

Aktiv eierskap i tidlig fase - såkorninvesteringer

Av Managing Partner Karl-Johan Jakola, NorInnova Forvaltning AS.

De fleste europeiske land har i lang tid satset aktivt på å fremme nyskaping og omstilling i næringslivet. EU har satt utvikling av kunnskapssamfunnet i høysete, med økt innsats på høyere utdanning, forskning og teknologi som hoveddrivkrefter. Det er blitt satt i verk en rekke tiltak for å heve kompetansenivået, spesifikke FoU-program, påskynde spredningen av ny teknologi og øke nyskapingstakten. Dette har medført at en rekke nye tiltak, organisasjonsmodeller, aktører og finansieringsformer har utviklet seg de siste årene. Internasjonale undersøkelser viser at tilgang på risikovillig egenkapital er vel så viktig som forskningsvirksomhet for å skape nye bedrifter. Noen hevder at nærhet til og tilgang på kapital er en av faktorene som bidrar mest til nyskaping. I USA har de aller fleste nye selskaper på børsen og selskaper som kommer med ny teknologi vært finansiert av venturekapital. Slike venturekapitalfonds har hatt en rivende utvikling i Europa de siste årene.

Økte investeringer i bedrifter fra Private Equity-bransjen (PE), som knytter aktivt eierskap til sine investeringer, har medført at nyskappingsaktiviteten har økt betydelig de siste 10 årene. PE-fondene, som vanligvis er organisert i ulike type egenkapitalfonds, tilfører ikke bare bedriftene kapital, men også kompetanse gjennom aktiv deltakelse i bedriftens styre og som sparringspartnere ovenfor bedriftens ledelse. PE-fondene har som strategi å ta relativt store eierposter i de selskaper de investerer i og derfor investerer i bedrifter i utviklingsfaser hvor bedriften ikke er børsnoterte. Analyser viser at bedrifter med PE-fond som deleiere har høyere vekst i omsetning, sysselsetting og verdiskaping enn andre sammenlignbare bedrifter. Fokus på nyskaping og utvikling av nye høyteknologiske bedrifter har også medført at det blir i økende grad kanalisert mer kapital til egenkapitalinvesteringer i tidlig fase – såkornfasen - definert til stiftelsestidspunktet for bedriften og de første leveår alt etter bransje. Slik kapitalorganisering har også i de seinere årene fått en stadig sterkere regional dimensjon.

Denne artikkelen avgrenses til å omhandle aktivt eierskap i form av egenkapitalinvesteringer i vekstbedrifter i såkornfasen og tar heller ikke for seg andre instrumenter som lån og tilskudd. Jeg har ikke hatt som ambisjon å gi en akademisk analyse, men mer å gi en erfaringsbasert situasjonsbeskrivelse samt dele min kompetanse og erfaring gjennom 15 år som såkorninvestor.

Nordiske såkornkonsept

Sverige var det landet i Norden som i 2006 disponerte mest kapital i PE-sektoren, ca 270 milliarder NOK, etterfulgt av Danmark ca 65 NOK, Norge ca 40 milliarder, og Finland 25 milliarder. Investert kapital fra disse fondene i 2006 var henholdsvis Sverige 17 milliarder NOK, Danmark 5,2 milliarder, Norge 3,8 milliarder, og Finland 2,8 milliarder NOK. Andelen av denne kapitalen som investeres i såkornfasen er relativt sett lave, selv om slike investeringer har økt de siste 2-3 årene i takt med etablering av nye spesialiserte såkornfonds. En rapport fra European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) for 2006 viser økning i tidligfaseinvesteringer. Av tilgjengelig PE-kapital i Norge, er ca 3-4 milliarder rettet mot såkornstadiet og det ble investert for ca 300 mill kr i Norge i såkornfasen i 2006.

Private investorer har i de fleste land alltid vært viktige og aktive partnere i tidligfaseinvesteringer for å utvikle vekstbedrifter. I de senere år har også statlig medvirkning i form av kapital og risikoavlastning økt kapitaltilgangen til investeringer i såkornfasen og bidratt til at det er etablert spesielle fond med fokus på tidligfaseinvesteringer. Begrunnelsen for statlig medvirkning i tidligfasefond er risikoavlastning for private investorer på grunn av blant annet høyere risiko, markedssvikt for kapital, stor arbeidsmengde relatert til investert kapital og lavere avkastning i tidlig fase. Allikevel har man satt fokus på tidligfase-

investeringer for å øke nyskapingstakten og øke andel av høyteknologiske bedrifter. Kunnskapsbedrifter i tidlig fase har ofte sine ressurser knyttet til immaterielle verdier, hvor aktiva i balansen går inn og ut døra hver dag. Derfor er det vanskelig å oppnå tradisjonell bankfinansiering uten å fremvise reelle panteverdier. Virkemiddelapparatet krever også ofte i etableringsfasen av en bedrift at man har 50-60% egenkapital på plass før man kan utløse de offentlige virkemidler. Derfor har man i mange land satt opp pre-sårn, sårn- og venturekapital i partnerskap mellom offentlig og privat kapital, samtidig som man har stimulert institusjonelle investorer og pensjonsfond til å investere i slike egenkapitalfond.

Denne utviklingen har man også sett i Norge, selv om man ligger flere år etter andre europeiske land med denne type fondsstrukturer. Sverige, Danmark og Finland har alle vært tidlig ute med nye former for sårnfond med privat/offentlig partnerskap, i de fleste tilfeller linket opp mot universitetsmiljøer i de respektive land. Alle våre naboland har vært høyt oppe på World Economic Forums Information and Technology rankingliste:

År	Danmark	Sverige	Finland	Norge	USA
2006	nr 1	nr 2	nr 4	nr 10	nr 7

Også USA har omfattende statlig bidrag til tidligfasefinansiering via Small Business Investment Company som siden etableringen indirekte har deltatt i finansiering av mer enn 90.000 nystartede bedrifter. I 2005 ble det fra dette fondet investert \$ 3,6 milliarder i ca 5000 bedrifter. Undersøkelser i Sverige viser at ca 50% av nye vekstbedrifter springer ut fra eller er etablert i samarbeid med sterke faglige FoU-miljø. Den samme andelen vises i evalueringsrapporten av 1. generasjonssårnfondene i Norge. EVCA-rapporten 2006 viser også at selskap finansiert av PE-fond har en årlig sysselsettingsvekst på 30%, mens selskap med samme type finansiering som er spin-offs fra universitetsmiljøene viser en årlig vekst på hele 60%.

Sverige

Allerede i 1979 etablerte regjeringen et statlig fond, Industrifonden, som har investert mye egenkapital i bedrifter, venture og sårnfond. Tidlig på 90-tallet bidro regjeringen i Sverige til at det ble etablert syv Teknikbrostiftelser som alle ble tilknyttet sterke universitetsmiljøer over hele landet. Teknikbrostiftelsene opprettet ulike sårnkonsept, deriblant regionale risikovillige egenkapitalfonds. Disse syv Teknikbrostiftelsen fikk tilført ca 1 milliard SEK som i hovedsak kom fra det svenske stat via Industrifonden og Lønstagerfondet. I 2004 evaluerte man i Sverige nyskapingspolitikken, beskrevet i rapport "Bättre finansiering för kommersialisering av innovationer", der ulike departement og involverte innovasjonsmiljøer under ledelse av næringsdepartementet foreslo å styrke de regionale Teknikbrostiftelsene. Dette arbeidet ble operasjonalisert i 2005 ved at man omdannet de 7 Teknikbrostiftelsene til 7 aksjeselskap og ett holdingsselskap Innovasjonsbron AB. Innovasjonsbron AB er organisert som et nasjonalt konsern med 7 datterselskap. Kapitalen er i all hovedsak tilført de 7 datterselskapene som har det operasjonelle ansvaret i sine respektive regioner. Innovasjonsbron AB har en finansiering på ca 1,7 milliarder SEK, hvorav ca 700 mill SEK er frisk kapital fra statlig hold. I tillegg disponerer de regionale miljøene næringsrettede FoU-programmer som understøtter satsingen på sterke fagområder i de respektive regionene. Innovasjonsbron AB har som formål å kommersialisere kunnskapsintensive forretningsideer.

Danmark

Den danske regjeringen etablerte i 1992 et statlig fond – Vækstfonden – med 2 milliarder DKK som kapitalbase og med selvstendig organisasjon. Innledningsvis opererte Vækstfonden i hovedsak med ansvarlige lån, men de seneste år er aksjekapitalinnskudd i både sårn- og venturebedrifter det mest fremtredende, men har også investert i danske enkeltelskap. Siden oppstarten har Vækstfonden investert i ca 3500 danske selskap med en samlet

investeringsbeløp på ca 6,5 milliarder DKK. I Danmark er det også etablert tidligfase investeringsfond i sterke FoU-miljøer med statlig medfinansiering hvor Vækstfonden har vært aktiv medspiller.

De største såkornfond i Danmark ble etablert på 90-tallet og er knyttet til sterke universitets og FoU-miljø som Symbion og Dansk Teknologisk institutt (DTU) i København og NOVI-Forskningsparken i Ålborg. Etter hvert er det også utviklet en større flora av private såkorn og venturefonds i Danmark. I 2004 etablerte man i København Seed Capital som samarbeider med DTU Innovation og Symbion. Fondet har en kapitalbase på ca 530 mill DKK for nye investeringer. I 2006 fusjonerte 3 danske tidligfasefond (Inkuba Venture, Innfond og Syddansk Kapital) til Inventure Capital AS. Kapitalbasen er på ca 800 mill DKK. NOVI såkornfond, Innfond, er fusjonert inn i dette samarbeidet.

Finland

Finland er det landet i Europa som har satset mest på forskning de siste 20 år i forhold til folketall og brutto nasjonalprodukt. Landet har de siste 10 år alltid ligget høyt oppe på World Economic Forums rankingliste som det mest innovative landet i verden og var bl.a i 2001 og 2003 nr 1 på denne lista. De resultater man nå ser i Finland skriver seg tilbake til 80-tallet med en bevist satsing på forsknings- og utdanningspolitikk. Finland erfarte på begynnelsen av 1990-tallet sterk tilbakegang i økonomien. Dette skyldtes bl.a sammenbruddet i russisk økonomi. Finland møtte utfordringene med å etablere en nasjonalt forankret innovasjonspolitik hvor forsknings- og utdanningspolitikken ble et tungt element. Det ble satset tungt, sammen med næringslivet på å etablere internasjonale attraktive kompetansemiljø med et samspill mellom bedrifter, FoU-institusjoner, finansieringsinstitusjoner og nasjonale og regionale myndigheter. Det ble videre utviklet et system for "Centre of expertise" som både fikk en rolle i å fremme og utvikle innovasjonssystemet og miljøene, være møteplass for aktørene og å knytte kontakter med internasjonale miljø. Finland etablerte i begynnelsen av 1990 årene 16 Ekspert-sentre som alle er nært tilknyttet landenes fremste FoU-miljø. Disse sentrene fikk en særlig rolle i å fremme FoU-prosjekter i samarbeid mellom aktørene. I de fremste universitetsmiljøer er det også etablert tidligfasefond med statlig medfinansiering.

Det norske såkornkonseptet

Det norske markedet for aktiv eierkapital har de siste årene hatt en sterk utvikling gjennom inntreden av nye aktører, betydelig oppkapitalisering og opprettelse av statlige Argentum med en kapitalbase på 2,5 milliarder kr. I statsbudsjettet for 2008 har regjeringen også vedtatt å etablere et nytt statlig venturefond på 2,2 milliarder lokalisert til Trondheim. Staten har også tidligere operert et eget PE-fond, SND Invest AS, med en kapitalbase på 2,3 milliarder kr. Dette fondet ble avvirket i 2003 og porteføljen ble solgt til Four Season Venture. En oppbygging av kapital til PE-område er i seg selv positivt ved at man har større sjanse for å kunne omsette prosjekter/eierandeler både i tidlig utviklingsfase og i senere vekstfaser ved at det er flere aktører og større kapitalmengde tilgjengelig i markedet. Det er i hovedsak venturefinansierte vekstselskaper og modne selskaper som har hatt gleden av denne positive trenden. Selskapene i såkornfase har i stor grad inntil de siste årene falt utenfor. Samtidig er det en økende tilgang av innovative prosjekter og tidligfase selskaper som etterspør kompetent og risikovillig eierkapital.

Først i 1998 fikk vi det første norske såkornfondet med statlig medvirkning. Et landsdekkende såkornfond START-Fondet og fire regionale fond som dekker henholdsvis Sørlandet, Vestlandet, Midt-Norge og Nord-Norge ble opprettet. Fondene ble operative i 1998/99. I 2000 ble opprettet et såkornfond for indre Østlandet. START Fondet ble etablert med 320 mill kr,

mens de regionale fondene ble etablert med en relativ lav kapitalbase på 50 - 126 mill kr. Dette førte også til at gjennomsnittlig investert beløp i porteføljebedriftene var vesentlig lavere i de regionale fondene enn i START Fondet. Til disse fondene ytet staten et ansvarlig lån begrenset oppad til samme beløp som de private investorene gikk inn med. I tillegg ble det opprettet et tapsfond på 25% av det ansvarlige lånet, hvor staten og de private investorene tar 50% av konstaterte tap hver inntil tapsfondets størrelse. Overskytende tap må bæres av de private investorer. Kommitert kapital under denne ordningen var i 2006 på 776 mill kr, hvorav statens andel var på 50% (388 mill kr). Samtlige fond er fullinvestert og gjør bare oppfølgingsinvesteringer i eksisterende portefølje. Ved utgangen av 2006 var 322 mill kr av statens låneramme trekt opp. Av det tilhørende tapsfondet på ca 80 mill kr, var 76 mill kr tapsført ved utgangen av 2006. Innovasjon Norges vurderinger mot slutten av 2006 var at de i tillegg til det konstaterte tapet på 76 mill kr, var tapsutsatt for ca 91 mill kr, herav ca 71 mill kr i START-fondet og 20 mill kr i Såkorninvest Innlandet AS. I mars 2007 ble det åpnet konkurs i boet til Såkorninvest Innlandet AS.

Dette statlige såkorninitiativet ble evaluert i 2003 av Wassum Invest Consulting AS. Hovedkonklusjonen var at såkornordningen hadde fungert etter sin målsetting. Rapporten anbefalte å øke innsatsen på dette området, men rammebetingelser og risikoavlastning for de private investorene burde forbedres i en ny ordning. Videre anbefalte rapporten at det ble stilt større kompetansekrav til forvalterne. Rapporten anbefalte også at såkorninvesteringer i tidlig fase burde i større grad investeres i innovative og kunnskapsbaserte prosjekter med betydelig internasjonalt vekstpotensiale og knyttes til forvaltere av eksisterende fond som kan vise til tilstrekkelig nærhet til eller samarbeid med universitetsmiljøene og de tyngste forskningsmiljøene.

Denne evalueringen kom etter 4-5 års drift. Fondene har en levetid på 15 år og er kommet halvveis i sin livssyklus. Det er fra nå og utover man vil få svar på hvordan man vil lykkes med disse 1. generasjons såkornfond. Min erfaring fra delforvaltning av Såkorninvest Nord AS portefølje er at ca 50% av porteføljeinvesteringene ennå har potensiale for avkastning fremover. Basert på siste emisjonskurs og de realiseringer man har gjort i dette fondet er fondets kapitalbase på ca 70 mill kr inntakt, med 4-5 gode vekstbedrifter med betydelig oppside. Nesten samtlige av disse investeringer er vekstbedrifter med tilknytning til eller direkte spin-offs fra FoU-miljøet i Tromsø.

2. generasjons såkornfond med statlig medvirkning

Regjeringen bevilget i Statsbudsjettet for 2004 en ramme på 700 MNOK i ansvarlig lån til en ny distriktsrettede såkornordning. Det skal etableres 6 nye fond lokalisert til Tromsø, Bodø, 2 i Namsos, Førde og Innlandet, med en total kapitalbase på ca MNOK 1100. Fondene vil ha ulik størrelse basert på det ansvarlige lånet fra staten som er tildelt i 3 størrelser henholdsvis to på 175 MNOK (Bodø og Tromsø), to på 134 MNOK og to på 41 MNOK. Noen fond har en større kapitalbase ved at det er innhentet mer privat kapital en foreslått. I hvert fond er det opprettet et tapsfond på inntil 25% av det ansvarlige lånet som kan avskrives likt på statlig og privat kapital ved konstatering av tap i porteføljen. Fondene i Tromsø (NorInnova Invest AS, 272 MNOK), Bødø (KapNord AS, 256 MNOK) og Førde (Fjord Invest SørVest AS, 216 MNOK) er operative.

I statsbudsjettet for 2005 bevilget regjeringen det landsdekkende såkornordningen som er etablert i universitetsbyene Oslo (Alliance Venture AS), Stavanger (Såkorninvest II AS), Bergen (Sarsia Seed AS) og Trondheim (ProVenture Seed AS) med 4 like store fond hver på inntil 334 MNOK, totalt MNOK 1334, hvorav statens andel i form av ansvarlig lån i hvert fond er på inntil 167 MNOK, totalt MNOK 667. Også disse fondene har innvilget et tapsfond på 25% av det statlige lånet (hvert fond 42 MNOK). Alle disse fire fondene er operative.

Totalt har staten medvirket til at det er etablert såkornfonds med en total kapitalbase på ca 3,1 milliarder kr, hvorav MNOK 1755 er statlige lån. Det er de private investorene som eier og styrer fondene. Fondene skal investere ut fra forretningsmessige kriterier i tidlig fase etter gitte retningslinjer. Statens bidrag skal stimulere til at de private investorene investerer kapital og ressurser i såkornfasen. Den langsiktige målsetting for ordningen er å tilføre kunnskapsbedrifter med stort vekstpotensiale lokalisert i Norge tålmodig og langsiktig egenkapital, samt relevant kompetanse. Fondene har en levetid på 15 år.

Såkorninvesteringer

Innovasjon og kommersialisering er god investering når det satses på globalt ledende kompetanse og kunnskap. Omfattende studier i USA viser at langsiktig næringsrettet forskning gir en samfunnsmessig avkastning på 40-50% i året, mens den bedriftsøkonomiske ligger på 15-20 %. Det kan ofte ta 8-12 år fra idestadiet til man ser bedriftsøkonomiske resultater av nyetableringer basert på nyere forskningsresultater. Innen IKT kan det gå fortere, mens det innen medisinsk bioteknologi kan ta lengre tid og koste milliardbeløp for å bringe ideen til suksess. Kunnskapsbasert næringsutvikling er en spesialisert og krevende virksomhet med høy risiko. Erfaringsmessig lykkes 4-5 av 10 prosjekter, hvorav 1-2 investeringer kan gi virkelig store gevinster.

Det er to hovedrisikoområder knyttet til såkornfond. Den ene er den finansielle risikoen med lang investeringshorisont og kapitalkrevende etableringsfaser som såkornfond selv må håndtere. Tidligere antakelser om å kunne realisere underveis for såkornfond har bare unntaksvis latt seg gjøre, mens regelen er mer å realisere samlet ved salg eller børsnotering. Den andre er den teknologiske risiko hvor produktutvikling er avansert og produktene skal ofte utvikle nye markeder.

Det er mange kriterier som skal vurderes før et en investering iverksettes. De viktigste vurderinger og undersøkelser er om prosjektet har en unik i teknologi eller konsept som kan realiseres i internasjonale markeder, godt ledelsesteam og personkjemi, IPR beskyttelse, potensiale for exit med mer. Denne innledende perioden tar ofte 2-6 måneder. Prosessen og kjørereglene fremover nedfelles og avtales som regel i en aksjonæravtale i denne perioden. Vi prøver å minske den finansielle risikoen ved selv å investere i tidlig fase fortrinnsvis sammen med andre, tilføre kapitalen i passe porsjoner ved milepølsevalueringer, ha likvid kapital tilgjengelig for oppfølgingsinvesteringer, samt ha nettverk til andre investeringsmiljø for oppfølgingsinvesteringer i senere faser. Såkornfasen handler mye om likviditet og fremtidig finansiering. De fleste nyetablerte vekstbedrifter skal gjennom ”blodbadet” – fasen med negativ cash-flow- som ofte tar lengere tid og er dypere enn de fleste beregner. I de fleste tilfeller kan man både doble og tredoble egenkapitalbehovet gründerne presenterer. Den teknologiske risikoen har vi forsøkt minimalisert ved å utvikle produktene så langt som mulig i FoU-miljø og ved å kople spisskompetanse fra våre relevante aksjonærer i fondet og samarbeidende FoU-miljø til bedriften i etableringsfasen både gjennom styret og i utviklingsprosjekter. I de fleste tilfeller har nøkkelpersonene i vekstbedrifter en unik teknologisk kompetanse og kjennskap til fagområdet, men mangler forretningsmessig kompetanse og erfaring. Vår oppgave er å tilføre vår kompetanse, erfaring og nettverk fra forretningsutvikling.

Bedrifter i tidlig vekstfase mangler ofte viktige basisfunksjonen i organisasjonen og en del erfaringsmessig beslutningsdata, spesielt i teknologibedrifter hvor nøkkelpersonell ofte er spisset innen sin kjernekompetanse. Dette spesielt innen områder som strategiutvikling, prosjektledelse, økonomiresurser, regnskap og balansetall over tid, markedsmessig utvikling osv. Å investere i slike bedrifter betinger en eierposisjon hvor man aktivt kan gå inn i styret.

Vår oppgave er å utvikle bedriften ved å styrke kompetansen inne forretningsutvikling, strategivalg, avkastningskrav og vurdere incentivordninger for nøkkelpersoner for å stimulere til vekst, samt dele og koble vårt spesielle nettverk opp mot bedriften etter behov. Styrearbeidet kan i perioder være meget intensive og personer blir i perioder langt mer involvert i driften enn styreposisjoner normalt innebærer. Oppfølging og gjensidig kompetanseutveksling er viktig for gjøre rette beslutninger i forretningsutvikling fremover og består ikke bare av å være en god møteleder, sparringspartner, avkreve data og rapporter, men kan også innebære både psykologiske og ”åndelige” problemstillinger i enkelte utsatte perioder. Nærhet i slike perioder er viktig for å utveksle kompetanse og for å være sparringspartner for ledelsen i selskapet utenom styrets offisielle møter. Etter min erfaring kan man ikke utvikle vekstbedrifter etter en bestemt mal, men takle utfordringer etter hevert som de kommer etter en viss plan. Noen grunnleggende basisfunksjoner og organisatoriske grep er imidlertid påkrevet i de fleste førstegangsinvesteringer. Porteføljeforvalterne og bedriftens ledelse må også ta i betraktning og være mentalt forberedt at det er flere av disse bedriftene som må avvikles eller går konkurs. Vår erfaring er at det er mer arbeidskrevende for en investor å delta i såkornfasen enn å investere i mer modne bedrifter.

Skal man fjerne flaskehalsen for å etablere nye teknologi- og forskningsbaserte bedrifter kreves større satsing på forskning innen naturvitenskap og teknologi, tidligfasefinansiering og spesielt tilgang på høyrisiko egenkapital. Nærhet til såkornkapital er viktig i den første inkubasjonsperioden for nye bedrifter. Norge har en utfordring når det gjelder å skape nye kompetansetunge vekstbedrifter med internasjonalt markedspotensiale. Lykkes man med slike bedrifter vil disse kunne bli våre fremtidige næringslokomotiv som kan tilby attraktive arbeidsplasser for en stadig voksende andel av høyt utdannede kandidater som strømmer ut fra høyskoler og universitet. Samarbeid mellom myndigheter, FoU-miljø, næringsliv og finansmiljø blir av mange fremhevet som nøkkelen for å oppnå resultater i slik ny næringsutvikling.