

Mastergradsoppgave i økonomi og administrasjon
studieretning finansregnskap
(30 studiepoeng)

Venturekapital i Nord-Norge

- en analyse av tre tidligfase investeringsfond -



Av
Trond Mannsverk
og
Rune Morten Johansen



Institutt for økonomi
Norges fiskerihøgskole
Universitetet i Tromsø
Mai 2009

Forord

Når vi skulle velge tema for vår masteroppgave var vi tidlig sikre på at vi ønsket å jobbe med noe som omhandlet næringslivet i Nord-Norge. Næringsutvikling i regionen er noe vi begge er opptatt av – ikke bare for vår egen del som kommende nyutdannede siviløkonomer, men også for Nord-Norges utvikling generelt, en region som vi begge er født og oppvokst i.

Gjennom et par forelesninger høsten 2008 fikk vi en liten introduksjon til temaet venturekapital. Etter litt dypere studier på egenhånd fant vi ut at det eksisterte aktører innenfor dette markedet i Nord-Norge også. Disse venturefondenes ”intelligente kapital” utgjør et viktig bidrag til nordnorsk næringslivsutvikling, og vi kunne raskt konkludere med at dette var temaet vi var på jakt etter. Vi var fullt klar over den store utfordringen det ville bli å skrive en masteroppgave om et tema som var såpass nytt for oss. Men det var nettopp denne utfordringen, pluss muligheten til å lære noe nytt som gjorde at vi valgte dette emnet.

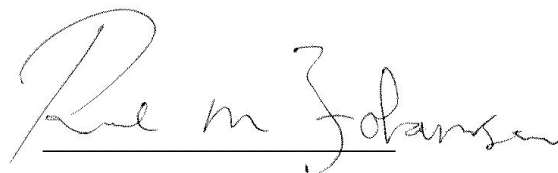
Arbeidet med denne oppgaven har vært meget krevende, men viktige støttespillere har gjort utfordringen atskillig mer håndterbar. Vi ønsker å takke Roger Fagerheim og Karl-Johan Jakola ved Norinova Forvaltning for god hjelp gjennom hele prosessen. Vi vil også takke representanter fra fondene Origo Kapital og Såkorn Invest Nord (ved Pronord) for deres velvilje til å hjelpe oss med diverse info. En stor takk rettes til veilederen vår ved Universitetet i Tromsø, førsteamanuensis Espen Sirnes, for god hjelp både med å finne en god vinkling på oppgaven og ellers nyttige innspill i løpet av prosessen. Og ikke minst, en stor takk til Marianne Leinan Knutsen for design av en kjempeflott forsideillustrasjon.

Tusen takk til alle sammen!

Tromsø, 12. mai 2009



Trond Mannsverk



Rune Morten Johansen

Sammendrag

Oppgaven forsøker å sette søkelyset på venturekapital som investeringsform innenfor Nord-Norge som region. Dette gjøres gjennom å foreta en analyse av tre utvalgte tidligfase investeringsfond – Såkorn Invest Nord i Bodø, Norinnova i Tromsø og Origo Kapital i Alta. Denne analysen ser på fondenes verdiskaping for eierne sine – en verdiskaping som deles inn i to elementer; finansiell avkastning og ikke-finansielle mål og forventninger.

Videre vies det et kapittel til emnet venturekapital, ettersom emneområdet oppleves som relativt nytt og ukjent utenfor PE- og andre finansmiljø i Norge. Det vises til at Private Equity (PE) er investeringer i ikke-børsnoterte selskaper, og hvordan venturekapital er en underkategori til PE som refererer til investeringer i en tidlig fase i et foretaks utvikling. En kort redegjørelse for utviklingen til begrepet gis også – fra oppstandelsen i USA og videre til utviklingen i Europa og Norge. Ikke minst gis det en introduksjon til markedet i Nord-Norge.

Hovedvekten av analysen (hovedproblemstillingen) vil være i forbindelse med den finansielle avkastningen, som her gir en måling mot alternativ plassering (Oslo Børs). Basert på en nåverdiberegning måles fondene ved hjelp av tilgjengelig regnskapsinformasjon opp mot avkastningen i markedet. Sentrale funn i den finansielle analysen kan oppsummeres slik:

- I perioden 1997-2007 har Norinnova AS klart å skape verdier for eierne sine i form av finansiell avkastning, målt mot Oslo Børs hovedindeks.
- I perioden 1999-2007 har Såkorn Invest Nord AS ikke klart å skape verdier for eierne sine i form av finansiell avkastning, målt mot Oslo Børs hovedindeks.
- I perioden 2002-2007 har Origo Kapital AS ikke klart å skape verdier for eierne sine i form av finansiell avkastning, målt mot Oslo Børs hovedindeks.

Disse konklusjonene må imidlertid betraktes i lys av forutsetninger og begrensninger i oppgaven. De viktigste usikre momentene i denne analysen knytter seg blant annet til en begrenset analyseperiode, bruk av balanseført verdi av egenkapitalen i siste regnskapsår i kontantstrømestimeringen, og bruk av Oslo Børs hovedindeks som alternativ plassering.

Som et supplement til den finansielle analysen ble det også gjort en analyse av fondsinvestorenes ikke-finansielle mål og forventninger, og hvordan disse blir møtt av fondene. De største investorene i fondene ble intervjuet over telefon for å avdekke ikke-finansielle mål og forventninger de hadde ved investeringene. Disse målene og forventningene ble videre forsøkt vurdert opp mot fondenes aktiviteter, basert på sekundærdata. Sentrale funn knyttet til denne delproblemstillingen gjengis under:

- Alle tre fondenes største investorer uttrykte mål og forventninger som knyttet seg til kategorien ”generell næringsutvikling i regionen.”
- De største investorene i Norinnova og Origo Kapital uttrykte mål og forventninger knyttet til kategorien ”FoU og innovasjon.”
- De største investorene i Norinnova uttrykte mål og forventninger knyttet til kategorien ”sysselsetting.”
- Alle tre fondene har møtt sine største investorers mål og forventninger knyttet til generell næringsutvikling.
- Norinnova har møtt sine største investorers mål og forventninger knyttet til FoU og innovasjon, mens mangel av informasjon har bidratt til at det ikke er foretatt noen konklusjoner med hensyn til Origo Kapital.
- Norinnova har møtt sine største investorers mål og forventninger knyttet til sysselsetting.

Også disse konklusjonene må tolkes i forhold til oppgavens begrensninger. Dette er en delproblemstilling og følgelig er det benyttet mindre ressurser på den i forhold til den finansielle analysen. Konklusjonene er trukket på grunnlag av diskusjoner og betraktninger basert på sekundærdata

Nøkkelord:

Private Equity, Venturekapital, Såkornkapital, Aktive eierfond, Nord-Norge

INNHOLDSFORTEGNELSE

FORORD.....	I
SAMMENDRAG.....	II
1 – INNLEDNING.....	1
1.1 – VENTUREKAPITAL.....	1
1.2 – NORD-NORGE.....	2
1.3 – AKTUALITET.....	2
1.4 – OPPGAVEN.....	3
2 – VENTUREKAPITAL.....	4
2.1 – PRIVATE EQUITY.....	4
2.2 – VENTUREKAPITAL.....	6
2.3 – OPPRINNELSE OG UTVIKLING.....	12
2.4 – VENTUREKAPITAL I NORD-NORGE.....	18
2.5 – UTVALGTE FOND.....	19
3 – UNDERSØKELSEN.....	22
3.1 – UNDERSØKELSESPROSESSEN.....	22
3.2 – OPPGAVENS FORMÅL OG PROBLEMSTILLING.....	23
3.3 – FORSKNINGSDESIGN OG METODE.....	24
3.4 – DATAINNSAMLING.....	25
3.5 – UTVALG.....	27
3.6 – ANALYSE AV DATA.....	29
3.7 – EVALUERING AV UNDERSØKELSEN.....	30
4 – TEORETISK BAKGRUNN.....	34
4.1 – MÅLEPROBLEMER I PE-FOND.....	34
4.2 – REGNSKAPSANALYSE.....	35
4.3 – BETA – ET RELATIVT RISIKOMÅL.....	36
4.4 – BEREGNING AV AVKASTNINGSKRAV.....	39
4.5 – NÅVERDIMETODEN.....	39
4.6 – INTERNRENTEMETODEN.....	40
5 – FINANSIELL ANALYSE.....	42
5.1 – FORUTSETNINGER OG BEGRENSNINGER.....	42
5.2 – GENERELL REGNSKAPSBASERT VURDERING.....	44
5.3 – ESTIMERING AV BETAVERDIER.....	50

5.4 – ESTIMERING AV AVKASTNINGSKRAV	55
5.5 – NÅVERDIBEREGNING	58
6 – ANALYSE AV IKKE-FINANSIELLE FAKTORER.....	64
6.1 – INVESTORENES IKKE-FINANSIELLE MÅL OG FORVENTNINGER.....	64
6.2 – GENERELL NÆRINGSUTVIKLING I REGIONEN	65
6.3 – MÅL KNYTTET TIL FOU OG INNOVASJON	70
6.4 – SYSSELSETTING	71
6.5 – ANDRE MÅL OG FORVENTNINGER	72
7 – DISKUSJON OG TOLKNING AV ANALYSER.....	74
7.1 – FINANSIELL VURDERING.....	74
7.2 – VURDERING AV IKKE-FINANSIELLE FAKTORER.....	78
8 – KONKLUSJON	81
8.1 – FONDENES VERDISKAPNING FOR EIERNE.....	81
8.2 – FORSLAG TIL VIDERE FORSKNING	83
VEDLEGG	85
VEDLEGG 1 – INTERVJUGUIDE	85
VEDLEGG 2 – EGENKAPITAL I NORD-NORGE	86
VEDLEGG 3 – BEREGNING AV BRANSJEBETA.....	87
VEDLEGG 4 – BEREGNING AV FONDSBETA	89
VEDLEGG 5 – PORTEFØLJEBEDRIFTENES FINANSIERINGSSTRUKTUR.....	90
VEDLEGG 6 – BEREGNING AV AVKASTNINGSKRAV	92
FIGURLISTE	93
TABELLOVERSIKT	94
REFERANSER	95

1 – Innledning

”Analyser viser at bedrifter med PE-fond som deleiere har høyere vekst i omsetning, sysselsetting og verdiskaping enn sammenliknbare bedrifter. Bedrifter med solide aktive eiere har under finanskrisen et godt fundament til å komme over en vanskelig periode” mener Jakola (2009). Videre advarer Høegh-Krohn (2008) mot at vekstbedrifter som er viktige for fremtiden i norsk næringsliv rammes av en kapitaltørke, og mener at PE kan være ”den viktigste kanalen for risikokapital til vekstbedrifter.” Denne oppgaven omhandler såkalte ”venturefond,” PE-fond som spesialiserer seg på bedrifter i tidlig fase.

1.1 – Venturekapital

Apple Computer, Cisco Systems, Microsoft, Netscape og Sun Microsystems er alle eksempler på selskaper i USA som i tidlig fase ble støttet av såkalte venturekapitalselskaper (Gompers, 2004). Ventureindustrien – og private equity (PE) sektoren som helhet – har etter hvert fått stor status i den amerikanske finansverdenen. I 2004 ble PE-aktørene referert til som ”the new kings of capitalism” av The Economist, og bare i 2008 ble det investert over 28 milliarder dollar i amerikansk venturekapital – ca 6 milliarder av disse var førstegangsinvesteringer i nye selskaper (PwC/NVCA, 2009a).

Det norske PE-markedet er på langt nær så modent og velutviklet som det amerikanske. Men med bl.a. økende grad av statlig deltakelse, har finansieringsformen i de senere år fått en positiv utvikling også her til lands. Staten foretar PE-investeringer via andre PE-fond gjennom sitt eget investeringsselskap Argentum (Argentum, 2009). Eierskapsseksjonen i Næringsdepartementet står for forvaltningen, og selskapets egenkapital ble i januar 2009 styrket med to milliarder kroner av regjeringen (Evenson, 2009).

Norske aktive eierfond forvaltet en kommitert kapital på 42,6 milliarder norske kroner ved utgangen av 2007, og i motsetning til de fleste andre europeiske land, er det venturesegmentet som utgjør størsteparten av denne aktiviteten med nærmere 50 % av kapitalen (Norsk Venturekapitalforening, 2008). (Mer om PE, venturekapital og andre begreper i kapittel 2.)

1.2 – Nord-Norge

PE-markedet har også etter hvert spredt seg til Nord-Norge. Norinnova AS (tidligere Forskningsparken i Tromsø) er et *evergreen*¹ investeringsfond som fokuserer på ny teknologi og forskningsbaserte forretningsideer, og har en kapitalbase på ca. 60 millioner kroner. Sårkorn Invest Nord AS (SINAS) i Bodø ble etablert i 1999 med bidrag fra staten, og har en kapitalbase på 75 millioner kroner. I 2006 og 2007 bidro staten videre til å etablere KapNord Fond AS i Bodø og Norinnova Invest AS i Tromsø med kapitalbaser på hhv 255 og 272 millioner kroner, der statlig kapital utgjør 175 millioner kroner i hvert av fondene. I Finnmark opererer bl.a. fondet Origo Kapital AS i Alta med en kapitalbase på 76 millioner kroner. Det eksisterer også en del mindre aktører. I tillegg har SpareBank 1 Nord-Norge Invest AS en kapitalbase på 180 millioner kroner, men dette er et mer helhetlig PE-fond som inkluderer investeringer som går utover tidlig fase.

1.3 – Aktualitet

Aktive eierfond som investerer i tidlig fase kan være uvurderlige finansieringskilder for unge bedrifter som normalt kan ha store problemer med å tiltrekke kapital. Relevansen til disse fondene er desto større i disse dager med finansuro, ettersom banker kanskje er ekstra restriktive med utlån. I tillegg disponerer institusjonelle investorer og Corporate Venture² (CV) som finansieringskilder gjerne mindre investeringsmidler enn normalt. Desto mer aktuelt vil det også være med investeringsfond som opptrer som aktive eiere. ”Bedrifter med aktive eiere har et godt fundament i møte med finanskrisen” påpeker ansvarlig partner i Norinnova Forvaltning, Karl-Johan Jakola, i en artikkel i Nordlys i januar 2009.

Administrerende Direktør i Argentum, Joachim Høegh-Krohn, advarer videre i en artikkel i NA24 i desember 2008 mot at vekstbedrifter som er viktige for fremtiden i norsk næringsliv rammes av en kapitaltørke, og mener at PE kan være ”den viktigste kanalen for risikokapital til vekstbedrifter.”

¹ At et fond er evergreen innebærer at det ikke har et forhåndsdefinert termineringstidspunkt. (<http://www.investopedia.com/terms/e/evergreenfunding.asp>)

² ”Med dette menes et stort foretak som opptrer som investor i unoterte SMB.” (Bjørkheim, et al., 2002)

1.4 – Oppgaven

Formålet med denne oppgaven er å rette søkelyset mot PE-fond i Nord-Norge, og da med fokus på fond som investerer i en tidlig fase i et foretaks utvikling. Det er ønskelig å gjøre en analyse på hvorvidt tre utvalgte fond klarer å skape verdier for eierne sine. Hoveddelen av denne analysen omhandler verdiskaping i form av finansiell avkastning, mens en delproblemstilling vil gå litt inn på andre ikke-finansielle mål og forventninger som investorene har til fondene.

Som en følge av denne todelingen av analysen, opererer oppgaven med en hoved- og en delproblemstilling. Hovedproblemstillingen lyder som følger:

Har investeringsfondene Norinnova, Såkorn Invest Nord og Origo Kapital klart å skape verdier for eierne sine i form av finansiell avkastning, målt mot Oslo Børs hovedindeks?

Videre lyder delproblemstillingen i oppgaven slik:

Hvilke ikke-finansielle mål og forventninger har de største investorene i fondene, og blir disse møtt av fondene?

Venturekapital oppleves ofte som et relativt lite kjent emneområde. I den forbindelse er det også et lite delmål med oppgaven å gi en god introduksjon til emnet. Dette vil tas opp i kapittel 2, som vil redegjøre for begrepet – hva det går ut på, opprinnelse og utvikling, og ikke minst markedet i Nord-Norge. Videre vil kapittel 3 forklare fremgangsmåten for å svare på problemstillingen. Teoretiske modeller og begreper som blir brukt i den finansielle analysen vil bli redegjort for i kapittel 4. Kapittel 5 vil ta for seg den finansielle analysen av fondene, mens kapittel 6 vil gi en analyse av ikke-finansielle mål og forventninger. Analysene i kapittel 5 og 6 vil bli diskutert opp mot problemstillingene i kapittel 7, og kapittel 8 vil gi en oppsummering av funn og konklusjoner.

2 – Venturekapital

Venturekapital kan sies å være et relativt nytt og lite brukt begrep i Norge. Det vil derfor være hensiktsmessig å gi en god forklaring på hva venturekapital innebærer. Kapittel 2.1 og 2.2 vil derfor gi en generell redegjørelse for Private Equity (PE) og venturekapital som begreper, mens det i kapittel 2.3 vil gis en oppsummering av opprinnelsen og utviklingen av venturekapital nasjonalt og internasjonalt. Til slutt vil det i kapittel 2.4 gis en liten kartlegging av venturemarkedet i Nord-Norge.

2.1 – Private Equity

2.1.1 – Investeringer i unoterte selskaper

Private equity, venturekapital, såkornkapital osv. er begreper som stadig vekk blandes og brukes om hverandre. Dette fører til en begrepsforvirring som gjør det vanskeligere for utenforstående å forstå oppbyggingen av investeringsformene. Realiteten er at venture- og såkornkapital er undergrupper til private equity, og det vil derfor være hensiktsmessig å begynne med å redegjøre for begrepet private equity – eller PE som det populært forkortes til.

Private equity er egentlig enkelt og greit motstykket til public equity, som er kapital investert på børsen. En PE-investering er med andre ord en investering som er gjort i et unotert selskap.



Figur 1 - Inndeling av risikokapitalmarkedet. (Bjørkheim, Holm, Branæs, Thowsen, og Ingdahl, 2002)

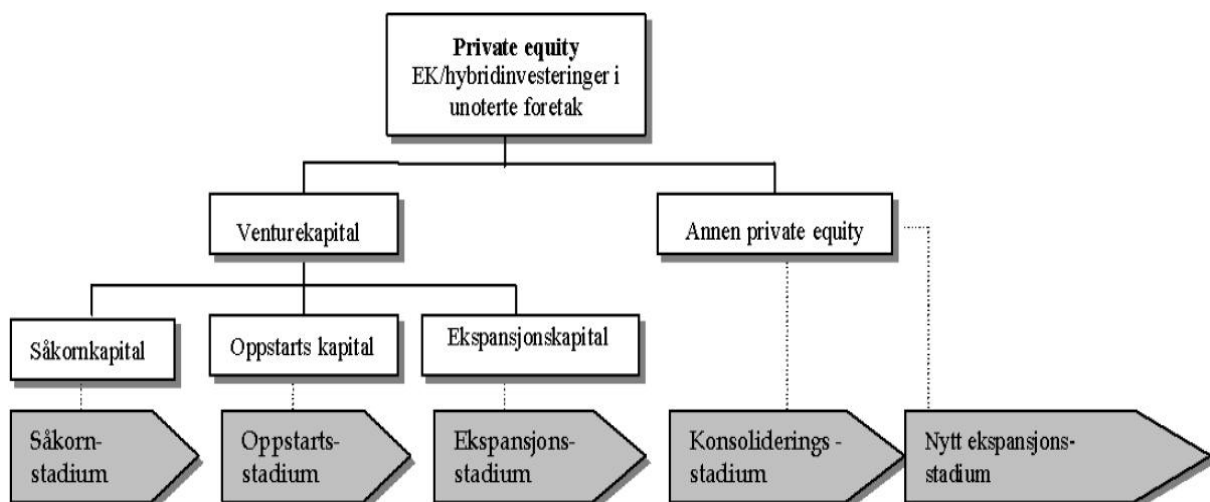
2.1.2 – Aktivt eierskap

Selv om kapitalinvesteringer i unoterte selskaper er hovedinnholdet i PE, blir begrepet ofte tillagt en ekstra dimensjon - nemlig dette med *aktivt eierskap*;

Et sentralt begrep som gjerne trekkes frem i sammenheng med PE-investeringer er aktivt eierskap. PE-aktørene, som vanligvis er organisert i form av ulike typer eierfond, tilfører ikke bare bedriftene kapital, men også kompetanse gjennom aktiv deltakelse i bedriftenes styre og nær kontakt med selskapenes ledelse. Det er derfor PE-fond ofte går under betegnelsen «aktive eierfond» (Grünfeld og Jakobsen, 2007).

2.1.3 – Faseinndeling

PE-markedet deles gjerne videre opp i faser, etter hvilket tidspunkt i porteføljebedriftenes livssyklus det investeres i.



Figur 2- Venturekapital og annen private equity. (Bjørkheim, et al., 2002).

Venturekapital refererer til investeringer gjort i en tidlig fase av et foretaks utvikling, og deles gjerne videre opp i fasene sårom-, oppstarts- og ekspansjonskapital (ECON, 2004). (Mer om venturekapital i kapittel 2.2 under.)

Annen private equity refererer i hovedsak til det såkalte ”buyout” segmentet av PE-markedet. ”En «buyout» er et oppkjøp av en etablert bedrift som i Private Equity-selskapets øyne er moden for fornyelse, effektivisering eller omorganisering” (LO, 2008). Buyout blir i så måte motsetningen til venturekapital. Mens et venturefond vil investere i bedrifter i tidlig fase og bidra til etablering, vil et buyoutfond investere i et allerede etablert selskap. Bjørkheim, et. al. (2002) deler buyout inn i tre forskjellige varianter:

- Management buyout (MBO)
- Management buyin (MBI)
- Leveraged buyout (LBO)

Management buyout (MBO) innebærer å kjøpe ut eieren(e) i et selskap for så å kunne innsette sin egen ledelse i foretaket. Noen ganger vil hensikten være å ”kjøpe inn” sin egen ledelse i et foretak, gjerne ”fordi investorer mener sittende ledelse mangler nødvendig kompetanse” (Bjørkheim, et al., 2002). Dette kalles en management buyin (MBI). En leveraged buyout (LBO) kan være hvilken som helst av de to ovennevnte oppkjøpsmetodene, men innebærer også at kjøpet finansieres med høy låneandel – også kalt ”gearing.”

2.1.4 – Skillet mellom PE og venturekapital

I diverse litteratur om PE og venture refereres det ofte til andre faseinndelinger enn den som er referert til i 2.1.3. Videre vises det til at PE ofte brukes som en slags samlebetegnelse på buyoutfasen nevnt ovenfor:

I Norge brukes imidlertid Private Equity stadig i betydningen industriutviklingsfond – også kalt Buy Out eller oppkjøpsfond, som et motstykke til Venture Capital – tidligfase eller vekstfond. Her brukes begrepene såkorn, venture og industriutvikling om de ulike fasene fondene opererer i, og private eierfond som fellesbetegnelse for bransjen (Worsøe, 2006).

Faseinndelingen som er vist i figur 2 er imidlertid basert på definisjoner fra EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association), en organisasjon blant annet NVCA (Norwegian Private Equity & Venture Capital Association) er medlem av. EVCA og NVCA er Europa og Norges respektive interesseorganisasjoner for PE og venturekapital, og følgelig vil deres faseinndeling og begrepsbruk benyttes videre i denne oppgaven.

2.2 – Venturekapital

2.2.1 – Definisjon

I innledningen til kapittel 2.1 (og videre i kapittel 2.1.4 ovenfor) om Private Equity ble det referert til en viss begrepsforvirring med hensyn til PE og venture. Venture og venturekapital som begreper blir også isolert sett benyttet i veldig mange forskjellige sammenhenger, og med til dels forskjellige betydninger. Store Norske Leksikon definerer venture som:

venture, økonomisk prosjekt, særlig brukt om risikopregede prosjekter. I moderne språkbruk brukes ordet i en rekke sammenhenger om investeringer i virksomheter under oppstarting eller sterk utvikling, der både kapitalbehov og usikkerhet er stor. ("Venture," 2009)

Videre definerer de venturekapital som "venturekapital, egenkapital (aksjekapital og ansvarlige lån) til utvikling av prosjekter med høy risiko" ("Venturekapital," 2009). Definisjonen fanger opp to viktige aspekt, nemlig at det er egenkapital, og at det benyttes til prosjekter med høy risiko. Begrepet inneholder imidlertid flere viktige dimensjoner som er viktig å få med, og en mer presis definisjon er gjort av EVCA (2008a):

Venture Capital

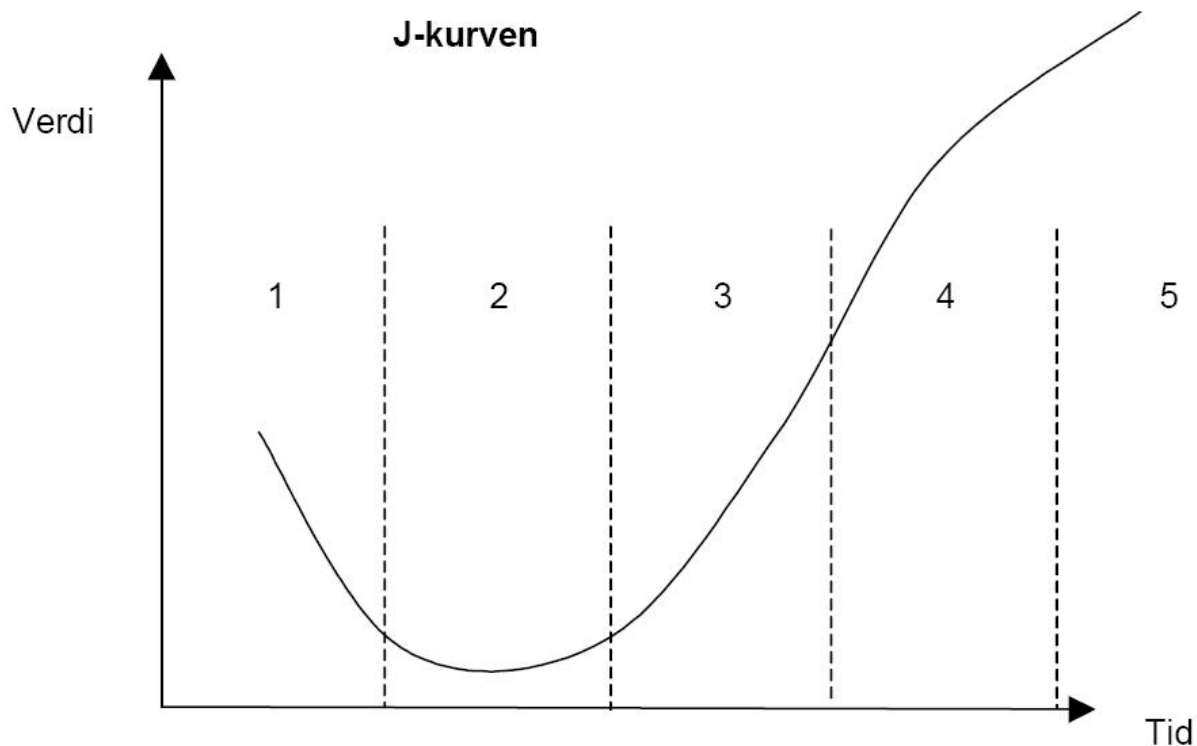
Professional equity co-invested with the entrepreneur to fund an early-stage (seed and start-up) or expansion venture. Offsetting the high risk the investor takes is the expectation of higher than average return on the investment. Venture capital is a subset of private equity.

2.2.2 – Intelligent kapital

Definisjonen over åpner med å referere til aspektet med profesjonell kapital (Professional equity) – analogt med "aktivt eierskap" nevnt i kapittel 2.1.2. Dette er en dimensjon som i likhet med PE generelt, også trekkes frem i forbindelse med venturekapital. Men enkelte (bl.a. Bjørkheim, et al. (2002) og ECON (2004)) benytter begrepet også om kapital fra passive investorer. De viser til såkalte ventureforetak (se kapittel 2.2.4 under) som har som forretningsidè å være aktive eiere, mens andre tilbydere av kapital kan opptre som passive investorer.

2.2.3 – Tidligfase investeringer

EVCA's definisjon viser videre til at kapitalen gjerne "koinvesteres" sammen med entreprenøren, og at det investeres i tidlig fase ("early stage (seed and start-up) or expansion venture," jf. fasene nevnt i kap. 2.1.3). At venturekapital fokuserer på en tidlig fase i et foretaks utvikling er et aspekt som er inkludert i de aller fleste definisjoner av begrepet. Bjørkheim et al. (2002) viser til den såkalte J-kurven, som ofte trekkes frem i forbindelse med bedrifter i tidlig fase:



Figur 3 - Verdien av aksjeinvestorenes innskudd i tidligfase bedrifter (Bjørkheim, et al., 2002).

Figur 3 viser verdien av aksjeinvestorenes innskudd i forhold til hvilken fase bedriften befinner seg i. De forskjellige fasene forklares slik:

I fase 1 er prosjektet på idèstadiet, aksjekapitalen er innbetalt og teknologiutviklingen starter. Utover i fase 1 og i fase 2 forbruker bedriften kapital til utvikling av teknologi, etablere forretningsplaner, gjennomføre testsalg og kundeverifisering. I fase 3 (forutsatt at prosjektet kommer så langt), kan man se verdier i form av en vellykket teknologi/produkt og kommersialisering og ekspansjon kan finne sted. Først fra dette tidspunkt kan det synliggjøres verdier i prosjektet og gjennom et oppkjøp i fase 4 eller 5 kan de første investorene ha håp om å bli kjøpt ut med gevinst (Bjørkheim, et al., 2002).

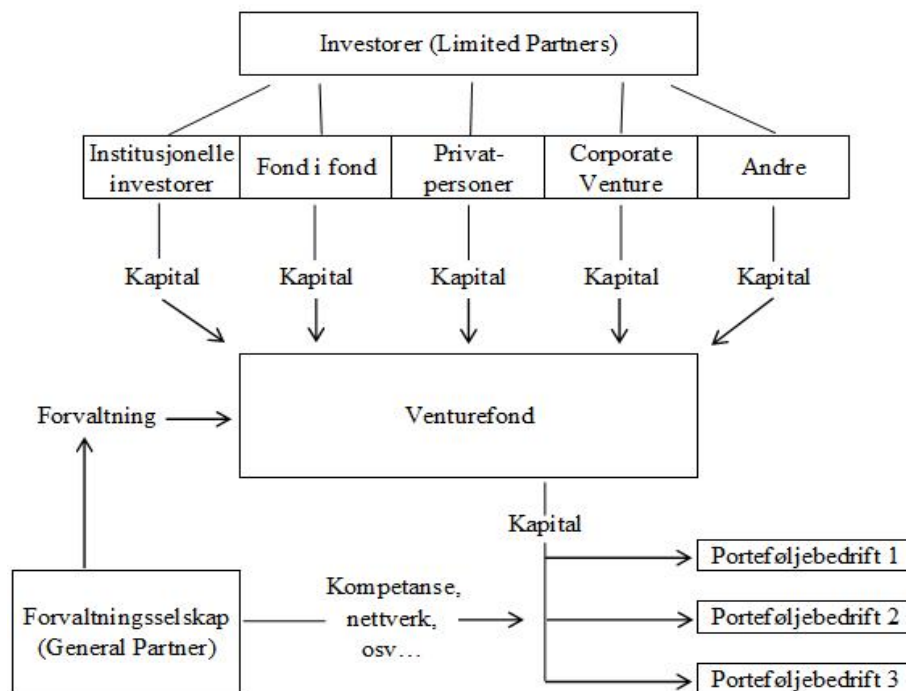
Området rundt fase 2 betraktes ofte som et spesielt kritisk punkt i et foretaks utvikling, og mange bedrifter faller ut her. Mæhle (2007) viser til at det ofte oppstår et kapitalgap som skyldes finansieringsproblemer ”i tiden fra teknologiutviklingen kommer i gang, og fram til det er utviklet et produkt som er klart for salg.” Av åpenbare grunner kalles fasen ofte ”blodbadet.”

Når det gjelder verdien på aksjonærenes innskudd, så vil den såkalte J-kurve effekten normalt kunne føre til at tilfredsstillende avkastning vil ta tid;

Effekten oppstår ved at fondet de første årene benytter store deler av innskutt kapital til analyse av investeringsobjektene. I tillegg kan det påregnes at tapsbærende investeringer, særlig innen ventureområdet, avdekkes på et tidlig stadium med den konsekvens at investeringen nedskrives (Kleven, 2006).

2.2.4 – Venturefond

Venturekapital kanaliseres gjerne ut til bedrifter/prosjekter gjennom diverse fond. Slike venturefond består normalt av diverse investorer og et forvaltningsselskap – i engelskspråklig litteratur ofte kalt Limited Partners (LP) og General Partner (GP) (EVCA, 2007; Gompers, 2004).



Figur 4- Organisering av venturefond (Basert på EVCA (2007)).

EVCA (2007) forklarer prosessen med venturefinansiering via fond gjennom fire faser:

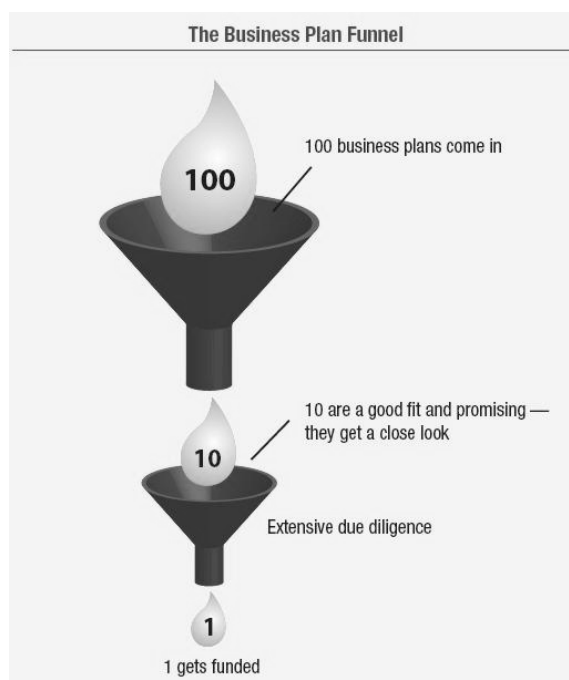
1 – Etablering, og innhenting av kapital

I fase 1 blir det etablert et fond, gjerne av forvaltningsselskapet (ventureforetaket). Enkelte fond har en definert levetid, mens andre fond har ikke et forhåndsdefinert

termineringstidspunkt – populært kalt ”evergreen” fond. Mye arbeid i denne fasen går til å innhente kapital fra investorer. Denne kapitalen blir normalt ikke innhentet i sin helhet med en gang, men investorene ”kommitterer en kapitalramme som kalles inn ved behov” (Bjørkheim, et al., 2002).

2 – Investering

I neste fase starter prosessen med å finne interessante bedrifter å investere i. ”Mange ventureforetak har en investeringskomité. Denne foretar en gjennomgang av foretaksledelse, teknologiske-, juridiske- og markedsmessige forhold, og beslutter hvilke foretak det skal innledes forhandlinger med” (Bjørkheim, et al., 2002). Figur 5 viser ”The Business Plan Funnel” som er en slags illustrasjon over hvordan investeringsmuligheter vurderes. I den initielle screeningen vil de aller fleste falle bort, ettersom de ikke passer inn i fondets investeringsstrategi. ”Ventureforetak har ofte definerte teknologiområder de investerer innenfor, og ofte også et geografisk nedslagsfelt for sine investeringer” (Bjørkheim, et al., 2002). Gompers (2004) viser videre til hvordan ventureforetakene ofte søker å gjøre såkalte koinvesteringer med andre ventureforetak, og mener dette øker



Figur 5- The Business Plan Funnel. (NVCA, 2009a)

fondenes evne til å diversifisere og gir fondet en ”second opinion” angående investeringen.

3 – Oppfølging av porteføljebedrifter

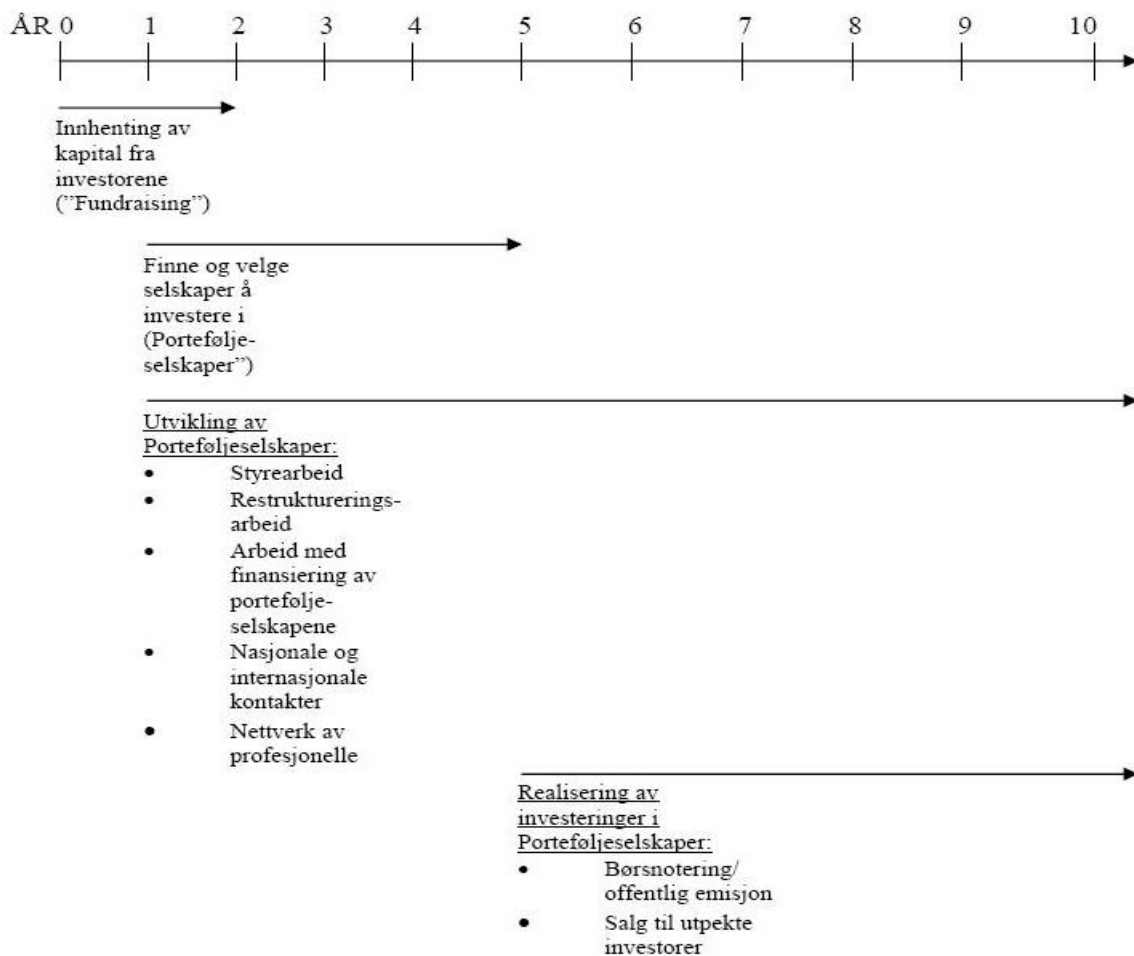
Forvaltningsselskapet står også for den daglige oppfølgingen av investeringene til fondet. Denne oppfølgingen vil ”normalt variere med antall investeringer og investeringsstadium. Foretakene krever imidlertid, så vidt vi har brakt på det rene, uten unntak *styrerepresentasjon*, enten direkte eller gjennom partnere som man gjør parallellinvesteringer med.” (ECON, 2004). Videre vil fondet delta i nødvendige emisjonsrunder i selskapene når dette behøves, jf. såkalt ”staged capital infusion” (Gompers, 2004) (stegvis kapitaltilførsel). På denne måten vil fondet/forvaltningsselskapet få bedre kontroll over investeringen, og minimerer på denne måten faren for eventuelle agentproblemer.

4 - Exit

I den siste fasen viser EVCA (2007) til hvordan kapital føres tilbake til eierne etter hvert som porteføljeinvesteringene realiseres, og nevner noen eksempler på slik realisering:

- Trade sale (Merger & Acquisition): Mest populære metode. Innebærer å selge aksjer til industrielle investorer, gjerne såkalte ”komplementære” foretak.
- Tilbakesalg til entreprenør/ledelse: Gjerne aktuelt om selskapet kan vise til positiv kontantstrøm og kan oppnå tilstrekkelig lånefinansiering.
- Salg til andre finansielle investorer
- IPO (Initial Public Offering): Realisering ved børsnotering.
- Likvidering: Mislykkede bedrifter likvideres, og fondet registrerer investeringen som tapt.

De fire fasene som er gjengitt over kan også kjennes igjen i figur 6, som viser investeringsfondet Argentums ”skissemessige” fremstilling av livssyklusen til et PE-fond:



Figur 6- Livssyklusen til et Private Equity fond (Kjærnes, 2005).

2.3 – Opprinnelse og utvikling

”The first business plan is thought to have been written in 1954, revised throughout 1955, and read by an investor for 12 minutes sometime in early 1956”

– Hill og Power (2001) –

2.3.1 – Opprinnelse i USA

Fra enkelte hold påstås det at verdens første (og mest suksessfulle) venturekapitalist var dronning Isabella av Spania, som i 1492 finansierte oppdagelsesreisene til Christopher Columbus (De Franceschi, 2008). Høyrisikoinvesteringer og potensielt høye avkastninger er absolutt to viktige elementer innen denne investeringsformen, men venturekapital slik vi kjenner det i dag er mye mer enn bare det.

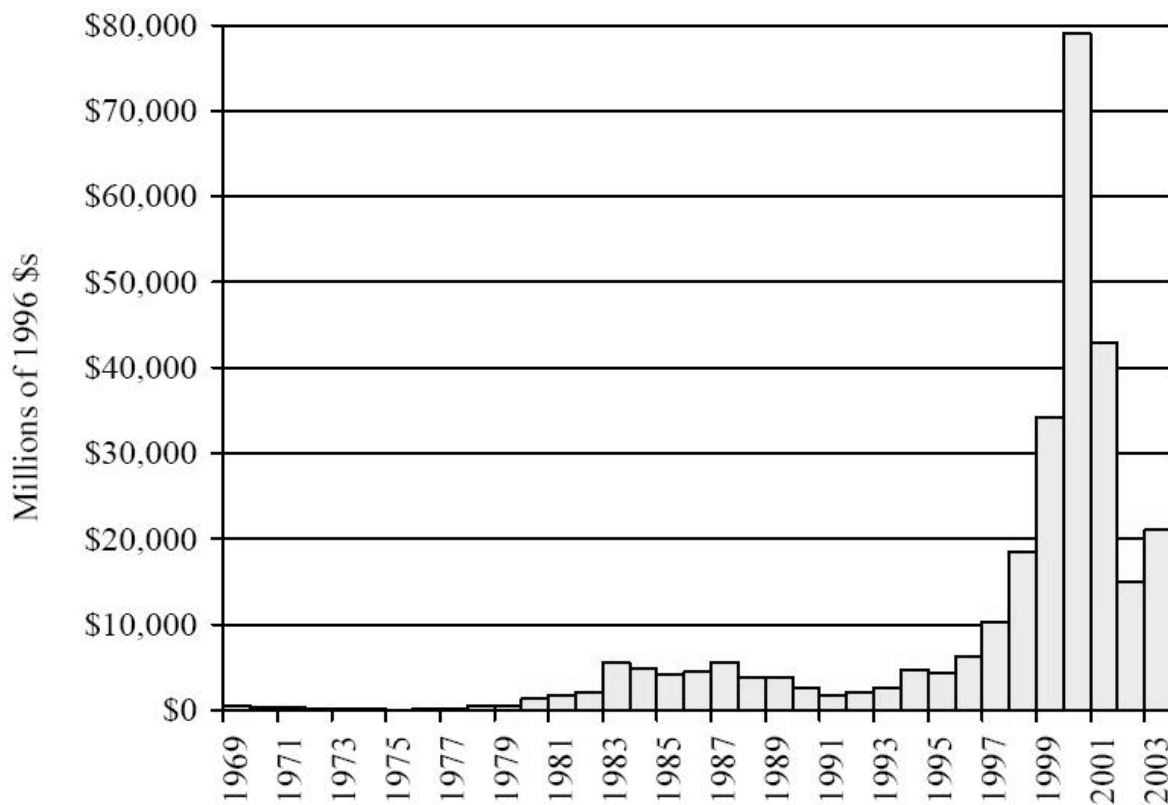
Gompers (2004) sporer røttene til venturekapital tilbake til slutten av 1800-tallet, og mener at ventureindustrien i stor grad var et amerikansk fenomen til å begynne med. Det første tradisjonelle venturekapitalselskapet (med likhetstrekk til definisjonen av venturefond i kapittel 2.2.4) ble imidlertid ikke stiftet før i 1946. American Research and Development (ARD) gjorde høyrisikoinvesteringer i unge og voksende selskaper basert på teknologi utviklet for andre verdenskrig (Hsu og Kenney, 2005). Gjennom 26 år kom nesten halvparten av selskapets profitt fra en enkeltinvestering på 70.000 dollar i Digital Equipment Company (DEC) som vokste til 355 millioner dollar i verdi (Gompers, 2004). Historisk sett ser man ofte at en klar overvekt av avkastningen på venturekapital gjerne kommer fra en liten andel av porteføljen, noe som kan minne om en slags gjenspeiling av Paretos lov³ (80/20-prinsippet) i praksis.

Først på slutten av 50-tallet fikk ARD selskap i det private venturemarkedet, ved dannelsen av Draper, Gaither, Anderson i 1958 (Fohlin, 2005). Dette selskapet var organisert som et såkalt ”limited partnership,” en organisering som ofte forekommer i dagens venturefond. En slik organisering ligner et norsk kommandittselskap (Nordic Innovation Centre, 2007) der

³ Vilfred Pareto var en italiensk økonom som tidlig på 1900-tallet observerte at ca 20 % av Italias befolkning eide ca 80 % av landets verdier. Prinsippet har senere blitt utvidet til flere områder og betraktes i dag som et slags universelt prinsipp under navnet ”Paretos lov.”
(<http://management.about.com/cs/generalmanagement/a/Pareto081202.htm>)

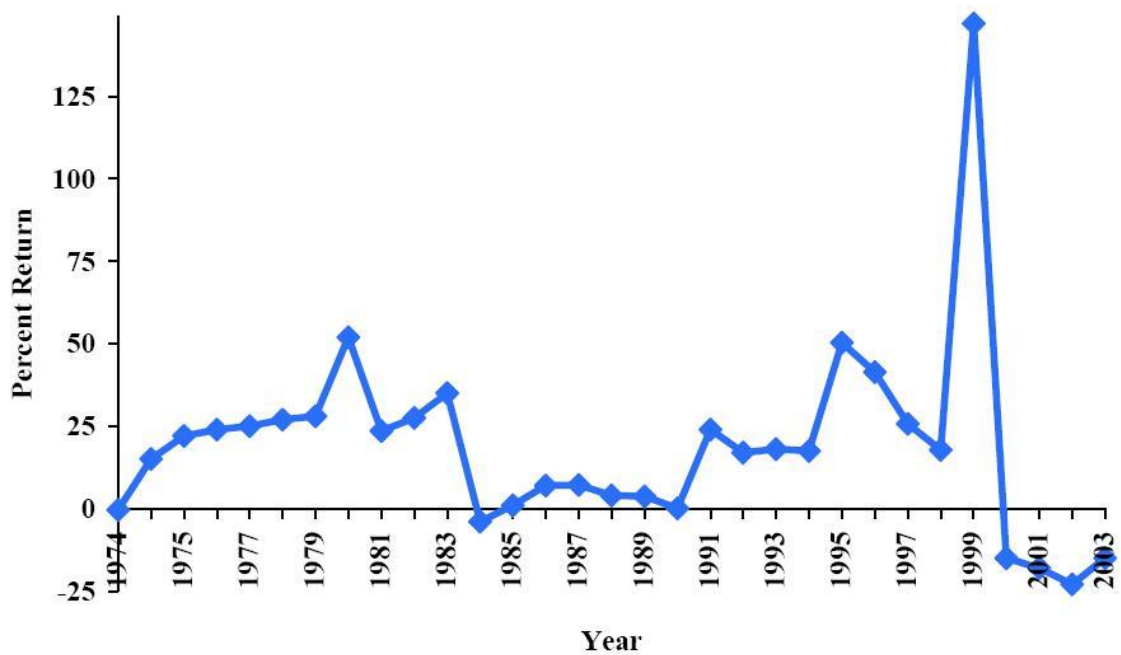
komplementaren (general partner) har ubegrenset ansvar, mens kommandittisten (limited partner) kun hefter for innskuddet sitt. For å begrense risiko er likevel general partner vanligvis organisert som et aksjeselskap.

Aktiviteten i ventureindustrien i USA økte kraftig på slutten av 70-tallet og utover på 80-tallet. Fohlin (2006) viser til "Prudent Man" loven som kom i 1979 som hovedårsaken til dette. Denne loven åpnet for at pensjonsfond kunne gjøre høyrisikoinvesteringer, inkludert venturekapital. På midten av 80-tallet stod pensjonsfond for over halvparten av kommitert kapital i venturefond i USA (Gompers, 2004). Figur 7 og 8 illustrerer videre utviklingen i den amerikanske industrien.



Figur 7 - Kommitert kapital til venturekapitalindustrien i USA (Gompers, 2004).

I figur 7 kan man tydelig se den oppgangen i kapital til industrien på slutten av 70-tallet og utover 80-tallet som diskutert ovenfor. Fra 1987 og utover opplevde industrien imidlertid en tilbakegang i kapitaltilførsel, noe Gompers (2004) mener skyldes den skuffelsen investorene opplevde i forhold til avkastningen på 80-tallet, jf. figur 8:



Figur 8 - Gjennomsnittlig internrente fra venturefond i USA (Gompers, 2004).

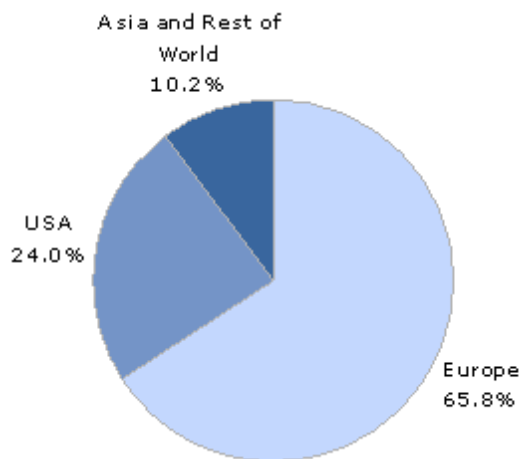
Om man går litt tilbake til figur 7 igjen, er helt klart det mest i øyenfallende den store oppgangen på slutten av 90-tallet og påfølgende nedgang i begynnelsen av det nye århundre. Dette fenomenet gjenspeiles også i avkastningen i figur 8. Det vil nok ikke komme som en stor overraskelse for mange at dette i all hovedsak skyldtes eksplosjonen av nye IT-bedrifter på slutten av 90-tallet, med den påfølgende sprekken av den såkalte IT-boblen. Venturefond er ofte tungt eksponert i teknologibedrifter, og på 90-tallet var det mange venturefond i USA som ville henge seg på suksessen til venture-backede selskaper som Amazon.com, eBay og Yahoo! (Gompers, 2004).

I dag opplever ventureindustrien i USA – som resten av kapitalmarkedet – tunge tider. Venturekapitalister i landet investerte bare 3 milliarder dollar gjennom 549 transaksjoner i første kvartal i 2009 ifølge PwC/NVCA (2009b). Dette kan kanskje virke mye i norske proporsjoner, men i USA markerer dette laveste kvartalsvise investeringsnivå i venture siden 1997. PwC/NVCA (2009b) viser til at aktørene i markedet har roet ned investeringsaktivitetene, og fokuserer heller på å jobbe med eksisterende bedrifter som nå vil være vanskelig å realisere på grunn av et tungt IPO- og acquisition-marked⁴. Også innhenting av fondskapital lå på laveste kvartalsvise nivå siden 3. kvartal i 2003 (NVCA, 2009b).

⁴ IPO og acquisition: se kapittel 2.2.4 om exit.

2.3.2 – Europeisk venturekapital

Nøyaktig når venturekapital gjorde sitt inntog til Europa er vanskelig å slå fast. Men en viktig milepæl i historien til europeisk venturekapital er Europakommisjonens pilotprogram som søkte å fremme samarbeid mellom ventureforetak som ønsket å operere bredere enn i nasjonal skala (EVCA, 2008b). Programmet ble startet i oktober 1980, med de fire selskapene Sofinnova fra Frankrike, TDC fra Storbritannia, Prominvest fra Belgia og Eurabelge (IMI Group) fra Italia. European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) ble opprettet i 1983 med base i Brussel, med 36 fulle medlemmer og 7 samarbeidende medlemmer. Organisasjonen har i dag over 1200 medlemmer, og de peker selv på at deres rolle er å representere industriens interesser i forhold til regulerende og standardsettende myndigheter (EVCA, 2007).



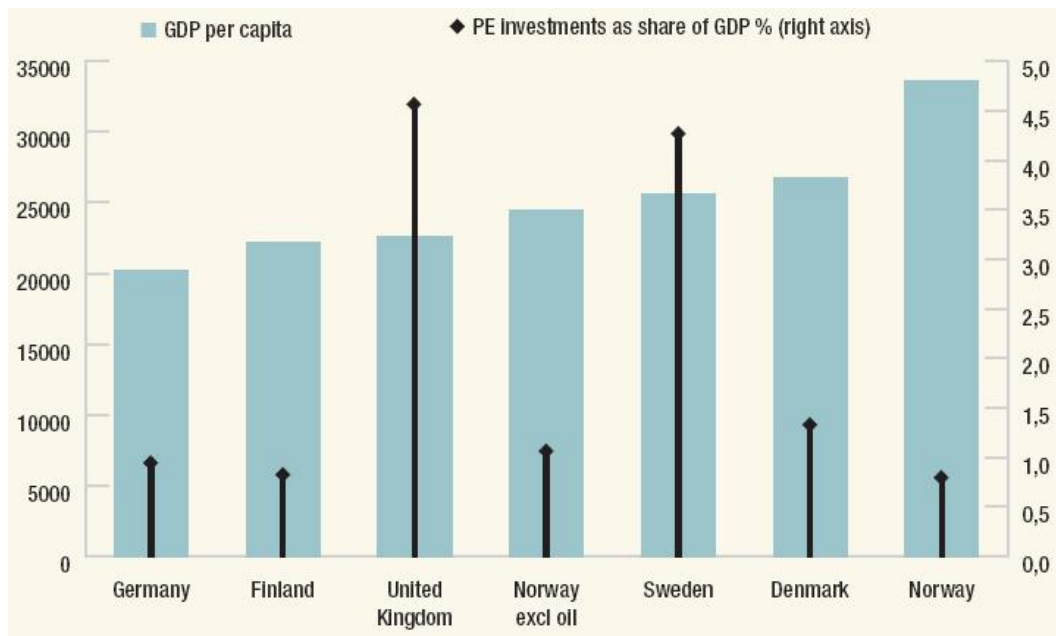
Figur 9 - Geografisk opprinnelse av innhentet kapital i Europa (2003-2007) (EVCA, 2008c).

Jf. figur 9 så er det europeiske PE- og venturemarkedet i stor grad påvirket av det amerikanske. Hele 24 % av innhentet kapital i europeisk PE stammer fra USA, mens 65,8 % kommer fra innad i Europa.

2.3.3 – Venturekapital i Norge

Worsøe (2006) henviser til etableringen av Norsk Hydro i 1905 som det klassiske ventureeksempelet; ”en genierklært visjonær ingeniør møter en sjarmerende hyperselger av en forretningsmann.” Når det gjelder etableringen av de første ventureselskapene viser hun videre til begynnelsen av 1980-tallet, og påpeker at ”med resesjonen i 1987 begynte problemene for mange av aktørene.” Enkelte sterke aktører overlevde likevel, og markedet begynte å vokse. ”Med unntak av perioden 2001-2002 har markedet siden midten av 1990-tallet vokst relativt jevnt og trutt” (ECON, 2004).

Størrelsen på PE-markedet i Norge er betydelig lavere enn enkelte andre europeiske land. Figur 10 viser PE-investeringer i prosent av brutto nasjonalprodukt per innbygger i Tyskland, Finland, Storbritannia, Norge, Sverige og Danmark (i tillegg til Norge uten oljevirkosomheten) i 2006.



Figur 10 - PE-investeringer i prosent av BNP pr. innbygger (Norsk Venturekapitalforening, 2008).

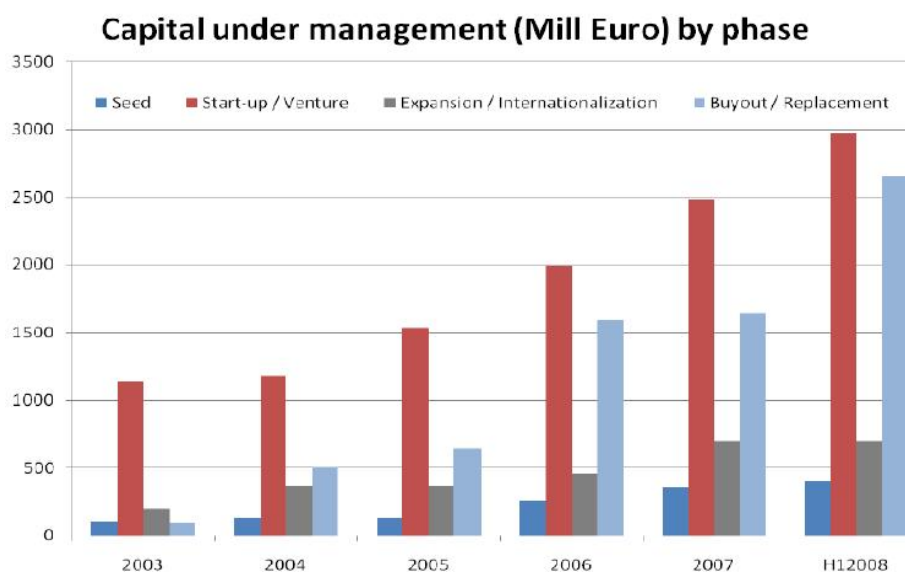
Mens PE-markedet spesielt i Storbritannia og Sverige utgjør en stor prosent av BNP per innbygger, henger Norge fremdeles litt etter i utviklingen. I Norsk Venturekapitalforenings Årbok 2008 hevdes det at potensialet for PE er signifikant i Norge:

Det norske markedet for investeringer gjennom aktive eierfond er ungt og relativt lite. Veksten de seneste årene har imidlertid vært høy. Potensialet for lønnsomme investeringer er stort ettersom antallet lønnsomme bedrifter i Norge ligger nært opp til land som Sverige, der dagens venture- og private equity marked er betydelig større.

Fra samme kilde vises det blant annet til samfunnsøkonomisk verdiskapning gjennom investeringsaktivitetene; ”Porteføljeselskapene i Norge sysselsetter om lag 40 000 personer og hadde en verdiskapning i 2006 på NOK 31,2mrd. Dette utgjorde 1,6% av BNP, en andel som er fire ganger høyere enn i 1996” (Norsk Venturekapitalforening, 2008).

Menon Business Economics har på oppdrag fra Norsk Venturekapitalforening utført aktivitetsanalyser av PE-markedet i Norge. Analysen for andre halvår 2008 viste en total

kapitalbase i Norge på 6,7 milliarder euro. Selv om venturesegmentet fremdeles er størst, har økningen i buyout vært særdeles høyt de siste årene, som vist i figur 11.



Figur 11 - Forvaltet kapital fordelt på segment (MENON Business Economics, 2008).

Staten har etter hvert engasjert seg mer og mer i PE-markedet i Norge. Et eksempel er etableringen av såkornordningen i 1997, som var et samarbeidsprosjekt mellom Nærings- og Handelsdepartementet (NHD), Statens Nærings- og Distriktsutviklingsfond (SND) og Norsk Investorforum i 1997 (Wassum Investment Consulting, 2003). Det ble etablert ett landsdekkende fond (START-fondet) og 5 regionale fond. Statens bidrag til ordningen var tilførsel av ansvarlig lån til fondene.

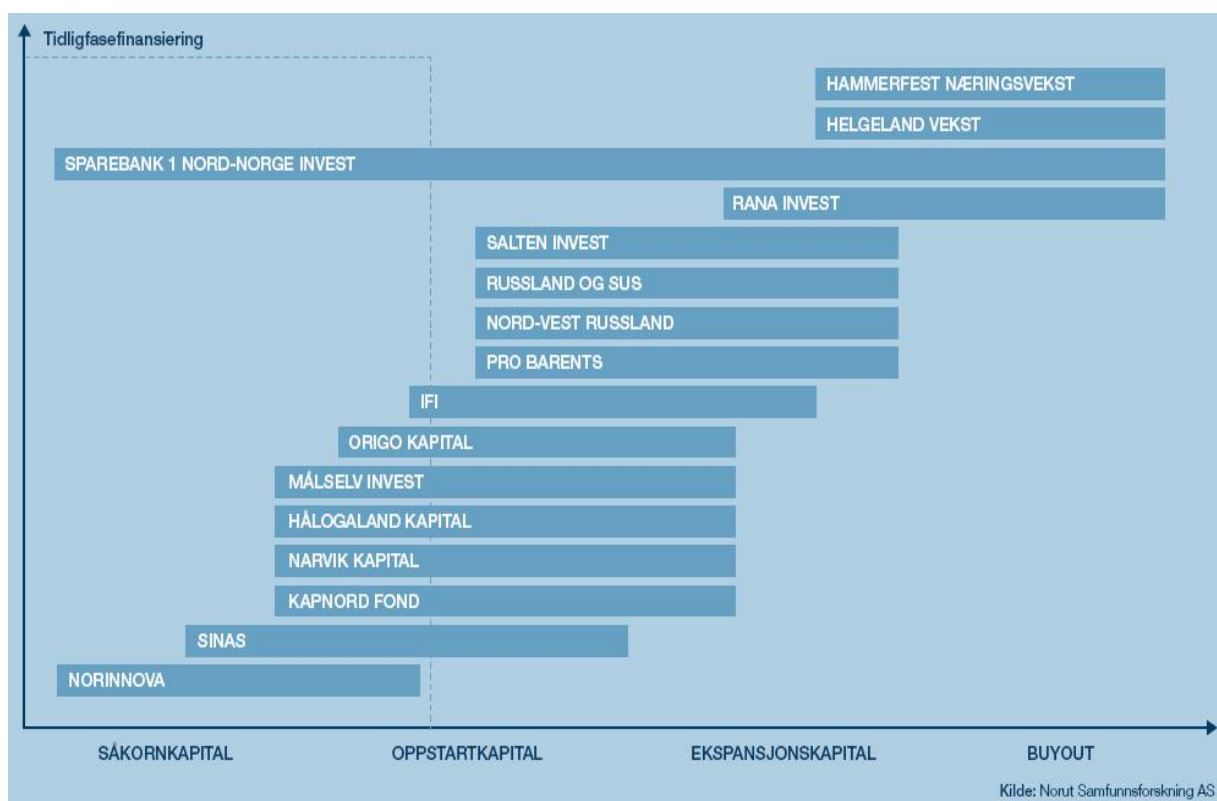
Videre ble det i forbindelse med statsbudsjettet for 2004 etablert en ny distriktsrettet såkornordning. Det ble etablert ”6 nye fond lokalisert til Tromsø, Bodø, 2 i Namsos, Førde og Innlandet, med en total kapitalbase på ca MNOK 1100 ... I hvert fond er det opprettet et tapsfond på inntil 25% av det ansvarlige lånet som kan avskrives likt på statlig og privat kapital ved konstatering av tap i porteføljen.” (Jakola, 2008a).

I 2001 etablerte staten investeringsselskapet Argentum (ECON, 2004). ”Argentum er et investeringsselskap som deltar med minoritetsandeler i spesialiserte investeringsfond for aktivt eierskap, såkalte Private Equity-fond” (Argentum, 2009). Senest i januar 2009 mottok selskapet ytterligere 2 milliarder i egenkapital fra staten (Evenson, 2009).

2.4 – Venturekapital i Nord-Norge

I forbindelse med statens nye såkornordning, nevnt i kapittel 2.3.3, ble det etablert to nye fond i Nord-Norge. NorInnova Invest AS i Tromsø (kapitalbase på 272 millioner kroner) og KapNord AS i Bodø (kapitalbase på 256 millioner kroner) (Jakola, 2008a). Dette er de to største fondene som har eksistert i Nord-Norge, men de er ikke de første.

Figur 12 viser en oversikt over tilgang på egenkapital i Nord-Norge per 2006, og hvilken fase selskapene fokuserer på. (Norinnova Invest er ikke med i oversikten.)



Figur 12 - Kapitalkilder i Nord-Norge (Alteren, 2006; SpareBank1 Nord-Norge og Innovasjon Norge, 2006)

Største fond i Nordland er ovennevnte KapNord Fond AS, med en kapitalbase på 256 millioner kroner. ”Selskapet ble etablert sommeren 2006 og vil ha en levetid fram mot 2021” (KapNord Fond, 2009). Videre ble Såkorn Invest Nord AS (SINAS) etablert i 1999 i forbindelse med den første såkornordningen nevnt i kapittel 2.3.3, med en kapitalbase på 75 millioner kroner (Såkorn Invest Nord AS, 2009). Helgeland Vekst AS ble stiftet i 1997 og har en bokført egenkapital på 91 millioner kroner per 2007 (Purehelp, 2009). Andre selskaper i

Nordland fylke inkluderer Rana Invest AS, Narvik Kapital AS, Salten Invest AS og Kunnskapsfondet Nordland AS (Alteren, 2006).

I Troms er Norinnova Invest AS (opprettet i 2007) største fond, med sine 272 millioner kroner i kapitalbase, og har et planlagt termineringstidspunkt i 2022 (Norinnova Invest, 2009a). Norinnova AS (tidligere Forskningsparken i Tromsø) ble etablert i 1990 og hadde per 31.12.2007 en bokført egenkapital på 69,2 millioner kroner (Purehelp, 2009). SpareBank1 Nord-Norge Invest AS ble operativt i 2006 med en kapitalbase på 180 millioner kroner (Alteren, 2006), og ”investerer i bedrifter fra sen såkornfase til moden bedrift (SpareBank1 Nord-Norge Invest, 2009). Andre fond i fylket er blant annet Måselv Invest AS og Hålogaland Kapital Invest AS (Alteren, 2006).

Origo Kapital (stiftet i 1999) er det klart største fondet i Finnmark, med en bokført egenkapital på 91 millioner kroner per 31.12.2007 (Purehelp, 2009). Hammerfest Næringsinvest AS ble etablert i 1998, og har hittil fokusert på fiskeri og havbruk, energi og eiendom (Hammerfest Næringshage, 2009). Andre selskaper i fylket er Indre Finnmark Investeringselskap AS (IFI) og Pro Barents AS (Alteren, 2006).

2.5 – Utvalgte fond

I denne oppgaven er det valgt ut tre fond som det ønskes å gjøre analyser på; Norinnova AS, Såkorn Invest Nord AS og Origo Kapital AS. Nedenfor gis en kort presentasjon av fondene basert på bl.a. hjemmesidene deres på internett.

2.5.1 – Norinnova AS

Norinnova AS ble etablert i 1990 og har sitt kontor i Tromsø. Fondet ble etablert som Forskningsparken i Tromsø, men har senere skiftet navn. Selskapet er et kommersialiserings- og investeringselskap med teknologi og forskningsbaserte innovasjoner i Nord-Norge som fokus. Fondet hadde en egenkapital på 69,2 mill pr 31.12.2007 og en portefølje på 13 bedrifter. Fondet forvaltes av selskapet Norinnova Forvaltning.

Selskapet skal fremme innovasjoner og bedriftsetableringer ved å tilby kapital, kompetanse og nettverk. Samarbeid med FoU-miljøene blir sett på som viktig for å skape nye bedrifter. Samarbeidet foregår gjennom FORNY- programmet. Dette programmet skal bidra til å kommersialisere FoU-resultater. Norinnova er i tillegg administrator for MABIT-programmet. Programmet har som formål å utvikle bioteknologisk industri og er et samarbeid med det offentlige om finansiering av prosjektet.

Norinnovas største eiere er Norut Gruppen AS (50,57 %), SIVA s.f. (24,2 %) og Statoil New Energy AS (10 %).

2.5.2 – Såkorn Invest Nord AS

Dette fondet ble stiftet i 1998, og var et av seks investeringselskaper i statens såkornordning (Alteren, 2006). Jf. hjemmesiden tilbyr fondet egenkapital gjennom kjøp av aksjeposter og konvertible aksjonærlån, og videre forklares at ”formålet for "Såkornkapitalordningen" er å bidra til nyskapingsevne og kommersialisering av denne gjennom tilførsel av tilstrekkelig privat kapital og kompetanse i en tidlig utviklingsfase.” Fondet delforvaltes av både Pronord AS og Norinnova Forvaltning.

Fondene i såkornordningen har mottatt gunstige lån fra staten, noe som virker som en risikoavlastning for de private investorene;

Hvis det konstateres endelig tap på enkeltprosjekter i fondene kan 50 % av tapene dekkes gjennom nedskrivning av ansvarlige lån. De resterende 50 % av tapene dekkes av såkornfondets egenkapital. Andel av ansvarlig lån som kan benyttes til nedskrivning ved tap er begrenset oppad til 25 % av størrelsen på det ansvarlige lånet (Wassum Investment Consulting, 2003).

De største eierne i fondet er SpareBank1 Nord-Norge Invest AS (17,61 %), Norinnova AS (15,14 %), Troms Kraft AS (13,55 %) og Nordlandsbanken ASA (11,94 %). Etter såkornordningen skulle egentlig eierne i fondet være private. Likevel representerer blant annet Troms Kraft og SIVA offentlig eierskap, noe det ikke er blitt søkt dispensasjon om – men selskapene kom inn på eiersiden gjennom en fusjon med Nord Invest i 2001, og ”fusjonen ble i sin tid godkjent av NHD” (Wassum Investment Consulting, 2003).

2.5.3 – Origo Kapital AS

Origo Kapital er lokalisert i Alta, og er eid av Alta Kraftlag (68,73 %) og Repvåg Kraftlag (31,27 %). Fondet ble stiftet i 1999, og er et av to investeringsselskap som forvaltes av Origo Nord AS. Origo Nord er ”en tilrettelegger og pådriver for næringsutvikling, og et bindeledd mellom FoU-miljø og næringsliv” (Origo Nord, 2009).

Fondet Origo Kapital ”skal bidra med kompetanse, utvikle nettverk og etablere strategiske allianser på vegne av porteføljebedriftene” (Alteren, 2006). Årsresultatet til fondet viste 18,3 millioner kroner i 2006 og 4,2 millioner kroner i 2007, og bokført egenkapital per 31.12 2007 var på 91 millioner kroner (Purehelp, 2009).

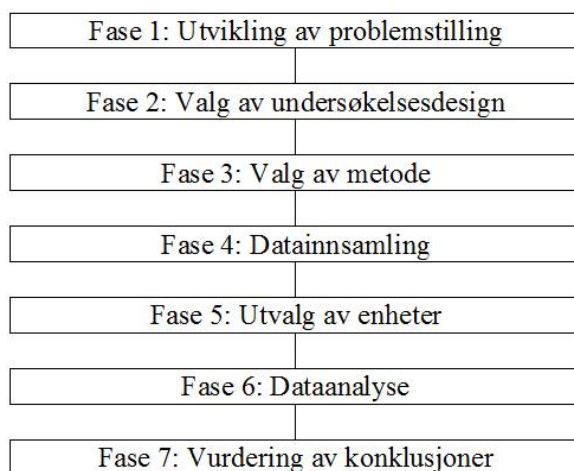
I tillegg til å investere direkte i bedrifter, har fondet også foretatt fond-i-fond investeringer. Origo Kapital er medeier i begge fondene som ble opprettet i Nord-Norge i forbindelse med statens nye såkornordning nevnt i kapittel 2.4, Norinnova Invest AS og KapNord Fond AS.

3 – Undersøkelsen

For å få tak i nødvendig informasjon til å svare på problemstillingene vil det være nødvendig å foreta undersøkelser. Dette kapitlet vil kartlegge informasjonsbehovet i oppgaven, og gi en redegjørelse for metodetilnærmingen som er brukt for å skaffe denne informasjonen. Hensikten med en slik redegjørelse er å vise hvordan kunnskapen i oppgaven er fremkommet, slik at det vil være enklere å vurdere verdien av denne. Det vil også bli foretatt en evaluering av undersøkelsen med hensyn til gyldighet og relevans (validitet), og pålitelighet og troverdighet (reliabilitet).

3.1 – Undersøkelsesprosessen

En redegjørelse for hele undersøkelsesprosessen kan lettere gjengis ved å dele den opp i faser. Fasene vil delvis basere seg på den grafiske oversikten som gis i figur 13:



Figur 13 - Faser i undersøkelsesprosessen (Fritt gjengitt etter Jacobsen (2005).)

Disse fasene vil danne grunnlaget for de øvrige underkapitlene som følger.

Dette kapitlet vil ikke gi noen inngående diskusjon rundt metodologiske begrepsdefinisjoner og lignende undersøkelsesteori. Kapitlet er skrevet delvis ved hjelp av Jacobsen (2005), og det vises til denne boken, i tillegg til Ringdal (2001), for dypere forklaringer av begreper.

3.2 – Oppgavens formål og problemstilling

Hovedmålet med denne oppgaven er å forsøke å si noe om fondenes evne til å skape verdier for eierne sine. Som nevnt under (og videre diskutert i kapittel 7), så vil verdiskaping for eierne ikke bare innebære finansiell avkastning, men også diverse andre mål og forventninger investorene har knyttet til eierpostene sine. I tillegg (selv om dette ikke er nevnt eksplisitt i problemstillingen) vil det være et lite delmål med oppgaven å gi en god introduksjon til emnet venturekapital. For å oppnå de ovennevnte målene, vil undersøkelsen ta utgangspunkt i følgende hovedproblemstilling:

Har investeringsfondene Norinova, Såkorn Invest Nord og Origo Kapital klart å skape verdier for eierne sine i form av finansiell avkastning, målt mot Oslo Børs hovedindeks?

Videre, for å dekke nevnte ikke-finansielle mål og forventninger eierne har til fondene, vil det i tillegg benyttes en delproblemstilling:

Hvilke ikke-finansielle mål og forventninger har de største investorene i fondene, og blir disse møtt av fondene?

Problemstillingen er altså todelt, der del 1 ønsker å svare på verdiskaping i forhold til finansiell avkastning, mens del 2 er mer rettet mot verdiskaping i forhold til ikke-finansielle mål og forventninger. Denne todelingen kommer som en følge av forhåndsundersøkelser som indikerte at investorer i disse fondene gjerne har mer enn bare rene finansielle mål med sine eierposter.⁵ Det vil derfor være rimelig å anta at verdiskaping for eierne vil være mer enn bare avkastning på egenkapital for eksempel. For å få et mer nyansert bilde av fondenes verdiskaping for eierne vil derfor delproblemstillingen benyttes som et supplement til den finansielle analysen.

Problemstillingene kan videre sies å være beskrivende, i den forstand at de ønsker å beskrive venturefondenes evne til å skape verdier for eierne sine. Det er altså ikke et mål med denne

⁵ Bl.a. Fohlin (2005) og Grünfeld og Jakobsen (2007), i tillegg til samtaler gjort med bransjeaktører (Karl-Johan Jakola og Roger Fagerheim ved Norinova Forvaltning).

oppgaven å gjøre et forsøk på å forklare årsakene til at venturefondene klarer eller ikke klarer å gjøre dette.

3.3 – Forskningsdesign og metode

3.3.1 – Forskningsdesign

Jacobsen (2005) systematiserer undersøkelsesopplegg ved å klassifisere etter to dimensjoner:

1. om studien går i bredden (ekstensiv) eller i dybden (intensiv)
2. om studien er beskrivende eller forklarende (kausale)

Denne undersøkelsen opererer med få enheter, til tross for at antallet er relativt høyt i forhold til populasjonen. Videre vil det behandles en god del variabler både i forhold til den finansielle analysen og vurderingen av ikke-finansielle faktorer. Undersøkelsen er vanskelig å plassere nøyaktig i forhold til bredde og dybde, men det kan påstås at den vil ha et tilnærmet intensivt opplegg.

Med et intensivt opplegg, vil undersøkelsen ta form som et såkalt multiple-case studie. Enhetene som skal undersøkes er fondene Norinnova AS, Såkorn Invest Nord AS og Origo Kapital AS. Undersøkelsen vil videre ha et deskriptivt design (jf. diskusjonen om problemstillingen over) der formålet er å beskrive en situasjon fremfor å forklare den.

3.3.2 – Metode

Ettersom problemstillingen er todelt vil det følgelig også kreves en todelt metode. I den første delen av problemstillingen er det ønskelig å belyse den finansielle avkastningen til investorene. I denne sammenhengen vil det bli nødvendig å benytte en ren kvantitativ metode. Selv om enkelte aspekt i problemdefinisjonen må defineres litt nærmere, vil det påstås at problemstillingen er relativt klar. (Det refereres til finansiell avkastning, en konkret målbar variabel.) Når problemstillingen er relativt klar egner det seg best med en kvantitativ metode (Jacobsen, 2005). Variablene er i tillegg knyttet til avkastning i tall, altså rene kvantitative data. Finansiell avkastning vil videre i oppgaven betraktes som avkastning på egenkapital i form av utbytter og/eller exit ved terminering av fondet.

I problemstillingens andre del er formålet å vurdere fondenes evne til å innfri investorenes ikke-finansielle mål og forventninger. I motsetning til første del av problemstillingen, er denne mer uklar. Følgelig vil det behøves en mer kvalitativ tilnærming her. For å avdekke variablene ”investorenes ikke-finansielle mål og forventninger,” vil det kreves en mer eksplorerende fremgangsmåte, der en må avdekke variablene først, sett fra investorenes side.

3.4 – Datainnsamling

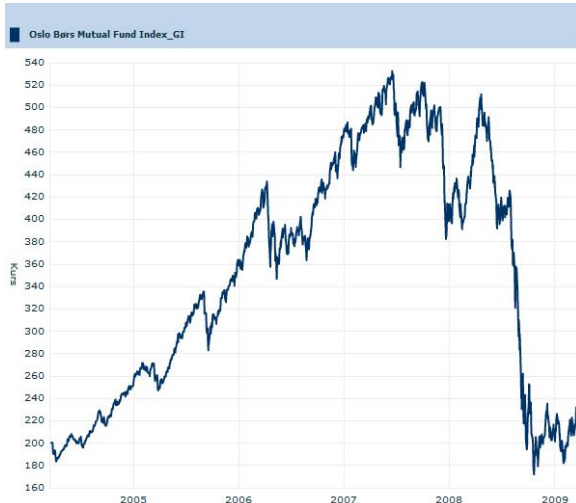
3.4.1 – Del 1: Finansiell avkastning for investorene

Første del av undersøkelsen vil som sagt ta for seg investorenes avkastning i fondene. Det vil bli nødvendig å operasjonalisere finansiell avkastning på en hensiktsmessig måte. Beregning av avkastning vil ta utgangspunkt i fondenes regnskaper. Datainnsamlingen i denne delen av undersøkelsen vil derfor innebære å samle inn årsregnskaper for fondene, altså sekundærdata. Det vil først forsøkes å skaffe disse direkte fra fondene. De regnskapene som eventuelt ikke fås tak i på denne måten vil bli innhentet fra Brønnøysundregisteret, og delvis også fra <http://www.purehelp.no>.

Jf. tradisjonell økonomisk teori vil det også være hensiktsmessig å måle investorenes avkastning mot alternativ plassering. Det finnes flere alternativer her, men det naturlige vil være å måle mot Oslo Børs hovedindeks (OSBX). Dette valget forutsetter bl.a. at fondene ønsker å investere i norske selskaper.

Her vil det selvfølgelig kunne argumenteres for at investorene også ønsker bl.a. å investere i tidlig fase osv. En mer interessant analyse ville kanskje målt fondene mot PE-markedet i hele Norge, eller kanskje bare venturefond i Norge. Men valget om å måle mot Oslo Børs er også i stor grad basert på tilgjengelighet av informasjon. Det eksisterer lite tilgjengelig data på avkastning i norske PE- og venturefond. Dette er en oppgave med svært begrensede midler, og følgelig er det nødvendig at informasjon er tilgjengelig innenfor oppgavens ressursrammer. Oslo Børs sin hovedindeks er også en naturlig referanseindeks å benytte som alternativ plassering for investorene om man betrakter rene finansielle aspekt ved investeringene. Basert på informasjon og ikke minst omfang, må hovedindeksen på Oslo Børs kunne betraktes som en indikasjon på prisen på kapital i Norge.

Det kan kanskje argumenteres for at investorene ikke ønsker å forvalte kapitalen selv direkte til bedrifter, og at det dermed ville være mer naturlig å måle for eksempel mot fondsindeksen til Oslo Børs (OSFX). Men her argumenteres det for at denne indeksen beveger seg relativt likt hovedindeksen, jf. figurene 14 og 15:



Figur 14 - OSFX - 5 års utvikling
(www.oslobors.no)



Figur 15 - OSBX - 5 års utvikling
(www.oslobors.no)

Historisk statistikk over hovedindeksen vil hentes fra Oslo Børs sine hjemmesider, altså sekundærdata dette også.

3.4.2 – Del 2: Investorenes ikke-finansielle mål og forventninger

Som nevnt angående metode tidligere, så vil denne delen av undersøkelsen være mer kvalitativ og eksplorerende. Datainnsamling til denne undersøkelsen vil også videre deles i 2 faser:

- innsamling av info om investorenes ikke-finansielle mål og forventninger.
- innsamling av info om fondenes evne til å innfri ovennevnte mål og forventninger.

I den første fasen vil det foretas såkalte halvstrukturerte intervju med de største investorene i fondene. De vil være halvstrukturert i den grad at det vil utarbeides en intervjuguide (se vedlegg 1) med temaer som ønskes belyst mens svarene vil være rimelig åpne. Hensikten med dette er å få hver og en investors egen vurdering av nøyaktig hvilke ikke-finansielle mål og forventninger de har med investeringen, uten å presse de inn i forutbestemte kategorier. Både

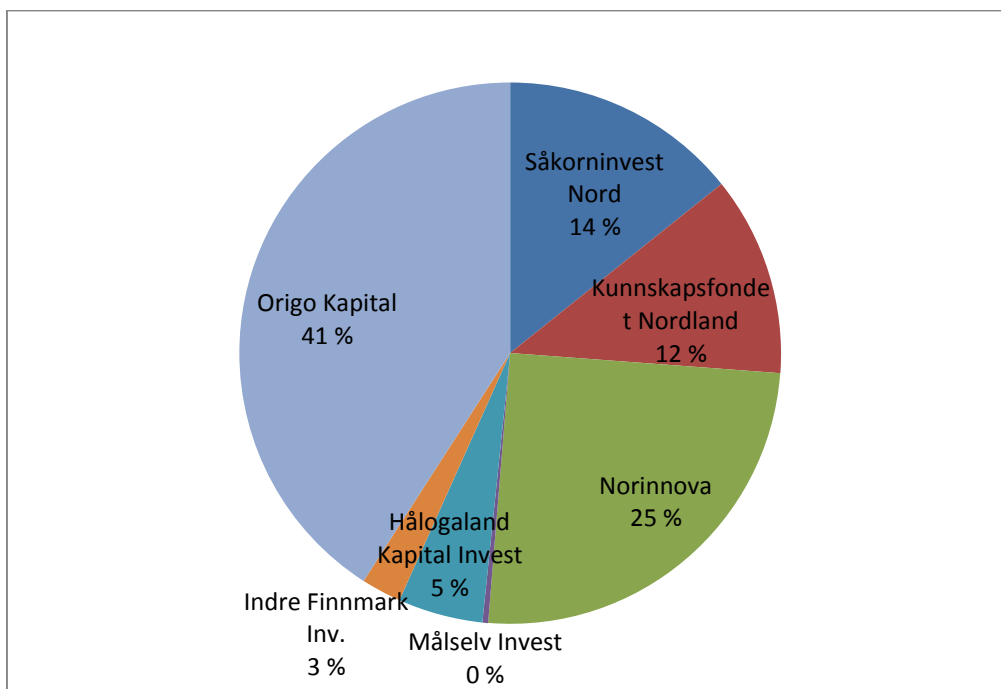
på grunn av ressursmessige årsaker og undersøkelsesenheterens tilgjengelighet velges det å foreta intervjuene over telefon.

Meningen er videre at intervjuundersøkelsen skal danne grunnlag for kategorier av ikke-finansielle mål og forventninger som det vil forsøkes å gi en vurdering av i forhold til hvert av fondene. Denne vurderingen vil være fase to av den ikke-finansielle analysen, og vil basere seg på sekundærdata som årsberetninger, avisartikler, diverse rapporter osv.

3.5 – Utvalg

3.5.1 – Del 1: Finansiell avkastning for investorene

I innledningen av oppgaven vises det til at det ønskes å rette fokus mot venturekapital som investeringsform i Nord-Norge. I så måte vil populasjonen i undersøkelsen enkelt og greit omfatte alle investeringsfond i Nord-Norge som faller inn under definisjonen av venturefond i kapittel 2. Likevel er det valgt ut 3 fond som det ønskes å gjøre analyser på. Om man ser bort fra nystartede fond, med så få regnskapsår bak seg at det ikke vil ha noen hensikt å gjøre noen analyser på dem ennå, så vil disse 3 utvalgte fondene utgjøre en meget stor andel av kapitalbasen som disponeres i Nord-Norge.



Figur 16 - Relativ egenkapital i Nord-Norge (Jf. vedlegg 2)

I figur 16 ser vi relativ fordeling av total egenkapital blant fond som har 5 eller flere regnskapsår bak seg, og som videre vil kunne sies å falle inn under definisjonen av venturefond jf. kap. 2. Som vist står Origo, Norinnova og Sinas for henholdsvis 41 %, 25 % og 14 % av den totale egenkapitalen som nevnt over. Dette er samlet sett en relativt stor andel. Likevel ønskes det ikke å generalisere funnene i denne oppgaven utover de utvalgte fondene. Hovedgrunnen til dette er at det eksisterer opptil flere unge fond også i dette markedet. Til tross for at disse har for få regnskapsår bak seg til at det har noen hensikt å inkludere dem i denne undersøkelsen, så hører de jo absolutt med i populasjonen. Derfor vil funnene i denne oppgaven kun relateres til de tre utvalgte fondene.

3.5.2 – Del 2: Investorenes ikke-finansielle mål og forventninger

Jf. 3.4.2 vil det foretas såkalte halvstrukturerte intervju med de største investorene i fondene. Utvalg av investorer vil bli utført på basis av størrelse på eierandel. Norinnova AS har totalt 9 eiere. Av disse er det intervjuet representanter fra 7 investorer, som samlet utgjør 96,81 % av eierskapet i fondet:

Norut Gruppen AS	50,57 %
SIVA s.f.	24,20 %
Statoil New Energy AS	10,00 %
SpareBank1 Nord-Norge Invest AS	3,89 %
Troms Kraft Invest AS	3,67 %
Gjensidige NOR Forsikring	3,67 %
Hurtigruten Group ASA	0,81 %

Såkorn Invest Nord AS har et større antall små eiere (28 aksjeposter under 2 %). Disse er utelatt av ressursmessige årsaker. Representanter fra 8 av investorene er intervjuet, og disse utgjør 68,8 % av eierskapet i fondet:

SpareBank1 Nord-Norge Invest AS	17,61 %
Norinnova AS	15,14 %
Troms Kraft AS	13,55 %
Hurtigruten Group ASA	6,54 %
Mo Industripark AS	5,42 %
Siv. Ing. Inge Falck Olsen AS	4,31 %

Helgeland Sparebank	3,52 %
Norges Råfisklag	2,71 %

En noe lavere utvalgsprosent for dette fondet altså, noe som skyldes det nevnte store antallet med små aksjonærer, i tillegg til at en eierpost på 11,94 % (Nordlandsbanken ASA) ikke var tilgjengelig for kommentar til undersøkelsen.

Origo Kapital AS er i sin helhet eid av 2 kraftlag:

Alta Kraftlag AL	68,73 %
Repvåg Kraftlag AL	31,27 %

Representanter fra begge disse eierne er intervjuet, og utvalgsprosenten for Origo Kapitals eiere blir følgelig 100 %.

Heller ikke i denne delen av undersøkelsen ønskes det å generalisere funn utover de utvalgte fond og investorer.

3.6 – Analyse av data

3.6.1 – Del 1: Finansiell avkastning for investorene

Regnskapsinformasjon som samles inn i forbindelse med den finansielle analysen vil bli benyttet til å estimere investorenes kontantstrøm til og fra fondet. Disse vil inkludere innskuddet (evt. bokført innskutt EK der det ikke er tilgjengelig regnskaper fra år 1), eventuelle emisjoner, utbytter, og til slutt en utbetaling siste året (2007) basert på et scenario der fondet oppløses og resterende egenkapital utbetales til eierne. (En forutsetning her blir følgelig at fondenes aksjeposter blir realisert på termineringstidspunktet til balanseført verdi).

De estimerte kontantstrømmene vil benyttes til å beregne nåverdien av investeringene, sett fra eiernes ståsted. Innsamlet data fra Oslo Børs vil her være referansedata som nåverdiberegningen vil basere seg på. Data fra Oslo Børs vil også danne grunnlaget for estimering av betaverdier til fondene, som videre skal brukes i kapitalverdimodellen for å beregne avkastningskrav til fondene som investeringsobjekter.

De tre fondene befinner seg i vidt forskjellige stadier i levetiden, og av den grunn ønskes det ikke å trekke noen konklusjoner basert på sammenligninger fondene imellom i denne analysen.

Innsamlet regnskapsinfo vil også benyttes til å regne ut noen enkle nøkkeltall for hvert av fondene for å si noe om den økonomiske utviklingen til fondene i perioden. Dette for å supplere ovennevnte analyse med en mer generell beregning som ikke baserer seg på sammenligningsdata.

3.6.2 – Del 2: Investorenes ikke-finansielle mål og forventninger

Innsamlet data fra intervjuene med eierne i fondene vil bli forsøkt fordelt inn i et sett med hovedkategorier, slik at de enklere kan analyseres på basis av innsamlet informasjon om fondene.

Innsamlet data om fondene vil danne grunnlag for en vurdering av fondenes aktiviteter opp mot investorenes ikke-finansielle mål og forventninger. Som nevnt i 3.4.2 vil denne analysen i all hovedsak basere seg på sekundærdata som artikler, årsberetninger og nettsider.

3.7 – Evaluering av undersøkelsen

Empiriske undersøkelser evalueres gjerne ved hjelp av begrepene validitet (gyldighet) og reliabilitet (pålitelighet). Jacobsen (2005) deler begrepet validitet videre opp. Denne oppdelingen er forskjellig i kvantitative og kvalitative undersøkelser. I kvantitative undersøkelser vises det til begrepsmessig gyldighet, sammenhengsgyldighet og ekstern gyldighet (generaliserbarhet). I kvalitative undersøkelser opereres det med intern (riktig beskrivelse av fenomen) og ekstern (overførbarhet) validitet. Undersøkelsene i denne oppgaven vil nå bli forsøkt vurdert opp mot disse begrepene.

3.7.1 – Del 1: Finansiell avkastning for investorene

I denne undersøkelsen er målet å finne ut om fondene klarer å skape verdier for eierne sine i form av finansiell avkastning målt mot alternativ plassering. Finansiell avkastning er definert som avkastning på egenkapital i form av utbytter og/eller exit ved terminering av fondet. Dette må kunne påstås å være en rimelig definisjon. Videre er det i kapittel 3.4.1 diskutert litt

rundt bruk av Oslo Børs hovedindeks som alternativ plassering. I denne undersøkelsen argumenteres det for at Oslo Børs hovedindeks vil være naturlig referansedata som alternativ plassering ved investeringsformål. I så måte vil begrepsmessig gyldighet være på plass som følge av hensiktsmessig operasjonalisering av begreper i hovedproblemstillingen.

Nøkkeltallsanalysen vil også kunne styrke den begrepsmessige gyldigheten. Selv om den ikke representerer en direkte operasjonalisering av problemformuleringens begreper, vil den kunne gi en viss indikasjon på fondenes finansielle prestasjoner i analyseperioden. På denne måten vil den i noen grad kunne bygge opp og supplere konklusjoner som er gitt basert på hovedanalysen.

Sammenhengsgyldighet er knyttet til gyldigheten av konklusjoner/sammenhenger som er trukket basert på samvariasjoner i variabler. I denne undersøkelsen er det ikke noe mål å se på slike samvariasjoner, og følgelig vil ikke slik gyldighet være nødvendig å måle. Ekstern gyldighet vil heller ikke behandles, ettersom det ikke er ønskelig å foreta noen form for generalisering i analysen.

Det er noen forhold i analysen som burde vurderes opp mot undersøkelsens reliabilitet (pålitelighet). Fondenes regnskapsrapportering er styrt av lovfestede krav i Regnskapsloven – følgelig vil det ikke kunne stilles spørsmålstegn ved denne informasjonen. Men relevant regnskapsinfo er i analysen lagt inn manuelt i regnearkprogrammet Microsoft Excel. Eventuelle tastefeil kan følgelig ha oppstått, men dette er forsøkt unngått blant annet ved å dobbeltsjekke informasjonen og utregninger. Videre vil følgelig påliteligheten av konklusjoner som er trukket i analysen avhenge av kompetansen til forskeren som har tolket resultatene. Denne påliteligheten er forsøkt styrket blant annet ved å få verifisert konklusjonene fra flere hold.

3.7.2 – Del 2: Investorenes ikke-finansielle mål og forventninger

Målet med denne undersøkelsen var å si noe om hvilke ikke-finansielle mål og forventninger de største investorene i fondene har, og om disse blir møtt av fondene. Ikke-finansielle mål og forventninger er her definert som alt av mål som ikke er relatert til finansiell avkastning målt i hovedproblemstillingen. Dette betraktes som en god operasjonalisering av begrepet. Det kan selvfølgelig vurderes hvorvidt kategoriseringen av innsamlet data er korrekt utført. Men i denne undersøkelsen er kategoriseringen utført for å lettere kunne utføre analysen. I

undersøkelsens sammenheng oppfattes kategoriseringen som logisk og hensiktsmessig utført. At enkelte mål og forventninger er behandlet under samlekategorien ”andre mål og forventninger” skyldes i all hovedsak at disse forekom mindre frekvent, i tillegg til tids-/ressursmessige årsaker.

En kritisk gjennomgang av respondentene kan absolutt være hensiktsmessig her. Alle investorene var institusjonelle/selskapsinvestorer. Til tross for at det er opprettet kontakt med mange investorer var det svært vanskelig å få tak i personer som tok investeringsavgjørelsen til å begynne med. Dette kom som en følge av at de aller fleste investeringene var foretatt for flere år siden. Likevel oppfattes jobben med å få tak i rette personer som godt utført. Det ble på forhånd sendt ut e-poster, og oppfølging på telefon, for å få tak i rette personer. De fleste respondentene satt i viktige posisjoner hos de respektive selskapene. I undersøkelsen er det ikke nevnt navn, blant annet av hensyn til personene (og dette oppfattes ikke som nødvendig heller). Men det kan blant annet vises til følgende posisjoner som de forskjellige respondentene satt i:

- 7 administrerende direktører
- 1 viseadministrerende direktør
- 1 viseadministrerende banksjef
- 1 finansdirektør
- 1 økonomidirektør
- 1 finansanalytiker
- 1 ”adm. sjef”
- 1 direktør

Alt i alt oppfattes undersøkelsens interne validitet som godt ivaretatt.

Selv om utvalgte respondenter (inkludert frafall) omfatter en stor del av aksjekapitalen i alle tre fond, ble det valgt å ikke foreta noen slags generalisering i denne undersøkelsen. Delproblemstillingen relaterer seg til ”de største investorene.” Undersøkelsen sier dermed bare noe om disse, selv om det kanskje kan argumenteres for et tilstrekkelig representativt utvalg for å generalisere over til alle investorene. Den eksterne validiteten (overførbarheten) til undersøkelsen betraktes i så måte som rimelig godt ivaretatt, men vil likevel ikke ha stor relevans her.

Undersøkelsens reliabilitet (pålitelighet) kan blant annet være påvirket av metoden som ble benyttet. Det var ønskelig å avdekke investorenes ikke-finansielle mål og forventninger, slik de selv så disse for seg. Ved hjelp av den åpne strukturen på intervjuene ble det unngått å tvinge respondentene inn i forutbestemte kategorier. På denne måten er påliteligheten til informasjonen bedre sikret. Videre ble intervjuene gjort over telefon. (Ett intervju ble foretatt over e-post, da respondenten ikke hadde tid til noe annet). Det kan argumenteres for at en slik intervjuform kan miste viktige deler av samtalen (kroppsspråk og lignende). Denne undersøkelsen betraktes imidlertid som såpass konkret at dette ikke vil være noe problem i denne sammenhengen. I tillegg argumenteres det for at et telefonintervju kan minske faren for en ”intervjuereffekt” der intervjueren påvirker respondenten på forskjellige måter. Undersøkelsen oppfattes å være pålitelig, og i så måte ha god reliabilitet.

4 – Teoretisk bakgrunn

I den finansielle vurderingen av fondene i neste kapittel vil det bli benyttet diverse modeller og teorier som det vil bli redegjort for her. Kapittel 4.1 vil ta opp spesielle problemstillinger knyttet til resultatmåling av PE-fond, mens det i kapittel 4.2 vil bli gitt en kort gjennomgang av noen enkle regnskapsanalyser som vil bli gjort. Kapittel 4.3, 4.4 og 4.5 vil redegjøre for henholdsvis betaestimering, beregning av avkastningskrav og nåverdiberegning. Til slutt vil kapittel 4.6 gi en kort redegjørelse for internrenteberegninger som vil benyttes i analysen.

4.1 – Måleproblemer i PE-fond

Jf. kapittel 2.2.3 om tidligfase investeringer, så vil den såkalte j-kurve effekten kunne føre til at tilfredsstillende avkastning for investorene vil kunne ta tid. I en artikkel i Revisjon og Regnskap i 2006 går autorisert finansanalytiker Jørn Gunnar Kleven igjennom slike problemstillinger knyttet til avkastningsmåling av PE-fond, og noen av disse er gjengitt under.

Det knytter seg problemstillinger til å måle avkastning i PE-fond på samme måte som børsnoterte fond. Den største forskjellen mellom PE-fond og noterte instrumenter er likviditeten. Fond som er notert på børs, vil til enhver tid ha en markedspris som danner grunnlag for beregning av avkastning og risiko. Avkastning i PE-fond vil derimot ikke la seg beregne ved å bruke markedspris. Det eksisterer ikke et marked hvor markedsprisen kan observeres.

De fleste venturefond baserer seg på en exit- strategi hvor inntjening skjer på salgstidspunktet av porteføljebedriften. Salgstidspunktet avhenger av bedriftens evne til å vokse og hvordan porteføljebedriftens verdi står i forhold til kostpris. Det kan ta lang tid før en investering blir kommersialisert og det viser seg at antall exit øker mot slutten av fondets levetid.

Kostnader til forvaltning av fondet, oppstartskostnader, og andre faste kostnader må betales løpende, og når de fleste exit skjer i slutten av fondets levetid som nevnt over, vil det føre til

negative resultater i starten av fondets levetid. Måling av avkastning i fond som er nyetablert vil derfor ikke gi noen god indikasjon på forventet avkastning på en investering.

4.2 – Regnskapsanalyse

I kapittel 5.2 vil det bli foretatt en generell regnskapsbasert vurdering av de utvalgte fondene i analysen. Denne vurderingen vil i all hovedsak basere seg på 3 utvalgte nøkkeltall, og utviklingen av disse: Omsetning, resultatgrad og EK-/TK-rentabilitet.

Basert på fondenes virksomhet vil omsetning i denne analysen defineres som

Driftsinntekter + finansinntekter

Finansinntektene inkluderes ettersom kapitalplassering i all hovedsak er hovedaktiviteten til fondene. De øvrige nøkkeltallene vil bli beregnet som vist nedenfor, og følger definisjoner gitt av Kristoffersen (2004):

$$\text{Resultatgrad} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) \times 100\%}{\text{Driftsinntekter}}$$

”Resultatgraden viser forholdet mellom nettoresultatet og driftsinntektene i perioden. Den viser hvor mye som er tjent på hver krone som er omsatt i perioden.” I denne undersøkelsen vil det imidlertid bli benyttet årsresultat etter skatt istedenfor driftsresultat + finansinntekter, da dette vil være en mer interessant basis i forhold til investorene.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat} \times 100\%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

”Egenkapitalrentabiliteten er mest interessant for eierne. Den viser avkastningen på eiernes investering i bedriften.” EK-rentabilitet etter skatt vil følgelig være mest interessant for eierne.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) \times 100\%}{\text{Gjennomsnittlig sum eiendeler}}$$

”Totalkapitalrentabilitet måler en bedrifts avkastning på den samlede kapitalen som er bundet i bedriften. Den viser hvor godt bedriften har vært drevet og gir uttrykk for nivået på inntjeningen i perioden.”

4.3 – Beta – et relativt risikomål

4.3.1 – Betaestimering

Ved beregning av avkastningskrav for en aksje etter kapitalverdimodellen, behøves informasjon om aksjens relative risiko i forhold til markedet – såkalt markedsrelatert risiko. Denne relative risikoen uttrykkes som en ”betaverdi” (β).

Vi har sett at målet på relevant risiko må ta hensyn til samvariasjonen mellom enkeltaksjen og markedet. I stedet for å uttrykke dette gjennom kovarians, viser det seg lettere å forstå samvariasjonen som kovarians pr. enhet markedsvarians. Dette relative risikomålet, som vanligvis kalles beta (β), viser aksjens systematiske risiko i forhold til markedsporteføljens risiko (Bøhren og Michalsen, 2006).

Boye og Koekebakker (2006) viser videre hvordan vi kan beregne β :

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

Formelen sier at betaverdien kan estimeres ved å dividere $\text{Cov}(R_i, R_m)$ – kovariansen mellom aksjens og markedets avkastning – med $\text{Var}(R_m)$ – variansen til markedets avkastning. Formlene for varians og kovarians er videre:

$$\text{Varians} = \frac{1}{n-1} \times \sum (x - \bar{x})^2$$

$$\text{Kovarians} = \frac{1}{n-1} \times \sum (x - \bar{x}) \times (y - \bar{y})$$

der:

n = antall observasjoner

x = avkastning i markedet

\bar{x} = gjennomsnittlig avkastning for markedet

y = avkastning på aksjen

\bar{y} = gjennomsnittlig avkastning for aksjen

I analysen i denne oppgaven er det benyttet egne funksjoner for varians og kovarians i regnearkprogrammet Microsoft Excel.

Verdien vi får på beta gir en indikasjon på aksjens relative risiko:

Vi kan derfor uttale oss presist om størrelsen på relevant risiko ved hjelp av beta. Jo større beta, desto høyere relevant risiko. Beta lik 0 er ingen relevant risiko og beta lik 1 er gjennomsnittlig risiko. En aksje med beta lik 1 har samme systematiske risiko som markedsporteføljen. Beta under 1 innebærer at aksjen er mindre risikabel enn markedsporteføljen. Tilsvarende betyr beta over 1 større risiko enn gjennomsnittet. Alternativt kan vi si at beta angir hvor følsom aksjen er for markedsbevegelser: Jo høyere beta, desto større følsomhet (Bøhren og Michalsen, 2006).

4.3.2 – Normalisering

En justering som ofte foretas ved betaestimering er en såkalt Merrill Lynch justering, der en ”normaliserer” betaverdien ved å justere den mot 1. Dette gjøres ved å vekte estimert beta med 2/3 og legge til 1/3 av 1, altså 0,33.

$$\text{Justert beta} = (\beta \times 2/3) + (1 \times 1/3)$$

Bodie, Kane og Marcus (2008) argumenterer for en slik justering ettersom de mener at aksjers betaverdier gjennomsnittlig vil bevege seg mot 1 over tid, et fenomen de blant annet mener har en statistisk forklaring. Gjennomsnittlig betaverdi for alle aksjer vil følgelig være 1. Før man estimerer beta for en aksje, vil derfor beste estimat være nettopp 1. Ved estimering av beta basert på data fra en bestemt periode vil det kunne forekomme en ukjent utvalgsfeil (sampling error). Jo større avstand det er mellom betaestimatet og 1, jo større vil da sjansen være for at det har forekommet estimatfeil. Beta vil da i påfølgende perioder være nærmere 1.

4.3.3 – Justering for finansieringsstruktur

Boye og Koekebakker (2006) forklarer hvordan gjeldsandelen øker finansiell risiko, og at høy finansiell risiko igjen bidrar til en høy betaverdi;

Rentekostnaden er et fast element mellom driftsresultatet og nettoresultatet. Endres driftsresultatet, endres dermed nettoresultatet med samme beløp. Siden egenkapitalen er lavere enn totalkapitalen, blir endringen i egenkapitalrentabiliteten større enn endringen i totalrentabiliteten for en gitt endring i driftsresultatet. Jo lavere egenkapitalen er, desto mer svinger egenkapitalrentabiliteten.

I analysen er det benyttet en justering for finansieringsstruktur, der det forutsettes en gjeldsbeta lik 0 (slik det normalt gjøres), jf. Brealey, Myers og Allen (2006). Basert på estimert egenkapitalbeta, er det beregnet en totalkapitalbeta for hvert fond:

$$\beta_{TK} = (EK \text{ andel} \times \beta_{EK}) + (Gjeldsandel \times \beta_{gjeld})$$

Med forutsetning om at gjeldsbetaen er lik 0, kan formelen reverseres og ny justert beta estimeres:

$$\beta_{ek} = \frac{\beta_{tot}}{EK \text{ andel}}$$

4.4 – Beregning av avkastningskrav

Avkastningskravene som er beregnet i kapittel 5.4 er beregnet ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM). Formler og definisjoner som er benyttet er gitt i Boye og Koekebakker (2006):

Avkastningskrav før skatt:

$$E(R_j) = \text{Risikofri rente} + \text{Risikopremie}$$
$$E(R_j) = R_F + [E(R_M) - R_F] \times \beta_j$$

Avkastningskrav etter skatt:

$$E(R_j) = R_F \times (1 - s) + [E(R_M) - R_F(1 - s)] \times \beta_j$$

Variablene kan forklares slik:

$E(R_j)$ = Avkastningskrav for en aksje

R_f = Risikofri rente

s = skattesats (0,28)

$E(R_m)$ = markedsavkastning

β_j = Markedsrelatert risiko for aksje j

4.5 – Nåverdimetoden

Boye og Koekebakker (2006) forklarer nåverdimetoden som en lønnsomhetsvurdering av en investering, der man sammenligner ”nåverdien av alle inn- og utbetalinger på investeringstidspunktet (NPV).” Netto nåverdi (NNV) vil gi uttrykk for den verdiøkningen eller nettooverskudd som investor får tillagt sin formue. Positiv nåverdi innebærer at prosjektet bør aksepteres. Motsatt vil negativ nåverdi føre til at investor forkaster investeringen.

Metoden benytter et avkastningskrav på kapitalen. Estimeringen av denne er vist i kapittel 4.4 over. Nåverdiberegning brukes også for å evaluere eksisterende prosjekt slik at investor får et bedre grunnlag for å vurdere om han fortsatt skal sitte på investeringen, eller selge seg ut.

Formelen for nåverdi:

$$NNV = -CF_0 + \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t}$$

der:

NNV = Netto nåverdi på investeringen.

$-CF_0$ = investeringsutgiften i år 0

CF_t = består av kontant eller innbetalingsoverskuddet som investeringen gir i år t .

i = Avkastningskravet på egenkapitalen

4.6 – Internrentemetoden

Internrente viser hvilken avkastning vi får på kapitalen som er investert i et prosjekt til enhver tid (Boye og Koekebakker, 2006). En internrente som ligger høyere enn avkastningskravet til kapitalen, forteller investor at prosjektet er lønnsomt og han bør investere i prosjektet. En internrente som er lavere enn avkastningskravet vil føre til at investor forkaster prosjektet. Metoden benyttes også for å vurdere lønnsomheten til igangsatte prosjekt. Hvis internrenten er lavere enn avkastningskravet, vil ikke prosjektet tilfredsstille avkastningskravet som ble satt på investeringstidspunktet.

Internrenten gir en gjennomsnittlig avkastning på kapitalen som er investert når en tar med alle inn- og utbetalinger. Her brukes samme kontantstrøm som er grunnlaget for nåverdiberegningen i analysen.

Formelen for internrente:

$$0 = \sum_{i=1}^T \frac{KS_i}{(1 + IRR)^i}$$

der:

KS= netto kontantstrøm

I= kontantstrømmens nummer i rekken

IRR= internrente

I analysen i oppgaven vil internrenten beregnes med IRR-funksjonen i Microsoft Excel.

5 – Finansiell analyse

Dette kapitlet vil gi en finansiell analyse av fondene Norinnova, Såkorn Invest Nord og Origo Kapital. Formålet er å analysere fondene i forhold til hovedproblemstillingen – altså hvorvidt fondene klarer å skape finansiell avkastning for sine investorer, målt mot Oslo Børs hovedindeks. Kapittel 5.1 vil handle om forutsetninger og begrensninger som må tas i betraktning i en slik analyse, mens kapittel 5.2 vil gi en kort analyse av fondene på grunnlag av regnskapsbaserte nøkkeltall. Kapitlene 5.3, 5.4 og 5.5 vil omhandle nåverdiberegninger for fondene, og estimering av variabler som inngår i denne.

5.1 – Forutsetninger og begrensninger

5.1.1 – Verdien på eksisterende portefølje

De utvalgte fondene (og gjerne venturefond generelt) har alle en såkalt exitstrategi, der inntjeningen er planlagt å fremkomme gjennom salg av porteføljebedrifter – ikke ved uthenting av utbytter. En slik strategi innebærer at fondene kan sitte på eierposter i flere år før de faktisk får noen inntjening på dem. For utenforstående vil det derfor være vanskelig å bedømme investeringenes grad av suksess inntil de blir realisert.

Fondene er imidlertid pliktig å nedskrive verdien på en investering i regnskapet til virkelig verdi dersom denne er lavere enn anskaffelseskost, hvis investeringen er klassifisert som omløpsmiddel, jf. Regnskapsloven § 5-2. Er investeringen klassifisert som et anleggsmiddel, skal denne ”nedskrives til virkelig verdi ved verdifall som forventes ikke å være forbigående,” jf. Regnskapsloven § 5-3 [3]. I den finansielle analysen som følger, forutsettes det følgelig at ovennevnte regnskapsregler er fulgt av fondene. Dette innebærer at man kan forutsette at verdien på porteføljen til fondene i alle fall ikke er lavere enn det som er bokført i balanseregnskapene.

De utvalgte fondene har fordelt bokføringen av investeringene både på omløpsmidler og anleggsmidler. Videre oppfyller ingen av investeringene deres kriteriene for å oppskrive verdien av finansielle instrumenter til virkelig verdi etter Regnskapsloven § 5-8. Følgelig kan

det eksistere markedsverdier på enkelte porteføljebedrifter som er høyere enn bokført verdi. I nåverdiberegningen i kapittel 5.5 vil bokført egenkapital i 2007 benyttes som siste utbetaling i estimeringen av kontantstrømmene til eierne. Jf. diskusjonen over vil verdien på denne egenkapitalen ikke ta hensyn til eventuelle merverdier i eksisterende portefølje, og dette vil følgelig være en svakhet ved analysen. Et forsøk på å vurdere investeringene til virkelig verdi i analysen ville kunne betegnes som både subjektivt og spekulativt – en slik vurdering er dermed følgelig utelatt i denne oppgaven.

5.1.2 – Tidspunkt i fondenes levetid

Norinova har eksistert i snart 20 år og må kunne sies å være en hel del ”modnere” enn de andre fondene. Såkorn Invest Nord ble etablert i 1999 og har en predefinert levetid på 15 år, mens Origo Kapital er et ennå yngre fond med bare 6 år medregnet i denne analysen. Disse forskjellene gjør at resultater i denne analysen må vurderes isolert sett for hvert fond, og noen sammenligning fondene imellom vil ikke være hensiktsmessig. Følgelig vil en slik sammenligning ikke foretas i denne analysen, og er videre heller ikke et mål med oppgaven.

5.1.3 – Alternativ plassering

Som tidligere nevnt i kapittel 3.4.1, så ville kanskje en optimal analyse basert seg på referansedata fra PE- eller venturemarkedet generelt i Norge. Men kun hvis investorene hadde som forutsetning at kapitalen skulle skytes inn i Private Equity. Videre kan det også argumenteres med at ved en ren finansiell analyse så vil Oslo Børs være et naturlig alternativ å benytte i analysen.

Videre vil en sammenligning med PE-markedet også være problematisk i og med problemstillingen som vises til i 5.1.1 ovenfor. Fondene i markedet generelt vil være vanskelig å bruke som referansedata, ettersom det vil knytte seg stor usikkerhet til en måling av deres avkastning også. En pålitelig og presis måling av PE-fond kan først utføres etter at fondet er avsluttet. (Eventuelle ”evergreen” fond kan muligens måles litt mer korrekt etter en del år, men kun basert på historiske data.)

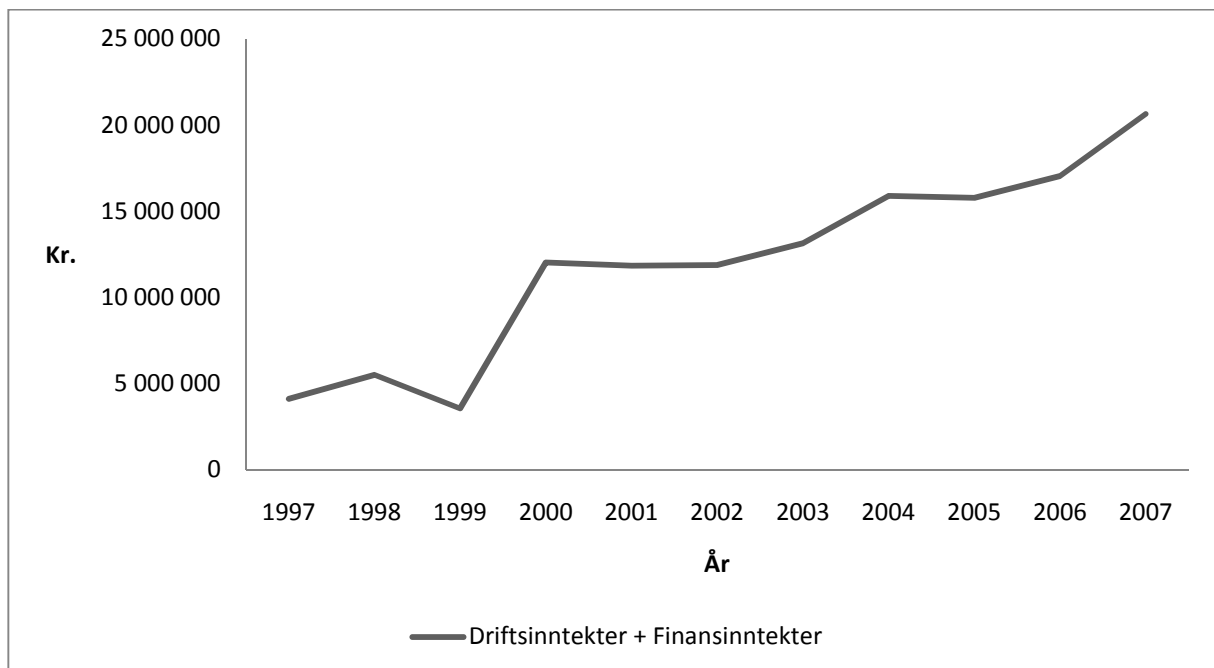
Jf. diskusjonen ovenfor, i tillegg til vurderinger i kapittel 3, er altså Oslo Børs benyttet som alternativ plassering i forbindelse med nåverdiberegningen. En forutsetning i analysen blir følgelig at investorene stod fritt til å velge investeringsalternativer som de selv måtte forvalte. I tillegg forutsettes det at de ikke utelukket noterte instrumenter som investeringsalternativ.

5.2 – Generell regnskapsbasert vurdering

Før det foretas en nåverdiberegning på investorenes fondsinvesteringer i kapitlene 5.3. 5.4 og 5.5, vil det i de påfølgende avsnittene gjøres en kort vurdering av fondenes økonomiske utvikling i analyseperioden. Som nevnt i kapittel 3.6.1 gjøres dette for å supplere den finansielle analysen med en mer generell beregning som ikke baserer seg på referansedata, jf. ovennevnte problematikk med å benytte slike sammenligningsdata mot PE-fond. Vurderingen vil utføres med basis i noen utvalgte regnskapsanalytiske nøkkeltall: Omsetning (basert på fondenes virksomhet, definert som driftsinntekter + finansinntekter), resultatgrad (e/skatt) og egenkapital- (e/skatt) og totalkapitalrentabilitet. (Se kapittel 4.2 om teoretisk bakgrunn for mer informasjon om hvordan nøkkeltallene er beregnet.)

5.2.1 – Norinnova

Norinnova viser en noenlunde jevn og positiv vekst i omsetning i perioden. Figur 17 illustrerer utviklingen i drifts- + finansinntekter i måleperioden.

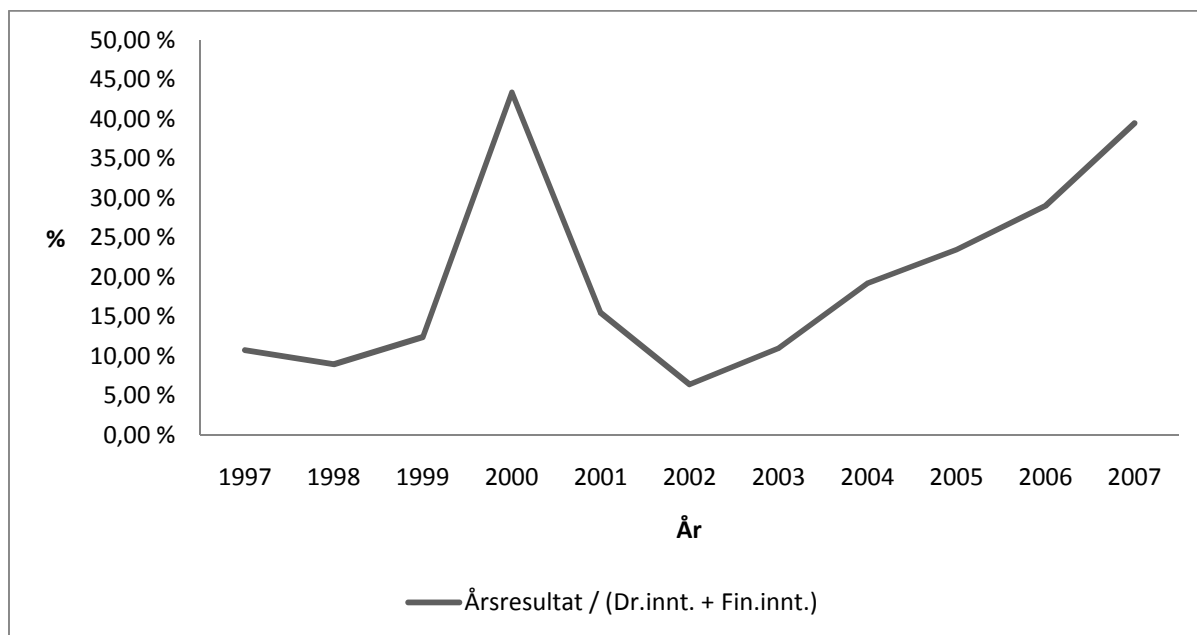


Figur 17 - Driftsinntekter + finansinntekter (Norinnova)

Drifts- + finansinntekter har steget fra 4,1 millioner kroner i 1997, til 20,6 millioner kroner i 2007. Dette tilsvarer nokså nøyaktig en femdobling av omsetningen i løpet av perioden.

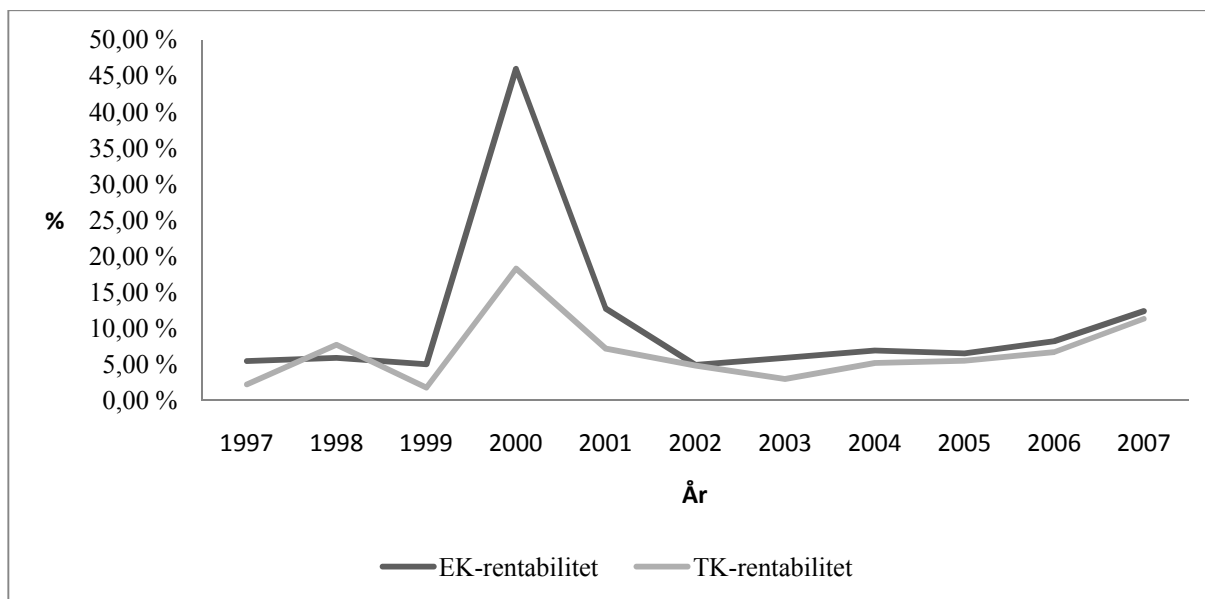
Videre viser figur 18 hvor mye av ovennevnte omsetning som er igjen i fondet etter drifts-, finans- og skattekostnader, altså resultatgraden etter skatt. Denne vil i større grad kunne si noe om fondets årlige prestasjoner enn omsetningen alene.

I 1997 hadde Norinnova en resultatgrad på 10,77 %. De to påfølgende årene viste en liten nedgang, mens det i 2000 kunne vises til en resultatgrad på hele 39,29 %. Videre frem til 2002 ble det en nedgang til 6,42 %, mens de påfølgende årene frem til 2007 viste en jevn og positiv stigning. I Norinnovas strategidokument for 2004-2007 påpeker de at Norinnovas overskudd skal være minimum 3-5 % av omsetningen. Om dette menes før eller etter skatt er usikkert, men uansett er målet overholdt i analyseperioden i undersøkelsen.



Figur 18 - Resultatgrad (Norinnova)

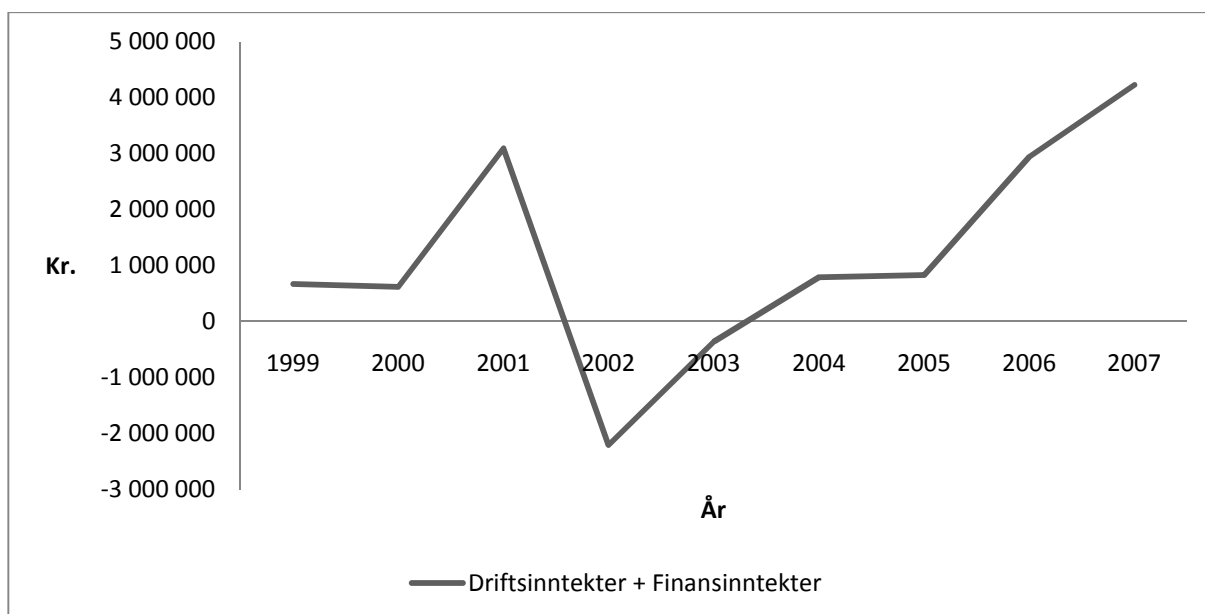
Fra investorenes ståsted vil nok det aller mest interessante nøkkeltallet være rentabiliteten, og da i hovedsak egenkapitalrentabiliteten. Utviklingen av denne (vist i figur 19) gjenspeiler i stor grad utviklingen i resultatgrad etter skatt vist over. At rentabiliteten ikke viser like bratt stigning som resultatgraden etter 2002 tyder på en ”oppkapitalisering” i fondet, noe som konfirmeres ved å lese av verdier for egenkapital og totalkapital i regnskapet. Hadde en større andel av årsresultatet blitt satt av som utbytte, ville egenkapitalrentabiliteten følgelig også vist en brattere stigning i denne perioden.



Figur 19 - EK- og TK-rentabilitet (Norinnova)

5.2.2 – Såkorn Invest Nord

I motsetning til Norinnova, viser nøkkeltall for Såkorn Invest Nord en mer ujevn utvikling. Figur 20 viser utviklingen i driftsinntekter + finansinntekter i perioden 1999 til 2007, og som illustrert i grafen under viser utviklingen ujevne resultater.



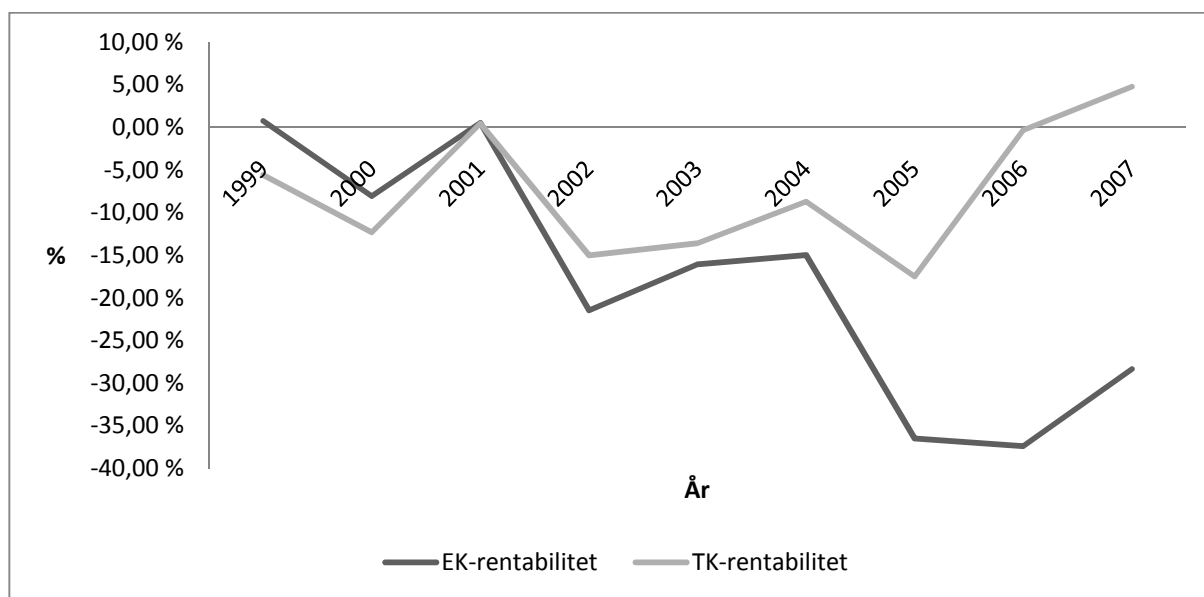
Figur 20 - Driftsinntekter + finansinntekter (Såkorn Invest Nord)

Etter en god start i 1999 og 2000, og nesten 3,1 millioner kroner i 2001, vises faktisk negative verdier i 2002 og 2003. Disse negative verdiene kommer som en følge av at fondet har

bokført tap på verdipapirer som negativ driftsinntekt i resultatregnskapet. I 2002 ville dette tapet vært ennå større hadde det ikke vært for fondets anledning til å avskrive deler av tapet på det statlige lånet (jf. kapittel 2.5.2). Dette året ble 3 778 000 kroner avskrevet på lånet.

2004 viste imidlertid igjen positive verdier, og utviklingen i de påfølgende årene er positiv. I 2007 hadde fondet 4 228 000 kroner i drifts- og finansinntekter.

En illustrasjon av Såkorn Invest Nords resultatgrad vil ikke være hensiktsmessig, noe som kan forklares nærmere. Mens 1999 og 2001 viser en resultatgrad på henholdsvis 10,78 % og 3,88 %, fører et negativt årsresultat i 2000 til en negativ resultatgrad på hele 155,54 %. Videre (som nevnt ovenfor) viser regnskapene for 2002 og 2003 negative inntekter. Med negative verdier for både inntekter og årsresultat vil resultatgraden gi ugyldige verdier (, henholdsvis 301,15 % og 1828,47 % i de to årene). I perioden 2004 til 2007 hadde fondet videre negative årsresultater, og resultatgraden viser følgelig store negative verdier for disse årene også.



Figur 21 - EK- og TK-rentabilitet (Såkorn Invest Nord)

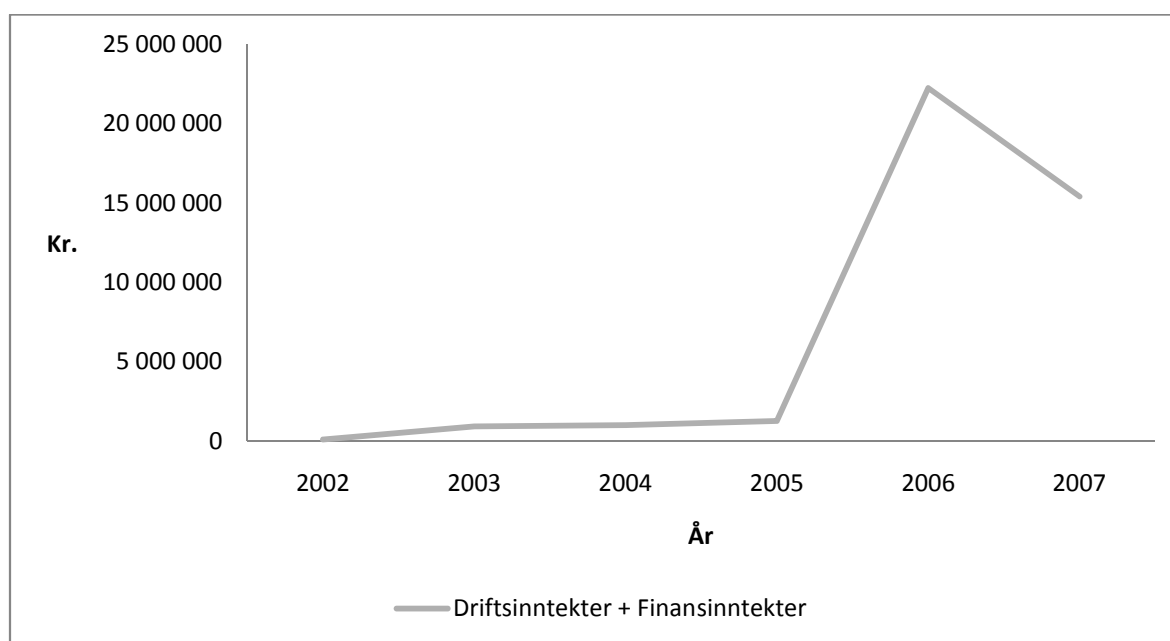
Figur 21 viser fondets egenkapital- og total kapitalrentabilitet. Bortsett fra en verdi på 0,51 % i 2001, viser ikke egenkapitalrentabiliteten for fondet positive verdier i det hele tatt i analyseperioden. Jf. fondenes exitstrategi med hensyn til porteføljebedriftene (som nevnt i kapittel 5.1.1), i tillegg til at det investeres i en tidlig fase (jf. kapittel 2.2.3), kan det absolutt argumenteres for at dette er helt normalt. Hvorvidt den videre utviklingen utover

analyseperioden vil utvikle seg positivt vil følgelig avhenge av suksessen til fondets eksisterende portefølje, i tillegg til eventuelle nye investeringer.

5.2.3 – Origo Kapital

Origo Kapital er et litt nyere fond enn Norinnova og Såkorn Invest Nord. Fondets analyseperiode i denne oppgaven går fra 2002 til 2007.

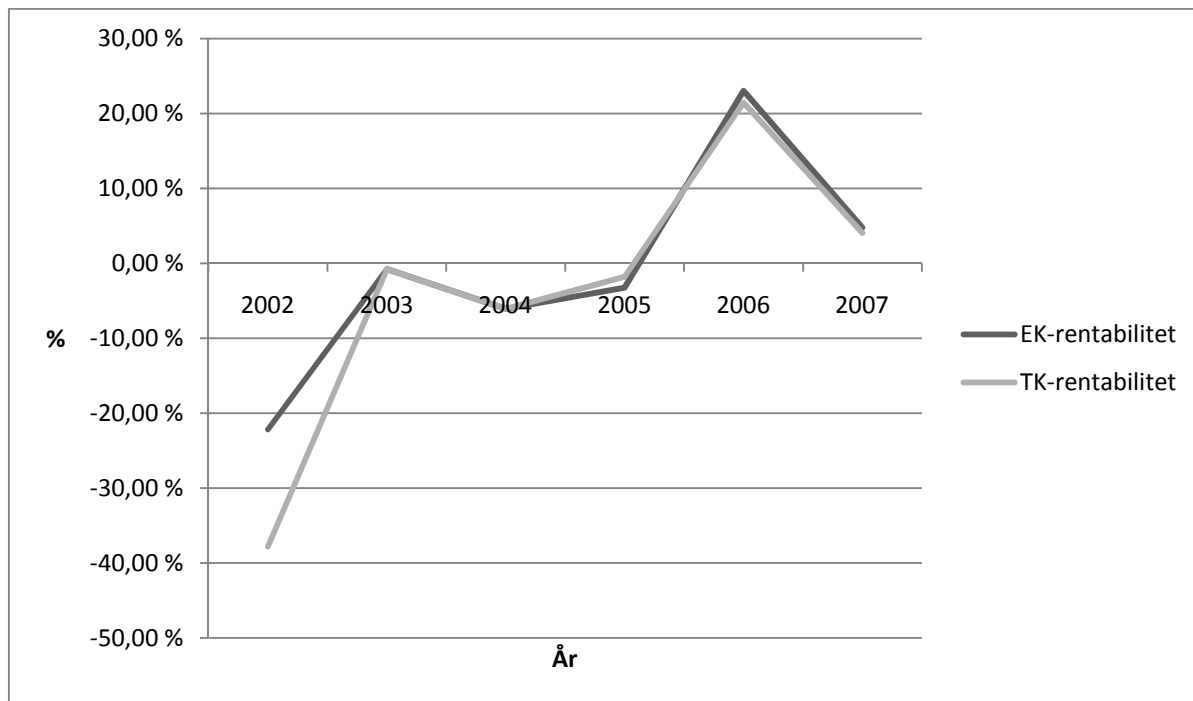
Fra 2002 til 2005 kan fondet vise til en jevn økning i omsetning, fra 101 617 kr. til 1 282 751 kr, jf. figur 22. Omsetningen for fondet består kun av det som kalles ”porteføljeinntekter” i årsregnskapet deres. Videre viser omsetningen en fantastisk vekst fra 2005 til 2006. Porteføljeinntektene var på 22 239 965 kr. i 2006. Tilsvarende tall for 2007 viser 15 397 809 kr. I tråd med tidligere diskusjoner, er det helt normalt at det tar noen år før inntjening kan realiseres i slike investeringsfond.



Figur 22 - Driftsinntekter + finansinntekter (Origo Kapital)

Som det nok ville kunne forventes ut fra utviklingen i omsetning vist i figur 22, viser fondet positiv egenkapitalrentabilitet først i 2006 og 2007, jf. figur 23. Fondet var i 2002 nokså nylig oppstartet, og følgelig vil det i fondets innledende fase benyttes mye kapital til nye investeringer i porteføljebedrifter.

Den betydelige veksten i omsetning i 2006 og 2007 gjenspeiles i fondets egenkapitalrentabilitet for de to årene. I 2006 viste verdien for denne 23,02 % mens i 2007 den noe lavere verdien 4,76 %, jf. figur 23.



Figur 23 - EK- og TK-rentabilitet (Origo Kapital)

5.3 – Estimering av betaverdier

Ved beregning av et avkastningskrav til fondene – til bruk i nåverdiberegningen – behøves informasjon om betaverdi til fondene. Verken Norinova, Såkorn Invest Nord eller Origo Kapital er børsnotert. Følgelig blir det vanskelig å estimere betaverdier for fondene direkte. Løsningen som er valgt her er å estimere betaverdier på basis av bransjefordelingen til porteføljebedriftene som fondene har investert i. På denne måten estimeres betaverdier for de respektive bransjene på Oslo Børs først, og så vil fondenes betaverdier beregnes.

5.3.1 – Estimering av bransjebeta

De 10 bransjene på Oslo Børs inkluderer Energi, Materialer, Industri, Forbruksvarer, Konsumentvarer, Helsevern, Finans, IT, Telekomm. og Forsyning. Ved estimeringen er det benyttet avkastningsdata fra årene 1995 til 2008. (Data: Oslo Børs (2009)) Eksempelet i tabell 1 viser beregningen for de 4 bransjene Energi, Materialer, Industri og Finans. De øvrige bransjebetaene er beregnet med samme metode (Se vedlegg 3).

Tabell 1 – Estimering av bransjebeta:

År	Oslo børs		Energi		Materialer		Industri		Finans	
	Indeks	Avk.	Indeks	Avk.	Indeks	Avk.	Indeks	Avk.	Indeks	Avk.
1995	100,00		100,00		100,00		100,00		100,00	
1996	132,43	32,43	150,74	50,74	125,30	25,30	132,60	32,60	134,88	34,88
1997	175,07	32,20	226,87	50,50	119,62	-4,54	152,02	14,65	195,80	45,16
1998	127,83	-26,98	95,06	-58,10	112,19	-6,21	103,82	-31,71	176,19	-10,01
1999	189,76	48,45	149,69	57,48	213,25	90,08	137,95	32,88	229,11	30,04
2000	195,79	3,18	162,54	8,58	198,45	-6,94	152,80	10,77	296,94	29,61
2001	167,18	-14,61	149,36	-8,11	230,78	16,29	134,89	-11,72	264,66	-10,87
2002	115,21	-31,09	125,61	-15,90	165,91	-28,11	86,89	-35,58	203,06	-23,28
2003	170,97	48,40	179,14	42,62	229,28	38,20	129,45	48,98	303,57	49,50
2004	236,70	38,45	252,02	40,68	301,05	31,30	194,47	50,23	439,42	44,75
2005	332,51	40,48	452,46	79,53	349,84	16,21	284,76	46,43	546,82	24,44
2006	440,36	32,44	595,26	31,56	465,62	33,10	340,29	19,50	737,85	34,93
2007	490,83	11,46	639,96	7,51	525,41	12,84	484,93	42,50	713,40	-3,31
2008	225,48	-54,06	361,63	-43,49	238,01	-54,70	179,85	-62,91	237,62	-66,69
Sum:	160,73		243,60		162,82		156,60		179,14	
Gjennomsnitt:	12,36		18,74		12,52		12,05		13,78	
Var. Marked:	1160,99									
Kovarians			1196,88		899,45		1081,12		990,65	
Beta:	1		1,03		0,77		0,93		0,85	

Betaverdiene er beregnet ved hjelp av formelen for betaestimering som er nærmere forklart i kapittel 4.3.

Først er det beregnet kovarians til de enkelte bransjenes avkastning i forhold til hovedindeksen. Jf. formelen for betaestimering er denne videre dividert på variansen til avkastningen i markedet, altså hovedindeksen. Med denne utregningen er det fremkommet følgende estimater på bransjebetaer:

<u>Bransje</u>	<u>Estimert beta</u>
Energi	1,0309
Materialer	0,7747
Industri	0,9312
Forbruksvarer	0,8456
Konsumentvarer	0,8858
Helsevern	0,5042
Finans	0,8533
IT	1,1865
Telekomm.	1,2066
Forsyning	0,6202

5.3.2 – Estimering av fondsbeta

Etter å ha estimert betaverdier for de respektive bransjer, må fondenes porteføljebedrifter fordeles inn i bransjene. Ved hjelp av en slik bransjefordeling kan det estimeres betaverdier til fondene basert på vektning av de respektive bransjebetaene. Basert på tilgjengelighet av informasjon er det valgt å benytte fondenes porteføljer ved ett tidspunkt (etter siste tilgjengelig informasjon). Det må med andre ord forutsettes at denne bransjefordelingen er representativ for fondenes bransjefordeling gjennom hele deres levetid. Bransjefordelingen til fondenes porteføljebedrifter kan da illustreres slik:

<u>Bransje:</u>	<u>Norinnova</u>	<u>Sinas</u>	<u>Origo Kapital</u>
- Energi	0 %	0 %	14,29 %
- Industri	7,69 %	10 %	28,57
- Forbruksvarer	23,08 %	20 %	14,29 %
- Helsevern	30,77 %	40 %	0 %
- Finans	0 %	0 %	21,43 %
- IT	15,38 %	20 %	14,29 %
- Telekomm.	<u>23,08 %</u>	<u>10 %</u>	<u>0 %</u>
	<u>100 %</u>	<u>100 %</u>	<u>100 %</u>

Betaverdiene til fondene kan da estimeres som vist tabell 2:

Tabell 2 – Estimering av egenkapitalbeta:

Bransje	β	Norinnova			Sinas			Origo Kapital		
		Ant.	%	Vektet β	Ant.	%	Vektet β	Ant.	%	Vektet β
Energi	1,0309	0	0 %	0,0000	0	0 %	0,0000	2	14 %	0,1473
Materialer	0,7747	0	0 %	0,0000	0	0 %	0,0000	0	0 %	0,0000
Industri	0,9312	1	8 %	0,0716	1	10 %	0,0931	4	29 %	0,2661
Forbruksvarer	0,8456	3	23 %	0,1951	2	20 %	0,1691	2	14 %	0,1208
Konsumentv.	0,8858	0	0 %	0,0000	0	0 %	0,0000	1	7 %	0,0633
Helsevern	0,5042	4	31 %	0,1551	4	40 %	0,2017	0	0 %	0,0000
Finans	0,8533	0	0 %	0,0000	0	0 %	0,0000	3	21 %	0,1828
IT	1,1865	2	15 %	0,1825	2	20 %	0,2373	2	14 %	0,1695
Telekomm.	1,2066	3	23 %	0,2785	1	10 %	0,1207	0	0 %	0,0000
Forsyning	0,6202	0	0 %	0,0000	0	0 %	0,0000	0	0 %	0,0000
Sum:		13	100 %	0,8829	10	100 %	0,8219	14	100 %	0,9497

Justert* og vektet β: 0,9219 0,8813 0,9665

*Merril-Lynch justering (normalisering)

De estimerte betaene blir altså 0,8829 for Norinnova, 0,8219 for Sinas og 0,9497 for Origo Kapital, før ”normaliseringen” vist under. Beregningsmetoden kan forklares litt nærmere med Norinnova som eksempel: 8 % av Norinnovas porteføljebedrifter befinner seg i bransjen Industrials. Denne bransjens beta er som tidligere vist estimert til 0,9312. Norinnovas beta vil dermed inneholde 8 % av denne bransjens beta. Vektet beta til fondet vil videre kunne finnes ved å summere sammen fondets vektete beta innenfor hver bransje:

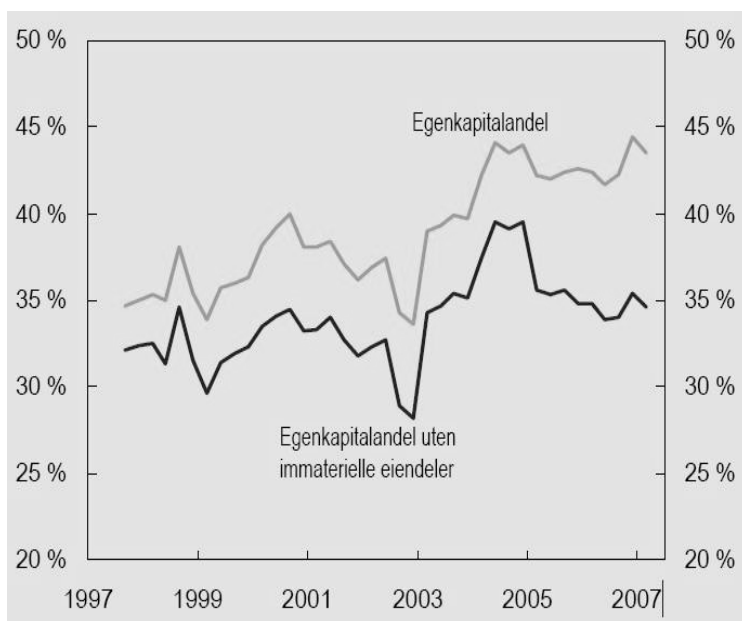
$$\begin{aligned} \text{Norinnovas } \beta &= (0,9312 \times 8\%) + (0,8456 \times 23\%) + (0,5042 \times 31\%) \\ &+ (1,1865 \times 15\%) + (1,2066 \times 23\%) = 0,8829 \end{aligned}$$

Videre velges det også å foreta en såkalt Merrill-Lynch justering (jf. kapittel 4.3.2) for å ”normalisere” betaverdiene. Med Norinnovas beta vil denne justeringen se slik ut:

$$\text{Justert } \beta = (2/3 \times 0,8829) + (1/3 \times 1) = 0,9219$$

Justert og vektet beta for fondene blir dermed estimert til 0,9219 for Norinnova, 0,8813 for Sinas og 0,9665 for Origo Kapital.

Til slutt må det imidlertid også tas hensyn til forskjeller i finansieringsstrukturen til fondenes porteføljebedrifter, i forhold til finansieringsstrukturen på børs (jf. kapittel 4.3.3). I figur 24 ser vi illustrert egenkapitalandel på Oslo Børs i perioden 1997 til 2007. I perioden har



egenkapitalandelen ligget mellom 34 % og 45 %. Gjennomsnittlig egenkapitalandel for porteføljene til fondene er derimot (pr regnskapsår 2007) hhv. 74,76 % for Norinnova, 68,19 % for Sinas og 63,23 % for Origo Kapital (se vedlegg 5). De estimerte egenkapitalbetaene til fondene må ytterligere justeres for den forskjellen i finansieringsstruktur diskutert ovenfor.

Figur 24- Nøkkeltall for girings på Oslo Børs (Norges Bank, som henvist til i Hillestad (2007).)

Tabell 3 – Egenkapitalbeta justert for finansieringsstruktur:

	Norinnova	Sinas	Origo
Estimert EK-beta:	0,92	0,88	0,97
Gjennomsnittlig EK-andel børs:	40,00 %	40,00 %	40,00 %
TK-beta	0,37	0,35	0,39
Gjennomsnittlig EK-andel fond:	74,76 %	68,19 %	63,23 %
EK-beta justert for finansieringsstruktur:	0,49	0,52	0,61

Dette fører til atskillig lavere betaverdier for alle fondene, henholdsvis 0,49 for Norinnova, 0,52 for Sinas og 0,61 for Origo. De lave betaverdiene er følgelig en direkte konsekvens av at fondenes porteføljebedrifter er atskillig mindre gjeldsfinansiert enn de børsnoterte bedriftene på OSBX.

5.4 – Estimering av avkastningskrav

Som vist i kapittel 4.4 består kapitalverdimodellen i all hovedsak av risikofri rente og en risikopremie for markedet, og variablene som behøves for å beregne fondenes avkastningskrav er altså:

- Risikofri rente
- Skattesats
- Avkastning i markedet
- Fondenes betaverdier

Som risikofri rente i beregningen benyttes 1 mnd NIBOR⁶, som pr. 15. April ligger på 2,81 %. Skattesatsen settes til 28 %. Avkastningen i markedet beregnes individuelt for hvert fond, som den gjennomsnittlige avkastningen til hovedindeksen i de respektive periodene som fondene skal måles på:

Tabell 4 – Gjennomsnittlig markedsavkastning:

År	Oslo børs	
	Indeks	Avk.
1995	100,00	
1996	132,43	32,43
1997	175,07	32,20
1998	127,83	-26,98
1999	189,76	48,45
2000	195,79	3,18
2001	167,18	-14,61
2002	115,21	-31,09
2003	170,97	48,40
2004	236,70	38,45
2005	332,51	40,48
2006	440,36	32,44
2007	490,83	11,46
2008	225,48	-54,06

Gj.sn. markedsavkastning:

1997-2007 (Norinova):	16,58 %
1999-2007 (Sinus):	19,68 %
2002-2007 (Origo):	23,36 %

⁶ Norwegian Interbank Offered Rate - NIBOR - er den rente norske banker er villige til å låne hverandre penger for i en spesifisert periode. (https://www.dnbnor.no/markets/obligasjoner_sertifikater/hva_er_nibor.html)

I estimeringen av avkastningskravet vil følgelig markedsavkastningen være en svært usikker variabel. Som vist over så fører ulike analyseperioder for de respektive fondene til ulik gjennomsnittlig markedsavkastning. Hvilken analyseperiode fondene befinner seg i gjør følgelig store utslag i nåverdiberegningen som følger i kapittel 5.5. Det er også verdt å nevne at om 2008 hadde vært med i analyseperioden til fondene ville den gjennomsnittlige markedsavkastningen gitt en betydelig lavere verdi

Til slutt velges det også å tillegge avkastningskravet en likviditetspremie, som følge av en lang investeringshorisont. En slik likviditetspremie for unoterte selskaper er diskutert i diverse litteratur:

Det er uklart i hvilken grad investors avkastningskrav bør reflektere en likviditetspremie utover risikotillegget. Gjærum og Johnsen (1996) hevder det kan argumenteres for en likviditetspremie i størrelsesorden 4-6 % for investeringer i unoterte foretak og ventureforetak. Matson (2000) hevder at investorer i ventureforetak ikke kan operere med samme likviditetspremie som ved direkte investering i SMB. Dette fordi eierposter i fondene er lettere omsettelige enn eierposter i porteføljeforetakene, samt at institusjonelle investorer i ventureforetak er langsiktige investorer, og derfor ikke forventer høy likviditetspremie (Bjørkheim, et al., 2002).

Jf. diskusjonen ovenfor, legges det til grunn en likviditetspremie på 3 % i beregning av avkastningskrav på egenkapital i denne analysen. Med alle variablene på plass kan det nå beregnes et avkastningskrav på egenkapitalen til fondene (se også vedlegg 6):

Tabell 5 – Avkastningskrav til egenkapitalen:

	Norinnova	Sinas	Origo Kapital
Risikofri rente	2,81 %	2,81 %	2,81 %
Gj.sn. markedsavk.	16,58 %	19,68 %	23,36 %
Risikopremie marked	13,77 %	16,87 %	20,55 %
Skattesats	28,00 %	28,00 %	28,00 %
Beta	0,49	0,52	0,61
Likviditetspremie	3,00 %	3,00 %	3,00 %
EK-krav f/skatt	9,60 %	11,53 %	15,37 %
EK-krav f/skatt m/likviditetspremie	12,60 %	14,53 %	18,37 %
EK-krav e/skatt	6,91 %	8,30 %	11,07 %
EK-krav e/skatt m/likviditetspremie	9,91 %	11,30 %	14,07 %

Egenkapitalkravet som er beregnet til fondene er altså på henholdsvis 9,91 % for Norinnova, 11,3 % for Sinas og 14,07 % for Origo Kapital. Dette kravet gir en indikasjon på hvilket avkastningskrav eierne kunne ha hatt i fondene om de hadde opplysninger om en gjennomsnittlig markedsrente som tilsvarer den som er brukt i estimeringen.

Vi ser blant annet at avkastningskravet til Origo Kapital er en del høyere enn til de andre fondene. Dette kommer av to forhold, risiko (betaverdi) og en noe høyere gjennomsnittlig markedsavkastning i beregningsperioden for Origo Kapital.

5.5 – Nåverdiberegning

5.5.1 – Innledning

Det er nå utført både en estimering av avkastningskrav til egenkapitalen til alle fond, og en estimering av fondenes betaverdier. Basert på disse estimatene, og regnskapsinfo fra fondene, er det nå mulig å foreta en nåverdiberegning. Nåverdimetoden er en kontantstrømbasert metode, og følgelig blir det nødvendig å estimere investorenes kontantstrømmer inn og ut av fondene.

Nok en gang ønskes det å presisere at disse analysene kun er estimater basert på tilgjengelig informasjon. Videre vises det igjen tilbake til de problemstillinger som er nevnt i både kapittel 4.1 og 5.1. De resultatene som følger under må tolkes bl.a. ut fra denne diskusjonen. Når det for eksempel vises at "Fond x" har en nåverdi på "y kr." målt mot hovedindeksen på Oslo Børs, må dette selvfølgelig bedømmes ut fra den konteksten beregningen er utarbeidet fra (mht. forutsetninger og begrensninger i undersøkelsen). I tillegg, jf. diskusjonen i kapittel 3.6.1 danner analysen et dårlig grunnlag for å sammenligne de tre fondene med hverandre, noe som følgelig ikke vil gjøres i denne oppgaven.

5.5.2 – Estimering av kontantstrømmer

Analysen ønsker å si noe om lønnsomheten til eierens investering i fondene. Utleddning av kontantstrømmene vil derfor basere seg på inn og utbetalinger fra eierne. I år 0 behandles bokført innskutt EK som første innbetaling. (Der det mangler regnskapsinfo fra fondets egentlige oppstart behandles første tilgjengelige regnskapsår som år 1 i analysen.) Videre behandles senere emisjoner som ytterligere innbetalinger fra eierne. Ett av fondene (Så Korn Invest Nord) har inngått i en fusjon i løpet av analyseperioden. Denne er i likhet med emisjoner behandlet som en innbetaling fra eierne.

Til slutt behandles siste godkjente regnskapsår (2007) som siste år i kontantstrømmen. Analysen baserer seg på et scenario der fondet oppløses etter dette regnskapsåret, og resterende egenkapital betales ut til eierne. Problemstillinger med hensyn til verdien av denne egenkapitalen er diskutert i kapittel 5.1.1.

5.5.3 – Norinnova

Avkastningskrav på egenkapitalen til Norinnova ble beregnet i kap. 5.4 til 9,91 %. Videre ble det estimert en betaverdi på 0,49 i kap. 5.3. For å beregne en nåverdi på fondsinvesteringen til eierne i fondet settes nå opp en kontantstrøm, basert på regnskapsinformasjon. For Norinnova er det samlet inn tilgjengelig årsregnskap fra 1997 og t.o.m. 2007. I denne beregningen regnes dermed 1997 som år 1, og dermed beregnes bokført innskutt egenkapital i dette året som innskutt egenkapital i år 0. Kontantstrømmen vil dermed ikke fange opp eventuelle utbytter som ble utbetalt før 1997.

Videre er følgelig emisjoner behandlet som nye innbetalinger, mens utbytter blir utbetalinger i kontantstrømmen. Til slutt vil bokført egenkapital pr. 31.12.2007 beregnes som siste utbetaling i 2007. Beregningen vil altså gi en nåverdi på investorenes investering, gitt at fondet ble startet i 1997, og oppløst etter 2007 med en utbetaling av resterende egenkapital til investorene. Estimert kontantstrøm til Norinnova vises i tabell 6:

Tabell 6 – Estimert kontantstrøm, Norinnova:

År	IB innsk. EK	Emisjon	Utbytte	UB EK	Estimert KS
(0)	-7 623 480				-7 623 480
1997 (1)					0
1998 (2)					0
1999 (3)					0
2000 (4)			520 000		520 000
2001 (5)			400 000		400 000
2002 (6)			250 000		250 000
2003 (7)		-27 990 512	200 000		-27 790 512
2004 (8)			750 000		750 000
2005 (9)			750 000		750 000
2006 (10)			750 000		750 000
2007 (11)			900 000	69 248 854	70 148 854

Som nevnt over så regnes bokført innskutt egenkapital i 1997 som investorenes innbetaling i år 0 i beregningen, altså 7 623 480 kr. Videre er det bokført en kapitalforhøyelse i 2003 på 27 990 512 kr. Denne er også behandlet som en innbetaling i kontantstrømmen. Det er utbetalt årlige utbytter siden år 2000, og disse behandles følgelig som utbetalinger i kontantstrømmen. Til slutt er altså bokført egenkapital på 69 248 854 kr. regnet som utbetaling i år 11 (2007).

Avkastningskravet til egenkapitalen husker vi ble estimert til 10,39 % for Norinnova. Med den estimerte kontantstrømmen som grunnlag, kan vi nå gjøre en nåverdiberegning:

Tabell 7 – Nåverdiberegning, Norinnova:

EK-krav e/skatt:		
9,91 %		
År	Estimert KS	Nåverdi
(0)	-7 623 480	-7 623 480
1997 (1)	0	0
1998 (2)	0	0
1999 (3)	0	0
2000 (4)	520 000	356 282
2001 (5)	400 000	249 344
2002 (6)	250 000	141 784
2003 (7)	-27 790 512	-14 339 364
2004 (8)	750 000	352 081
2005 (9)	750 000	320 324
2006 (10)	750 000	291 432
2007 (11)	70 148 854	24 799 583
	NNV:	4 547 986

Som vi ser i tabell 7 så blir det beregnet en positiv netto nåverdi på 4 547 986 kr. for en investering i Norinnova i perioden 1997 til 2007, målt i forhold til hovedindeksen på Oslo Børs.

Videre gir kontantstrømmen en internrente på 13,23 % i perioden. Følgelig ville et avkastningskrav på over denne verdien krevd en nøyere vurdering hvorvidt investeringen burde foretas.

5.5.4 – Såkorn Invest Nord

Såkorn Invest Nord ble stiftet i desember 1998 og hadde altså første regnskapsår i 1999. Regnskaper fra dette året og t.o.m. siste godkjente årsregnskap (2007) danner grunnlaget for den estimerte kontantstrømmen til investorene i fondet. Som i beregningen med Norinnova, regnes også her bokført innskutt egenkapital i første regnskapsår som en innbetaling i år 0. Kontantstrømmen er estimert som vist i tabell 8:

Tabell 8 – Estimert kontantstrøm, Såkorn Invest Nord:

År	IB innsk. EK	Emisjon	Fusjon	UB EK	Estimert KS
(0)	-9 805 573				-9 805 573
1999 (1)					0
2000 (2)		-4 873 225			-4 873 225
2001 (3)			-19 090 587		-19 090 587
2002 (4)		-2 550 000			-2 550 000
2003 (5)					0
2004 (6)					0
2005 (7)					0
2006 (8)					0
2007 (9)				7 536 000	7 536 000

Fondet har foretatt to emisjoner i perioden, 4 873 225 kr. i 2000, og 2 550 000 kr. i 2002. Disse er behandlet som innbetalinger. Videre inngikk fondet i en fusjon med selskapet Nordinvest AS i løpet av 2001. Denne fusjonen er på lik linje med emisjoner behandlet som en innbetaling i kontantstrømmen. Transaksjonen gir fondet flere eiere og mer egenkapital, altså blir det omtrent det samme som at nye eiere skyter inn ny kapital, kontantstrømmessig. Til slutt – likt estimeringen for Norinnova – er bokført egenkapital i siste regnskapsår regnet som en utbetaling.

I kapittel 5.4 ble fondets egenkapitalkrav estimert til 11,3 %. Dette avkastningskravet benyttes i en nåverdiberegning av den estimerte kontantstrømmen:

Tabell 9 – Nåverdiberegning, Såkorn Invest Nord:

EK-krav e/skatt: 11,30 %		
År	Estimert KS	Nåverdi
(0)	-9 805 573	-9 805 573
1999 (1)	0	0
2000 (2)	-4 873 225	-3 933 719
2001 (3)	-19 090 587	-13 845 209
2002 (4)	-2 550 000	-1 661 552
2003 (5)	0	0
2004 (6)	0	0
2005 (7)	0	0
2006 (8)	0	0
2007 (9)	7 536 000	2 874 628
NNV:		-26 371 424

I perioden 1999 til 2007 beregnes det altså en negativ netto nåverdi på 26 371 424 kr. på investeringen i Såkorn Invest Nord i forhold til hovedindeksen på Oslo Børs.

Jf. kontantstrømmen vil investorene i fondet få tilbakebetalt en verdi som er betydelig lavere enn opprinnelig investert. Ingen avkastning er oppnådd og følgelig vil en beregning av internrente ikke være hensiktsmessig.

5.5.5 – Origo Kapital

For Origo Kapital er det samlet inn tilgjengelige regnskaper fra 2002 til 2007. En bokført innskutt egenkapital på 450 000 kr regnes som første innbetaling i år 0.

Tabell 10 – Estimert kontantstrøm, Origo Kapital:

År	IB innsk. EK	Emisjon	Utbytte	UB EK	Estimert KS
(0)	-450 000				-450 000
2002 (1)					0
2003 (2)		-47 672 548			-47 672 548
2004 (3)		-16 577 920			-16 577 920
2005 (4)		-7 757 714			-7 757 714
2006 (5)			4 000 000		4 000 000
2007 (6)				91 020 415	91 020 415

Det er regnet med tre utbetalinger basert på emisjoner gjort i perioden. Disse er på henholdsvis 47 672 548 kr., 16 577 920 kr. og 7 757 714 kr. I 2006 ble det utbetalt et utbytte på 4 000 000 kr. som er regnet som en utbetaling. Til slutt er altså 91 020 415 kr. bokført egenkapital i 2007 tatt inn som en utbetaling i kontantstrømmen i siste år. Netto kontantstrøm er vist i kolonnen helt til høyre.

Det ble estimert et avkastningskrav på egenkapitalen til Origo Kapital på 14,07 %. Dette er et noe høyere krav i forhold til de andre fondene, som nevnt tidligere pga noe høyere verdier for risikopremie for marked (på grunn av måleperioden), og beta (grunnet porteføljens bransjefordeling). Basert på dette avkastningskravet er det estimert en nåverdi på investeringen for perioden:

Tabell 11 – Nåverdiberegning, Origo Kapital:

EK-krav e/skatt:		
14,07 %		
År	Estimert KS	Nåverdi
(0)	-450 000	-450 000
2002 (1)	0	0
2003 (2)	-47 672 548	-36 639 315
2004 (3)	-16 577 920	-11 169 880
2005 (4)	-7 757 714	-4 582 387
2006 (5)	4 000 000	2 071 369
2007 (6)	91 020 415	41 321 468
	NNV:	-9 448 744

Med en negativ netto nåverdi på 9 448 744, viser nåverdiestimeringen en ufordelaktig investering i forhold til hovedindeksen på Oslo Børs.

Et lavere avkastningskrav ville naturligvis gitt et mer positivt utfall. Kontantstrømmens internrente ligger på 7,95 %, altså litt over halvparten av estimert avkastningskrav.

6 – Analyse av ikke-finansielle faktorer

Jf. diskusjonen i kapittel 3.2 vil en ren finansiell analyse kunne antas å belyse kun en side av fondenes verdiskaping for eierne. Derfor, som et supplement til den finansielle analysen i det foregående kapitlet, vil det i dette kapitlet forsøkes å gi en analyse av fondenes verdiskaping til eierne i form av ikke-finansielle faktorer. Kapittel 6.1 vil gi en oppsummering av funn gjort i undersøkelsen av investorene og hvordan disse er inndelt i overordnede kategorier, mens kapittel 6.2 til 6.5 vil gå nærmere inn på de respektive kategoriene og forsøke å vurdere disse opp mot fondenes aktiviteter.

6.1 – Investorenes ikke-finansielle mål og forventninger

I en slik analyse er det først nødvendig å avdekke variablene man ønsker å analysere, som diskutert i kapittel 3. Derfor ble de største investorene i fondene intervjuet over telefon. Det ble benyttet rimelig åpne spørsmål, ettersom det ikke var ønskelig å gjøre noen forhåndsantagelser med hensyn til nøyaktig hvilke faktorer investorene la vekt på.

Undersøkelsen avdekket en hel del mål og forventninger som investorene knyttet til eierpostene sine. Som nevnt i kapittel 3.4.2, er disse av analyseformål inndelt i mer generelle kategorier. Dette for lettere å kunne gjøre en analyse på innsamlet data. Denne inndelingen har resultert i følgende tre kategorier:

- Generell næringsutvikling i regionen
- Mål knyttet til FoU og innovasjon
- Sysselsetting

Til slutt er avdekkede mål og forventninger som ikke passer inn i noen av disse kategoriene nevnt i kapittel 6.5 under samlekategoriene ”andre mål og forventninger,” men disse vil det imidlertid ikke bli foretatt noen slags vurdering av. I de påfølgende underkapitlene følger en vurdering av de respektive kategoriene der det vil diskuteres mer spesifikt hvilke mål og

forventninger investorene har. Videre vil disse bli forsøkt vurdert opp mot fondenes aktiviteter.

6.2 – Generell næringsutvikling i regionen

6.2.1 – Investorenes mål og forventninger

Investorer fra alle tre fondene i analysen har uttalte mål som havner under kategorien generell næringsutvikling. Norinnovas største eier Norut (50,57 %) uttaler at Norinnova gir grunnlag for etablering av ny virksomhet. Videre ønsker også Statoil New Energy å stimulere til industriutvikling med deres aksjepost i Norinnova (10 %). Troms Kraft, som innehar eierandeler i både Såkorn Invest Nord (13,55 %) og Norinnova (3,89 %, gjennom Troms Kraft Invest AS), uttaler også at næringsutvikling i regionen er et viktig mål med deres investeringer.

Fra investor i Såkorn Invest Nord, Siv.øk. Inge Falck Olsen (4,31 %), uttales det at å utvikle næringsliv er en del av strategien, og Helgeland Sparebank som også er eier i fondet (3,52 %) sier at deres investering nærmest kan regnes som deres ”dugnad” til næringslivet i Nord-Norge. I tillegg til de ovennevnte investorene opptrer også Norinnova som en investor, med en aksjepost i Såkorn Invest Nord (fond-i-fond investering) på 15,14 %. Som mål med dette peker de blant annet på at de ser på Såkorn Investeringer som naturlig ettersom deres visjon er å etablere nytt næringsliv. Videre ønsker de gjennom investeringen i fondet å dekke et større geografisk område, jf. Såkorn Invest sin lokalisering i Bodø.

Største aksjonær i Origo Kapital, Alta Kraftlag (68,73 %), ønsker også å investere i lokalt næringsliv, og da spesielt innenfor deres forsyningsområde som omfatter Alta, Loppa og deler av Kvæningen. Den andre eieren av fondet, Repvåg Kraftlag (31,27 %), viser til like mål, og ønsker at Origo Kapital skal bidra til næringsutvikling i deres konsesjonsområde. Dette området omfatter Måsøy, Nordkapp, vestsiden av Porsanger samt Kokelv i Kvalsund kommune.

6.2.2 – Norinnovas aktiviteter i regionen

”Norinnova har som formål å fremme innovasjoner med hovedfokus på bedriftsetablering ved hjelp av kapital, kompetanse og nettverk” (Alteren, 2006). I dag er ikke hovedfokuset

nøyaktig det samme, kanskje spesielt etter oppstandelsen av fondet Norinnova Invest. Ifølge hjemmesidene til Norinnova (2009b) kaller de seg nå for et innovasjonsselskap, men har fremdeles som mål å etablere nytt næringsliv i Nord-Norge, i tillegg til å styrke det eksisterende. Videre viser de også på hjemmesiden til at de ”har vært delaktig i å etablere mer enn 30 bedrifter siden 1993.”

Pr. 31.12 2007 hadde Norinnova en såkornportefølje bestående av 13 bedrifter:

I dagens såkornportefølje på 13 bedrifter er det investert egenkapital på totalt ca 382 mill kr, hvorav Norinnovas andel er 46 mill kr (12,1 %). I tillegg har Norinnova gjort strategiske investeringer for ca 13,6 mill kr i investeringsselskap, forsknings- og kunnskapspark (Styret i Norinnova, 2008).

Norinnova har en eierandel på 11,67 % i ProBio ASA. Dette selskapet ble etablert i 2000, og har ”utviklet seg til å bli ledende i Nord-Europa innen produksjon av høykvalitets Omega-3 produkter” (ProBio ASA, 2008). ”Konsernet ProBio ASA omsatte i 2008 for ca. 210 millioner kroner” (Norinnova Invest, 2009b), og ledelsen har planlagt en børsnotering av selskapet – en plan som riktignok (pr. oktober 2008) ble utsatt med inntil 3 år grunnet den negative utviklingen i finansmarkedene. Selskapets produksjon finner sted på Andenes, Båtsfjord, og Seinäjoki i Finland (Norinnova Invest, 2009b).

Lytix Biopharma AS er et annet selskap med stort utviklingspotensiale. Selskapet ble stiftet i 2003, og ”har som mål å utvikle nye medisiner til behandling av resistente bakterier og infeksjoner” (Norinnova Invest, 2009b). I 2008 mottok selskapet DnB NORs Innovasjonspris i kategorien Helse (Hansen, 2008). Norinnova innehar en aksjepost på 8,6 % i selskapet. Et annet selskap i fondets portefølje – også innen helse – er Orthogenics AS. Selskapet er lokalisert i Forskningsparken i Tromsø, og ”har som formål å utvikle diagnostiske og terapeutiske metoder for å diagnostisere og behandle slitasjegikt” (Norinnova Invest, 2009b).

Andre selskaper med stort utviklingspotensiale er blant annet Dialog AS (Tromsø), Lofitorsk (Tromsø), Scan Aqua AS (Hammerfest) og ObexCode (Tromsø).

I tillegg til investeringsaktivitetene nevnt ovenfor, er Norinnova også aktiv innenfor følgende programmer/prosjekter (Styret i Norinnova, 2008):

- MABIT-programmet
 - ”... et program for utvikling av marin bioteknologisk industri.”
 - ”I 2007 finansierte MABIT-programmet 19 nye utviklingsprosjekter.”
- Inkubator Tromsø
 - ”Gjennom inkubatorkonseptet får kvalifiserte nyetableringer tilgang til forretningsmessig kompetanse, administrativ bistand, rimelige lokaler og risikovillig aksjekapital i oppstartsfasen.”
 - ”Totalt har 16 bedrifter, som nå har til sammen ca 104 årsverk, flyttet ut av inkubatoren etter endt inkubatorperiode.”
- Knoppskyting fra etablerte bedrifter
 - ”Prosjektets overordnede mål er å bidra aktivt til knoppskyting fra etablert næringsliv gjennom utvikling av kompetanse (rådgivning/forretningsutvikling), nettverk og kapital.”
 - ”I 2007 oppnådde man 1 bedriftsetablering, 4 forretningskonsepter som er under utredning og et idètilfang på 20 mulige forretningsideer.”

6.2.3 – Såkorn Invest Nords aktiviteter i regionen

Såkorn Invest Nord blir delforvaltet av Norinnova Forvaltning, som også forvalter store deler av Norinnovas portefølje. Av dagens portefølje i fondet, 10 selskaper, inngår hele 6 av disse også i Norinnovas portefølje (jf. fondenes hjemmesider) – Lytix Biopharma, Orthogenics, Probio, Dualog, Arena Norge og Lofitorsk. Slike koinvesteringer viser seg å være svært vanlig blant disse fondene i Nord-Norge.

I tillegg til de ovennevnte selskapene, inkluderer dagens portefølje også selskapene Dental Innova, AutoSim, Fallstop og ArtNor, jf. fondets hjemmeside (2009). Dental Innova, med kontor i Finnsnes, ble stiftet i 1997 og har utviklet og patentsøkt et tannlegeprodukt med internasjonalt potensiale. Autosim ble etablert i 1992. De produserer avanserte simulatorsystemer og leverer disse til en internasjonal kundemasse.⁷ Selskapet hadde i perioden 2004-2007 en gjennomsnittlig omsetning på ca. 5,2 millioner kroner i året (Purehelp, 2009). Fallstop AS på Finnsnes har produsert og patentert barnesikring for handlevogner (Brugrand, 2001), mens ArtNor AS på Silsand produserer vakumpasteuriserte matprodukter

⁷ <http://www.autosim.no>

for både et norsk og europeisk marked.⁸ Fallstop har ikke levert positivt resultat i perioden 2004-2007, mens ArtNor - som har litt lenger levetid - leverte et årsresultat på godt og vel 700 000 kroner både i 2004 og 2005 (Purehelp, 2009).

Som nevnt i kapittel 2.5.2, er Såkorn Invest Nord en del av statens såkornordning som ble etablert i 1997. I en rapport fra 2003 som Wassum Investment Consulting AS har utarbeidet for Nærings- og Handelsdepartementet blir denne såkornordningen evaluert med hensyn til de tre områdene kompetanse, tilførsel av privat kapital, og risiko og fase. Når det gjelder Nord-Norge som region viser de blant annet til at 78 % av Såkorn Invest Nords investeringer er foretatt i Troms fylke, noe de mener kan ha noe å gjøre med at managementselskapet som administrerer fondet er lokalisert i Tromsø. Et kort blick på dagens portefølje (på fondets hjemmesider) viser nå at 100 % av fondets investeringer er lokalisert i Troms fylke.

Forum for Innovasjon (2004) mener at en regional strid i betydelig grad har svekket såkornordningen, og påpeker at ”det må være prosjektenes kvalitet som avgjør, ikke deres geografiske plassering.” Videre peker de på hvordan erfaringer viser at ”siden såkornordningen ble etablert i 1998 er risikoen ved å investere i såkornprosjekter enda høyere enn det som da var forutsatt. Det bekreftes av det faktum at alle såkornfondene har tapt penger.”

6.2.4 – Origo Kapitals aktiviteter i regionen

Jf. fondets hjemmeside⁹ har de per januar 2009 14 bedrifter i porteføljen. Flere av disse bedriftene har et stort utviklingspotensiale, og enkelte har allerede gjort seg bemerket. Oljeselskapet North Energy AS, stiftet i 2007, har (jf. hjemmesiden¹⁰) som visjon å ”vise alternative løsninger for en lønnsom og bærekraftig oljevirkosomhet i nord.” I slutten av april 2009 kunngjorde Olje- og energidepartementet at selskapet er tildelt ”tre lisenser i Barentshavet og operatørstatus på ei blokk utenfor Helgeland” (Mjøen, 2009). Selskapet Nor Spirit AS, stiftet i 2009, er eiere av fartøyet Ocean Spirit, ”en supplybåt som i dag seiler på kontrakt for StatoilHydro i Nordsjøen og søndre del av norskehavet” (Johansen, 2009).

⁸ <http://www.artnor.no>

⁹ <http://www.origonord.no>

¹⁰ <http://www.northenergy.no>

Scan Aqua AS i Hammerfest driver med fangst, foring og salg av kråkeboller, basert på røktssystem og fôrteknologi som er nyutviklet. ”Kråkebollerogn er en meget etterspurt råvare i asiatiske delikatesse. Årlig etterspørsel på verdensbasis er rundt 9 000 tonn” (Norinnova Invest, 2009b). Origo Kapital har også en eierandel på 7,93 % i selskapet Hammerfest Strøm AS. Selskapet ble etablert i 1997, utvikler tidevannskraftverk og har blant annet inngått et samarbeid med det skotske energiselskapet ScottishPower om å videreutvikle selskapets tidevannsteknologi (Helgeland, 2007). K2 Solutions, som Origo eier 25,05 % av, er lokalisert i Alta. De er et IT-selskap som utvikler og tilbyr systemløsninger. Selskapet ble stiftet i 2003, og allerede i årene 2005 og 2006 leverte de positivt årsresultat på henholdsvis 285 000 og 261 000 kroner.

Av Origo Kapitals portefølje har Verdde AS (Kvænangen) og Norinnova Invest AS (Tromsø) hovedkontor i Troms, mens KapNord Fond AS (Bodø) og Nor Spirit AS (Bodø) har hovedkontor i Nordland. Resten av porteføljen har sine hovedkontor i Finnmark fylke. I Hammerfest har fondet investert i ovennevnte Scan Aqua og Hammerfest Strøm, i tillegg til Arctic Innomar. Videre er det investert i flere selskaper med kontorer i Alta, blant annet tidligere nevnte K2 Solutions, samt Innovation Performance, Praktisk Teknologi og ikke minst (også tidligere nevnt) North Energy. Til slutt er det også investert i to selskaper i Honningsvåg – Maritime Preparedness Operations og Destinasjon 71° Nord.

Origo Kapital er fremdeles et forholdsvis ungt fond, og er nå fremdeles i sin ”innledende” portefølje. Det vil kunne forventes at det fremdeles vil bli foretatt mange nye investeringer i årene fremover. Blant annet har fondets forvaltningsselskap Origo et medlem i styret til omstillingsprogrammet i Loppa. ”Vi ønsker å gjøre vårt for skape en positiv utvikling i Loppa, sier Buvik, som ikke utelukker at selskapet vil komme til å ta en mer aktiv rolle i kommunen dersom det dukker opp interessante prosjekter i tida som kommer” (Origo, 2009).

6.3 – Mål knyttet til FoU og innovasjon

6.3.1 – Investorenes mål og forventninger

De tre største eierne i fondet Norinnova – Norut, SIVA (24,2 %) og Statoil New Energy – uttrykker alle mål og forventninger knyttet til innovasjon, teknologi og lignende. Representant fra Norut uttrykker at de ønsker et større volum på kjøpere av forskningsbaserte tjenester. SIVA viser også til et ønske om støtte til innovasjon, i likhet med Statoil New Energy som ønsket generell støtte til innovasjon.

Alta Kraftlag, største aksjonær i Origo Kapital, viser til hvordan de så for seg – gjennom Origos plassering i forskningsparken i Alta – at fondet skulle hjelpe til med å finansiere ideer til studenter på Høgskolen i Finnmark.

6.3.2 – Norinnova

Jf. styrets beretning for 2007 er Norinnova ”et kommersialiserings- og investeringsselskap for teknologi og forskningsbaserte innovasjoner og skal ved aktiv bruk av kompetanse, kontakt, kontor og kapital fremme slike innovasjoner.” Med denne sterke profileringen av seg selv som et innovasjonsfremmende selskap er det nok ikke overraskende at aksjonærene da har forventninger slik som Norut, SIVA og Statoil New Energy nevnt over.

Eksempler på slike innovative selskaper i Norinnovas portefølje er de allerede nevnte i kapittel 6.2.2, ProBio, Lytix Biopharma og Orthogenics, i tillegg til flere. Videre kan også nevnes de forskjellige prosjektene Norinnova er engasjert i, i tillegg til porteføljeinvesteringene. Nevnt i kapittel 6.2.2 er blant annet MABIT-programmet, som Norinnova har det administrative ansvaret for. ”MABIT skal være en aktiv pådriver og koordinator for å styrke FoU og industrielle aktiviteter innenfor marin bioteknologi i Nord-Norge” (Bedriftshjelp.no, 2009). En evaluering av programmet av NIFU-step høsten 2007 karakteriserte programmet som meget effektivt med gode resultater (Styret i Norinnova, 2008).

Et annet prosjekt Norinnova er engasjert i er FORNY-programmet:

FORNY Nord-Norge drives i et samarbeid mellom NorInnova som kommersialiseringsenhet og FoU-miljøene i Tromsø, Narvik og Alta. FoU-miljøene har hovedansvaret for å frambringe forskningsbaserte forretningsideer, mens NorInnova i samarbeid med idehaverne skal videreutvikle de forretningsmessige sidene av ideene fram mot kommersialisering gjennom bedriftsetablering og/eller lisensiering (Norinnova, 2009a).

Dette programmet har blitt evaluert av Telemarksforskning-Bø, på oppdrag fra Norges Forskningsråd og Innovasjon Norge. Evalueringen konkluderer blant annet med at kommersialiseringsenhetene ”har bidratt til å kompensere for markedssvikt av ulike slag” (Forskningsrådet, 2009).

6.3.3 – Origo Kapital

Origo Kapital forvaltes av Origo Nord AS, og dette selskapet har blant annet ansvar for forretningsutvikling og inkubator drift. ”I samarbeid med næringshagene i Finnmark driver Origo Nord AS Inkubator Nord” (Alteren, 2006). ”Inkubator Nord er et prosjekt for utvikling og drift av en distribuert Inkubator i Finnmark” (Inkubator Nord, 2009).

Hvorvidt fondet har bidratt til å finansiere ideer fra studenter ved Høgskolen i Finnmark er uklart. Slik finansiering kan i hvert fall ikke kjennes igjen i den eksisterende porteføljen.

6.4 – Sysselsetting

To av Norinnovas eiere, Statoil New Energy og SIVA, uttrykker også mål og forventninger knyttet til sysselsetting. Statoil New Energy nevner et ønske om å skape høyteknologiske arbeidsplasser gjennom investeringen i Norinnova. SIVA viser til 4 hovedmålsetninger, og en av dem er samfunnsmessige mål som blant annet inkluderer sysselsetting og kompetanseheving.

I styrets beretning 2007 viser Norinnova til at ”selskapet har direkte og indirekte bidratt til at det er etablert om lag 40 nye bedrifter som sammen med nyutviklingsprosjekter i eksisterende bedrifter har bidratt med 350-400 nye høyteknologiske arbeidsplasser i landsdelen.”

I en kronikk i Nordlys viser Jakola (2008b) til hvordan forskning er med på å skape slike arbeidsplasser. Han peker på hvordan diverse FoU-miljø (som Norinnova jobber tett opp mot) kan skape innovative bedrifter som ” vil kunne bli våre fremtidige næringslokomotiv og tilby attraktive arbeidsplasser for den stadig voksende andel høyt utdannede kandidater fra høyskoler og universitet.” Videre utdyper han:

Forventningene til verdiskaping fra slike miljøer er spesielt store. Avansert forskning vil danne grunnlaget for mye av fremtidens nyskaping innen næringslivet. Det vil kreve mer bevisst og langsiktig satsing på forskning og kommersialisering av forskningsresultater. Vi kan allerede vise til slike resultater og bedrifter. Kongsberg Spacetec AS, Kongsberg Satellite Services AS, Biotec Pharmacon AS og ProBio Group AS er noen gode eksempler på nye bedrifter som har vokst frem i Tromsø og som i dag har over 200 ansatte. I tillegg kommer alle de nye arbeidsplassene og resultatene som er skapt i etablerte bedrifter basert på forskningsresultater (Jakola, 2008b).

6.5 – Andre mål og forventninger

6.5.1 – Ringvirkninger for eget selskap

I tillegg til de nevnte mål og forventninger i de foregående kapitlene hadde enkelte av eierne i fondene noen mål og forventninger som ikke passet godt inn i de generelle kategoriene. Blant annet nevnte Statoil New Energy et ønske om å sikre leverandører til StatoilHydro slik at de drar nytte industrielt av investeringen i Norinnova. Enkelte andre investorer nevnte også at de gjerne ønsket ringvirkninger for eget selskap, men at dette ikke var eksplisitte mål og/eller forventninger med investeringene.

6.5.2 – Nettverksbygging

Representant fra Mo Industripark AS kommenterer at det var ønskelig at deres investering i Såkorn Invest Nord (5,42 %) skulle bidra til blant annet nettverksbygging. I den forbindelse viser de også til hvordan selskapet var med i fondet fra begynnelsen og at investeringen ikke ble helt som ønsket – grunnet blant annet en lokaliseringsstrid for administrasjonen til fondet mellom Bodø og Tromsø. Denne problematikken er også tidligere nevnt i kapittel 6.2.3. Helgeland Sparebank viser også til at de gjerne ønsket nettverksbygging gjennom

investeringen i Såkorn Invest Nord, men er også i tvil om i hvilken grad de har lyktes med dette. Samme investor påpeker imidlertid også at de har selv hatt et veldig passivt forhold til investeringen.

6.5.3 – Utvikling av marin sektor

Norges Råfisklag, også aksjonær i Såkorn Invest Nord (2,71 %), sier at målet med deres investering var at den skulle bidra til å utvikle marin sektor og spesielt binæringen i fiskeindustrien. Ikke tradisjonelle næringer som lakseoppdrett, men produkter fra villfangst. De fant imidlertid tidlig ut at investeringer som fondet gjorde ikke var slik de hadde tenkt da de gikk inn som investor. De hadde håpet at fondet skulle investere mer i marin sektor og da særlig i prosjekter knyttet til biprodukter.

6.5.4 – Ingen ikke-finansielle mål og forventninger

Noen få investorer mente også at de ikke hadde noen ikke-finansielle mål og forventninger med investeringene. Representant fra SpareBank1 Nord-Norge Invest, som er investor i både Såkorn Invest Nord (17,61 %) og Norinnova (3,89 %), poengterer at disse investeringene er utelukkende av finansiell karakter. Også fra Gjensidige NOR Forsikring (investor i Norinnova med 3,67 %) påpekes det at det kun eksisterer finansielle krav, men at det imidlertid kan ha eksistert noen flere mål med investeringene da de først ble inngått.¹¹ Videre slås det fast at Gjensidige ville ikke foretatt disse investeringene i dag.

¹¹ Investeringene ble foretatt av regionsansvarlige ved Gjensidige. Disse stillingene eksisterer ikke i dag.

7 – Diskusjon og tolkning av analyser

Den finansielle analysen i kapittel 5 og analysen av ikke-finansielle faktorer i kapittel 6 vil i dette kapitlet bli diskutert i forhold til problemstillingen. I kapittel 7.1 vil det forsøkes å gi en tolkning av funn gjort i den finansielle analysen, mens i kapittel 7.2 vil det diskuteres rundt funn gjort i analysen av de ikke-finansielle faktorene.

7.1 – Finansiell vurdering

7.1.1 – Hovedproblemstilling

Som vi husker fra kapittel 3 så lød hovedproblemstillingen i oppgaven som følger:

Har investeringsfondene Norinova, Såkorn Invest Nord og Origo Kapital klart å skape verdier for eierne sine i form av finansiell avkastning, målt mot Oslo Børs hovedindeks?

Som diskutert i kapittel 3.3.2 vil finansiell avkastning innebære tilbaketalning av egenkapital gjennom utbytter eller exit ved terminering av fondet. Videre ble det også valgt å måle avkastningen mot alternativ plassering, da med Oslo Børs hovedindeks som referansedata. Som et supplement ble det også foretatt analyser av noen utvalgte regnskapsbaserte nøkkeltall.

7.1.2 – Norinova

Analysen av utvalgte nøkkeltall for de tre fondene viser sprikende resultater. Generelt viser Norinova en stabil og god utvikling over hele perioden. Omsetningen har i gjennomsnitt ligget på 3 004 325 kr, og har femdoblet seg i analyseperioden. Resultatgraden har også hatt en positiv stigning i perioden, men ikke like jevnt som omsetningen. Men for et investeringsfond med exitstrategi ville alt annet enn en relativt ujevn utvikling i resultatgrad kunne påstås å være unormalt.

Norinnovas gjennomsnittlige egenkapitalrentabilitet er i analyseperioden 10,92 %. I sin investeringsstrategi for 2004-2007 viser fondet til at det forventes minimum avkastning tilsvarende ett års gjennomsnittlig statsobligasjonsrente + 3 % på plassert kapital. Ett års gjennomsnittlig statsobligasjonsrente (12 mnd statskasseveksler) lå på 5,21¹² % for 2008. Minimumsavkastningen på 8,21 % er altså oppnådd på egenkapitalen i analyseperioden

Videre kan vi nå også svare på hovedproblemstillingens første del, altså om vi ikke tar hensyn til målingen mot alternativ plassering. Vi kan altså si ja, Norinnova klarer å skape verdier for eierne sine i form av finansiell avkastning. Men hvorvidt denne avkastningen er å foretrekke fremfor alternativ plassering, må vurderes ved hjelp av en nåverdiberegning.

Jf. kapittel 5.5.3 viser investorenes estimerte kontantstrøm en positiv netto nåverdi på 4 547 986 kr., målt mot Oslo Børs hovedindeks. Denne beregningen inkluderer også en likviditetspremie på 3 % på investeringen i fondet. Følgelig ville en investering i Norinnova i analyseperioden vært gunstig målt mot alternativ plassering. Men denne påstanden må sees i lys av forutsetninger og begrensninger tidligere nevnt i analysen. Blant annet viser analyseperioden bare et ”utsnitt” av fondets levetid, og fanger derfor ikke opp de første årene i kontantstrømmen.

Det er ikke ønskelig å spekulere for mye rundt dette i denne analysen, men det må kunne antas at en inkludering av oppstartsårene til fondet ville kunne senke denne nåverdien noe. Men samtidig kan det selvfølgelig også være regnskapsår etter ”oppstartsårene” og før analyseperioden som ville ha økt nåverdien. Men dette blir som sagt en del spekulering, og det vil være vanskelig å slå fast noe uten å gjøre en tilsvarende analyse med data helt fra fondets oppstart.

Videre vil det kunne ligge potensielt store merverdier i den eksisterende porteføljen til fondet. Men om dette skal hensyntas i en slik analyse, kan det ikke foretas presise beregninger før etter en eventuell terminering av fondet. Et alternativ ville vært å estimere markedsverdi på porteføljen, for eksempel basert på siste emisjonskurs. Men også dette må kunne påstås å ikke være tilstrekkelig presise og objektive verdier, og det ville dermed kunne knyttet ytterligere usikre faktorer til analysen.

¹² <http://www.norges-bank.no>

7.1.3 – Såkorn Invest Nord

I motsetning til analysen av Norinnova, er det benyttet årsregnskaper fra første regnskapsår i analysen av Såkorn Invest Nord. Dette fondet viser ujevne resultater i nøkkeltallsanalysen. Omsetningen har vært ujevn i perioden, og tidvis har denne også vært negativ (grunnet bokføring av tap på verdipapirer som negativ driftsinntekt). Til tross for fondets anledning til å avskrive deler av tap på det statlige lånet, viser fondet (med unntak av årene 1999 og 2001) relativt høye negative verdier for resultatgrad.

Med såpass negative resultater fra nøkkeltallsanalysen vil hovedproblemstillingen mest sannsynlig kunne besvares ut fra disse beregningene. Uten inntjening er det ikke mulig å skape avkastning, og følgelig kan det slås fast at nei, Såkorn Invest Nord har ikke klart å skape verdier for eierne sine i form av finansiell avkastning. Denne konklusjonen gjelder følgelig kun for analyseperioden.

Såfremt ikke referansedata brukt som alternativ plassering også viser negative resultater i analyseperioden vil det ovennevnte også kunne gjelde hvis målt mot alternativ plassering. Og som forventet i nåverdiberegningen, kan en observere en negativ netto nåverdi av investorenes kontantstrøm på 26 371 424 kr. målt mot Oslo Børs hovedindeks i analyseperioden. Med andre ord en helt klart ufordelaktig investering i perioden.

Også her vil den store usikkerheten knytte seg til den eksisterende porteføljen til fondet. Men her må det kunne antas de negative resultatene i all hovedsak kommer av enten tap ved salg, eller nedskrivning av investeringer til virkelig verdi. Men dette trenger selvfølgelig ikke å gjelde alle fondets selskaper, ettersom det fremdeles kan være selskaper med potensielt store merverdier i porteføljen. Nærmere informasjon knyttet til porteføljebedriftene (hvilke er solgt med tap, hvilke er nedskrevet osv) ville følgelig kunne styrke denne analysen ytterligere. Ansvarlig partner i Norinnova Forvaltning, Karl-Johan Jakola, uttalte seg i Norsk Venturekapitalforenings årbok 2008 angående denne porteføljen:

Min erfaring fra delforvaltning av Såkorn Invest 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.

I styrets årsberetning for 2007, gjøres en verdivurdering av porteføljen: ”Basert på siste emisjonskurs og/eller kjøp av aksjer viser porteføljen en verdi på ca. 65 mill. kroner” (Styret i Sårkorninvest Nord AS, 2008). Om denne verdien skulle blitt benyttet i nåverdiberegningen ville det vært hensiktsmessig å vekte denne med egenkapitalandelen som på tidspunktet lå på 18 %. Dette hadde gitt en verdi på 11 700 000 kr. Videre ville netto nåverdi av kontantstrømmen da gitt en negativ verdi på 24 783 055 kr. Altså en forbedring på ca 1,5 millioner kroner, men fremdeles en liten endring relativt sett.

Men verdien av de eksisterende selskapene vil følgelig være svært usikker. Likt analysen av Norinnova, ville analysen av Sårkorn Invest Nord også følgelig sagt mye mer om fondets lønnsomhet for eierne om den hadde blitt gjentatt etter fondets terminering.

7.1.4 – Origo Kapital

Origo Kapital er det yngste fondet i analysen. I nøkkeltallsanalysen viser de en god utvikling i omsetning, med positiv vekst hvert år. Videre kunne fondet vise til meget god omsetning i 2006 og 2007, med henholdsvis 22 239 965 kr. og 15 397 809 kr. De samme to årene er også første gang fondet viser positiv egenkapitalrentabilitet, med henholdsvis 23,02 % og 4,76 %. Med store negative verdier i det første året, blir det vanskelig å si noe konkret om avkastningen over hele analyseperioden basert på kun dette nøkkeltallet.

I nåverdiberegningen har Origo Kapital et litt dårligere grunnlag basert på litt høyere gjennomsnittlig markedsavkastning i perioden. I tillegg har de også en litt høyere egenkapitalbeta enn de to andre fondene, som følge av bransjefordelingen til porteføljebedriftene. Beregnet netto nåverdi til investorenes kontantstrøm i fondet viser en negativ verdi på 9 448 744 kr. målt mot Oslo Børs hovedindeks. Kun basert på denne analysen vil dette indikere en ufordelaktig investering målt mot hovedindeksen på Oslo Børs i samme periode.

Det er mange usikre variabler som knytter seg til denne analysen, og spesielt vil det knytte seg stor usikkerhet til den eksisterende porteføljen til fondet, jf. samme problemstilling ved analysen av de to andre fondene. I tilfellet Origo Kapital vil det kunne påstås at dette vil i enda større grad enn ved de andre fondene være et usikkert moment, rett og slett fordi fondet fremdeles er såpass ungt. Et investeringsfond som investerer i tidlig fase vil følgelig bruke de

første årene på å opparbeide seg en portefølje. Dermed vil det ikke kunne forventes noen stor inntjening før fondet har vært operativt i noen år, og kanskje har hatt mulighet til å selge noen aksjeposter med gevinst.

Jf. diskusjonen ovenfor vil svaret på hovedproblemstillingen for Origo Kapital være; nei, Origo Kapital har ikke klart å skape verdier for eierne sine i form av finansiell avkastning målt mot alternativ plassering. Men her må det imidlertid påpekes at fondet Origo Kapital antageligvis er altfor ungt til at en slik analyse kan brukes som en troverdig indikator på fondets prestasjoner, jf. blant annet diskusjonen i kapittel 4.1. En gjentakelse av en slik analyse om for eksempel 10 år, eller ved en eventuell terminering av fondet, ville i større grad kunne sagt noe om fondets attraktivitet som investeringsobjekt rent finansielt.

7.2 – Vurdering av ikke-finansielle faktorer

7.2.1 – Delproblemstilling

Det var ønskelig å supplere den finansielle analysen med en vurdering av ikke-finansielle faktorer. Dette for å få med en ekstra viktig dimensjon ved disse fondsinvesteringene. For å gjøre dette ble det benyttet en delproblemstilling:

Hvilke ikke-finansielle mål og forventninger har de største investorene, og blir disse møtt av fondene?

Denne problemstillingen ble forsøkt besvart i to trinn. Først ble det utført en intervjuundersøkelse med de største investorene i fondene for å avdekke hvilke ikke-finansielle mål og forventninger de har. Videre ble disse forsøkt vurdert opp mot fondenes aktiviteter basert på undersøkelser av sekundærdata som årsberetninger, artikler, fondenes hjemmesider osv. i kapittel 6.

7.2.2 – Generell næringsutvikling

De aller fleste av investorene viste til mål og forventninger knyttet til generell næringsutvikling i Nord-Norge i forhold til sine investeringer i fondene. I det foregående

kapitlet blir fondenes bidrag til næringslivet i Nord-Norge diskutert. Alle tre fondene har Nord-Norge som investeringsområde. Likevel må påpekes at sammenlagt så er Nordland fylke omtrent ikke tilstedeværende i noen av porteføljene, ettersom Origo Kapital investerer mest i Finnmark, Norinnova i Troms, mens Såkorn Invest Nord – som har hovedkontor i Bodø – også investerer bare i selskaper i Troms. Origo Kapital har riktignok en eierandel i Nor Spirit AS med kontor i Bodø, men dette er kun et hovedkontor og ikke åsted for hoveddelen av virksomheten.

Ingen av investorene uttrykker eksplisitt at de har mål om næringsutvikling i Nordland fylke, men ettersom uttrykte mål og forventninger omhandler hele Nord-Norge som region må det kunne antas at dette burde inkludere også Nordland i større grad. Fra Norinnova ble det også uttrykt at gjennom investeringen deres i Såkorn Invest Nord ønsket de å dekke et større geografisk område.

Videre, jf. kapittel 6, ønsket Origo Kapitals aksjonærer (Alta Kraftlag og Repvåg Kraftlag) næringsutvikling i deres respektive forsyningsområder. I dagens portefølje er det flere selskaper med kontorer og virksomhetsområder innenfor Alta Kraftlags forsyningsområde. Repvåg Kraftlags konsesjonsområde er derimot heller dårlig representert hittil. Men som diskutert tidligere, så er Origo Kapital et meget ungt fond, og det vil være vanskelig å konkludere med noe i denne sammenhengen i disse innledende årene i deres virksomhet.

Til tross for diskusjonen angående lokalisering av investeringene ovenfor, velges det å argumentere for at investorenes mål og forventninger i denne kategorien er møtt av alle tre fondene. Alle fondene har investert betydelige summer i landsdelen, og lokalisering av disse investeringene vil følgelig avhenge av prosjekt/idè-tilfang. Det vil derfor være vanskelig å kunne argumentere for at disse målene ikke er møtt. I hvilken grad de er møtt vil være vanskeligere å si noe om, da en slik undersøkelse er vanskelig å kvantifisere på noen måte. Det er imidlertid heller ikke noe mål med oppgaven å svare på dette, men heller gi en indikasjon på fondenes prestasjoner med hensyn til nevnte mål og forventninger.

7.2.3 – FoU og innovasjon

Når det gjelder mål og forventninger knyttet til FoU og innovasjon så var det i hovedsak investorer i Norinnova som uttrykket ønsker om dette. Gjennom fondets samarbeid med FoU-miljøet ved Universitetet i Tromsø, og vellykkede bedriftsetableringer gjennom dette

samarbeidet, har Norinnova vist seg å være en ledende institusjon for kommersialisering av forskningsresultater. Med dette som grunnlag, i tillegg til fondets engasjement i diverse innovasjonsfremmende prosjekter må det kunne sies at Norinnova har møtt investorenes mål og forventninger knyttet til FoU og innovasjon.

Alta Kraftlag uttrykket et ønske om at Origo Kapital skulle få til et lignende samarbeid med studenter ved Høgskolen i Finnmark. Et slikt samarbeid kommer ikke klart frem gjennom dagens portefølje i fondet, men uten tilstrekkelig informasjon vil det ikke konkluderes med noe i denne forbindelse.

7.2.4 - Sysselsetting

Mål og forventninger knyttet til sysselsetting ble også fremmet av store aksjonærer i Norinnova. Fondet viser blant annet til hvordan de direkte og indirekte har bidratt til å skape 350-400 nye høyteknologiske arbeidsplasser i landsdelen. Det eksisterer ingen ”nøytral” statistikk på akkurat dette, men det må kunne argumenteres for at Norinnova har møtt investorenes mål og forventninger knyttet til sysselsetting.

7.2.5 – Andre mål og forventninger

Innenfor denne oppgavens rammer er det ikke foretatt noen analyser med hensyn til kategorien ”andre mål og forventninger” jf. kapittel 6. Disse dreier seg i all hovedsak om spesielle mål og forventninger til enkeltinvestorer.

8 – Konklusjon

I dette kapitlet ønskes det å gi en oppsummering av hovedfunn gjort i analysene. Kapittel 8.1 vil diskutere både overordnede mål med oppgaven og spesifikk problemstilling opp mot funn gjort i analysene. I kapittel 8.2 gis forslag til videre utredninger i forhold til temaet venturekapital i Nord-Norge.

8.1 – Fondenes verdiskaping for eierne

Målet med denne oppgaven var å kunne si noe om fondenes evne til å skape verdier for eierne sine. Begrepet verdiskaping ble delt opp i to deler; finansiell avkastning og ikke-finansielle mål og forventninger.

8.1.1 – Hovedproblemstilling: Finansiell avkastning

Hovedproblemstillingen i oppgaven lød som følger:

Har investeringsfondene Norinnova, Såkorn Invest Nord og Origo Kapital klart å skape verdier for eierne sine i form av finansiell avkastning, målt mot Oslo Børs hovedindeks?

Jf. vurderingen i kapittel 7.1, og basert for forutsetninger og begrensninger benyttet i den finansielle analysen er det konkludert med følgende:

- I perioden 1997-2007 har Norinnova AS klart å skape verdier for eierne sine i form av finansiell avkastning, målt mot Oslo Børs hovedindeks.
- I perioden 1999-2007 har Såkorn Invest Nord AS ikke klart å skape verdier for eierne sine i form av finansiell avkastning, målt mot Oslo Børs hovedindeks.
- I perioden 2002-2007 har Origo Kapital AS ikke klart å skape verdier for eierne sine i form av finansiell avkastning, målt mot Oslo Børs hovedindeks.

Det er i denne forbindelse viktig å forstå at en helt nøyaktig analyse vil kun være mulig med data fra alle fondenes leveår, frem til en eventuell terminering. Likevel argumenteres det her med at konklusjonene er riktig i den konteksten de er trukket, men i hvilken grad de sier noe om fondenes finansielle prestasjoner sett under ett vil det følgelig kunne stilles et større spørsmålstegn ved. I denne oppgaven er det kun ønskelig å gi en indikasjon rundt fondenes finansielle prestasjoner. Det endelige svaret vil bare kunne gis ved en terminering av fondene.

8.1.2 – Delproblemstilling: Ikke-finansielle mål og forventninger

Delproblemstillingen i oppgaven lød som følger:

Hvilke ikke-finansielle mål og forventninger har de største investorene, og blir disse møtt av fondene?

Denne problemstillingen er vurdert i kapittel 7.2, og følgende konklusjoner ble trukket:

- Alle tre fondenes største investorer uttrykte mål og forventninger som knyttet seg til kategorien ”generell næringsutvikling i regionen.”
- De største investorene i Norinova og Origo Kapital uttrykte mål og forventninger knyttet til kategorien ”FoU og innovasjon.”
- De største investorene i Norinova uttrykte mål og forventninger knyttet til kategorien ”sysselsetting.”
- Alle tre fondene har møtt sine største investorers mål og forventninger knyttet til generell næringsutvikling.
- Norinova har møtt sine største investorers mål og forventninger knyttet til FoU og innovasjon, mens mangel av informasjon har bidratt til at det ikke er foretatt noen konklusjoner med hensyn til Origo Kapital.
- Norinova har møtt sine største investorers mål og forventninger knyttet til sysselsetting.

Også disse konklusjonene må tolkes i forhold til oppgavens begrensninger. Dette er en delproblemstilling og følgelig er det benyttet mindre ressurser på denne i forhold til den

finansielle analysen. Konklusjonene er trukket på grunnlag av diskusjoner og betraktninger basert på sekundærdata som websider, årsrapporter, avisartikler osv.

8.2 – Forslag til videre forskning

8.2.1 – Gjenopptagelse av denne analysen

Analysene i denne oppgaven kan med fordel gjentas om noen år, med ytterligere regnskapsinformasjon. Spesielt interessant ville det kunne være å foreta en analyse av Såkorn Invest Nord etter at fondet er terminert. Da vil fondets finansielle prestasjon være mulig å måle presist. På dette tidspunktet ville også en gjenopptakelse av evalueringen av såkornordningen som ble foretatt av Wassum Investment Consulting (2003) være en mulighet. Også i tilfellet Origo Kapital vil det kunne være interessant å foreta en analyse etter at fondet har eksistert i noen år, ettersom det fremdeles er relativt ungt.

8.2.2 – Inngående analyse av ikke-finansielle aspekt

En dypere analyse av ikke-finansielle aspekt ved investeringer i venturefond vil også kunne vært interessant. I denne oppgaven var dette kun en delproblemstilling. En mer inngående analyse ville for eksempel kunne gå inn på alle porteføljebedriftene (både tidligere og eksisterende portefølje) og sett på verdiskaping gjennom finansielle prestasjoner, sysselsetting, innovasjon osv.

8.2.3 – Verdsetting av eksisterende portefølje til analyseformål

En spesiell problemstilling i forhold til den finansielle analysen av denne oppgaven er knyttet til verdien av fondenes eksisterende portefølje. En utredning hvor man analyserer verdissettingsmetoder for eksisterende portefølje til analyseformål vil i så måte kunne vært en meget interessant oppgave.

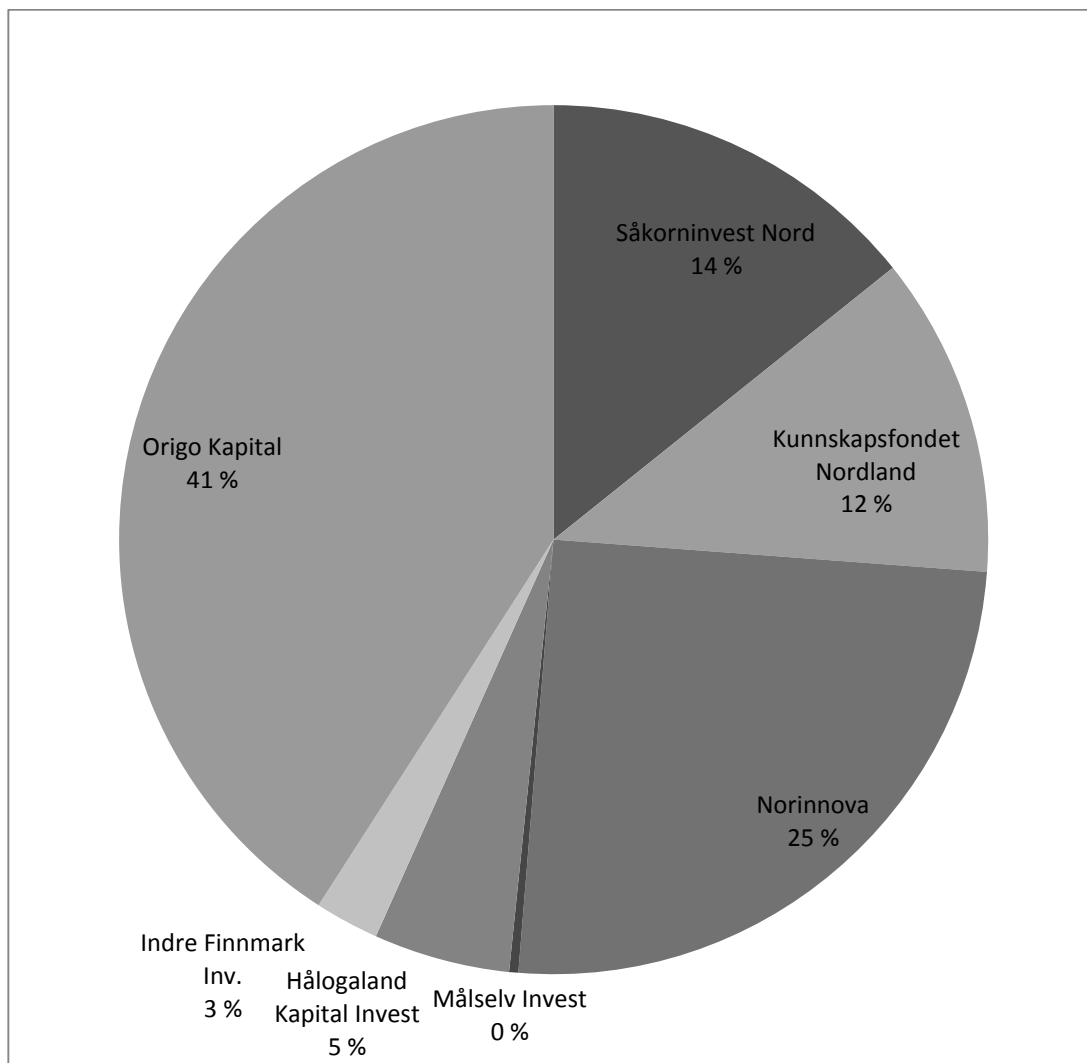
Vedlegg

Vedlegg 1 – Intervjuguide

1. Presentasjon av oss
 - a. Trond Mannsverk og Rune Morten Johansen
 - b. Siviløkonomutdanning ved Universitetet i Tromsø
2. Presentasjon av undersøkelsen
 - a. Masteroppgave om venture-/såkornkapital i Nord-Norge (tidligfase-invest.)
 - b. Analyse av mål og forventninger ved ventureinvesteringer i Nord-Norge
 - i. Intervjue de største investorene i Norinnova, Såkorn Invest Nord og Origo Kapital
 - ii. Analysere oppnåelse av ikke-finansielle mål og forventninger i fondene
3. Gjennomføre intervjukjema
 - a. Sjekke om eierandel er korrekt
 - b. Spørre om investert beløp
 - c. Investeringskriterier
 - i. Hvilken type selskaper?
 - ii. Størrelse på investeringer?
 - iii. Annet?
 - d. Avkastningskrav?
 - e. Mål og forventninger
 - i. Alt annet en ren finansiell avkastning?
4. Avslutning
 - a. Noe annet å tilføye?
 - b. Anonymitet? (Vi vil referere til selskapet og ikke personen i oppg.)
 - c. Takk for hjelpen! Informasjonen vil være meget nyttig for vår undersøkelse!

Vedlegg 2 – Egenkapital i Nord-Norge

Fond	EK	Pr.	Kilde:
Så Korn Invest Nord	41,8	2007	http://www.purehelp.no
Kunnskapsfondet Nordland	35	2007	http://www.purehelp.no
Norinnova	73,7	2007	http://www.purehelp.no
Målselv Invest	1	2006	Norut-rapport (2006)
Hålogaland Kapital Invest	14,9	2007	http://www.purehelp.no
Indre Finnmark Inv.	7	2007	http://www.purehelp.no
Origo Kapital	120	2008	http://www.nordlys.no/nord24/vekstinord/article3856077.ece
	293,4		



Vedlegg 3 – Beregning av bransjebeta

	Oslo børs		Energi		Materialer		Industri	
	Indeks	Avk.	Indeks	Avk.	Indeks	Avk.	Indeks	Avk.
1995	100,00		100,00		100,00		100,00	
1996	132,43	32,43	150,74	50,74	125,30	25,30	132,60	32,60
1997	175,07	32,20	226,87	50,50	119,62	-4,54	152,02	14,65
1998	127,83	-26,98	95,06	-58,10	112,19	-6,21	103,82	-31,71
1999	189,76	48,45	149,69	57,48	213,25	90,08	137,95	32,88
2000	195,79	3,18	162,54	8,58	198,45	-6,94	152,80	10,77
2001	167,18	-14,61	149,36	-8,11	230,78	16,29	134,89	-11,72
2002	115,21	-31,09	125,61	-15,90	165,91	-28,11	86,89	-35,58
2003	170,97	48,40	179,14	42,62	229,28	38,20	129,45	48,98
2004	236,70	38,45	252,02	40,68	301,05	31,30	194,47	50,23
2005	332,51	40,48	452,46	79,53	349,84	16,21	284,76	46,43
2006	440,36	32,44	595,26	31,56	465,62	33,10	340,29	19,50
2007	490,83	11,46	639,96	7,51	525,41	12,84	484,93	42,50
2008	225,48	-54,06	361,63	-43,49	238,01	-54,70	179,85	-62,91
Sum:	160,73		243,60		162,82		156,60	
Gj.sn.	12,36		18,74		12,52		12,05	
Varians marked	1161							
Kovarians			1196,9		899,45		1081,1	
Beta:	1		1,0309		0,7747		0,9312	

Forbruksvarer		Konsumentvarer		Helsevern		Finans	
Indeks	Avk.	Indeks	Avk.	Indeks	Avk.	Indeks	Avk.
100,00		100,00		100,00		100,00	
137,69	37,69	143,02	43,02	59,48	-40,52	134,88	34,88
170,24	23,64	182,87	27,86	122,97	106,73	195,80	45,16
167,10	-1,85	135,32	-26,00	111,33	-9,46	176,19	-10,01
257,04	53,83	186,23	37,62	112,06	0,65	229,11	30,04
198,66	-22,71	246,42	32,33	131,08	16,98	296,94	29,61
140,33	-29,36	194,11	-21,23	143,87	9,76	264,66	-10,87
122,66	-12,59	145,79	-24,89	89,15	-38,03	203,06	-23,28
208,69	70,14	182,51	25,19	135,52	52,01	303,57	49,50
285,85	36,97	263,51	44,38	141,98	4,77	439,42	44,75
318,10	11,28	379,47	44,01	192,53	35,60	546,82	24,44
344,97	8,45	511,25	34,73	228,41	18,64	737,85	34,93
330,99	-4,05	434,85	-14,94	200,85	-12,07	713,40	-3,31
132,07	-60,10	159,79	-63,25	161,77	-19,46	237,62	-66,69
	111,33		138,81		125,60		179,14
	8,56		10,68		9,66		13,78
	981,72		1028,4		585,39		990,65
	0,8456		0,8858		0,5042		0,8533
IT		Telekomm.		Forsyning			
Indeks	Avk.	Indeks	Avk.	Indeks	Avk.		
100,00		100,00		100,00			
122,34	22,34	64,89	-35,11	100,49	0,49		
148,21	21,15	190,43	193,45	92,41	-8,05		
107,70	-27,34	210,64	10,61	98,75	6,87		
241,84	124,56	440,75	109,24	100,55	1,82		
167,25	-30,84	197,75	-55,13	91,36	-9,13		
123,16	-26,36	194,17	-1,81	83,91	-8,16		
45,22	-63,28	134,17	-30,90	71,05	-15,33		
85,47	89,01	223,96	66,92	96,79	36,23		
102,98	20,49	289,39	29,22	115,09	18,91		
123,76	20,18	358,36	23,83	213,54	85,54		
137,11	10,79	650,02	81,39	354,17	65,86		
175,90	28,29	734,17	12,95	523,97	47,94		
90,49	-48,56	270,97	-63,09	266,58	-49,12		
	140,42		341,56		173,87		
	10,80		26,27		13,37		
	1377,5		1400,9		720,04		
	1,1865		1,2066		0,6202		

Vedlegg 4 – Beregning av fondsbeta

Fondsbeta

Vektet etter bransjefordelingen til fondenes porteføljebedrifter

EK-beta:

Bransje	Bransje β	Norinnova			Sinus			Origo Kapital		
		Ant.	Prosent	β	Ant.	Prosent	β	Ant.	Prosent	β
Energi	1,030913	0	0,00 %	0,00	0	0,00 %	0,00	2	14,29 %	0,15
Materialer	0,774726	0	0,00 %	0,00	0	0,00 %	0,00	0	0,00 %	0,00
Industri	0,931202	1	7,69 %	0,07	1	10,00 %	0,09	4	28,57 %	0,27
Forbruksv.	0,845589	3	23,08 %	0,20	2	20,00 %	0,17	2	14,29 %	0,12
Konsument.	0,885762	0	0,00 %	0,00	0	0,00 %	0,00	1	7,14 %	0,06
Helsevern	0,504219	4	30,77 %	0,16	4	40,00 %	0,20	0	0,00 %	0,00
Finans	0,853275	0	0,00 %	0,00	0	0,00 %	0,00	3	21,43 %	0,18
IT	1,186515	2	15,38 %	0,18	2	20,00 %	0,24	2	14,29 %	0,17
Telekomm.	1,206643	3	23,08 %	0,28	1	10,00 %	0,12	0	0,00 %	0,00
Forsyning	0,620197	0	0,00 %	0,00	0	0,00 %	0,00	0	0,00 %	0,00
Sum:		13	100,00 %	0,88	10	100,00 %	0,82	14	100,00 %	0,95

Justert* og vektet β : **0,92** **0,88** **0,97**

*Merril-Lynch justering
(normalisering)

Justering for finansieringsstruktur:

Estimert EK-beta:	0,92	0,88	0,97
Gjennomsnittlig EK-andel børs:	40,00 %	40,00 %	40,00 %
TK-beta	0,37	0,35	0,39
Gjennomsnittlig EK-andel fond:	74,76 %	68,19 %	63,23 %
EK-beta justert for fin.struktur:	0,49	0,52	0,61

Vedlegg 5 – Porteføljebedriftenes finansieringsstruktur

Beregning av gjennomsnittlig egenkapitalandel i fondenes porteføljebedrifter:

Norinnova	Sum EK	Sum gjeld	TK	Ek-andel	gjeldsandel
Dualog	30 042 000	14 026 000	44068000	68,17 %	31,83 %
Lofitorsk	76 383 000	2 000	76385000	100,00 %	0,00 %
Orthogenics	4 830 000	5 499 000	10329000	46,76 %	53,24 %
Arena Norge	3 635 000	1 000 000	4635000	78,43 %	21,57 %
ObexCode	3 078 000	2 436 000	5514000	55,82 %	44,18 %
Pro Bio Group	123 868 000	725 000	124593000	99,42 %	0,58 %
Lytix Biopharma	48 422 000	6 537 000	54959000	88,11 %	11,89 %
Fisknett	3 386 000	458 000	3844000	88,09 %	11,91 %
Scan Aqua	5 497 000	6 271 000	11768000	46,71 %	53,29 %
Calanus	4 999 000	116 000	5115000	97,73 %	2,27 %
Advanced Biopolymers	4 372 000	693 000	5065000	86,32 %	13,68 %
Agitatio	288 000	405 000	693000	41,56 %	58,44 %
			Gj.snitt:	74,76 %	25,24 %

Sinas	Sum EK	Sum gjeld	TK	Ek-andel	gjeldsandel
Lytix Biopharma	48 422 000	6 537 000	54959000	88,11 %	11,89 %
Orthogenics	4 830 000	5 499 000	10329000	46,76 %	53,24 %
Pro Bio Group	123 868 000	725 000	124593000	99,42 %	0,58 %
Dualog	30 042 000	14 026 000	44068000	68,17 %	31,83 %
AutoSim	1 769 000	4 136 000	5905000	29,96 %	70,04 %
Arena Norge	3 635 000	1 000 000	4635000	78,43 %	21,57 %
Lofitorsk	76 383 000	2 000	76385000	100,00 %	0,00 %
ArtNor	7 804 000	14 673 000	22477000	34,72 %	65,28 %
			Gj.snitt:	68,19 %	31,81 %

Negativ EK, behandlet som outliers:

<i>Dental Innova</i>	<i>-1 438 000</i>	<i>1 485 000</i>	<i>47000</i>	<i>-3059,57 %</i>	<i>3159,57 %</i>
<i>FallStop</i>	<i>-263 000</i>	<i>387 000</i>	<i>124000</i>	<i>-212,10 %</i>	<i>312,10 %</i>

Origo Kapital	Sum EK	Sum gjeld	TK	Ek-andel	gjeldsandel
Scan Aqua	5 497 000	6 271 000	11768000	46,71 %	53,29 %
Hammerfest Strøm	7 454 000	2 021 000	9475000	78,67 %	21,33 %
Innovation Perfomance	375 000	222 000	597000	62,81 %	37,19 %
K2 SOLUTIONS	1 262 000	836 000	2098000	60,15 %	39,85 %
PRAKTISK TEKNOLOGI	1 902 000	4 865 000	6767000	28,11 %	71,89 %
ARCTIC INNOMAR	2 941 000	520 000	3461000	84,98 %	15,02 %
ORIGO KULTUR	11 504 000	3 000	11507000	99,97 %	0,03 %
Maritime Preparedness	2 886 000	980 000	3866000	74,65 %	25,35 %
Norinnova Invest	17 443 000	35 343 000	52786000	33,04 %	66,96 %
			Gj.snitt:	63,23 %	36,77 %

Vedlegg 6 – Beregning av avkastningskrav

Beregning av avkastningskrav

	Norinnova	Sinas	Origo Kapital
(1) Risikofri rente	2,81 %	2,81 %	2,81 %
Gj.sn. markedsavk.	16,58 %	19,68 %	23,36 %
(2) Risikopremie marked	13,77 %	16,87 %	20,55 %
Skattesats	28,00 %	28,00 %	28,00 %
(3) Beta	0,49	0,52	0,61
(4) Likviditetspremie	3,00 %	3,00 %	3,00 %
EK-krav f/skatt	9,60 %	11,53 %	15,37 %
EK-krav f/skatt m/likviditetspremie	12,60 %	14,53 %	18,37 %
EK-krav e/skatt	6,91 %	8,30 %	11,07 %
EK-krav e/skatt m/likviditetspremie	9,91 %	11,30 %	14,07 %

(1) 1 mnd NIBOR pr. 15. April 2009

(2) Gj.sn. Markedsavkastning - risikofri rente

(3) Fra vedlegg X

(4) Jf. diskusjon i kap. 5.5

EK-krav f/skatt:
$$E(R_j) = R_F + [E(R_M) - R_F] \times \beta_j$$

EK-krav e/skatt:
$$E(R_j) = R_F \times (1 - 0,28) + [E(R_M) - R_F(1 - 0,28)] \times \beta_j$$

Figurliste

<i>Figur 1 - Inndeling av risikokapitalmarkedet. (Bjørkheim, Holum, Branæs, Thowsen, og Ingdahl, 2002)</i>	4
<i>Figur 2- Venturekapital og annen private equity. (Bjørkheim, et al., 2002)</i>	5
<i>Figur 3 - Verdien av aksjeinvestorenes innskudd i tidligfase bedrifter (Bjørkheim, et al., 2002)</i>	8
<i>Figur 4- Organisering av venturefond (Basert på EVCA (2007))</i>	9
<i>Figur 5- The Business Plan Funnel. (NVCA, 2009a)</i>	10
<i>Figur 6- Livssyklusen til et Private Equity fond (Kjærnes, 2005)</i>	11
<i>Figur 7 - Kommitert kapital til venturekapitalindustrien i USA (Gompers, 2004)</i>	13
<i>Figur 8 - Gjennomsnittlig internrente fra venturefond i USA (Gompers, 2004)</i>	14
<i>Figur 9 - Geografisk opprinnelse av innhentet kapital i Europa (2003-2007) (EVCA, 2008c)</i>	15
<i>Figur 10 - PE-investeringer i prosent av BNP pr. innbygger (Norsk Venturekapitalforening, 2008)</i>	16
<i>Figur 11 - Forvaltet kapital fordelt på segment (MENON Business Economics, 2008)</i>	17
<i>Figur 12 - Kapitalkilder i Nord-Norge (Alteren, 2006; SpareBank1 Nord-Norge og Innovasjon Norge, 2006)</i> ..	18
<i>Figur 13 - Faser i undersøkelsesprosessen (Fritt gjengitt etter Jacobsen (2005).)</i>	22
<i>Figur 14 - OSFX - 5 års utvikling (www.oslobors.no)</i>	26
<i>Figur 15 - OSBX - 5 års utvikling (www.oslobors.no)</i>	26
<i>Figur 16 - Relativ egenkapital i Nord-Norge (Jf. vedlegg 2)</i>	27
<i>Figur 17 - Driftsinntekter + finansinntekter (Norinnova)</i>	44
<i>Figur 18 - Resultatgrad (Norinnova)</i>	45
<i>Figur 19 - EK- og TK-rentabilitet (Norinnova)</i>	46
<i>Figur 20 - Driftsinntekter + finansinntekter (Såkorn Invest Nord)</i>	46
<i>Figur 21 - EK- og TK-rentabilitet (Såkorn Invest Nord)</i>	47
<i>Figur 22 - Driftsinntekter + finansinntekter (Origo Kapital)</i>	48
<i>Figur 23 - EK- og TK-rentabilitet (Origo Kapital)</i>	49
<i>Figur 24- Nøkkeltall for giring på Oslo Børs (Norges Bank, som henvist til i Hillestad (2007).)</i>	53

Tabelloversikt

<i>Tabell 1 – Estimering av bransjebeta</i>	50
<i>Tabell 2 – Estimering av egenkapitalbeta</i>	52
<i>Tabell 3 – Egenkapitalbeta justert for finansieringsstruktur</i>	53
<i>Tabell 4 – Gjennomsnittlig markedsavkastning</i>	55
<i>Tabell 5 – Avkastningskrav til egenkapitalen</i>	56
<i>Tabell 6 – Estimert kontantstrøm, Norinnova</i>	59
<i>Tabell 7 – Nåverdiberegning, Norinnova</i>	60
<i>Tabell 8 – Estimert kontantstrøm, Såkorn Invest Nord</i>	61
<i>Tabell 9 – Nåverdiberegning, Såkorn Invest Nord</i>	61
<i>Tabell 10 – Estimert kontantstrøm, Origo Kapital</i>	62
<i>Tabell 11 – Nåverdiberegning, Origo Kapital</i>	63

Referanser

- Alteren, G. (2006). *En kartlegging av behov for et "nordområdefond" for næringslivet*. Tromsø: Norut Samfunnsforskning AS.
- Argentum (2009). Dette er Argentum Hentet 10. mai, 2009, fra <http://www.argentum.no/index.php?struct=7&lang=nor>
- Bedriftshjelp.no (2009). Mabit. Hentet fra <http://www.bedriftshjelp.no/no/Leverandoroversikt/Mabit/>
- Bjørkheim, A., Holum, K. H., Branæs, H.-M., Thowsen, K., & Ingdahl, E. (2002). *Kapitalmarkedet for nyetablerte foretak - En studie av etterspørsels- og tilbudssiden*. Oslo: Nærings- og handelsdepartementet.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2008). *Investments* (7. utg.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Boye, K., & Koekebakker, S. (2006). *Finansielle emner* (14. utg.). Oslo: J.W. Cappelens Forlag AS.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2006). *Corporate Finance* (8. utg.). New York: McGraw-Hill Irwin.
- Brugrand, O. H. (2001). Denne oppfinnelsen kan gjøre barnet ditt tryggere: En regulerbar bøyle som hindrer barna i å ramle ut av handlevognen! . *VG 13. August 2001*,
- Bøhren, Ø., & Michalsen, D. (2006). *Finansiell Økonomi* (2. utg.). Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.
- De Franceschi, J. (2008). Venture Capitalists Fuel Economic Growth. *VOA News Now* Hentet 4. Februar, 2009, fra http://www.voanews.com/english/archive/2008-03/2008-03-26-voa23.cfm?renderforprint=1&textonly=1&&TEXTMODE=1&CFID=107250439&CF_TOKEN=15170483&jsessionid=8830263161e05a763efd5211534c77215f26
- ECON (2004). *Private Equity i Norge*: Econ Pöyry.
- EVCA (2007). *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs - An EVCA Special Paper*. Brüssel: EVCA.
- EVCA (2008a). Glossary Hentet 2. Februar, 2009, fra <http://www.evca.eu/>
- EVCA (2008b). History Hentet 24. April, 2009, fra <http://www.evca.eu/>
- EVCA (2008c). Key Facts and Figures Hentet 24. April, 2009, fra <http://www.evca.eu/>
- Evenson, K. (2009). Argentum tilføres 2 milliarder kroner i egenkapital. Hentet fra <http://www.argentum.no/index.php?struct=21&structinstance=2755>

- Fohlin, C. (2005). *Creating Modern Venture Capital: Institutional Design and Performance in the Early Years*. Baltimore: Johns Hopkins University.
- Fohlin, C. (2006). *Venture Capital Revolutions: Germany and the United States in the Post-War Era*. Baltimore: Johns Hopkins University.
- Forskningsrådet (2009). Evaluering av kommersialiseringsenhetene i FORNY, fra <http://www.forskningsradet.no/servlet/Satellite?c=Nyhet&pagename=forny%2FHovedsidemal&cid=1226485713548>
- Forum for Innovasjon (2004). Arbeidsprogram for Forum for Innovasjon høsten 2004. Hentet fra <http://www.innovaforum.no/>
- Gompers, P. (2004). Venture Capital. In B. E. Eckbo (Ed.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*. North-Holland: Elsevier.
- Grünfeld, L. A., & Jakobsen, E. W. (2007). Private Equity: Kompetent kapital med samfunnsøkonomiske gevinster? *Norsk Økonomisk Tidsskrift*, 121, (s. 39-54).
- Hammerfest Næringshage (2009). Hammerfest Næringsinvest Hentet 16. mars, 2009, fra <http://www.energibyen.no/index.php?id=388607>
- Hansen, C. K. (2008). En stor ære! *Nordlys*. Hentet fra <http://www.nordlys.no/nyheter/article3810093.ece>
- Helgeland, A. (2007). Norsk tidevannsteknologi videreutvikles i Storbritannia. *AgderAvisen*. Hentet fra <http://agderavisen.com>
- Hill, B. E., & Power, D. (2001). *What Is Venture Capital? Inside Secrets To Venture Capital*: Wiley, John & Sons, Incorporated.
- Hillestad, O.-C. (2007). Nøkkeltallsanalyse av Oslo Børs. *Penger og Kreditt*, (s. 67-83).
- Hsu, D. H., & Kenney, M. (2005). Organizing venture capital: the rise and demise of American Research & Development Corporation, 1946-1973. *Industrial and Corporate Change*, 14, (s. 579-616).
- Høegh-Krohn, J. (2008). Vekstbedriftene rammes av kapitaltørke. *NA24 - Næringslivsavisen på nettet*. Hentet fra http://joachimhoeghkrohn.nettblogg.no/1230039933_vekstbedriftene_ramme.html
- Inkubator Nord (2009). Om oss Hentet 7. mai, 2009, fra <http://www.inkubatornord.no/page.jsp?id=2&mid=1>
- Jacobsen, D. I. (2005). *Hvordan gjennomføre undersøkelser?* (2. utg.). Kristiansand: Høyskoleforlaget AS.
- Jakola, K.-J. (2008a). Aktiv eierskap i tidlig fase - såkorninvesteringer. *Norsk Venturekapitalforenings årbok 2008*, (s. 43-47).

- Jakola, K.-J. (2008b). Forskning skaper helt nye høyteknologiske arbeidsplasser. *Nordlys 11. august 2005*, s. 3,
- Jakola, K.-J. (2009, 7. Januar). Aktiv kapital for vekst. *Nordlys*,
- Johansen, H. E. (2009). Origo i nye farvann Hentet 7. mai, 2009, fra <http://www.origonord.no>
- KapNord Fond (2009). Om selskapet Hentet 16. mars, 2009, fra <http://www.kapnord.no/>
- Kjærnes, J. (2005). *Argentum Fondsinvesteringer AS ("Argentum") - Høringsuttalelse vedrørende forslag til regulering av spesialfond*. Oslo: Argentum Fondsinvesteringer AS.
- Kleven, J. G. (2006). Resultat- og avkastningsmåling for private equity-porteføljer. *Revisjon og Regnskap nr. 6 2006*.
- Kristoffersen, T. (2004). *Årsregnskapet - En grunnleggende innføring* (1 utg.). Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.
- LO (2008). Litt om nye trekk i dagens eier- og kapitalmarked. *Samfunnsnotat Nr 2 2008*.
- MENON Business Economics (2008). *Activity Survey for Private Equity, Venture Capital and Seed Funds in Norway (H1 2008)*: NVCA.
- Mjøen, J. (2009). På sporet av olje. *Altaposten 4. mai, 2009*,
- Mæhle, R. (2007). Slik lykkes du som gründer. *Dagens Næringsliv*. Hentet fra <http://www.dn.no/privatokonomi/article1065153.ece>
- Nordic Innovation Centre (2007). *Obstacles to Nordic Private Equity Funds*. Oslo: Nordic Innovation Centre.
- Norinnova (2009a). FORNY, fra http://www.norinnova.no/norinnova/v_re_tjenester/forny
- Norinnova (2009b). Norinnova - Northern Innovation Hentet 16. mars, 2009, fra <http://www.norinnova.no/>
- Norinnova Invest (2009a). Om selskapet Hentet 16. mars, 2009, fra <http://www.norinnovainvest.no/>
- Norinnova Invest (2009b). Portefølje Hentet 7. mai, 2009, fra <http://www.norinnovainvest.no>
- Norsk Venturekapitalforening (2008). *NVCA Årbok 2008*: NVCA.
- NVCA (2009a). Venture Capital 101: What is Venture Capital? Hentet 12. Mars 2009, fra <http://www.nvca.org/>
- NVCA (2009b). VENTURE CAPITAL FUNDRAISING ACTIVITY SLOWS CONSIDERABLY IN THE FIRST QUARTER OF 2009 Hentet 24. April, 2009, fra <http://www.nvca.org/>

- Origo (2009). *Nyhetsbrev Februar 2009*. Alta: Origo Nord.
- Origo Nord (2009). Om Origo Hentet 16. mars, 2009, fra <http://www.origonord.no/page.jsp?id=173&mid=161>
- Oslo Børs (2009). 2008 Indekser Hentet 19. Mars, 2009, fra http://www.oslobors.no/ob/aarsstatistikk_aksjer
- ProBio ASA (2008). *Årsmelding 2007*. Tromsø: ProBio ASA.
- Purehelp (2009). Purehelp.no - business search engine, fra <http://www.purehelp.no>
- PwC/NVCA (2009a). Investments by Industry Q1 1995 - Q4 2008. Hentet 24. Januar, 2009, fra <http://www.nvca.org/>
- PwC/NVCA (2009b). VENTURE CAPITAL INVESTMENTS PLUMMETS IN Q1 2009 TO 12 YEAR LOW, ACCORDING TO THE MONEYTREE REPORT Hentet 24. April, 2009, fra <http://www.nvca.org/>
- Ringdal, K. (2001). *Enhet og mangfold* (1 utg.): Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.
- SpareBank1 Nord-Norge, & Innovasjon Norge (2006). *ARENA - Bilag til konjunkturbarometer for Nord-Norge*. Tromsø: SpareBank1 Nord-Norge.
- SpareBank1 Nord-Norge Invest (2009). SpareBank 1 Nord-Norge Invest AS Hentet 16. mars, 2009, fra <http://www.snninvest.no>
- Styret i Norinnova (2008). *Styrets beretning 2007*. Tromsø: Norinnova.
- Styret i Såkorninvest Nord AS (2008). *Styrets årsberetning 2007*. Bodø: Såkorninvest Nord AS.
- Såkorn Invest Nord AS (2009). Om selskapet Hentet 16. mars, 2009, fra <http://www.sinas.no/>
- Venture (2009). *Store Norske Leksikon* Hentet 23. Mars, 2009, fra <http://www.storenorskeleksikon.no>
- Venturekapital (2009). *Store Norske Leksikon* Hentet 23. Mars, 2009, fra <http://www.storenorskeleksikon.no>
- Wassum Investment Consulting (2003). *Evaluering av Såkornordningen*. Bergen: Wassum Investment Consulting.
- Worsøe, A. H. (2006). En generell introduksjon til Venture Capital og Private Equity: «Forretningsmodellen, investerings- alternativene og aktørene». *Praktisk økonomi og finans*, 2. utgave.