrifter i undersøkelsen. Det er også disse som gjennomgående er størst. Det er derfor ikke overraskende at vi kan se spor av samme mønster når vi fordeler finansieringskilder etter næringssektor eller størrelse. Industribedrifter og bedrifter med mange ansatte (mer enn 40) har litt oftere finansiering fra banker, egne midler, tilbakeholdt overskudd og andre finansinstitusjoner enn bedrifter i andre næringer. Finansieringskildene varierer også etter størrelsen på finansieringen. Kapital fra private investorer, såkornfond og offentlig finansiering går i større grad til bedrifter som gjøre store investeringer (over 500 000 per sysselsatt), mens bedrifter som gjør mindre investeringer (under 500 000 per sysselsatt) i større grad gjør bruk av egne midler, tilbakeholdt overskudd og banklån.

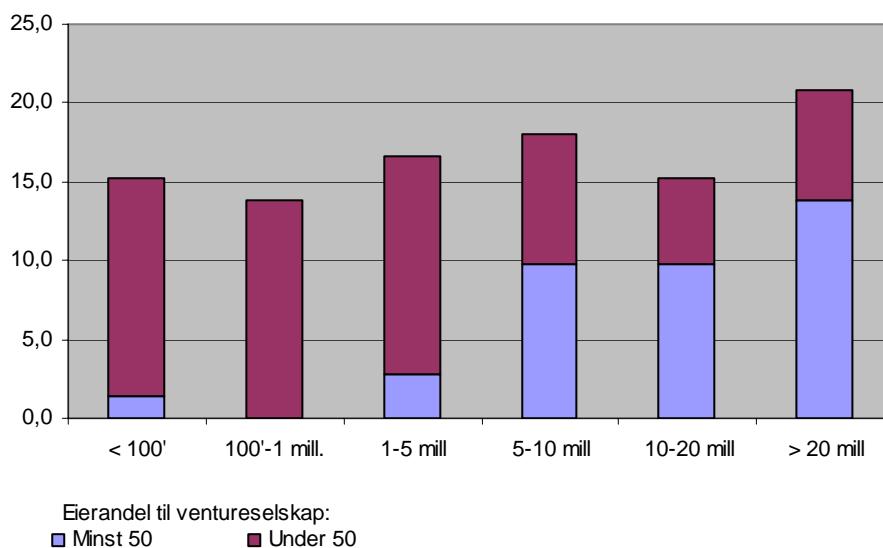
Figur 4.3 *Finansieringskilder etter investeringsintensitet. Kroner per sysselsatt.*

4.3 Investeringer og eierandeler

Oversikten over hvor mye kapital såkornfond og ventureselskaper har tilført bedriftene i perioden 1999–2001 viser følgende bilde: Noe under 30 prosent av bedriftene har mottatt under en million kroner i disse tre årene, litt over en tredjedel av bedriftene har mottatt mellom 1 og 10 millioner kroner, mens om lag hver femte bedrift har fått tilført mer enn 20 millioner i denne treårsperioden.

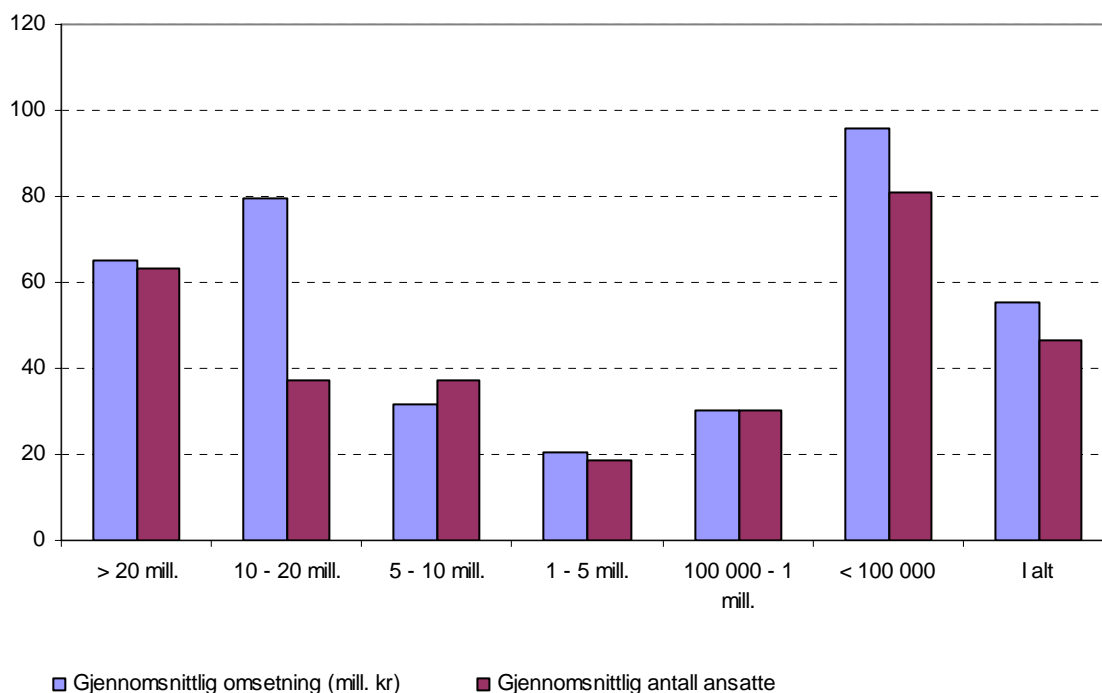
Volumet på investeringene henger sammen med hvor mye av bedriften ventureselskapene eier. I bedrifter som ventureselskapene går tungt inn i, dvs. investerer mer enn 5 millioner kroner, er eierandelen til ventureselskapet også høy, jf. figur 4.4. Bedrifter innen enkelte næringer kan ha større behov for venturekapital enn andre bedrifter. Dette er gjerne bedrifter som opererer i næringer som generelt er kapitalintensive, slik som for eksempel bioteknologi og helserelevante bransjer. Bedrifter i disse bransjene mottar vanligvis mer venturekapital enn for eksempel bedrifter innen IT (Oakey 1995). Det er imidlertid ingen tegn til at det i denne undersøkelsen er næringer som skiller seg ut med spesielt store investeringer per ansatt. Dette skyldes nok først og fremst at det i undersøkelsen er få bedrifter som faller inn under merkelappen ”kapitalintensiv næring”.

Figur 4.4 Tilført venturekapital i hver bedrift i perioden 1999–2001 og eierandel til ventureselskapene. Prosent av bedriftene.



Undersøkelsen viser altså at ventureselskapene eier forholdsvis mye mer av bedriften når selskapet investerer mer enn 5 millioner. Dette ville være en naturlig konsekvens hvis alle bedriftene det ble investert i var like store. Da ville store investeringer automatisk gitt store eierandeler. Dette er imidlertid bare delvis tilfelle. Av figur 4.5 kan det se ut til at investeringene deler seg ulike typer, i et noe uklart mønster. Store investeringer gjøres gjennomgående i større bedrifter, mens små investeringer (under 5 millioner) i noe større grad foretas både i mindre bedrifter. For de aller minste investeringene (under 100 000 kroner) brytes dette mønsteret idet disse går til de relativt største bedriftene med et gjennomsnittlig antall ansatte på 80 personer. Dette er så små investeringer i forhold til bedriftsstørrelsen at ventureselskapet neppe kan regne med å påvirke den strategiske utviklingen av bedriften kun i kraft av sin eierandel.

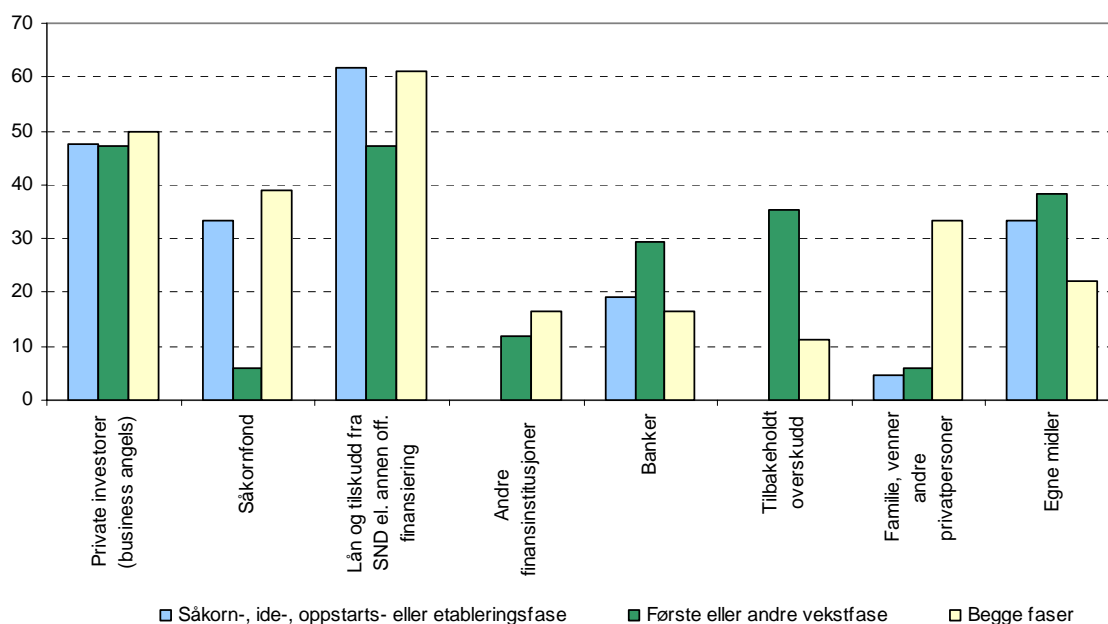
Figur 4.5 Tilført venturekapital i hver bedrift i perioden 1999–2001, etter omsetning og antall ansatte



4.4 Aksjekapital i tidlige faser

Venturekapital er egenkapital og fire av fem bedrifter oppgir at venturekapitalen har bidratt med vanlig aksjekapital. Resultatet er at ventureselskapene ofte eier betydelig andeler av bedriftene. I 40 prosent av bedriftene eier ventureselskapene minst halvparten av bedriften, mens det bare er i hver femte bedrift at ventureselskapet eier mindre enn en fjerdedel av bedriften. Tidligere er venturekapitalister beskrevet som stort sett minoritetsaksjonærer. Denne undersøkelsen indikerer at en hel del norske investeringer avviker fra denne normen ved å eie betydelig andeler i de enkelte bedriftene.

Et kjennetegn ved venturekapitalinvesteringer er at avkastningen vanligvis kommer i form av realisert verdistigning. Jo tidligere i prosessen venturekapital kommer inn, desto større er den potensielle gevinsten, men også risikoen for å mislykkes vil øke. Resultatene viser at ventureselskapene i hovedsak går inn oppstart- og vekstfasen. Hver femte bedrift har fått venturekapital i forkant av bedriftsetableringen, det vil si såkorn/idé-fasen, mens snaut halvparten av bedriftene har fått finansiering ved etablering/oppstart av virksomheten. Over 95 prosent av bedriftene oppgir at ventureselskapene gikk inn med kapital i forbindelse med etablering eller vekst for bedriften.

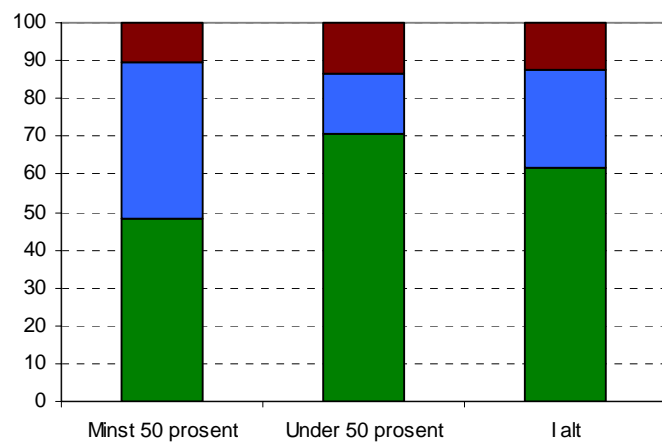
Figur 4.6 *Finansieringskilder etter hvilken fase bedriften befinner seg i*

4.5 Milepælinvesteringer

Med risikofylte investeringer knyttet til vekst og fremtidig avkastning kan en forvente at ventureselskapet vil porsjonere ut investeringene i bedriften over tid. Såkalte milepælinvesteringer er derfor den sterkeste kontrollmekanisme som ventureselskaper kan bruke (Gompers og Lerner 2000). Ved å porsjonere ut investeringene etter hvert som avtalte mål oppnås, har ventureselskapet mulighet til å påvirke driften og gjøre fortløpende avveininger mellom risikoen for å tape kapitalen og potensiell fremtidig avkastning. Resultatene avdekker imidlertid at hovedtyngden av investeringene kommer som engangsbeløp. Hele to av tre bedrifter får venturekapitalen som engangsbeløp, mens bare hver fjerde bedrift får etappevise investeringer knyttet til milepæler. Noen få bedrifter, hver tiende, (med flere finansieringskilder), mottar begge formene for utbetalinger.

Det er ikke noe markert mønster med hensyn til størrelse, alder, innovasjonsintensitet, næring eller type marked når det gjelder hvem som får engangsbeløp og hvem som følges opp med milepælinvesteringer. Det er imidlertid mer vanlig med etappevise investeringer når ventureselskapet er tungt inne på eiersiden i bedriftene. Der ventureselskapet eier mer enn 50 prosent av bedriften kommer investeringene som rene milepælinvesteringer eller som både milepæls- og engangsinvesteringer i om lag halvparten av tilfellene, mens for bedrifter der ventureselskapet eier mindre enn halvparten av bedriften, er denne andelen under en tredjedel. Eierandeler og størrelse på investering henger sammen slik at milepælinvesteringer brukes ved store investeringer når ventureselskapene vil ha aktiv kontroll med bedriftens utvikling, mens dette aspektet er lite relevant for mindre investeringer som da vanligvis utbetales som engangsbeløp. Milepælinvesteringer er så godt som fraværende for investeringer under 0,5 millioner kroner, mens det benyttes i flertallet av investeringene over 20 millioner.

Figur 4.7 Type investering etter ventureselskapets eierandel. Prosent av bedriftene.



Type investering fra ventureselskap:

■ engangsinvesteringer ■ milepælsinvesteringer ■ begge typer

5 Finansieringsproblemer

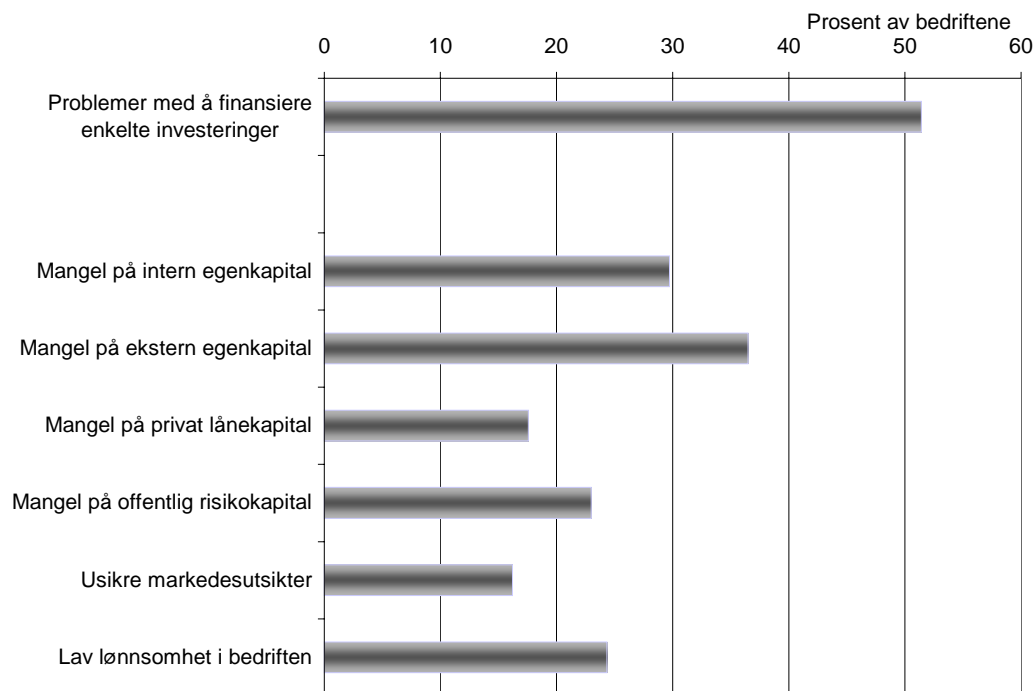
Små og nystartede bedrifter antas gjerne å ha problemer med å finansiere sine investeringer (Walker 1989, Hughes og Storey 1994). Kunnskapsbedrifter hevdes å ha ekstra vanskelig for å skaffe seg kapital på grunn av den høye risikoen som ofte er forbundet med utviklingen av slike bedrifter (Moore 1994). Det er imidlertid vanskelig å dokumentere slike finansieringsgap. I en studie av små norske industriforetak (Kvinge og Langeland 1995) oppgir to av tre bedrifter ikke å ha noen problemer med å finansiere sine investeringer. I en casestudie av kunnskapsbedrifter i Oslo melder også bare fire av 22 kunnskapsbedrifter at de har finansieringsproblemer (Aslesen 1997). Disse resultatene er i samsvar med engelske studier som viser at innovative bedrifter generelt ikke er mer utsatt for finansieringsproblemer enn andre bedrifter (Cosh, Hughes og Wood 1996). Hvis det er problemer, forekommer disse hyppigst i oppstartfasen eller for høyteknologiske bedrifter som vokser raskt (Moore 1994).

I dette kapitlet undersøker vi først hvor utbredt finansieringsproblemen er blant kunnskapsbedrifter og hva dette skyldes (5.1). Dernest beskriver vi problemer knyttet til mangel på lokal risikokapital (5.2), og i hvilken grad dette varierer med bedriftenes lokalisering (5.3).

5.1 Mangel på egenkapital

Bedriftene i denne undersøkelsen har alle oppnådd finansiering fra et ventureselskap eller såkornfond. Likevel oppgir så mange som halvparten av bedriftene at de har hatt problemer med å finansiere noen investeringer, jf, figur 5.1. Det kan tyde på at vi har truffet nettopp det segmentet bedrifter som opplever et finansieringsgap, dvs. bedrifter i svært tidlige faser og høyteknologiske vekstbedrifter. Bedrifter som er aktuelle mottakere av såkornkapital er per definisjon i en slik situasjon at risikoen ved å investere i bedriften er høyere enn for en investering i en veletablert bedrift. Bedriftene i undersøkelsen må derfor påregne en høyere kapitalkostnad og/eller større problemer med å få finansiering når de søker kapital i det normale kapitalmarkedet (banker og lignende).

Figur 5.1 *Problemer med finansiering av enkelte investeringer. Årsak til problemene. Andel av bedriftene*

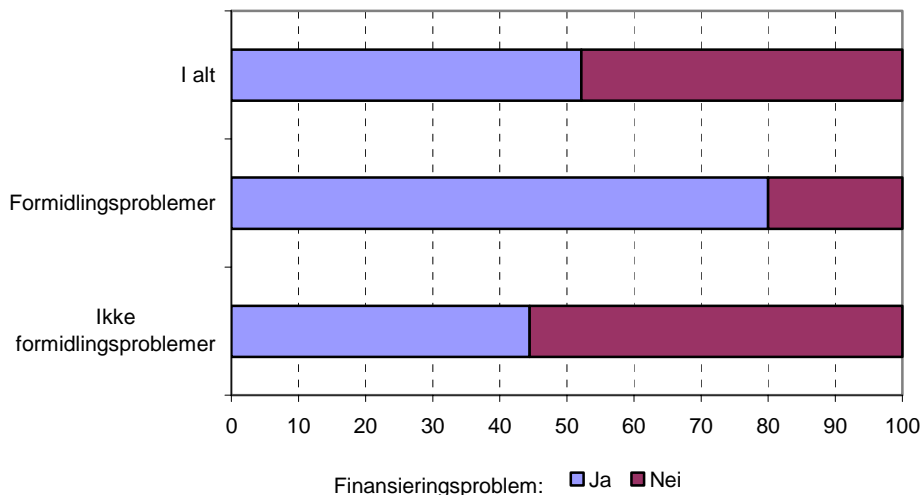


Som det framgår av figur 5.1 er mangel på ekstern og intern egenkapital de viktigste årsakene til finansieringsproblemene. Mangel på egenkapital utenfra nevnes hyppigst som viktigste årsak. Lav lønnsomhet er også viktig, og det vil i sin tur redusere tilgangen på intern egenkapital.⁶

Hvorvidt problemer med finansiering er knyttet til den generelle situasjonen rundt etablering, ekspansjon og markedstilgang (generelle faktorer knyttet til næringsdrift), eller om de kan tilskrives usikkerheten rundt bedriftenes produktutvikling, innovasjon og mangel på kommersielle produkter (spesifikke produkt-/bransjefaktorer), er vanskelig å fastslå. Imidlertid er bedrifter som oppgir at de synes det er vanskelig å formidle produktspesifikk informasjon til ventureselskapene overrepresentert blant dem som har problemer med å få finansiering, jf. 5.2. Det kan tyde på at det er informasjonsproblemer knyttet til entreprenørens/bedriftens idé/produkt som kan skape finansieringsproblemer. Dersom entreprenøren ikke klarer å dokumentere produktets markedspotensial, eller venturekapitalisten ikke ser dette, eller vurderer det annerledes, uteblir også pengene.

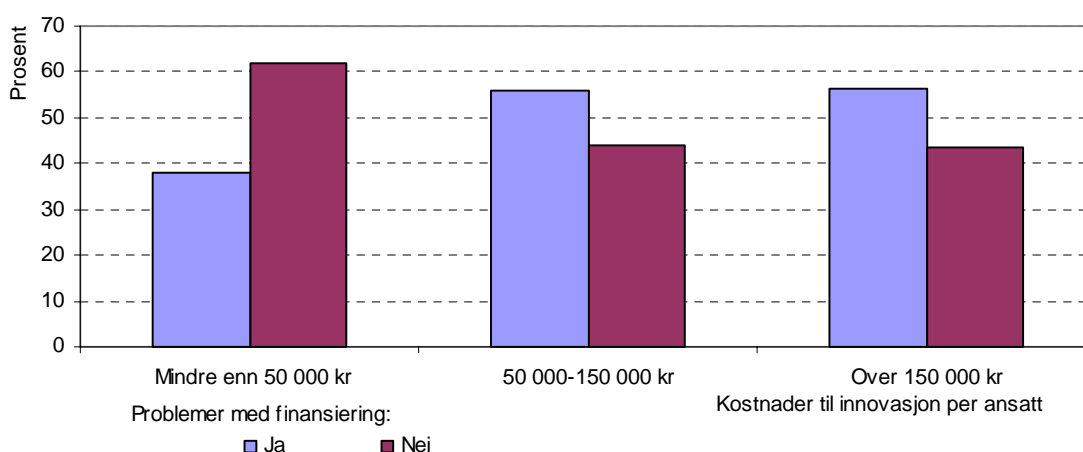
⁶ For bedrifter med finansieringsproblemer er trolig de opplistede årsakene relevante av ulik grad. Hvis bare én av dem *ikke* var relevant, så ville jo bedriften kunne finansiere investeringen med intern eller ekstern egenkapital eller lånekapital, og bedriften skulle dermed ikke ha problemer med finansiering. Det er imidlertid ikke likegyldig for en bedrift hvor pengene kommer fra; ekstern egenkapital vil medføre tap av kontroll i bedriften, god lønnsomhet er ikke nødvendigvis nok til å dekke tunge investeringer osv. Ulik vektlegging av årsakene understreker trolig dette.

Figur 5.2 *Andelen bedrifter med finansieringsproblem etter hvorvidt de opplever problemer med å formidle produktinformasjon til ventureselskapet*



Undersøkelsen viser at det ikke er noen signifikant forskjell på bedrifter som bruker en stor andel av omsetningen på innovasjonsaktivitet, og bedrifter med lav andel med hensyn til om de har problemer med å skaffe finansiering. Omsetning kan imidlertid være noe misvisende for å beskrive faktisk aktivitet i en bedrift. En bedrift med få ansatte kan ha svært høy omsetning, bare omløpshastigheten på kapitalen er stor nok. Ser vi derimot på innovasjonskostnader per ansatt endres bildet når det gjelder finansieringsproblemer. Figur 5.3 viser at bedriftene som satser tyngst på innovasjon opplever de største finansieringsproblemene, mens de med minst innovasjonskostnader per ansatt har minst problemer med å skaffe finansiering. Jo mer innovasjonstunge bedriftene er, desto mer øker trolig risiko og veksttakt, og følgelig øker også kapitalbehovet og problemene med å skaffe nok kapital til å dekke ønskede investeringer.

Figur 5.3 *Finansieringsproblemer etter innovasjonskostnader per ansatt. Prosent av bedriftene.*

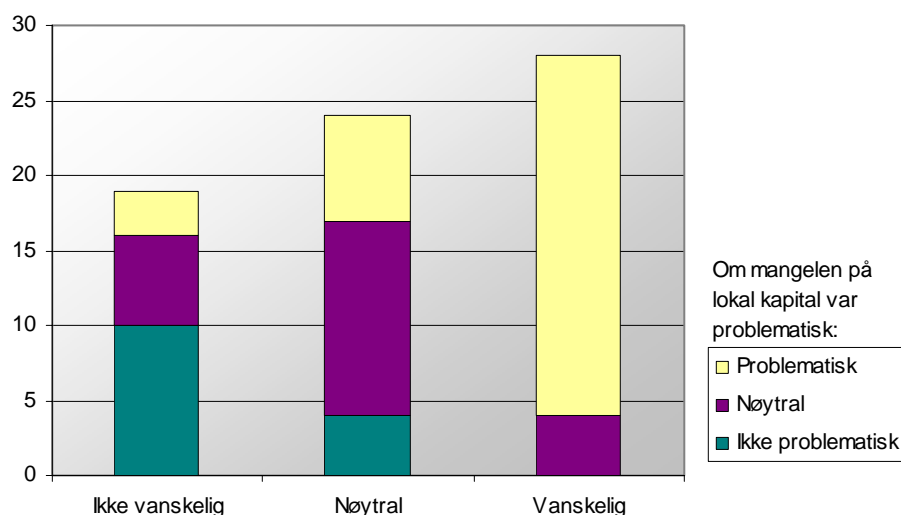


5.2 Mangel på lokal risikokapital er et problem

Mangel på lokal risikokapital nevnes gjerne som et problem for finansiering av kunnskapsbedrifter. Såkornfond og ventureselskaper investerer ofte i sine geografiske nærrområder hvor de lett kan følge opp bedriftene. Bedrifter i områder med lite eller ingen venturekapital kan da antas å ha større finansieringsproblemer enn bedrifter i områder med god tilgang på slik kapital. Undersøkelsen viser at nærmere 40 prosent av bedriftene mener det har vært svært vanskelig å få finansiering fra ventureselskap eller såkornfond i den regionen bedriften er lokalisert. Nærmere halvparten (47 %) av bedriftene opplever dette som et stort problem.

Det er stort sett de samme bedriftene som har opplevd det som vanskelig å få finansiering i den regionen de er lokalisert, som også opplever at mangelen på lokal risikokapital er et stort problem. Det er likevel ikke fullstendig sammenfall i besvarelsene, jf. figur 5.4. En del av bedriftene som ikke synes det var vanskelig å oppnå finansiering i området de var lokalisert, opplevde allikevel mangelen på lokal risikokapital som et stort problem. En liten andel av bedriftene som hadde vansker med å oppnå finansiering svarte også at dette nødvendigvis ikke var noe problem. Slike tilsynelatende inkonsistente svar kan bety at noe i kapitalsøkeprosessen modifierer utfallet. For eksempel kan bedriften ha oppnådd lokal finansiering, men ikke nok, eller bedriften kan forgjeves ha søkt lokal finansiering, og deretter oppnådd tilfredsstillende finansiering annet sted, slik at manglende lokal finansiering ikke var noe stort problem. Svarene kan også bety at den som har svart på vegne av bedriftene har vært farget av hvordan situasjonen mht lokal finansiering var for hele det lokale næringslivet, og dermed svart på litt mer generell basis enn bare for egen bedrift.

Figur 5.4 *Bedriftenes vurdering om det var vanskelig å skaffe finansiering fra ventureselskap i området de var lokalisert, og om dette var et problem.*



5.3 Finansieringsproblemer også i byene

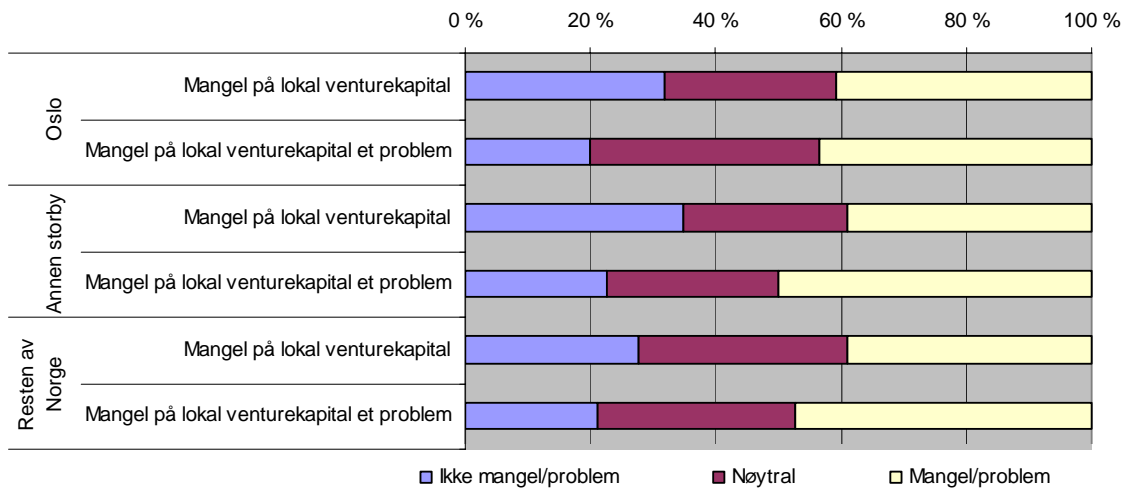
Tall for kunnskapsbedriftenes lokalisering viser at over 40 prosent av dem ligger i Osloregionen, en tredjedel er i andre storbyene (særlig Trondheim) og en tredjedel er

spredt rundt om i resten av landet, men da hovedsakelig i byområder, jf. figur 5.6. Det er flere grunner til at kunnskapsbedrifter hoper seg opp i bymiljøer, både egenskaper ved bedriftene og forhold i arbeidsmarkedet, tilgang på tjenester, informasjon og nettverk. Bedrifter med behov for såkorn og venturekapital springer ofte ut av kunnskapsmiljøer i sentrale strøk, de har hyppige FoU-investeringer, relativt store innovasjonskostnader og leverer gjerne spesialprodukter til sluttbrukere.

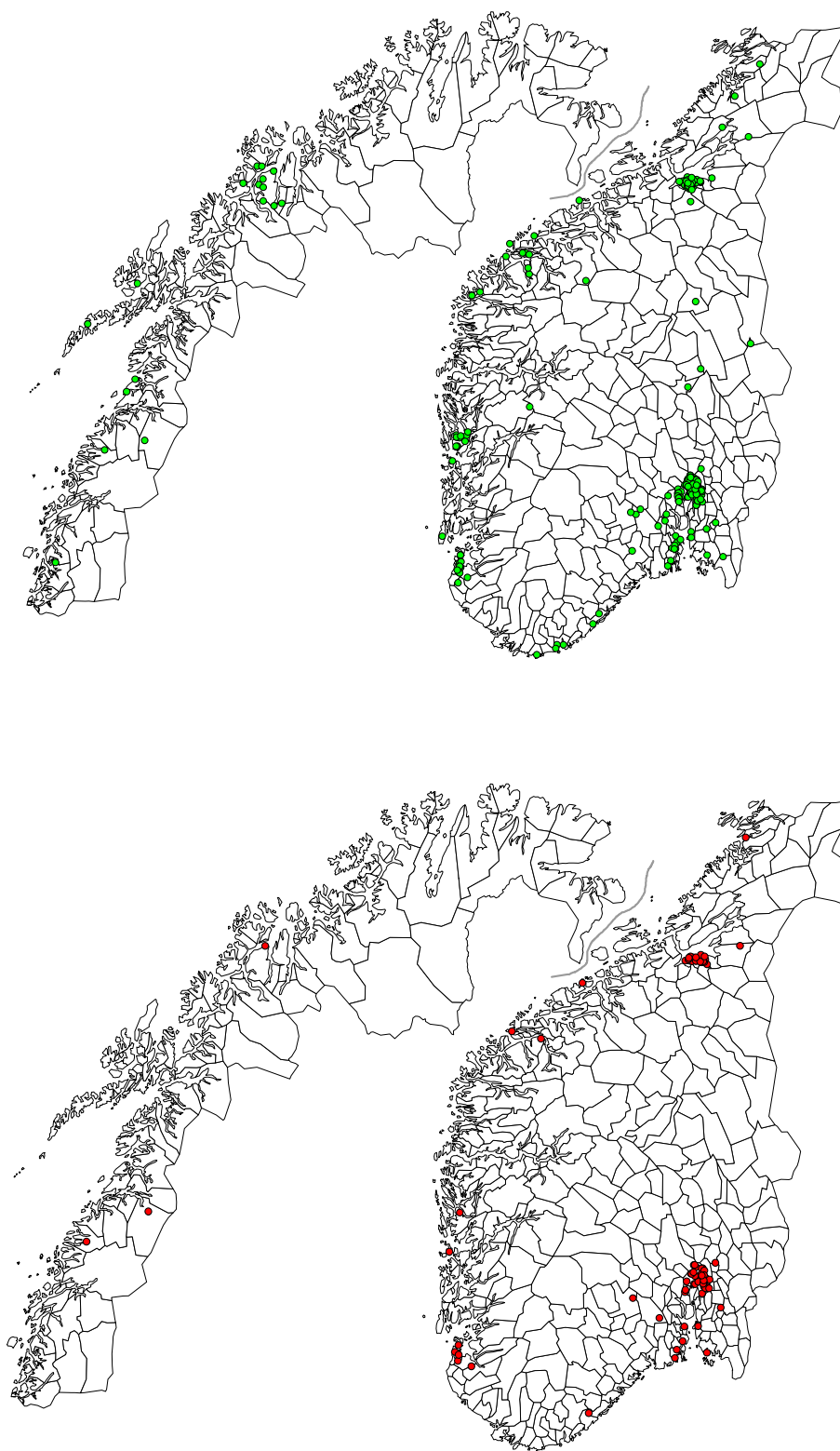
Det virker rimelig å anta at bedrifter i distriktene vil ha større problemer med å skaffe seg risikokapital enn bedrifter i byene. Hovedtyngden av såkorn og venturekapital er lokalisert der og denne typen investorer har de fleste av sine engasjementer i den regionen de er lokalisert. Venturekapitalister i Oslo investerer i hovedsak i Oslo og Akershus og tilsvarende mønster finner en i Trondheim. Undersøkelsen viser imidlertid at andelen bedrifter som har problemer med lokal finansiering langt på vei er uavhengig av hvilke strøk av landet bedriftene ligger i. Det er ikke slik at bedrifter som er lokalisert utenfor de største bysentra har større problemer med å få finansiering enn bedrifter i storbyene. Omtrent en tredjedel sier det har vært vanskelig å få finansiering i det området eller regionen bedriften er lokalisert, og at dette er et problem, uansett hvor i Norge bedriftene er lokalisert, jf. figur 5.5. Flertallet av kunnskapsbedriftene er imidlertid lokalisert i urbane strøk slik at finansieringsproblemene som beskrives her oppleves i urbane strøk i alle deler av landet. Om problemene er enda større for de få kunnskapsbedriftene som finnes i distriktene, er vanskelig å si all den tid nesten ingen slike bedrifter er lokalisert der og datamaterialet derfor er spinkelt på dette området.⁷

Kunnskapsintensive bedrifter som er avhengig av høyt utdannet arbeidskraft vil også lettere få fatt i kvalifisert personale i en storby med et stort lokalt arbeidsmarked. Som aktive brukere av spesialiserte tjenester knyttet til forskning og utvikling og ulike produsenttjenester er det også en fordel for kunnskapsbedrifter å være i et sentralt næringsmiljø hvor slike tjenester er godt utbygget og kan leveres raskt. Endelig vil det være en fordel for bedriftene å være i et informasjonsintensivt miljø der tilgangen på ulike typer informasjon er størst mulig, og hvor formidling og deling av kunnskap gjennom profesjonelle og private nettverk gjør at nærhet er viktig. Såkornfond og ventureselskap konsentres også til de samme urbane næringsmiljøene der investeringsmulighetene er størst og transaksjonskostnadene knyttet til å skape og finansiere bedrifter antas å være lavest.

⁷ Skiller vi ut de få bedriftene (ca.10 stykker) som ligger i de minst urbane strøk, er det tendenser i datamaterialet som tyder på at lokal finansiering kan være et enda større problem for disse bedriftene. Det er selvfølgelig ikke mulig å trekke noen sikre eller entydige konklusjoner på grunnlag av et så lite datamateriale, men tendensen synes intuitiv riktig.

Figur 5.5 *Mangel på lokal VC og om dette er et problem etter bedriftenes lokalisering*

Figur 5.6 Lokalisering av bedriftene i brutto- og nettoutvalget



6 Kontakt og forhandlinger mellom bedrift og venturekapital

For å få til finansiering av innovasjon og entreprenørskap må det etableres kontakt mellom entreprenører/bedrifter og venturekapitalister. Kontakt forutsetter at søker og tilbyder vet om hverandre. Det er ikke alltid like lett i uoversiktlig marked. Geografisk og sosial nærhet antas å øke kontaktmulighetene (Sorensen og Stuart 2001). Det skulle tilsi at byer, sentrale strøk og næringsklynger hvor kapital og innovative bedrifter er samlet, kommer best ut. Tidshorisont i forhandlingsprosessen og for investeringer vil også være viktig for bedriftene som søker kapital, og enkelte spørsmål knyttet til investeringene kan være vanskeligere å avklare enn andre.

I dette kapitlet beskrives først hvordan entreprenører/bedrifter og venturekapital kommer i kontakt med hverandre, hvordan bedriftene vurderer tidsaspektet ved prosessen med forhandlinger og investering samt kontakthypighet mellom bedrift og venturekapital etter investering (6.1). Til slutt diskuteres hva som kan være vanskelige spørsmål i forhandlingene mellom entreprenør/bedrift og venturekapital (6.2).

6.1 Kontakt og tidshorisont på forhandlinger og investeringer

Den første kontakten mellom bedrift og ventureselskap skjer i over halvparten av tilfellene ved at bedriften kontakter ventureselskapet. Kontakt via tredjeperson som FoU-miljøer og forretningsnettverk, er også vanlig. Det skjer i ca. 40 prosent av tilfellene. Oppsøkende virksomhet fra venturekapitalen er lite utbredt. I bare ett av tjue tilfeller er det ventureselskapet som kontaktet bedriften.

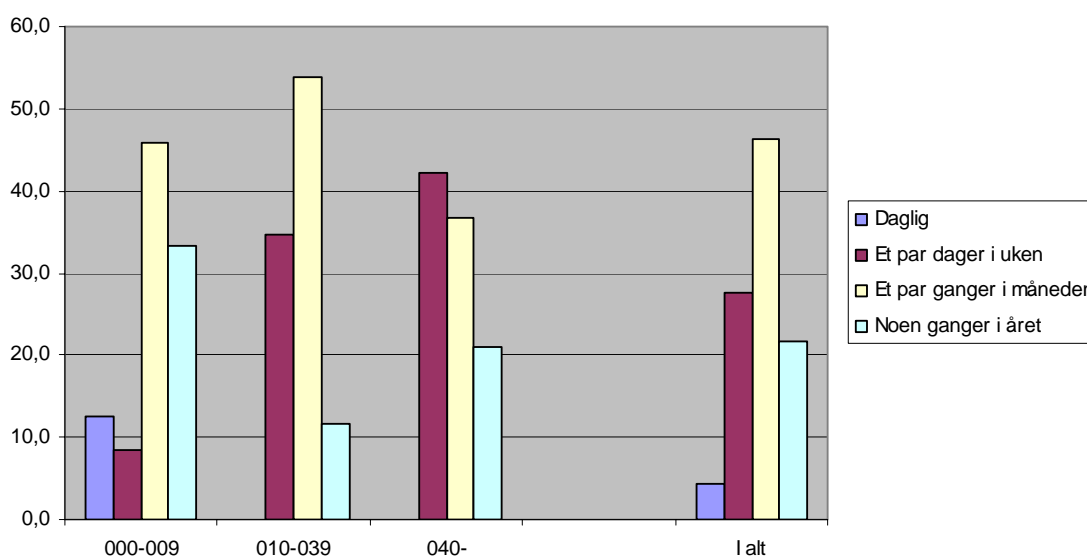
For bedriftene vil en anta at det er viktig at forhandlingsprosessen med venturekapitalen ikke blir for lang slik at verdifull tid går tapt i etableringsprosessen. Likeledes vil det være viktig for bedriftene at investeringene er så langsiktige at bedriftene får utvikle seg. Endelig vil hyppig oppfølging fra venturekapitalen trolig være en fordel for at bedriftene skal lykkes.

Resultatene tyder på at bedriftene er relativt godt fornøyd med venturekapitalens innsats på disse områdene. Selv om det er bedriften som må sørge for kontakt, og ganske mange erfarer problemer med å skaffe finansiering, så synes hele 70 prosent av bedriftene at venturekapitalen har en passe lang tidshorisont på sine investeringer. Bedriftene er noe mindre fornøyd med vurderings- og forhandlingsprosessen. Nærmere halvparten synes denne prosessen ikke er unødig tidkrevende, mens ca. 40 prosent mener at den er det.

Venturekapitalen følger også opp bedriftene ganske tett. Om lag hver tredje bedrift har kontakt med såkornfond eller ventureselskap daglig eller et par dager i uken etter

investering. Fire av fem bedrifter har kontakt et par ganger i måneden eller mer. Hver femte bedrift har bare kontakt med ventureinvestor et par ganger i året. Det er først og fremst blant de små bedriftene, hvor også investeringer er små, at kontakten er mest sporadisk.

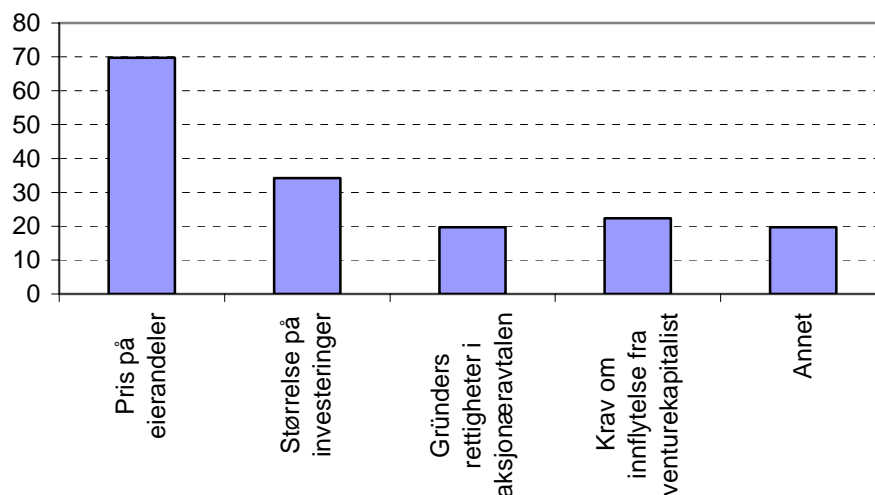
Figur 6.1 *Kontakthypighet mellom ventureselskap og bedrift etter størrelse på bedriften*



6.2 Prisen er vanskeligst å enes om

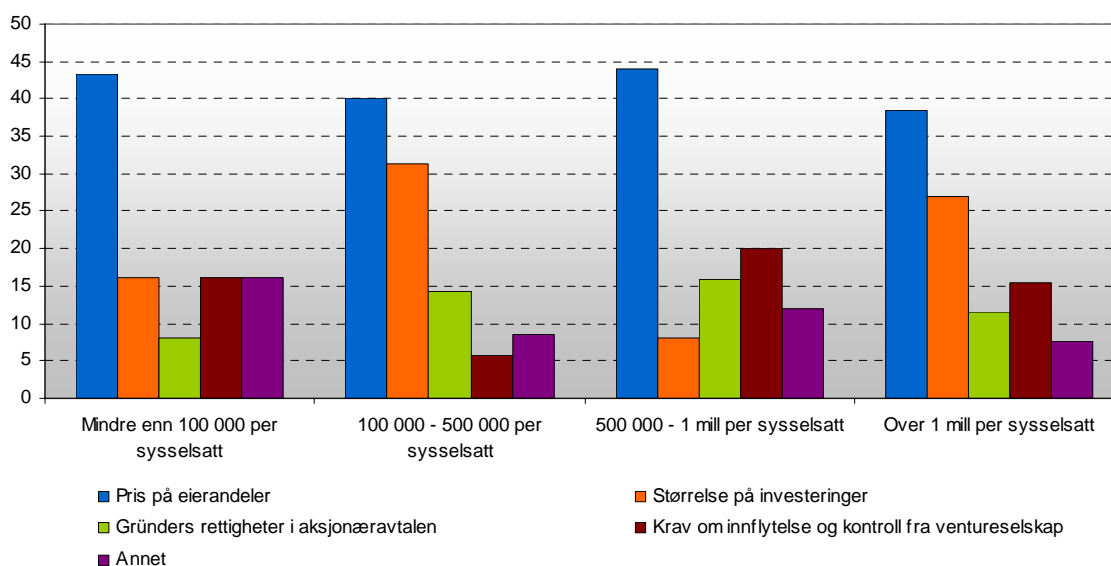
Det er en rekke spørsmål som må avklares i forhandlingene mellom bedrift og venturekapitalist og de to partene vil ofte ha ulikt syn på mange ting. Særlig verdien på eierandeler er vanskelig å avgjøre så lenge det ikke finnes noe marked hvor disse kan fastsettes. Det er ikke lett å vite, verken for ventureselskap eller for bedrift, hvilken risiko en investering har, eller hvilken avkastning den får på det tidspunktet investeringen gjøres. Entreprenøren synes gjerne at prisen er for lav, mens såkornfond/ventureselskap ofte mener at entreprenøren har urealistiske forestillinger om bedriftens verdi. Å fastsette prisen på eierandeler oppgis da også oftest som det vanskeligste spørsmålet ved forhandlinger mellom bedrift og venturekapitalist. Hele 70 prosent av bedriftene nevner dette. Hver tredje bedrift nevner også størrelse på investeringen som et vanskelig spørsmål å enes om. Hver femte bedrift peker på gründers rettigheter og på krav om innflytelse og kontroll fra såkornfond/ventureselskap som vanskelig.

Figur 6.2 *Prosent av bedriftene som har oppgitt ulike spørsmål under forhandlinger mellom bedrift og ventureselskap som vanskelig eller svært vanskelig*

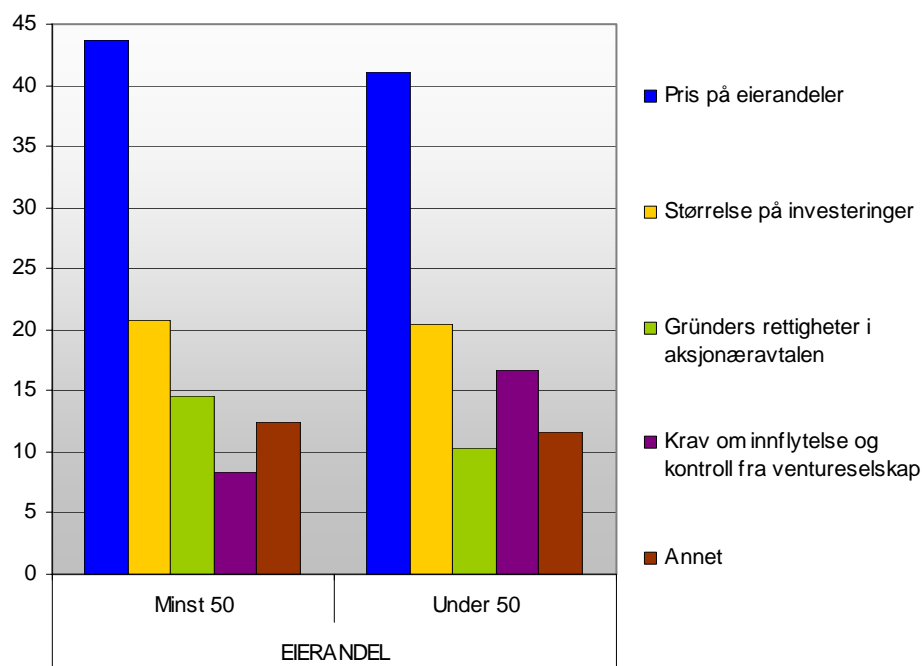


Alle typer bedrifter er samstemte i at pris på eierandeler er vanskeligste spørsmål å bli ening med såkornfond/venturekapital om. Dette gjelder uansett næring, alder eller størrelse på bedriften, jf. fig. 6.2. Heller ikke egenskaper ved selve finansieringen ser ut til å påvirke bedriftenes syn på dette. Verken det relative investeringsvolumet eller hvilken eierandel ventureselskapet ender opp med ser ut til å rokke ved faktum at pris på eierandeler skaper mest hodebry i forhandlingene mellom gründer/bedrift og venturekapitalist, jf. fig. 6.3.

Figur 6.3 *Prosent av bedriftene som har oppgitt ulike spørsmål under forhandlinger mellom bedrift og ventureselskap som vanskelig eller svært vanskelig etter ventureselskapets investering per sysselsatt*



Figur 6.4 *Prosent av bedriftene som har oppgitt ulike spørsmål under forhandlinger mellom bedrift og ventureselskap som vanskelig eller svært vanskelig etter ventureselskapets eierandel*



7 Kunnskapsrik kapital

Venturekapital hevdes å være ”mer enn penger” fordi den ikke bare tilfører bedriftene kapital, men også kompetanse i form av ledelseserfaring, strategisk rådgivning og tilgang til forretningsnettverk. Disse strategiske aktivitetene regnes ofte for å være minst like viktig for porteføljebedriftenes verdiskaping og resultater som den kapitalen de mottar (Wijbenga 2003). Men ikke alle såkornfond og ventureselskaper er like aktive. Noen er lite involvert i bedriftene de investerer i, mens andre følger tett opp. Det samme er tilfelle med private investorer. Noen er passive, mens andre er aktive og kompetente investorer. Den mest kunnskapsrike kapitalen er den som tilfører bedriftene penger og kompetanse, er aktiv og gir bedriftene tilgang til nisjespesifikk ekspertise og nettverk. Utvalget i denne studien omfatter en stor andel nyetablerte bedrifter i tidlige utviklings- og investeringsfaser hvor ventureselskapenes bidrag i tillegg til kapital anses å være av stor betydning.

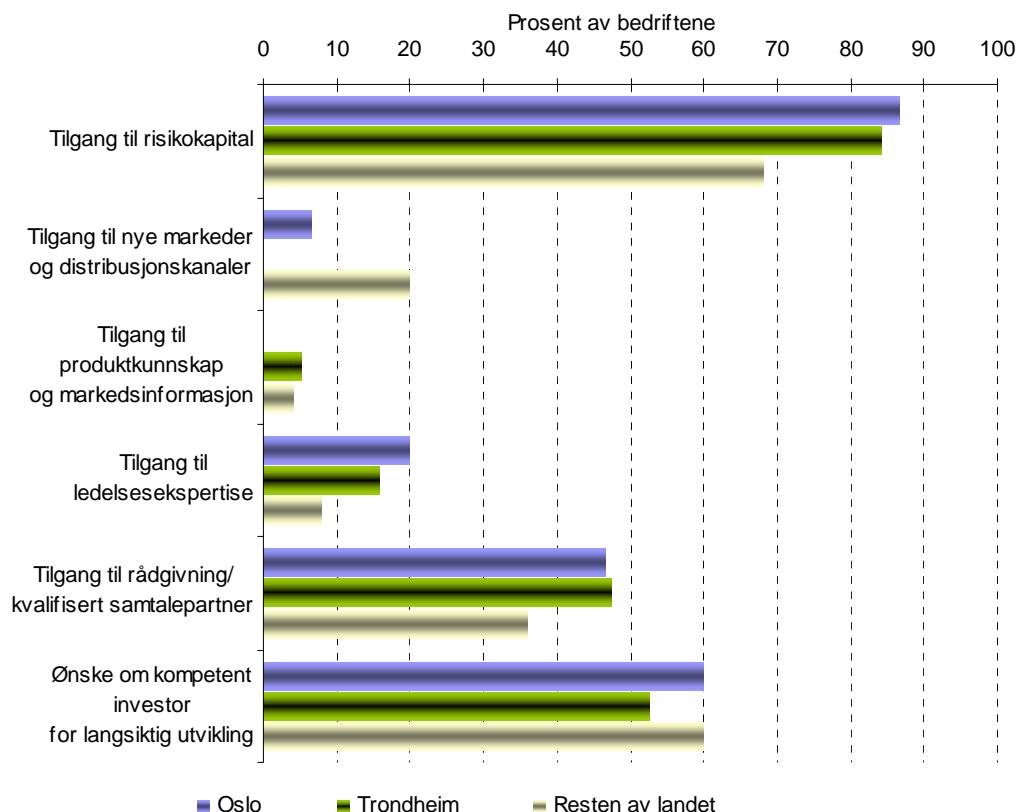
I dette kapitlet ser vi først nærmere på hva entreprenører og bedrifter oppgir som grunn for å kontakte venturekapital og såkornfond (7.1). Dernest undersøker vi hvor viktig de mener denne kapitalen er for bedriftenes utvikling (7.2). Avslutningsvis beskriver vi hvor fornøyde bedriftene er med venturekapitalens strategiske bidrag i tillegg til kapital (7.3).

7.1 Risikokapital er viktigst

Tilgang til risikokapital er naturlig nok viktigste grunn for entreprenør/bedrift til å kontakte et ventureselskap eller et såkornfond. Fire av fem bedrifter nevner dette som én av de tre viktigste grunner. Såkorn og venturekapital er jo nettopp penger for gründere og nyetablerte bedrifter som trenger hjelp til å finansiere virksomhet som ikke lar seg finansiere gjennom andre ordninger. Dersom entreprenører og nyetablerte bedrifter hadde lett tilgang til kapital på andre måter, kunne de skaffe seg strategisk kompetanse ved å kontakte selskaper som selger ulike former for konsulenttenester. Et fortrinn ved såkorn og venturekapital er at denne kapitalen skal tilføre bedriftene *både* penger og kunnskap.

Ellers mener bedriftene at venturekapital har marginal betydning når det gjelder å skaffe dem tilgang til produktkunnskap og nye markeder. En liten andel bedrifter (15 %) mener også at såkorn og venturekapital vil gi dem tilgang til ledelsesekspertise. Hovedmønsteret i svarfordelingen varierer lite med bedriftenes lokalisering. En noe større andel bedrifter i Oslo nevner imidlertid kapitaltilgang som en av tre viktigste grunner til å kontakte såkorn og venturrekapital, enn bedriftene i resten av landet. Tilsvarende mønster finner en i spørsmålet om ledelsesekspertise, jf. fig. 7.1.

Figur 7.1 Viktigste grunn til å kontakte ventureselskap eller såkornfond. Prosent av bedriftene



7.2 Kompetanse er også viktig

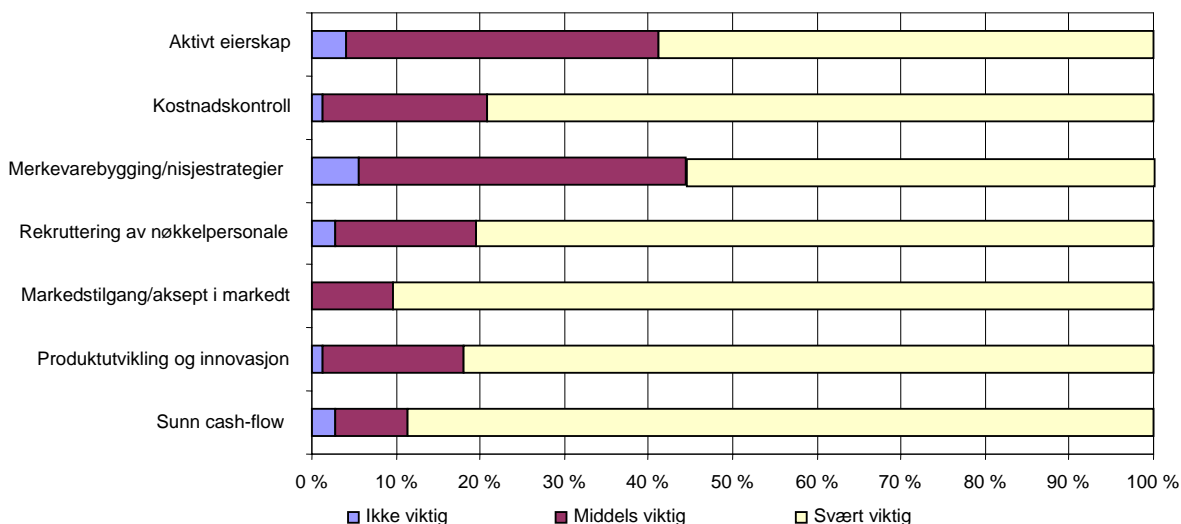
Undersøkelsen viser at venturekapitalens bidrag utover kapital også er viktig for bedriftene. Nærmere 60 prosent oppgir ønsket om å få inn en langsiktig og kompetent investor som kan hjelpe til å utvikle bedriften, som en av tre viktigste grunner til å kontakte såkornfond og/eller ventureselskap. Tilsvarende nevnes tilgang til rådgivning og det å få en kvalifisert samtalepartner av vel 40 prosent av bedriftene. Svarene indikerer at venturekapital *er* mer enn penger. Kapitalen er riktignok viktigst, men bedriftene etterspør en kapital som kan tilføre dem kunnskap og kompetanse.

Dette bekreftes også ved at ca. 70 prosent av bedriftene mener bidrag fra ventureselskap eller såkornfond er viktig eller svært viktig for bedriftens strategi, nettverk og kompetanse. Dette er kompetanse som kan knyttes til generell næringsdrift og svarene kan tyde på at venturekapital *kan* forretningsdrift. Nærmere halvparten av bedriftene mener også at ventureselskap eller såkornfond har vært viktig for bedriftens innovasjons- og konkurransevne. Samlet sett mener over 80 prosent av bedriftene at venturekapitalen har bidratt til positiv utvikling av bedriften. Om lag 40 prosent tror bedriften ville ha utviklet seg langsommere uten venturekapital, og like mange mener at bedriften ikke ville ha eksistert uten kapital og kompetanse fra ventureselskap eller såkornfond. Andelen endrer seg ikke nevneverdig, uansett hvilke kategorier av bedrifter vi ser på (næring, alder eller størrelse). Andre egenskaper ved venturekapitalinvesteringene ser heller ikke ut til å

ha noen signifikant betydning (slik som ventureselskapets eierandel, størrelse på investering, type investering og lignende).

Ellers ser vi at bedriftene generelt vurderer lønnsomhet og markedstilgang som viktigste faktorer for bedriftens verdiskaping. Jf. fig. 7.2. Merkevarerbygging, nisjestrategier og aktivt eierskap vurderes som mindre viktig, to av fem bedrifter nevner dette som ikke viktig eller middels viktig. Det er imidlertid en svært liten andel bedrifter oppgir at de ulike faktorene ikke er viktig.

Figur 7.2 *Bedriftenes vurdering av faktorer som er viktig for verdiskaping*



7.3 Mest fornøyd med styrearbeidet

Hvorvidt venturekapital faktisk utgjør en bestemt type kunnskapsrik kapital, avhenger av hvordan den ivaretar de strategiske aktivitetene som er beskrevet foran. En måte å finne ut om venturekapitalen spiller en aktiv rolle i innovasjons- og nyskappingsprosessen, er å undersøke hvor fornøyde porteføljebedriftene er med denne typen kapital som investorer og eiere. Ventureselskapene hevder selv at de i tillegg til kapital også tilfører bedriftene mye av den kompetanse som er nødvendig for å drive en bedrift. De tar styreposisjoner, støtter ledelsen, bidrar med strategisk rådgivning og nettverk. Hva mener så bedriftene om disse bidragene? Hvor godt fornøyd er de med de strategiske aktivitetene venturekapitalen skal ivareta?

Undersøkelsen tyder på at bedriftene stort sett er fornøyde med ventureselskap og såkornfond som investorer og eiere, men det er også en del misnøye å spore. Såkornfond og ventureselskaper følger tett opp bedriftene og de får forholdsvis godt skussmål når det gjelder styrearbeid, som selvfølgelig er et viktig bidrag til bedriftene. Men i det store og hele vurderes ventureselskapenes strategiske bidrag som heller middelmådige, jf. tabell 7.1. Resultatene viser at to av fem bedrifter ikke er fornøyd eller er svært lite fornøyd med ventureselskapenes støtte til daglig ledelse, økonomisk rådgivning og tilgang til annen finansiering. Misnøyen er størst når det gjelder bidrag til markedsføring, produkt- og organisasjonsutvikling hvor henholdsvis 80%, 76% og 64% av bedriftene ikke er fornøyd eller er svært lite fornøyd med ventureselskapenes bidrag. Selv om såkornfond og ventureselskaper gir viktige bidrag til bedriftenes strategi og nettverk, så tyder

reaksjonene fra "kundesiden" på at det fortsatt er et betydelig forbedringspotensial før ventureselskap og såkornfond oppfyller den viktige rollen de antas å ha i innovasjonsprosessen og for kunnskapsbedriftenes utvikling.

Tabell 7.1 *Hvor fornøyd porteføljebedriftene er med ventureselskapenes bidrag i tillegg til kapitaltilførsel*

	Gjennomsnittlig skåre
Styrearbeid	4,12
Støtte til daglig ledelse	3,58
Økonomisk rådgivning	3,44
Tilgang til annen finansiering	3,25
Jurdisk assistanse	2,94
Internasjonalisering	2,91
Organisasjonsutvikling	2,80
Produktutvikling	2,52
Markedsføring	2,39

(N = 76). (1 = ikke fornøyd og 6 = meget fornøyd)

Selv om de fleste bedriftene vurderer venturekapitalselskapet bidrag til produktutvikling som beskjedent er omtrent halvparten av bedriftene av den oppfatning at ventureselskapet er viktig eller svært viktig for bedriftens innovasjons- og konkurransevne. Siden produktutvikling skårer så lavt her, er det derfor grunn til å tro at det er den generelle konkurransevnen gjennom godt styrearbeid, støtte til daglig ledelse, økonomisk rådgivning og hjelp til annen finansiering de fleste har i tankene når de gir uttrykk for at venturekapital er viktig for bedriftens innovasjons- og konkurransevne.

8 Konklusjon

Denne undersøkelsen tar for seg norske kunnskapsbedrifters erfaringer med venture- og såkornkapital. Formålet er å få en bedre forståelse av den rollen venturekapital spiller for finansiering av entreprenørskap og innovasjon. Fokus rettes mot kapitalmarkedet for tidligfaseinvesteringer i kunnskapsintensive næringer, sett fra bedriftenes side. Tanken er at en bedre forståelse av bedriftenes erfaringer med venture- og såkornkapital vil gi økt innsikt i innovasjonsprosesser og styrke grunnlaget for en mer helhetlig entreprenørskaps- og innovasjonspolitik.

Mangel på risikokapital, og særlig på kunnskapsrik eller kompetent kapital, nevnes ofte som en viktig hindring for entreprenørskap og innovasjon. Bedrifter i oppstart- og tidlig utviklingsfase trenger forretningskunnskap og industriell kompetanse i tillegg til kapital for å utvikles. Såkorn- og venturekapital hevdes derfor å være "mer enn penger" fordi denne kapitalen også skal tilføre bedriftene ledelseserfaring, strategisk rådgivning og gi dem tilgang til finansielle og industrielle nettverk. I dette kapitlet sammenfattes først hovedfunn i undersøkelsen (8.1). Deretter diskuteres kort noen av funnene i lys av tidligere studier og teoretiske betraktninger (8.2).

8.1 Hovedfunn

Undersøkelsen omfatter stort sett bedrifter i tidlige utviklings- og investeringsfaser i kunnskapsintensive næringer. Industri, IT, konsulentvirksomhet og kunnskapsintensiv forretningsmessig tjenesteyting er overrepresentert i forhold til næringslivet for øvrig.

Bedriftene tilhører også typiske storbynæringer. To av tre bedrifter er lokalisert i de fem største byene i Norge, og over 40 prosent er lokalisert i Osloregionen. Bedriftene representerer også en dynamisk og avansert del av næringslivet. Nær to av tre bedrifter leverer produkter og tjenester som er spesialutviklet for sluttbruker. Halvparten av bedriftene har minst 30 prosent av omsetningen fra et internasjonalt marked, og hver tredje bedrift bruker minst 30 prosent av omsetningen på innovasjonsaktivitet.

Ved finansiering av investeringer foretrekker mange bedrifter intern finansiering for å redusere kostnader og beholde kontroll over bedriften. Tre av fire bedrifter opplyser imidlertid at ekstern finansiering er nødvendig fordi egne midler er utilstrekkelige. Likviditetshensyn og ikke risikohensyn er avgjørende når bedriftene søker ekstern finansiering. Ni av ti bedrifter har foretatt investeringer i perioden 1999-2001 og hovedtyngden av investeringene er gjort i produktutvikling, produktlansering og FoU-virksomhet. Hver annen bedrift har brukt andre finansieringskilder i tillegg til venturekapital. Vanligst her er offentlig finansiering, private investorer og egne midler. Bruken av ulike finansieringskilder varierer noe med bedriftenes alder, størrelse og næringstilknytning.

Investeringsbeløpene varierer sterkt mellom bedriftene. Om lag en tredel har mottatt under en million kroner i treårsperioden 1999-2001, men omtrent like har mottatt mellom en og ti millioner. Hver femte bedrift har mottatt over 20 millioner. De største bedriftene mottar både de største og de minste investeringene. I bedrifter med store investeringer (over 5 millioner), har også ventureselskapenes store eierandeler. I 40 prosent av bedriftene eier ventureselskapene minst halvparten av bedriften. Ventureinvesteringene går i hovedsak til oppstart- og vekstfasen. Hver femte bedrift har fått venturekapital i såkornfasen, nær halvparten av bedriftene har fått finansiering ved etablering/oppstart. Hele to av tre bedrifter får venturekapital som engangsbeløp, mens bare hver fjerde bedrift får etappevise investeringer knyttet til milepæler. Etappevise investeringer er vanlig når ventureselskapet er tungt inne på eiersiden i bedriftene og investerer store beløp.

Entreprenører og nystartede bedrifter i kunnskapsintensive næringer antas å ha særlige problemer med å finansiere sine investeringer på grunn av høy risiko, skjevfordelt informasjon, immaterielle investeringer og raske endringer i teknologi og markeder. Dette ser ut til å stemme for bedriftene i denne undersøkelsen idet halvparten har hatt problemer med å finansiere sine investeringer. Mangel på egenkapital oppgis som viktigste grunn til finansieringsproblemene. Finansieringsvanskene er størst for bedrifter som har problemer med å formidle produktinformasjon til venturekapitalen, og for de mest innovasjonstunge bedriftene. Nær 40 prosent av bedriftene oppgir at det har vært svært vanskelig å få finansiering fra ventureselskap eller såkornfond i den regionen bedriften er lokalisert, og nær halvparten opplever dette som et stort problem. Bedrifter i storbyer og sentrale strøk opplever like store problemer knyttet til lokal finansiering som bedrifter lokalisert utenfor byene. Om lag tredjedel sier det har vært vanskelig å få finansiering i det området eller regionen bedriften er lokalisert, og at dette er et problem, uansett hvor i Norge bedriftene er lokalisert.

Kontakt mellom bedrift og ventureselskap skjer i over halvparten av tilfellene ved at bedriften kontakter ventureselskapet, men kontakt FoU-miljøer og forretningsnettverk, er også ganske vanlig. Hele 70 prosent av bedriftene mener venturekapitalen har en passe lang tidshorison på sine investeringer. Om lag 40 prosent av bedriftene synes vurderings- og forhandlingsprosessen er unødig tidkrevende, mens halvparten mener den ikke er det.

Venturekapitalen følger opp bedriftene ganske tett. Hver tredje bedrift har kontakt med såkornfond eller ventureselskap daglig eller et par dager i uken etter investering, mens fire av fem har kontakt et par ganger i måneden eller mer. Pris på eierandeler er det vanskeligste spørsmålet å enes om i forhandlinger mellom bedrift og venturekapital. Hele 70 prosent av bedriftene mener det.

Utsagnet om at venturekapital er mer enn penger blir delvis bekreftet i undersøkelsen. Tilgang til risikokapital er viktigste grunn for bedriftene til å kontakte venturekapital, hele fire av fem mener det. Men nær 60 prosent oppgir også ønsket om å få inn en langsiktig og kompetent investor, og vel 40 prosent nevner tilgang til rådgivning og en kvalifisert samtalepartner. De fleste bedriftene mener også at venturekapitalen har bidratt til en positiv utvikling av bedriften. Om lag 40 prosent tror bedriften ville ha utviklet seg langsommere uten venturekapital, og like mange mener at bedriften ikke ville ha eksistert uten kapital og kompetanse fra ventureselskap eller såkornfond. Bedriftene er relativt godt fornøyd med styrearbeidet som gjøres ventureselskap og såkornfond, andre bidrag vurderes som middelmådige. To av fem bedrifter ikke er fornøyd eller er svært lite fornøyd med støtte til daglig ledelse, økonomisk rådgivning og tilgang til annen finansiering. Misnøyen er utbredt når det gjelder bidrag til markedsføring, produkt- og organisasjonsutvikling hvor henholdsvis 80, 76 og 64 prosent av bedriftene ikke er

fornøyd eller er svært lite fornøyd. Dette kan tyde på at såkornfond og ventureselskap har et betydelig forbedringspotensial når det gjelder strategiske bidrag til bedriftene.

8.2 Funn og refleksjoner

Halvparten av bedriftene i vår undersøkelse opplyser at de har hatt problemer med å finansiere sine investeringer. At en stor andel kunnskapsbedrifter i tidlige utviklingsfaser har finansieringsproblemer er som en kunne forvente i lys av tidligere studier og teorier om finansiering av innovasjon og entreprenørskap (Moore 1994, Oakey 1995, 2003). Det har imidlertid ofte vært vanskelig å dokumentere finansieringsgap. Finansieringsteoriens understreking av asymmetrisk informasjon mellom den som tilbyr og den som etterspør kapital, synes også å bli bekreftet. Bedrifter som har store problemer med å formidle produktinformasjon til såkornfond eller ventureselskap, har også større problemer med å finansiere sine investeringer enn bedrifter som ikke har noe formidlingsproblem.

Bedrifter som bruker en stor del av omsetningen på innovasjon (FoU, utvikling og lansering av produkter) er også mer utsatt for finansieringsproblemer. Dette innebærer ofte store investeringer i immaterielle verdier som er vanskelig å prissette og umulig å ta pant i. Det gir mindre sikkerhet for investor og tilsvarende større problem for bedrift å få finansiering. Ikke uventet oppgis mangel på egenkapital som viktigste årsak til finansieringsproblemene. Dette er bedrifter i tidlige utviklingsfaser som har lite eller ikke noe overskudd å trekke på, og som ofte må slite for å trekke inn kapital fra eksterne investorer.

De undersøkte bedriftene tilhører i hovedsak kunnskapsbaserte næringer og de er i stor grad lokalisert i byer. Konsentrasjon av kunnskapsnæringer og venturekapital til byer, og gjerne storbyer, forklares ofte ved at det hefter særlige innovasjonsfordeler til byene. Det antas at kunnskapsbedriftene har bedre tilgang til høyt utdannet arbeidskraft, spesialiserte tjenester (som venturekapital) og til ulike typer informasjon som spres gjennom private og profesjonelle nettverk (Acs 2002, Amin og Thrift 2002, Storper og Venables 2002). I lys av dette skulle en også tro at kunnskapsbedrifter i byene ville ha lettere tilgang til kapital og dermed mindre finansieringsproblemer enn bedrifter ellers i landet. Men det er ikke tilfelle. Finansieringsproblemene ser ut til å være geografisk uavhengige. Dette kan skyldes at etterspørselen etter venturekapital er så mye større i byene enn ellers i landet at tilbudet relativt sett ikke er bedre i sentrale enn spredte strøk. Når en så stor del av kunnskapsbedriftene er lokalisert i byene, blir også konkurransen om risikokapital større der enn ellers i landet.

Venturekapitalen har gjerne minoritetsposter i bedriftene de investerer i, men gjerne en stor nok eierandel til at de har strategisk innflytelse. I vår undersøkelse finner vi imidlertid at i hele 40 prosent av bedriftene eier såkorn og venturekapital minst halvparten av bedriften. Eierandelene er høye i bedrifter med store investeringer enten dette er store eller små bedrifter. Dette synes å avvike fra kjennetegn ved internasjonal venturekapital slik den beskrives i litteraturen (Bygrave og Timmons 1986, 1992, Ruhnka og Young 1987, 1991). Vi har ingen opplysninger som kan gi noen god forklaring på dette. Det ville imidlertid være interessant å undersøke nærmere om det faktisk er klare forskjeller mellom norsk og internasjonal venturekapital med hensyn til eierandeler, og hva dette kan skyldes.

Vår studie viser at hver femte bedrift har fått kapital i såkornfasen mens ca. halvparten har fått kapital ved etablering og oppstart. Dette kan synes å være høye tall for tidligfaseinvesteringer i en internasjonal sammenheng. Flere internasjonale studier de

senere år tyder på at ventureselskapene er blitt mer forsiktige i sine investeringer og at større deler av kapitalen går til veletablerte foretak i senere utviklingsfaser (Bygrave og Timmons 1992, Nordisk Ministerråd 1993, Mason og Harrison 2003). I følge EVCA gikk bare litt over 1 prosent av ventureinvesteringene i Europa til såkornfasen i 2002, mens ca. 35 prosent gikk til oppstart og ekspansjon. Tilsvarende tall for Norge var, i følge EVCA, 6 prosent til såkornfasen, 30 prosent til oppstart og 57 prosent til ekspansjon. Når vi i vår studie finner at hver femte bedrift har fått såkornkapital, kan det skyldes at den omfatter såkorninvestorer i større grad enn EVCA-studien gjør. Våre tall kommer dessuten direkte fra bedriftene, mens EVCA-tallene bygger på opplysninger fra ventureselskaper. Her kan det være forskjeller i oppfatninger om hvilken fase kapitalen investeres i.

Mens den internasjonale trenden lenge har gått i retning av mer etappevise investeringer hvor pengene til bedriftene porsjoneres ut ved bestemte milepæler (Gompers og Lerner 2000) ut fra kontrollhensyn, så er det engangsutbetalinger som dominerer blant bedriftene i vår undersøkelse. Ved store investeringer og der hvor ventureselskapene tar store eierandeler, er imidlertid milepælinvesteringer mer utbredt. Det ville imidlertid være interessant å undersøke nærmere om investeringspraksisen i Norge skiller seg fra det en finner i en del andre land.

Bedriftene oppsøker ikke bare venturekapital for pengenes skyld, mens også fordi de trenger langsiktige investorer med kunnskap og kompetanse om forretningsdrift. Resultatene våre tyder imidlertid på at bedriftene ikke er fornøyde med strategiske bidrag fra såkornfond og ventureselskap, særlig på områder som markedsføring, produkt- og organisasjonsutvikling. Også når det gjelder støtte til daglig ledelse og økonomisk rådgivning, er det en relativt stor andel bedrifter som er lite eller ikke fornøyd. Dette kan bety at såkorn og ventureinvestorer ikke lever opp til sitt rykte som kunnskapsrik kapital, og at de ikke leverer de strategiske bidragene som Wijbenga mfl. (2003) hevder er deres viktigste bidrag. Resultatene kan også bety at bedriftene har urealistiske forventninger til hva disse investorene skal bidra med. Særlig markedsføring og organisasjonsutvikling vil jo være aktiviteter som bedriftenes ledelse skal ta hånd om. Det vil imidlertid være interessant å få avklart nærmere om det er stor diskrepans i oppfatninger mellom bedrifter og investorer når det gjelder den rollen såkorn og venturekapital forventes å spille i bedriftenes utvikling. Det er en fordel at aktørene både på tilbuds- og etterspørselssiden har noenlunde samme forståelse av hva såkorn og venturekapital kan bidra med i oppstart og utvikling bedrifter.

Litteratur

- Acs, Z. J. 2002: *Innovation and the Growth of Cities*. Edward Elgar, Cheltenham UK.
- Amin, A. og Thrift, N. 2002: *Cities – reimagining the urban*. Polity. Cambridge.
- Aslesen, Heidi Wiig m.fl. 1997 Struktur og dynamikk i kunnskapsbaserte næringer i Oslo. Oslo. BI, Fafo og STEP.
- Bygrave, W. D. and J. A. Timmons 1986: «Venture capital's role in financing innovation for economic growth». I: *Journal of Business venturing* 1:161-176
- Bygrave, W. D. and J. A. Timmons 1992: *Venture capital at the Crossroad*. Boston: Harvard business School Press
- CEBR 2001: *Seed capital in The Nordic Countries: Best practice*. A report prepared for the Nordic Industrial Fund.
- Cosh, A., A. Hughes and E. Wood 1996: "Financing Innovation". In *The Changing State of British Enterprise*. ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge.
- Gaston, R. J. 1989: *Finding Private venture Capital for your Firm. A Complete Guide*. Wiley. New York.
- EVCA Yearbook 2001 og 2003
- Gompers, P. and J. Lerner 2000: *The Venture Capital Cycle*. Cambridge, Massachusetts. The MIT Press
- Gullander, S og Napier, G. 2003: *Handbook in business angels network. The Nordic case*. Nordic Industria Fund.
- Gupta, A. K. and Sapienza, H. J. 1992. "Determinants of Venture Capital Firms': Preferences regarding the Industry Diversity and Geographic Scope of their Investments". *Journal of Business Venturing*, 7, 347-362.
- Hall, J og Hofer, C. W. 1993: "Venture capitalists' decisions criteria in new venture evaluation2. *Journal of Business Venturing* 8, 25-42.
- Hisrich, R. D. og Peters, M. P. 2001: *Entrepreneurship. McGraw-Hill Higher Education, New York. Fifth edition*.

- Hughes, A. and D. J. Storey (red.) 1994: *Finance and the Small Firm*. Routledge, London.
- Kvinge, T og Langeland, O. (1995), Smått, men ikke bare godt. Lønnsomhet og soliditet i små industriforetak. Fafo-rapport 178. Oslo
- Langeland, O. og Jordfald, B. 1999: *Financing Small Conventional and Knowledge-based Enterprises*. Fafo-notat 2000:9. Oslo.
- Langeland, O. and Orderud, G. I. 2003: *The Venture Capital Innovation Model: Urban and high-tech?* Paper presented at RSA conference "Reinventing Regions in the Global Economy", Pisa, 12th-15th April 2003.
- Langeland, O. 2003: "Storbyene som innovasjonsentra", *Horisont 2/2003*. Oslo.
- Manigart, S. og Sapienza, H.J. 2000: "Venture capital and growth", I Sexton, D og Landström, H. (red.) *The Blackwell handbook of Entrepreneurship*. Cambridge UK, pp. 240-258.
- Mason, C. M and R. T. Harrison 1994: "The Informal Venture Capital Market in the UK" i Hughes, A og Storey, D. J. (red.) 1994: *Finance and the Small Firm*. London. Routledge
- Mason, C. M og R. T. Harrison 1996: " Informal Venture Capital: A Study of the Investment Process and Post-investment Experiences, *Entrepreneurship and Regional Development*, 8, 105-126.
- Mason, C. M and R. T. Harrison 1999: " Financing Entrepreneurship: Venture Capital and regional development" i Martin, R. 1999: *Money and the Space Economy*. John Wiley & Sons. New York.
- Mason, C. M and R. T. Harrison 2001: "Investment readiness. A critique of government proposals to increase the demand for venture capital". *Regional studies*, 35, 663-669.
- Mason, C. M and R. T. Harrison 2002: "Barriers to investment in the informal venture capital sector". *Entrepreneurship and Regional Development*, 14, 271-87.
- Mason, C. M and R. T. Harrison 2003: "Closing the regional equity gap? A critique of the Department of Trade and Industry's regional venture capital funds initiative". *Regional Studies*, Vol. 37.8, pp. 855-868.
- McNally, K. 1997: *Corporate Venture capital: Bridging the Equity gap in the small business sector*. Routledge, London.
- Moore, B. 1994: "Financial constraints to the growth and development of small high-technology firms". I Hughes, A. og D. J. Storey (red.) 1994: *Finance and the Small Firm*. Routledge, London.
- Murray, G. C. 1994: "The second "equity gap": exit problems for seed and early-stage venture capitalists and their investee companies, *International Small Business Journal*, 12:4, 59-76

- Murray, G. C. 1998: "A Policy Response to Regional Disparities in the Supply of Risk Capital to New Technology-based Firms in The European Union: The European Seed capital Fund Scheme". *Regional Studies*, vol 32:5, pp. 405-419
- Myers, S. C. 1990: "Still searching for an Optimal Capital Structure" Kopecke, R. og Rosengren, E (red.). *Are the Distinctions between debt and equity Disappearing?* Federal Reserve Bank of Boston Conference.
- Nordisk Ministerråd 1993: *Riskapitalforsörjningen till små- och medelstora företag i Norden*. Nordiske Seminar- og arbeidsrapporter 1993:577. København
- Oakey, R. 1995: *High-Technology New firms: Variable Barriers to growth*. Paul Chapman Publishing Ltd. London.
- Oakey, R. 2003: "Funding innovation and growth in UK new technology-based firms: some observations on contributions from the public and private sectors". *Venture Capital. An international journal of entrepreneurial finance*. Vol 5, No. 2, pp. 161-181.
- OECD 1996: *Science, Technology and Industry Outlook*. Paris.
- OECD 2000: *Science, Technology and Industry Outlook*. Paris.
- OECD 2001: *Science, Technology and Industry Scoreboard. Towards a Knowledge-based Economy*. Paris
- OECD 2002: *Science, Technology and Industry Outlook*. Paris.
- Norges forskningsråd 2003: *Det norske forsknings- og innovasjonssystemet – statistikk og indikatorer*. Oslo.
- Reve, T., Lensberg, T. og Grønhaug, K. 1992 *Et konkurransedyktig Norge*. Tano. Oslo
- Ruhnka, J. C. og J. E. Young 1987 «A venture capital model of the development process for new ventures». I: *Journal of Business venturing* 2(2):167-184
- Ruhnka, J. C. og J. E. Young 1991 «A venture capital model of the development process for new ventures». I: *Journal of Business venturing* 6:115-133
- SIVA 2003: *Egenkapital til nye vekstbedrifter – ny landsdekkende såkornordning*. Trondheim.
- Sorensen, O. og Stuart, T. E. 2001: "Syndication Network and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments" *American Journal of Sociology*, Vol. 106, No. 6: 1546-88
- Storey, D. J. 1994: *Understanding the Small business sector*. Routledge London.
- Storper, M. and Venables, A. J. 2002: *Buzz: The Economic Force of the City*. Paper presented at the DRUID Summer Conference, 6-8 June 2002. Copenhagen.

- Sørheim, R. og Landström, H. 2001: "Innformal investors – a categorisation with policy implication", *Entrepreneurship and Regional Development*, Vol. 13 No. 4, 351-370.
- Walker, D. A. 1989 «Financing the small firm». I: *Small Business Economics* 1/89:285-296
- Wassum Investment Consulting AS 2003: *Evaluering av såkornordningen*.
- Wijbenga, F. H, Postma, T.J.B.M, van Wittelloostuijn, A. og Zwart, P. S. 2003: "Strategy and performance of new venture. A contingency model of the role and influence of the venture capitalist", *Venture Capital. An international journal of entrepreneurial finance*, Vol. 5 No. 3, pp. 231-251.