



MENON
Business Economics

[Forretningsengler i Norge]

Omfang, betydning og behov for offentlig
involvering

MENON-publikasjon nr. 15/2010

Oktober 2010

Av

Leo A. Grünfeld
Bjørn Harald Hansen
Gjermund Grimsby
Lars E. Eide

FORORD

Denne rapporten er utarbeidet av MENON Business Economics på oppdrag for Nærings- og handelsdepartementet. Rapporten inneholder en detaljert kartlegging av forretningsengler i Norge og deres betydning for tidligfaseselskaper. Rapporten inneholder også en gjennomgang av ulike offentlige virkemidler som er av relevans for forretningsengler, både i Norge og i andre europeiske land. Sist, men ikke minst inneholder rapporten et sett med anbefalinger knyttet til virkemiddelbruk. Utredningsarbeidet ble påbegynt i juni 2010 og avsluttet 15. oktober 2010. Vi retter en spesiell takk til alle intervjuobjekter som har stilt velvillig opp. Takk også til Innovasjon Norge som har stilt data til rådighet for å styrke analysen. MENON Business Economics står alene ansvarlig for rapportens innhold og konklusjoner.

Leo A. Grünfeld

Bjørn Harald Hansen

Prosjektledere

MENON Business Economics

Oslo 15. oktober 2010



SAMMENDRAG OG KONKLUSJONER

Denne rapporten er utarbeidet av MENON Business Economics på oppdrag for Nærings- og handelsdepartementet. Den kartlegger omfanget av forretningsengler i Norge og beskriver deres rolle som investorer og tilbydere av kompetent kapital til næringslivet. Kartleggingen er unik i verdenssammenheng da den for første gang identifiserer antall og typer forretningsengler med utgangspunkt i hele populasjonen av eiere/investorer i et land. Kartleggingen settes i sammenheng med studier foretatt i andre land og drøfter omfanget av forretningsengler i Norge opp mot omfanget i land det er naturlig å sammenligne seg med.

Rapporten går gjennom offentlige virkemidler som berører forretningsengler i Norge, og presenterer i tillegg en gjennomgang av ulike typer offentlige tiltak rettet mot forretningsengler i andre land. Sist men ikke minst inneholder rapporten en drøfting av i hvilken grad det er behov for offentlig medvirkning for å stimulere til økt aktivitet blant forretningsengler. Rapporten inneholder også enkelte anbefalinger mht. hvordan det offentlige kan involvere seg i dette segmentet av investorer for å stimulere til økt aktivitet som også kan bidra til å løfte verdiskapingen i næringslivet.

MENON har benyttet en databasetilnærming for å kartlegge omfanget av forretningsengler i Norge. Ved å benytte et bredt spekter av kriterier har vi identifisert populasjonen av forretningsengler i Norge. Vi har også kartlagt karakteristika ved disse forretningsenglene, samt kjennetegn ved porteføljeselskapene deres.

Til sammen identifiserer vi om lag 2400 forretningsengler i Norge som har investert i 4500 englebedrifter gjennom 6000 eierposter. Dette forteller at forretningsenglene relativt ofte investerer sammen i bedrifter. Antallet forretningsengler synes å stemme godt overens med tall fra den mest omfattende kartleggingen som studerer forretningsengler i Sverige. Vi finner at omfanget av forretningsengler i Norge ligger på nivå med de fleste europeiske land, men at det sannsynligvis eksisterer færre av enkelte typer forretningsengler i Norge.

Vi har valgt å dele forretningsenglene inn i tre grupper. De som investerer basert på familieformuer og næringsrelaterte inntekter og som gjerne går inn i relaterte selskaper med et noe lavere vekstpotensial. Dernest finner vi forretningsenglene som har bakgrunn fra konsulentvirksomhet eller finansiell rådgivning. Disse sitter ofte på betydelig kompetanse og har ofte opparbeidet seg eiendeler gjennom arbeid inn mot bedriften. Til sist finner vi gruppen av det mange betegner som elite-englene. Disse har gjerne vært gjennom tidligere etableringer av teknologitunge vekstbedrifter og ønsker å bruke sine erfaringer og kunnskap inn i nye prosjekter uten å være gründer selv. Rapporten indikerer at denne gruppen representerer om lag 10 prosent av alle forretningsenglene, og at antallet er noe lavere enn det man finner i land som Storbritannia og Sverige (justert for landstørrelse).

At forretningsenglene er inne i over 200 teknologdrevne vekstselskaper tilsier at de spiller en markant rolle som investor i dette bedriftssegmentet. I forhold til det totale antall små og mellomstore bedrifter i landet er antallet bedrifter med forretningsengler på eiersiden lite, men når man snevrer sammenligningsgrunnlaget inn til aktive bedrifter med betydelig vekstpotensial, blir forretningsenglenes rolle mer markant. Menons bedriftsdatabase viser at forretningsenglene har en gjennomsnittlig eierandel på 18 prosent i bedriftene. Det skulle tilsi at forretningsenglene utgjør en

viktig kilde til kapital og da særlig for tidligfasebedrifter. Denne eierandelen er ikke ulik den andelen såkornfond og venturefond går inn med bedrifter i tidlig fase.

Gjennom en rekke intervjuer har det kommet frem at forretningsenglene spiller en sentral rolle for bedriftene gjennom deres aktive involvering og tilførsel av kompetanse. Samtidig er det viktig å merke seg at flere intervjuobjekter peker på at forretningsengler ofte ikke står løpet fullt ut når det gjelder tilførsel av kapital til bedriftene over tid. Forretningsengler er en sammensatt gruppe av investorer med svært varierende erfaring som aktive eiere. Mange av intervjuobjektene pekte på at forretningsengler ofte mangler nødvendig kompetanse knyttet til seleksjon av bedrifter og kompetanse rundt forhandlinger og avtaler med bedriften og andre eiere.

Både i Norge, Sverige og Danmark er man av den oppfatning av at forretningsengler som involverer seg i nettverk ikke representerer de mest kapitalsterke og kompetente englene. Det kan derfor være en tendens til at forretningsengler i disse nettverk har et større behov for å finne partnere å investere sammen med. Dette kan delvis knytte seg til at disse investorene har et noe mer begrenset erfaringsgrunnlag, mindre kapitalbase, et mindre personlig nettverk eller eventuelt en mindre deal-flow. Det kan være nettopp disse egenskapene som gjør at de søker sammen. Flere intervjuobjekter peker på at dette mønsteret danner selve rasjonale bak opprettelsen av forretningsenglenettverk der investorene kan lære av hverandre og samtidig finansiere større investeringer.

Rapporten inneholder en kartlegging av hva slags type kapital som går inn i bedrifter sammen med forretningsengler. Aktive eierfond (såkorn, venture mm) er ofte inne sammen med englene, noe som kan anses som et kvalitetstegn. Vi finner ingen tydelige forskjeller med hensyn bruk av fremmedkapital i selskaper der forretningsengler er inne på eiersiden. Men ser vi nærmere på bruk av offentlige virkemidler, finner vi at bedrifter med forretningsengler på eiersiden i betydelig større grad tar i bruk OFU/IFU-kontrakter og risikolån gjennom Innovasjon Norge. I tillegg har de også omfattende involvering gjennom offentlig finansierte inkubatorer med bruk av FORNY-programmet. De statlig del-finansierte såkornfondene har omfattende samfinansiering med forretningsenglene.

Det eksisterer, etter det vi vet, ingen offentlige tiltak i Norge i dag som direkte retter seg mot forretningsengler. Det tilbys heller ingen fiskale insentiver gjennom skattepolitikken som særskilt stimulerer til økte investeringer i tidligfasebedrifter, der forretningsengler gjerne opererer. I mange andre europeiske land har man valgt å gi offentlige insentiver for å øke investeringene i dette segmentet. Argumentet er gjennomgående at det er behov for slike insentiver, ettersom markedene er preget av informasjonsasymmetrier og høy risiko. Vi har valgt å ikke gå i dybden rundt en diskusjon om skatteinsentivering ettersom dette vil kreve et brudd med den nåværende skattemodellens nøytralitetsprinsipp.

Rapporten fremhever at offentlige tiltak rettet mot denne typen investeringer må ta tak i de utfordringer som er mest markante for forretningsengler. Her mener vi at evnen til å selektere eller velge ut egnede bedrifter å investere i er et utstrakt problem for mange engler. Ved å rette fokus på dette kompetanseproblemet kan man bidra til å redusere den viktigste markedsimperfeksjonen (informasjonsskjevhet), og derigjennom øke sannsynligheten for samfunnsøkonomisk avkastning. I denne sammenheng har vi skissert to særlig interessante veier å gå:

- 1) Å tilby en kompetansetjeneste for forretningsengler knyttet opp til de fire nyeste såkornfondene eller lignende kompetansemiljøer. Disse har betydelig seleksjonserfaring og

er samtidig på vei ut av sin egen investeringsfase. Gjennom å etablere investornettverk i tilknytning til disse aktørene kan man styrke forretningsenglenes kjernekompetanse som kunnskapsrike investorer.

- 2) Etablere en fondsstruktur av samme type som Sting Capital i Stockholm der fondet er nært knyttet opp til forretningsengler, men hvor forvalterne/administrasjonen av fondet både er med på å selekere ut forretningsengler til nettverket som man koinvesterer med, og i seleksjon av investeringsobjekter. Slike miljøer kan også kobles opp mot inkubator-miljøer slik man har gjort i Sting.

INNHOLDSFORTEGNELSE

FORORD	2
SAMMENDRAG OG KONKLUSJONER	3
1. INNLEDNING OG BAKGRUNN	8
2. HVA ER EN FORRETNINGSENGLER?	9
2.1 ULIKE DEFINISJONER AV FORRETNINGSENGLER	10
2.2 MENONs DEFINISJON AV FORRETNINGSENGLER	11
2.3 DRØFTING AV MENONs DEFINISJON AV FORRETNINGSENGLER.....	13
3. UTBREDELSE OG FORRETNINGSENGLENES BETYDNING I NORGE	17
3.1 ANSLAG PÅ FORRETNINGSENGLER OG USIKKERHET I ANSLAGET.....	17
<i>Minimumsverdi av eierposter</i>	18
<i>Minimumsverdi for lønnskostnader i porteføljebedrifter</i>	20
3.2 KARAKTERISTIKA VED FORRETNINGSENGLENE.....	22
<i>Alder og kjønn</i>	22
<i>Utdanning og arbeidsforhold</i>	24
<i>Geografisk fokus</i>	24
<i>Investeringsomfang</i>	26
3.3 KARAKTERISTIKA VED PORTEFØLJEBEDRIFTENE.....	28
<i>Næringsfokus</i>	28
<i>Porteføljebedriftenes alder</i>	29
<i>J-kurveanalyse</i>	30
<i>Porteføljebedriftenes omsetning</i>	31
<i>Forretningsenglenes eierandeler i porteføljebedriftene</i>	32
3.4 UTBREDELSE I ANDRE LAND	33
4. FORRETNINGSENGLENES BETYDNING FOR SELSKAPENE.	35
5. BESKRIVELSE AV SAMSPILLET MELLOM ENGLER OG ANDRE AKTØRER	37
5.1 EGENKAPITALAKTØRER	38
5.2 FREMMEKAPITAL	41
5.3 DET OFFENTLIGE VIRKEMIDDELAPPARATET	41
5.4 KORT OPPSUMMERING	43
6. DRØFTING AV EKSISTERENDE OFFENTLIGE TILTAK	43
6.1 OFFENTLIGE TILTAK RETTET MOT FORRETNINGSENGLER I NORGE.....	44
<i>Møteplass / matching</i>	44
<i>Seleksjon (screening) av bedrifter</i>	45
<i>Finansiering</i>	46
<i>Avtale/oppstart</i>	47
<i>Drift og exit</i>	47
<i>Tiltak som hindrer eller demper forretningsenglenes aktivitet</i>	47
6.2 KORT OM FISKALE INSENTIVORDNINGER I NORGE.....	47
6.3 OFFENTLIGE TILTAK I ANDRE LAND.....	48
<i>Støtte og kapitaltilførsel til forretningsengler</i>	48
<i>Fiskale insentiver</i>	50

7. POLICYANBEFALINGER OG KONKLUSJON	54
7.1 MODELL FOR VURDERING AV OFFENTLIGE TILTAK	55
<i>Møteplass / matching:</i>	55
<i>Seleksjon (screening) av bedrifter:</i>	56
<i>Støtte til nettverk:</i>	56
<i>Ytterligere om organisering og administrering av offentlige tiltak</i>	59
<i>Effekter av tiltak</i>	59
VEDLEGG 1: LISTE OVER INTERVJUOBJEKTER	60
VEDLEGG 2: FISKALE INSENTIVER I UTVALGTE LAND	60

1. INNLEDNING OG BAKGRUNN

Denne rapporten er utarbeidet av MENON Business Economics på oppdrag for Nærings- og handelsdepartementet. Formålet med rapporten er å kartlegge omfanget og betydningen av forretningsengler ("Business Angels") i Norge samt å vurdere om det offentlige bør stimulere til aktivitet blant forretningsengler, og i så fall hvordan dette bør gjøres. Utredningen gir faktabasert kunnskap som vil være nyttig i departementets arbeid knyttet til tiltak rettet mot bedrifter i en tidlig fase med behov for både ekstern kompetanse og kapital.

MENON har benyttet en databasetilnærming for å kartlegge omfanget av forretningsengler i Norge. Ved å benytte et bredt spekter av kriterier har vi identifisert populasjonen av forretningsengler i Norge. Vi har også kartlagt karakteristika ved disse forretningsenglene, samt kjennetegn ved porteføljeselskapene deres. Denne tilnærmingen er omfattende og har aldri før blitt benyttet verken i Norge eller internasjonalt. For å kartlegge populasjonen av forretningsengler har vi benyttet eierskapsinformasjon for alle bedrifter i Norge i 2008. For å få et rikere og mer nyansert bilde av betydningen av forretningsengler for bedriftene og samfunnet har vi intervjuet en rekke sentrale aktører i de skandinaviske landene som over tid har arbeidet tett med forretningsengler.

Utredningen er strukturert som følger:

I *kapittel 2* går vi gjennom ulike definisjoner av forretningsengler før vi drøfter hvordan vi har operasjonalisert forretningsenglebegrepet i vår databaseanalyse. I *kapittel 3* presenterer vi populasjonen av forretningsengler som vi har identifisert. Vi drøfter også ulike karakteristika ved forretningsenglene og porteføljeselskapene de har eierposter i. Til slutt sammenholder vi våre funn med tilgjengelig statistikk over forretningsengler i andre land. I *kapittel 4* oppsummerer vi inntrykkene fra intervjuene når det gjelder forretningsenglenes betydning for bedriftene de eier. I *kapittel 5* går vi så inn på hvordan forretningsengler samfinansierer og samhandler med andre forretningsengler, andre egenkapitalaktører som for eksempel aktive eierfond, fremmedkapitalaktører og Innovasjon Norge. I *kapittel 6* drøfter vi eksisterende offentlige tiltak som berører forretningsengler før vi avslutningsvis drøfter mulige tiltak for hvordan det offentlige kan legge til rette for forretningsengler i *kapittel 7*.

2. HVA ER EN FORRETNINGSENGEL?

Begrepet "forretningsengel" har sitt utspring fra Broadway, hvor det ble brukt for å beskrive velstående personer som bidro med å finansiere teater og musikalproduksjoner. Investorenes motivasjon var minst like mye knyttet til deres lidenskap for teater og muligheten til å sole seg i glansen av datidens store stjerner som finansiell avkastning¹. Begrepet ble første gang benyttet i akademia i 1978 som en terminologi for enkeltinvestorer som bidrar med såkornkapital.

Det finnes ingen entydig og klar definisjon på hva en forretningsengel er, og begrepsbruken er til tider nokså uklar. Uformelle investorer, private investorer og forretningsengler er begreper som benyttes om hverandre i litteraturen. De fleste definisjonene har imidlertid det til felles at de fokuserer på at forretningsengler ikke bare bidrar med penger, men også med kompetanse, nettverk og tid. For eksempel definerer Mason og Harrison en forretningsengel som en person som investerer egne penger i unoterte bedrifter. Det skal ikke være noen familieforbindelser til eksisterende eier eller gründer. Forretningsengelen skal være aktivt involvert i virksomheten etter investeringen. I tillegg arbeider han eller hun på egenhånd eller i formelle eller uformelle syndikater.²

I tillegg til å legge vekt på dimensjonene kapitalinnskudd og aktiv involvering avgrenses forretningsengler i forhold til "enkler" investorer som venner og familie (gjerne kalt "friends, fools and family"- FFF) og i forhold til mer "sofistikerte" investorer som investeringselskaper og aktive eierfond, som primært investerer andres penger. Det er også et poeng at forretningsengler gjerne opererer alene - de tilhører ikke noe større investeringsmiljø selv om de ofte samarbeider med andre (eksempelvis i form av nettverk).

Så langt er det en viss grad av enighet om hva en forretningsengel er. Også de fleste av aktørene vi har intervjuet tenker intuitivt på en forretningsengel langs disse dimensjonene. Imidlertid er definisjonene av forretningsengler basert på kvalitative kriterier som kan tolkes vidt. I tillegg varierer kriteriene som brukes. For eksempel, hvor mye skal man minimum ha investert for å regnes som forretningsengel? Dette gjør det utfordrende å definere universet av forretningsengler, og ikke minst å sammenligne statistikker på tvers av land. Før vi går inn på hvordan vi har avgrenset og operasjonalisert forretningsengler ser vi derfor nærmere på hvordan toneangivende aktører har forsøkt å avgrense begrepet mer presist.

¹ Veland Ramadani (2008): "Business angels – who they really are". Research paper, South East European University in Tetovo

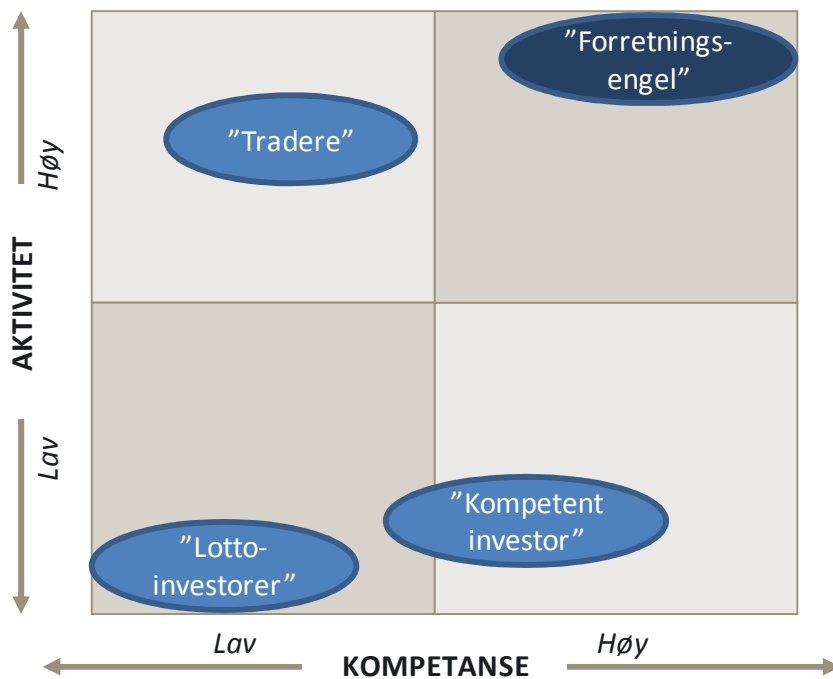
² C.M. Mason og R.T. Harrison: (2008): "Developing Time Series Data on the Size and Scope of the UK Business Angel Market", BERR, URN 08/1152

2.1 ULIKE DEFINISJONER AV FORRETNINGSEGLER

Den europeiske organisasjonen for forretningsenglenettverk, EBAN (European Business Angel Network)³, definerer en forretningsengel som en privatperson som investerer egen formue i høyvekstselskaper som ikke er eid av venner eller familie. Englene benytter sin kompetanse og sitt nettverk aktivt i arbeidet med å utvikle selskapene. Englene investerer minimum 25 000 Euro (ca. 200 000 kroner). Begreper som "uformelle investorer" eller "uformell kapital" er dermed noe videre enn forretningsengelbegrepet til EBAN.

Landström og Sørheim⁴ foreslår en firedeling av uformelle investorer, som tar høyde for private og uformelle investorers aktivitet og investeringskompetanse. Dette er illustrert i figur 1. De med lav aktivitet og lav forretningskompetanse kalles lotto-investorer. Høy aktivitet, men lav kompetanse betegnes som tradere, de kompetente, men inaktive kalles "kompetente investorer". Forretningsengler derimot, må kunne vise til både høy aktivitet og høy eierkompetanse. Et betydelig problem med denne inndelingen er at den er vanskelig å operasjonalisere og må baseres på investorenes egne subjektive vurderinger. Et annet problem knyttes til at det ikke trekkes opp tydelige skillelinjer mot andre typer eiere utenfor de fire gruppene⁵.

Figur 1: Kategorisering av uformelle investorer



³ Kilde: www.eban.org

⁴ Sørheim, R. og Landström, H. (2001): "Informal investors in Norway – A categorization and policy implications". Entrepreneurship & Regional Development, Volume 13, Issue 4 October 2001, pages 351 - 370

⁵ Et ytterligere problem er at datagrunnlaget for den nevnte studien primært er hentet fra medlemmer i aksjonærforeningen i Norge. Disse har i all hovedsak investert i noterte aksjer, ikke i unoterte vekstselskaper.

Stevenson og Coveney (1994)⁶ operer med en seksdelt kategorisering av forretningsengler ut fra dimensjonene investeringsaktivitet og gründerbakgrunn. Denne kategoriseringen benyttes også av EBAN. De seks kategoriene er gjengitt i tabellen under.

Tabell 1: Inndeling av forretningsengler benyttet av EBAN

Type	Characteristics	Type	Characteristics
Entrepreneur Angel	The most active and experienced angel	Wealth maximizing	Private individuals with several investments in new ventures
Corporate Angel	Companies (or directors) making angel-type investments	Latent	Inactive for the past three years, but having made at least one investment before that
Income seeking angel	Active individual investors, but with lower level of investments	Virgin	Not yet made an investment in an unquoted venture

Kilde: EBAN (European Business Angel Network) Toolkit

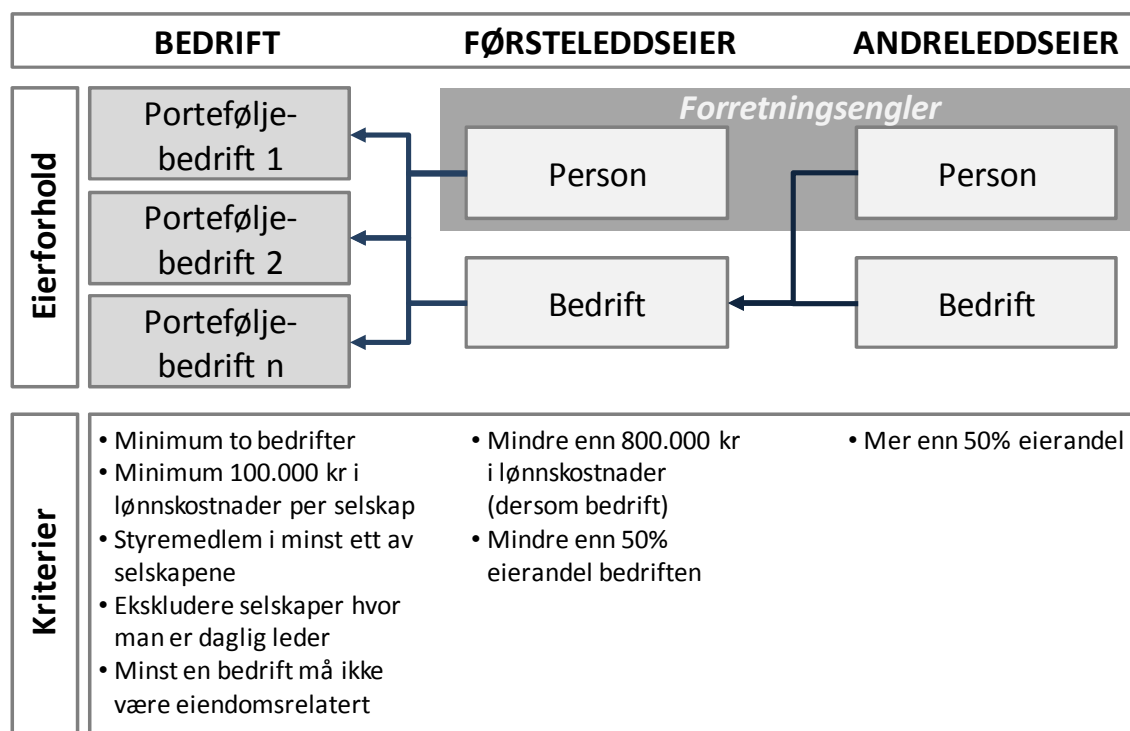
I likhet med Landstrøm og Sørheim (2001) må også denne inndelingen anses som en kategorisering av egenskaper ved investorer med forretningsenglekarakter, og er bare i begrenset grad egnet til å skille forretningsengler fra andre eiergrupper.

2.2 MENONS DEFINISJON AV FORRETNINGSEGLER

Som det fremgår av forrige delkapittel er hovedutfordringen å identifisere objektive og operasjonaliserbare kriterier som skiller forretningsengler fra andre eiergrupper. Vi har benyttet MENONS eierskapsdatabase for å kartlegge forretningsengler. Dette er en tilnærming som etter det vi har klart å bringe på det rene ikke har vært prøvd før verken i Norge eller internasjonalt. For å identifisere forretningsengler i Norge gjennom databasen, er vi avhengig av slike objektive og operasjonaliserbare karakteristika ved eierne. Figur 2 under illustrerer vår tilnærming og kriterier for å identifisere forretningsengler.

⁶ Stevenson, H. & Coveney, P. (1994): *“Fallacies corrected and six distinct types of angel identified.”* Venture Capital Report, Oxford

Figur 2: MENONs kriterier for å identifisere forretningsengler



Figur 2 illustrerer at vi har kartlagt forretningsengler som har eierposter i bedrifter i to ledd bakover i kjeden av eiere. Fordi MENONs eierskapsdatabase er strukturert slik at vi kan gå flere ledd bakover i kjeden av eierskap, kan vi identifisere om det faktisk er en engel som står bak et investeringsselskap som har investert i virksomheten. Dette er viktig fordi svært mange personlige investorer i dag organiserer sitt eierskap gjennom holdingselskaper. Det viste seg imidlertid å være tilstrekkelig å gå to ledd bakover i kjeden av eiere siden det er de færreste av bedriftene som er eiere i andre ledd som er kandidater for å ha forretningsengler i tredje eller senere ledd. Eksempelvis er omtrent 25 prosent av bedriftene knyttet til eiendomsrelaterte selskaper, som ikke er relevante i denne sammenhengen. Det er også en betydelig andel store bedrifter som er eierbedrifter i andre ledd – disse har vanligvis ikke forretningsengler som eiere. I tillegg er det en del kommunale selskaper og stiftelser blant disse eierbedriftene.

De valgte kriteriene for å identifisere forretningsengler er basert på eksisterende definisjoner og studier av forretningsengler. Rasjonalet for kriteriene vi har benyttet er beskrevet i tabellen under.⁷

⁷ Vi har ikke ekskludert finansrelaterte foretak fra bedrifter som kan inngå i forretningsenglenes bedriftsportefølje, men en analyse viser at det er bare cirka 50 forretningsengler som ikke ville tilfredsstilt kriteriene ved å utelukke disse foretakene.

Tabell 2: Rasjonale for forretningsenglekriteriene

Kriterium	Rasjonale
Bedriftskriterier	
Eierposter i minimum to porteføljebedrifter	Sikre en viss minimumsaktivitet som engel
Minimum 100.000 kr i lønnskostnader i bedriften	Sikre at det er aktivitet i porteføljebedriftene
Styremedlem i minst ett av selskapene	Sikre at forretningsengelen også bidrar med tid og kompetanse
Ekskludere selskaper hvor man er daglig leder	Sikre at man inkluderer selskaper hvor personen er forretningsengel og ikke gründer
Minst en bedrift må ikke være eiendomsrelatert	Sikre at forretningsengelen ikke bare driver med eiendomsspekulasjon
Førsteleddskriterier	
Bedrift som eier i første ledd må ha mindre enn 800.000 kr i lønnskostnader	Sikre at investeringselskapet til forretningsengelen ikke er et profesjonelt investeringsmiljø
Mindre enn 50% eierandel per bedrift	Sikre at forretningsengel ikke er gründeren som har kontroll over bedriften
Totale eierposter (ikke bare BA-bedrifter) skal ha en verdi på minimum 500.000 kr (regnet ut fra bokført egenkapital)	Sikre at aktiviteten som forretningsengel har et visst omfang
Andreleddskriterier	
Person som er eier i andre ledd må ha mer enn 50% eierandel i bedrift som er eier i første ledd	Sikre at forretningsengel har reell kontroll over investeringselskapet

Formålet med bedriftskriteriene er å sikre at personens aktivitet som forretningsengel er av et visst omfang, at forretningsengelen bruker noe tid på sine engasjementer og at disse engasjementene er i virksomheter som har reell forretningsdrift. I og med at personen har fått tillit som styremedlem i minst en bedrift burde det tyde på at personen anses å ha relevant og god kompetanse. Førsteleddskriteriene har som ambisjon å sikre at investoren har betydelige finansielle ressurser investert i porteføljen – men ikke så mye at forretningsengelen går fra å være forretningsengel til profesjonell storinvestor med et analyse- og støtteapparat rundt seg.

2.3 DRØFTING AV MENONS DEFINISJON AV FORRETNINGSEGLER

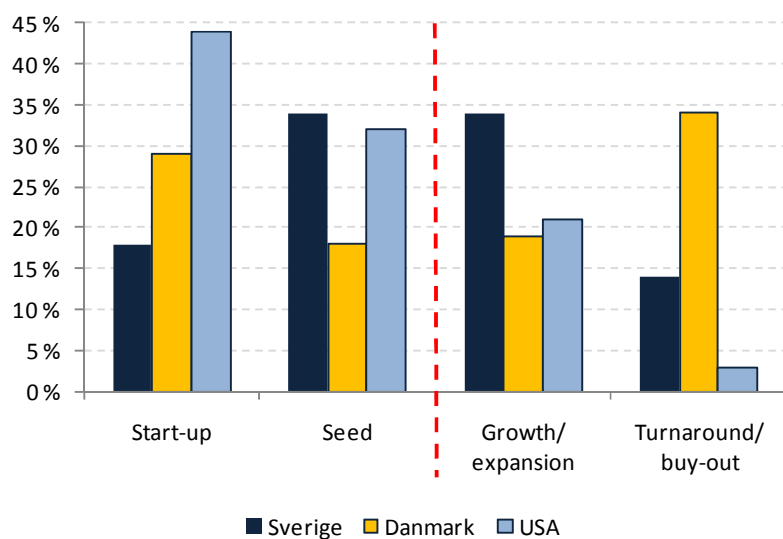
Samlet sett burde disse kriteriene treffe nokså godt i forhold til definisjonene, som er beskrevet i forrige delkapittel. Kjernen i englebegrepet som er knyttet til kapital, kompetanse og tidsforbruk i uoterte bedrifter, er forsøkt fanget opp. Vi har også forsøkt å unngå at investoren er "for liten" (FFF) eller "for stor" (profesjonell storinvestor) til å anses som en forretningsengel. Imidlertid er vår operasjonelle definisjon noe videre enn Landström og Sørheims inndeling. I tillegg til hva de kaller "forretningsengler" kan vår definisjon av forretningsengler også innbefatte "tradere" og noen "kompetente investorer", siden det ikke kan utelukkes at en "trader" også har et styreverv eller at en "kompetent investor" akkurat kommer over minimumskravet knyttet til finansielt engasjement.

Når det gjelder Stevenson og Covenys seksdeling av forretningsengler vil våre kriterier kunne fange opp alle kategoriene, naturligvis bortsett fra "Virgin". Vi vil heller ikke fange opp de

forretningsenglene i kategorien "Latent", som bare har en investering. Vårt krav om at en forretningsengel må ha minst to porteføljebedrifter kan muligens diskuteres, men som vi kommer tilbake til i neste kapittel er det nødvendig for å få en meningsfull avgrensning av englene.

Man bør merke seg at de operasjonelle kriteriene for å identifisere forretningsengler ovenfor ikke definerer livsfase for bedriften. Når forretningsengler drøftes fokuseres det gjerne på tidligfaseinvesteringer, og at det er primært for oppstartsbedriftene forretningsengler kan spille en viktig rolle både finansielt og kompetansemessig. Det er ofte slik at forretningsengler investerer i en relativt tidlig livsfase, men ikke nødvendigvis. Dette er illustrert i figur 3 under. Her ser vi at forretningsengler i Sverige, Danmark og USA investerer eller ønsker å investere i alle livsfaser. Skandinavia ser ut til å avvike en del fra USA i det at de amerikanske forretningsenglene i mye større grad fokuserer på tidligfaseinvesteringer. Knappe halvparten av engleinvesteringene i Sverige og Danmark gjennomføres i tidligfasebedrifter. I USA er tilsvarende tall tre fjerdedeler.⁸

Figur 3: Fordeling av engleinvesteringer på livsfase i Sverige, Danmark og USA



Vi har ikke satt noen krav til bedriftenes omsetningsvekst eller lignende, siden forretningsengler også investerer i mer modne bedrifter med stabil (eller synkende) omsetning og inntjening. Noen bedrifter, som var i oppstart- eller vekstfasen da forretningsengelen gjennomførte investeringen, vil også ha kommet i mer modne livsfaser i dag.

Ut fra dette definerer vi forretningsengler noe videre enn hva mange forbinder med en forretningsengel. En god del av våre intervjuobjekter ser på forretningsengler som høykompetente personer som fokuserer på teknologiintensive tidligfasebedrifter med høyt vekstpotensial. Dette er

⁸ Kilder: Presentasjon ved "German Business Angel Day 2007" ved Nils Månsson, Institute of Economic Research, Lund University, Sweden. Angel Capital Association (2008), Vækstfonden (2002).

Note: Svenske og amerikanske tall angir faktiske investeringer, danske tall angir ønsket investeringsfokus. Tallene er derfor ikke helt sammenlignbare.

på mange måter "eliten" av forretningsengler, men det er et viktig poeng at mange forretningsengler også investerer i mer modne selskaper og i selskaper som ikke er høyvekstselskaper, men som likevel har livets rett. Det kom tydelig frem i intervjuene at hva man forbinder med begrepet forretningsengel avhenger av ens ståsted. Intervjuobjektene i TTO-ene ("technology transfer office") og fondene fokuserte i stor grad på "eliteenglene", som ofte er vellykkede seriegründere og/eller toppledere med bred erfaring fra utvikling av teknologibaserte høyvekstvirksomheter. Andre fokuserte mer på mindre sofistikerte investorer i de mindre ekspansive bedriftene som gjerne ender opp med 3-15 ansatte. Slike bedrifter er grunnfjellet i norsk næringsliv. Disse forretningsenglene har typisk et lokalt nedslagsfelt og er viktige for utvikling av nye virksomheter i bygder og byer rundt om i landet.

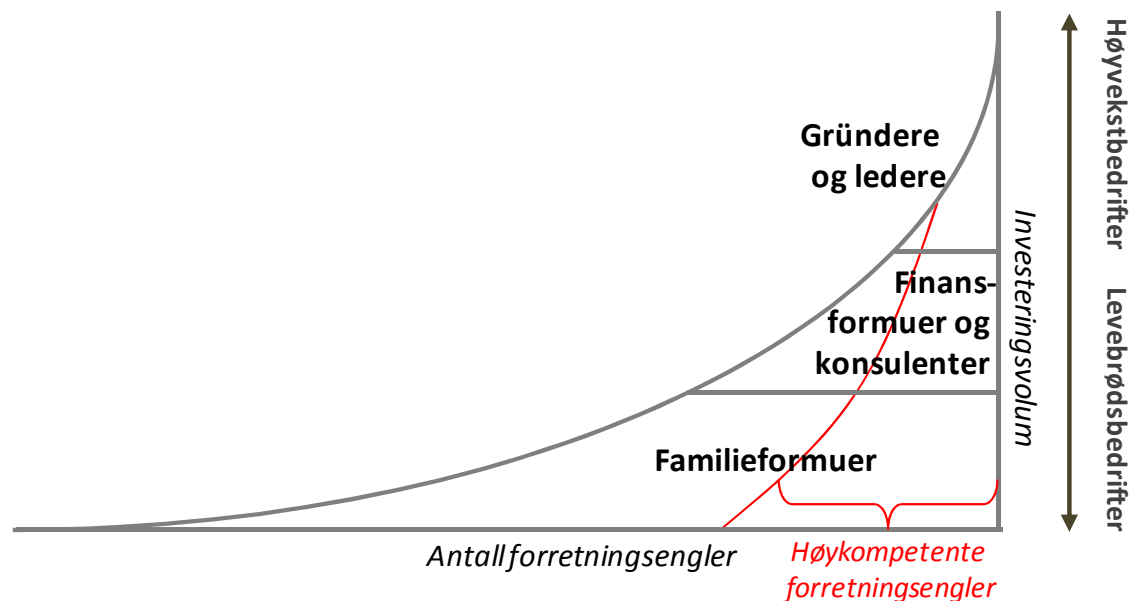
Forretningsengler må ha en betydelig kapitalbeholdning som de delvis investerer i unoterte selskaper. Denne kapitalbeholdningen kan de i hovedsak ha tilegnet seg på fire måter:

1. *Familieformuer* – kapitalbeholdninger som er opparbeidet gjennom vellykket forretningsdrift over lang tid
2. *Finansformuer* – kapitalbeholdninger som stammer fra finansielle investeringer i noterte eller unoterte aksjer, eller annen finansiell virksomhet
3. *Konsulenter* – kapitalbeholdninger som gjerne kommer fra tidligere arbeidsforhold og salg av eierandeler. I tillegg mottar de gjerne eierandeler som kompensasjon for arbeidsinnsats i selskapet ("sweat for equity")
4. *Gründere og ledere* – kapitalbeholdninger som kommer fra salg av eierandeler i virksomheter de tidligere har startet og/eller ledet, og eventuelt gjennom høy kompensasjon som leder

Det er rimelig å anta at mange av "eliteenglene", som fokuserer på risikable og teknologiintensive oppstartbedrifter, er tidligere gründere og ledere. Disse har svært relevant erfaringsbakgrunn og har bevist at de kan bygge vellykkede bedrifter. Denne gruppen av forretningsengler er det nokså få av, men de er viktige for innovasjon og nyskaping i næringslivet. Også blant konsulentene og de med bred finansiell erfaring kan man forvente å finne en relativt stor andel høykompetente forretningsengler. Det er sannsynligvis en del flere i denne gruppen av forretningsengler, ikke minst med bakgrunn i den langvarige oppgangskonjunktoren vi opplevde på 2000-tallet. Blant forretningsengler som investerer en familieformue kan man imidlertid regne med at en lavere andel av englene kan anses som høykompetente siden disse forretningsenglene sannsynligvis har svært forskjellig erfaringsbakgrunn. Denne gruppen forretningsengler er det imidlertid mange av – det er mange større eller mindre familieformuer rundt om i landet.

I figur 4 under forsøker vi å oppsummere denne diskusjonen.

Figur 4: Ulike typer forretningsengler



I figuren er de fire kategoriene av forretningsengler gruppert i tre grupper ut fra hvor kompetente og sofistikerte de antas å være. X-aksen illustrerer antallet forretningsengler, mens Y-aksen illustrerer relativt investeringsvolum. Det er også - som tidligere kommentert - antagelig en tendens til at en større andel av tidligere ledere og gründere fokuserer på teknologiintensive bedrifter, mens mindre sofistikerte forretningsengler i større grad investerer i enklere virksomheter som har mer preg av å være "levebrødsbedrifter". Vi vil imidlertid understreke at det er store individuelle variasjoner i dette bildet, og at avvikene vil være mange. Modellen kan heller ikke direkte understøttes av empiriske data. Ut fra vår erfaring og intervjuene vi har gjennomført tror vi likevel at illustrasjonen gjenspeiler sentrale trekk ved forretningsenglers rolle i norsk næringsliv. Modellen illustrerer også at vi ser på forretningsengler i en noe videre sammenheng enn hva mange gjør i forhold til englenes kompetansenivå, livsfasefokus og type bedrifter de investerer i. I neste kapittel gjør vi et forsøk på å beregne hvor stor andel av forretningsenglene som utgjør den øverste gruppen. Våre anslag peker i retning av en andel på knappe 10 prosent.

3. UTBREDELSE OG FORRETNINGSENGLENS BETYDNING I NORGE

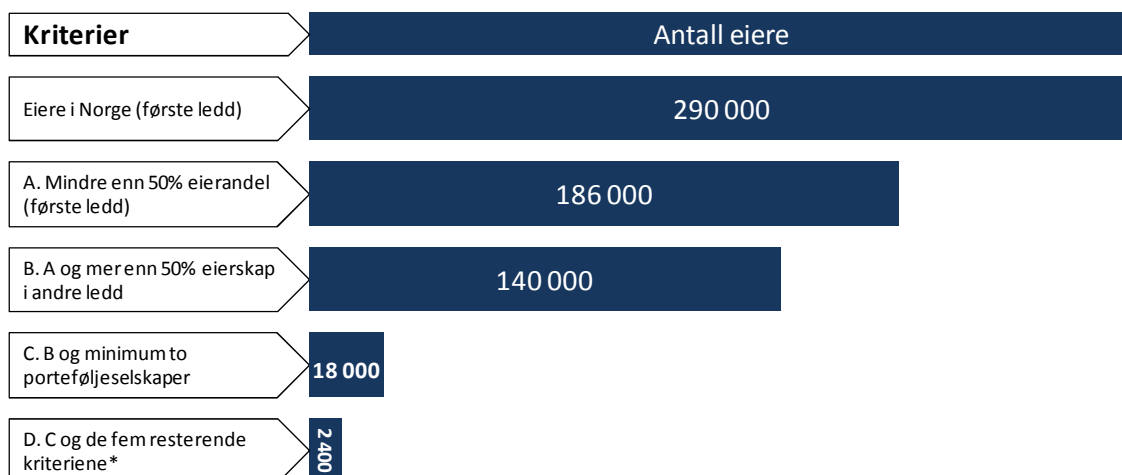
I dette kapitlet presenterer vi vårt anslag for omfanget av forretningsengler i Norge og de roller englene spiller som bidragsytere gjennom kapitaltilførsel. Vi ser også nærmere på karakteristika ved disse forretningsenglene og porteføljebedriftene deres.

Vi har identifisert omtrent 2 400 forretningsengler i Norge, basert på kriteriene som er beskrevet i foregående kapittel. Dette er naturligvis et antall som det knytter seg betydelig usikkerhet til. For å få en forståelse av usikkerheten i anslaget er det instruktivt å se på hvordan tallet har fremkommet og hvor sensitivt anslaget er for de sentrale parameterne i kriteriene.

3.1 ANSLAG PÅ FORRETNINGSEGLER OG USIKKERHET I ANSLAGET

Figur 5 viser hvordan de ulike kriteriene reduserer antall eiere.

Figur 5: Antall eiere ved introduksjon av ulike seleksjonskriterier



*Lønnskostnader på minst 100.000 kr i bedriften, styremedlem i ett selskap, ikke daglig leder, bare ett eiendomsselskap, mindre enn 800.000 kr i lønnskostnader i investeringselskapet

I figur 5 ser vi at det er 290 000 førsteleddseiere i Norge – der eierne er både personer og bedrifter. 186 000 av disse eier mindre enn 50 prosent av bedriften. Av disse igjen er det omtrent 46 000 eiere i andre ledd som eier mindre enn 50 prosent i bedrifter som er førsteleddseier. Antall eiere som er relevant i denne sammenhengen reduseres derfor til 140 000 ved innføring av dette kriteriet. Den største avskallingen av eiere skjer når man innfører kravet om at den personlige eieren skal ha eierposter i minst to selskaper. Dette reduserer antall personlige eiere med over 120 000 til bare 18 000. Det er med andre ord svært mange eiere som bare har eierpost i ett selskap. Dette viser at det er viktig å inkludere et porteføljekriterium når man skal identifisere forretningsengler. Innfører man de fem siste kriteriene (jfr. Figur 5 over) reduseres antallet personlige eiere til omtrent 2 400 – dette er populasjonen av forretningsengler som vi har identifisert.

Selv om vi har benyttet et nokså finmasket sett av kriterier for å identifisere forretningsenglene vil det alltid være en del eiere som vil bli inkludert uten at de kan karakteriseres som forretningsengler. Dette kan blant annet gjelde profesjonelle investorer som har større bedriftsporteføljer (se kapittel 4 for en grundigere drøfting av disse), porteføljer som har preg av å være familiekonsern og personlige eiere med bare to porteføljeselskaper hvor den ene ikke er en reell engleinvestering. For å bøte på dette har vi gått gjennom alle eiere med eierposter i fem eller flere bedrifter og manuelt luket ut eiere som fremstår som profesjonelle investorer eller eiere av familiekonsern. I alt har vi gjennomgått omtrent 1 500 eierposter manuelt. Det viste seg å være nokså få eiere som ikke kunne karakteriseres som forretningsengler – vi fjernet bare ca. 35 personlige eiere med eierposter i omtrent 250 selskaper fra populasjonen. Vi så også gjennom en rekke eiere med bare to porteføljeselskaper. Inntrykket fra denne gjennomgangen er at de er relativt få eiere hvor minst en av eierpostene ikke er relevant. Vi har imidlertid ikke fjernet noen av disse eierne for å unngå at vi usystematisk fjerner eiere fra populasjonen.

På den ene siden har vi således en del eiere inne i populasjonen som egentlig ikke er forretningsengler, på den annen side vil det være noen eiere i tredje ledd (eller enda lenger bak i kjeden av eiere) som vil kunne kvalifisere som forretningsengel, men som ikke er med i populasjonen siden vi stopper ved andre ledd (jfr. forrige kapittel). Nettoeffekten av dette er det vanskelig å si noe sikkert om.

I tillegg til at populasjonen av forretningsengler påvirkes av *hvilke* kriterier man benytter påvirkes populasjonen også av *nivået* på de kriteriene man benytter. Det er derfor av interesse å se på hvordan anslaget for forretningsengler endrer seg når man endrer nivåene (sensitivitetsanalyse). Vi har sett på sensitiviteten for de to nivåkriteriene som vi antok var mest sensitive:

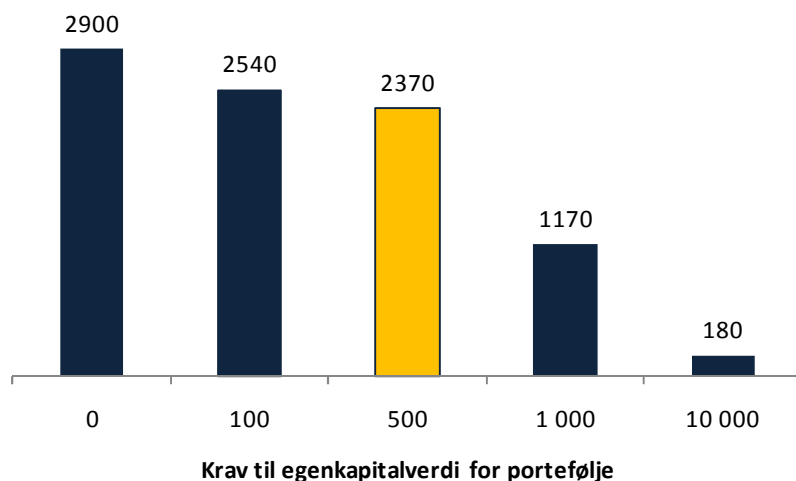
1. Totale eierposter skal ha en verdi på minimum 500 000 kr (regnet ut fra bokført egenkapital)
2. Det skal være minimum 100 000 kr i lønnskostnader i hver porteføljebedrift

Figur 6 og 7 viser sensitiviteten for disse to kriteriene.

Minimumsverdi av eierposter

Figuren viser at verdikriteriet er lite sensitivt for lavere minimumsterskler. Reduseres kravet fra 500 000 kr i samlet verdi av eierpostene til 100 000 kr øker bare antall forretningsengler med 170 til 2540. Har vi ingen krav til verdi på porteføljen øker antallet forretningsengler med 630 til 2 900. Øker vi imidlertid kravet med 500 000 til 1 million kroner mer enn halveres antallet forretningsengler. Kravet er derfor sensitivt når vi ser oppover.

Figur 6: Sensitivitet for kriteriet knyttet til minimumsverdi av eierposter (i tusen kroner)



Årsaken til at vi har satt terskelverdien til 500 000 kr er at markedsverdien av forretningsenglenes eierposter bør være substansiell – vi har sagt minst en millioner kroner. Høy markedsverdi på eierpostene skulle indikere at forretningsengens investeringer også har et betydelig omfang – selv når en tar høyde for verdistigningen av eierpostene siden forretningsenglene investerte i selskapet⁹. I det norske aksjemarkedet er gjennomsnittlig markedsverdi i forhold til bokført egenkapital (pris/bok) vanligvis et sted mellom to og tre.¹⁰ Det vil si at 500 000 kroner i bokførte verdier utgjør for den gjennomsnittlige bedrift et sted mellom 1 og 1,5 millioner kroner. I unoterte virksomheter, som det er snakk om her, vil bokførte verdier typisk være relativt lavere enn i børsnoterte bedrifter fordi det ofte er yngre bedrifter som ikke har rukket å bygge seg opp en solid balanse. I en del tilfeller er det også snakk om tidligfasebedrifter som er i utviklingsfasen. Disse bedriftene vil typisk ha svært lave bokførte balanseverdier i forhold til markedsverdien av selskapet. Pris/bok vil derfor antageligvis være noe høyere for unoterte enn for noterte selskaper. Det er naturligvis store variasjoner mellom bedrifter mht. pris/bok. Et konservativt anslag vil være å legge seg på 2. Det tilsier at markedsverdien på forretningsenglenes portefølje i snitt må ligge på over 1 million.

Som omtalt i foregående kapittel er det til dels ulike oppfatninger mellom intervjuobjektene om hva som skal til for at man skal kunne omtale en investor som en forretningsengel – dette gjelder ikke minst investeringsomfang. Representanter for TTO-ene og de aktive eierfondene, som fokuserte på "eliteenglene", snakker om at forretningsenglene investerte et sted mellom 500 000 og fire millioner i en bedrift, men at en har eksempler på engler som har investert både 10 og 15 millioner i en bedrift gjennom flere emisjonsrunder. Et fond kommenterte at "de virkelig aktive forretningsenglene investerer ikke mindre enn en million kroner i en bedrift". Deres erfaring er at forretningsengler gjerne investerer i 3-7 selskaper - noen forretningsengler har så mange som 10 bedrifter i

⁹ Vi har ikke data for når investorene investerte i selskapene så vi kan ikke si noe sikkert om hvor lenge forretningsenglene har vært eiere i bedriftene.

¹⁰ Finn Kinserdal (2008): "Pris/bok i verdivurderinger". Forelesning på autorisert finansanalytikerstudium.

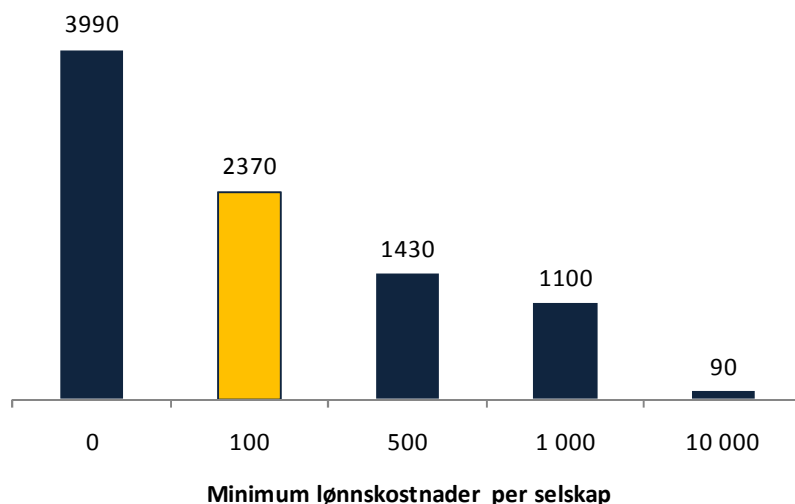
porteføljen. I kontrast til dette finner vi organisasjoner som fokuserer på bedrifter med noe lavere vekstpotensial. Et av intervjuobjektene anga et intervall på 50 000 kroner til 1 million kroner per bedrift, et annet 200 000 til 1,5 millioner kroner per bedrift. Porteføljestørrelsen mente de vanligvis var 1-4 bedrifter.

EBANs kriterium, om at man skal ha investert minst 200 000 kroner, er lavere enn hva vi har lagt til grunn – selv om man tar høyde for gjennomsnittlig verdiøkning siden investeringstidspunktet. En viktig årsak til at vårt krav er høyere er at EBAN fokuserer på tidligfaseinvesteringer, mens vi også ser på senere livsfaser. Aktiv deltagelse i mer modne selskaper vil normalt kreve større investeringer. Småinvesteringer av ren finansiell karakter i denne type bedrifter vil bli ekskludert ved å sette et noe høyere innslagspunkt. Men som sensitivitetsanalysen viser er konsekvensen av den valgte terskelverdien begrenset når man ser nedover.

Minimumsverdi for lønnskostnader i porteføljebedrifter

Vi ønsker at bedriftene som regnes med blant de to porteføljebedriftene vi stiller krav om, også skal ha reell forretningsaktivitet. Vi har derfor stilt som et krav at bedriftene har lønnskostnader. Selv om man kan tenke seg at noen bedrifter kan ha aktivitet utelukkende gjennom konsulentkontrakter eller aksjebasert kompensasjon vil de fleste aktive selskaper ha noen lønnskostnader. Vi har derfor satt et nokså lavt krav på 100 000 kroner. Figur 7 under viser hvordan antall forretningsengler vil endre seg ved å sette andre terskelverdier.

Figur 7: Sensitivitet for kriteriet knyttet til minimumsverdi for lønnskostnader i porteføljebedrifter (i tusen kroner)



Figuren viser at ved ikke å stille noe krav til lønnskostnader øker antallet forretningsengler med 68 prosent til 3 990. Dersom lønnskostnadene økes til 500 000 kroner reduseres antallet forretningsengler med 60 prosent til 1 430. Dette viser at valget av denne terskelverdien er nokså viktig. Terskelen bør imidlertid ikke være spesielt høy. Det er et viktig poeng at vi ikke inkluderer "sovende" selskaper, skattemotiverte bedriftskonstruksjoner og lignende, men vi vet fra forskning at

mange tidligfaseselskaper eies og ledes av gründere som er ansatt i en annen bedrift.¹¹ Denne situasjonen kan vedvare nokså lenge. Terskelen er derfor satt så vidt lavt som 100 000 kroner.

I henhold til svenske estimater¹² antas det at 0,05-0,15 prosent av den voksne befolkningen er forretningsengler. For Norges del vil dette tilsi at det eksisterer et sted mellom 1700 og 5000 forretningsengler i Norge. Våre beregninger, som er basert på helt andre metoder, er i overensstemmelse med dette estimatet (våre tall ligger i nedre del av estimatet). I Global Entrepreneurship Monitor 2009 for Norge (utarbeidet av Handelshøyskolen i Bodø) gis det et estimat på antall uformelle investorer rettet mot selskaper de selv ikke eier majoriteten av, på 6 prosent av den voksne befolkningen (tilsvarende over 200 000 personer). Dette er et svært høyt tall og vi antar at dette inkluderer investeringer på børser. Dermed blir dette målet irrelevant som mål på investorer i tidligfaseselskaper, og ikke minst uegnet som mål på forretningsengler.¹³

¹¹ Autio, E. (2005): *“Creative tension: The significance of the new venture internationalization framework by Oviatt & McDougall (1994)”*. Journal of International Business Studies, 36 (1), 9-19.

¹² Månson (2007) ibid.

¹³ Se Bulvåg med fler (2010): Entreprenørskap i Norge 2009, Global Entrepreneurship Monitor, Handelshøyskolen i Bodø. Det er dog litt uklart i henhold til GEM-manualen hvordan man setter opp kriteriene for uformelle investorer.

3.2 KARAKTERISTIKA VED FORRETNINGSENGLENE

Vi har identifisert omtrent 2 400 forretningsengler gjennom vår analyse av MENONs eierskaps-database. I dette delkapittelet ser vi nærmere på hvem disse forretningsenglene er, hvor de investerer og hvor mye de investerer.

Hvem er disse forretningsenglene?

Vi snakker i denne rapporten om mange kategorier av investorer og forretningsengler – venner og familie, profesjonelle storinvestorer, gründere og ledere, konsulenter og finansfolk og personer som forvalter familieformuer. Hvem er det som gjemmer seg bak disse kategoriene? I tabellen under gir vi noen eksempler på investorer i hver kategori.

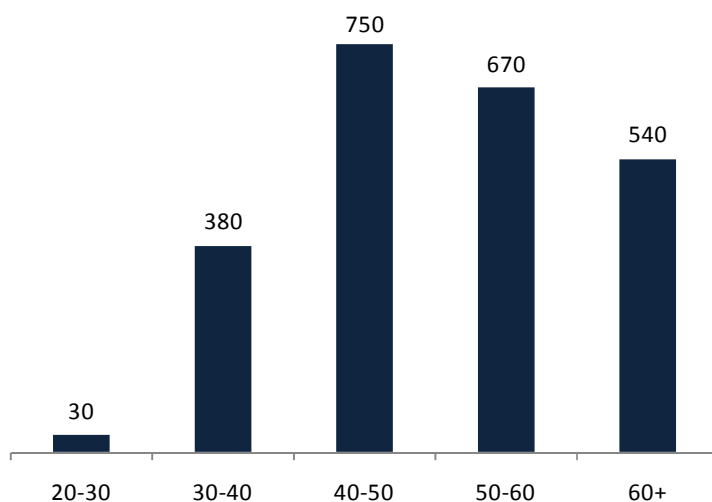
Kategori	Beskrivelse	Eksempler
Profesjonelle storinvestorer	Investorer som forvalter store verdier og som samtidig tar aktivt del i utviklingen i selskapene de går inn i	Mange kjente eksempler: John Fredriksen, Ola Mæhle, Erik Must, Trygve Hegnar, Christen Sveaas, Jan Haudemann-Andersen, Øystein Spetalen, Alf Bjørseth osv.
Forretningsengler		
<i>Gründere</i>	Vellykkede seriegründere som bruker tid og penger fra tidligere "exits" til å investere i nye	Geir Førre (Chipcon), Nadir Nalbant (Sense), Eirik Chambe-Eng (Trolltech), John Markus Lervik (Fast)
<i>Ledere</i>	Eksisterende eller tidligere toppledere som bruker hele eller deler av sin tid på å utvikle vekstselskaper	Tormod Hermansen (Telenor), Jan Kåre Pedersen (Bravida)
<i>Finansfolk</i>	Personer som har opparbeidet seg formue og kompetanse gjennom aksjeinvesteringer eller andre typer finansielle transaksjoner	Karl-Erik Staubo (restplass.no, purehelp.no), Jon Nordbrekken (Bank2), Tore Voldberg (Logiq)
<i>Konsulenter</i>	Personer som bruker erfaring fra andre tidligfaseprosjekter inn mot nye oppstartsbedrifter	Per Olav Haugom (AngelWind, Optipump mv.), Nils-Otto Ørjasæter (Mosaic Solar), Jan Biti (Innotech Solar)
<i>Familieformuende</i>	Personer som forvalter formuer som er bygd opp over generasjoner, men som ikke er store investeringsystemer	Nils Krogsrud (Luxo), Kristoffer Nilsen (Sportshuset), Jul Andrew Gundersen (KID Interiør)
Venner og familie (FFF)	Alle som verken har tilstrekkelig med kompetanse, penger eller tid til å involvere seg i oppstartsvirksomheter, men som likevel lar seg overtale til å investere noen kroner når naboen eller slektningen kommer og entusiastisk forteller om den strålende idéen han eller hun har fått	Deg og meg.

Alder og kjønn

Gjennom intervjuene fremkommer det at den typiske forretningsengel gjerne er over 35 år, og at de aller fleste er menn. Spesielt gjelder det "eliteenglene", som primært fokuserer på høyvekst-bedriftene. Når det gjelder mindre sofistikerte forretningsengler mener de som har kontakt med disse at aldersspennet er større. Kjønnfordelingen mener de imidlertid er omtrent som for "eliteengler"; betydelig overvekt av menn - 70-80 prosent menn ble antydnet av flere.

Figur 8 angir alderen på forretningsenglene vi har identifisert.

Figur 8: Forretningsenglenes alder



Det er rimelig å forvente at mange forretningsengler er godt voksne siden det vanligvis tar tid å bygge seg opp den kapital- og erfaringsbasen som kreves for å agere som forretningsengel. Dette stemmer godt overens med trenden i figuren. Gjennomsnittsalderen er 50 år – det er også medianalderen. Bare 17 prosent av forretningsenglene er under 40 år – svært få er under 30 år. 60 prosent av forretningsenglene er mellom 40 og 60 år. Nesten en fjerdedel av forretningsenglene er over 60 år, og over hundre forretningsengler er over 70 år. Den eldste forretningsengelen vi har identifisert er 95 år gammel.

Denne aldersfordelingen er nokså konsistent med de fleste andre undersøkelser av forretningsengler, men de norske forretningsenglene ser ut til å ha et noe større aldersspenn. De fleste undersøkelser finner at forretningsengler i hovedsak er mellom 40 og 65 år. For eksempel fant Hill og Power at gjennomsnittsalderen, i det utvalget av forretningsengler de så på, var 49 år. 54 prosent var mellom 46 og 55 år og 17 prosent var 56 år eller eldre.¹⁴

Når det gjelder kjønnsfordelingen er den enda skjevare blant de forretningsengler vi har identifisert enn hva som ble indikert i intervjuene. Hele 92 prosent av forretningsenglene vi har identifisert er menn. Men også dette er i samsvar med de fleste andre undersøkelser. I USA er det rapportert om 95 prosent menn, i Storbritannia 99 prosent, i Tyskland 97 prosent og i Ungarn 100 prosent.¹⁵ Denne skjevfordelingen kan blant annet skyldes at de fleste gründere som har gjennomført minst en "exit" (salg av virksomheten) og at de fleste toppledere er menn. Det er ikke urimelig at Norge har noe flere kvinnelige forretningsengler enn disse landene gitt den høye kvinnelige yrkesdeltagelsen og statens fokus på å få frem kvinnelige gründere, styremedlemmer og toppledere. Blant annet har det i Connect Vests nettverk for forretningsengler blitt lagt stor vekt på å få frem kvinnelige forretningsengler.

¹⁴ Hill, B. E. And Power, D. (2002): "Attracting Capital from Angels- How Their Money and Their Experience Can Help You Build a Successful Company", John Wiley & Sons, Inc., New York, USA

¹⁵ Kosztopulosz, A., (2004): "Informal Venture Capital in Hungary", Faculty of Economics and Business Administration, University of Szeged, Hungary.

Utdanning og arbeidsforhold

Vi har ikke hatt tilgang på data om hvilken type utdanning forretningsenglene har. Fra andre studier vet vi imidlertid at forretningsengler typisk har universitetsutdanning. Flere forskere antyder at 75 prosent av forretningsengler har en grad fra universitet eller høyskole, mens 20 prosent har påbegynt, men ikke fullført høyere utdanning. Det er grunn til å tro at omtrent disse tallene gjelder i Norge også.

En god del forretningsengler har dette som fulltidssyssel – en del av dem vi intervjuet satte det som krav for å kalle en investor en forretningsengel. Vi har imidlertid ikke noe krav til at en forretningsengel skal bruke all sin tid i denne rollen. Det er heller ikke vanlig i andre studier av forretningsengler. Vi har heller ikke tilgjengelig data om hva forretningsengler arbeider eller har arbeidet med. Andre undersøkelser har imidlertid vist at forretningsengler rekrutteres fra mange yrkesdisipliner. En studie viste at 25 prosent kom fra finansverdenen, 20 prosent fra næringer knyttet til maskiner og utstyr mens 55 prosent kom fra områder som medisin, IKT, bioteknologi mv.¹⁶ Det er rimelig å anta at også norske forretningsengler har en mangfoldig bakgrunn, men at mange kommer fra sektorer hvor norsk næringsliv har en sterk internasjonal posisjon.

Geografisk fokus

Hvor i landet er det forretningsengler investerer? Er det i byene og de sentrale strøkene, eller bidrar de også til sysselsetting og vekst i de mer grisgrendte delene av Norge? Følgende tabell kan gi noen indikasjoner på dette. Den viser hvilket fylke forretningsenglene har flest porteføljeselskaper i. Dersom en forretningsengel har like mange porteføljeselskaper i to eller flere fylker rangeres fylkene etter eierpostenes egenkapitalverdi i hvert fylke. Vi har med andre ord ikke fokusert på hvor forretningsengelen *bor*, men hvor han eller hun *investerer*, da det er investeringene som er av interesse i denne sammenhengen. I praksis vil det nok være stor grad av samsvar da de fleste forretningsengler investerer i lokalmiljøet. Det gjør det også enklere å ta aktivt del i utviklingen av selskapet.

¹⁶ Alterovitz, R., and Zonderman, J., (2002): “*Financing your New or Growing Business*” Entrepreneur Mentor Series, Canada

Tabell 3: Forretningsenglenes geografiske nedslagsfelt

Fylke	Antall	Andel
OSLO	470	20 %
ROGALAND	260	11 %
HORDALAND	230	10 %
AKERSHUS	220	9 %
MØRE OG ROMSDAL	140	6 %
NORDLAND	130	5 %
SØR-TRØNDELAG	120	5 %
VESTFOLD	110	5 %
ØSTFOLD	100	4 %
BUSKERUD	80	3 %
VEST-AGDER	80	3 %
TROMS	70	3 %
NORD-TRØNDELAG	60	3 %
OPPLAND	60	2 %
HEDMARK	60	2 %
TELEMARK	50	2 %
SOGN OG FJORDANE	50	2 %
FINNMARK	50	2 %
AUST-AGDER	30	1 %
SVALBARD	-	0 %
Totalt	2370	100 %

Ikke overraskende er det Oslo som troner på topp. 20 prosent av alle forretningsengler har flest investeringer i Oslo. Inkluderer vi Akershus blir summen 29 prosent. Dette er i samsvar med hva vi kunne forvente. En betydelig del av både kapital, kompetanse og næringsliv i Norge befinner seg i denne regionen. På andre- og tredjeplass finner vi Rogaland og Hordaland. Flere intervjuobjekter har kommentert at det er et aktivt forretningsenglemiljø i Rogaland. Dette skyldes nok aktivitet knyttet til oljerelatert industri i og rundt Stavanger. I Hordaland er det mange bedrifter innen shipping, industri og oppdrettsnæring som har bidratt til at det både er bra med forretningsengler og investeringsobjekter i fylket. I sum har akkurat halvparten av forretningsenglene majoriteten av sine porteføljer i disse fire fylkene.

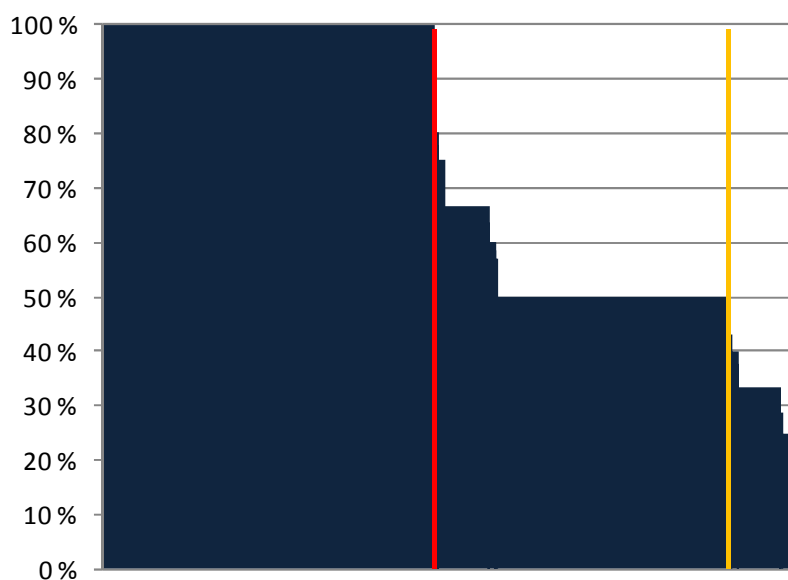
Møre og Romsdal er nummer fem på listen. Dette er et fylke med et dynamisk næringsliv, og det er noe overraskende at bare 6 prosent av forretningsenglene har hovedtyngden av sine investeringer i fylket. I intervjuene har det kommet frem at det er relativt mange forretningsengler i Trondheimsregionen (Sør-Trøndelag). Dette skyldes primært teknologimiljøet rundt Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet (NTNU) i Trondheim. I denne regionen finner vi mange eliteengler som aktivt samarbeider og kofinansierer med de aktive eierfondene i regionen. Også i Tromsø er det et aktivt miljø av forretningsengler, men bare tre prosent av forretningsenglene har flest investeringer i Troms. Dette fremstår også som noe lavt, men kan skyldes at forretningsenglene i Tromsø-området er aktive og investerer en god del penger, men at de egentlig er nokså få.

Samlet sett ser vi at en betydelig andel av forretningsenglene opererer i og rundt de store bysentrene i Norge – Oslo, Bergen, Stavanger, Trondheim og til dels Tromsø. Dette er ikke overraskende i og med

at en betydelig andel av næringslivet – og en enda større andel av vekstbedriftene – er lokalisert i disse byområdene¹⁷.

Som nevnt er denne fylkesinndelingen gjort ut fra hvor forretningsengelen har flest porteføljebedrifter. Figur 9 viser hvor mange forretningsengler som investerer i flere fylker, og hvor mye de investerer i det fylket hvor de har flest bedrifter i porteføljen.

Figur 9: Forretningsenglenes andel av porteføljeselskaper i fylket med flest investeringer



Fra figuren ser vi at nesten halvparten av forretningsenglene utelukkende investerer i ett fylke (rød strek). Det vil si at vel halvparten av forretningsenglene har eierposter i bedrifter med hovedkontoradresse i minst to forskjellige fylker, eventuelt i utenlandske bedrifter. Nesten 90 prosent av forretningsenglene har minst halvparten av porteføljen sine de største fylkene?? (oransje strek). Det er bare et fåtall forretningsengler som har mindre enn en tredjedel av investeringene sine i bedrifter som ligger i det fylket hvor de har flest porteføljeinvesteringer. Dette viser at forretningsenglenes investeringer som oftest er geografisk svært konsentrerte. Hadde vi slått sammen Oslo og Akershus til et felles område ville denne tendensen vært enda sterkere.

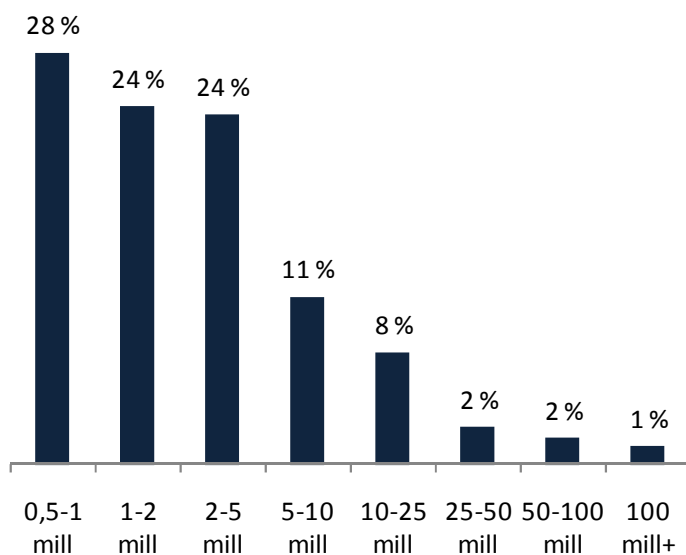
Investeringsomfang

Vi har nå sett nærmere på *hvem* forretningsenglene er og *hvor* de investerer. Det er også interessant å se på *hvor mye* de investerer. Dette har vi ikke direkte informasjon om. Vi kan imidlertid få en god indikasjon gjennom å se på hva forretningsenglenes andel av bedriftenes bokførte egenkapital er. Her ser vi på alle bedrifter forretningsenglene har eierposter i, ikke bare de som tilfredsstillter de kravene vi har stilt til bedriftene for å regne dem inn blant de to porteføljebedriftene en forretningsengel minst må ha. Sammenhengen mellom bokførte verdier og markedsverdier er

¹⁷ Dette er dokumentert i en rekke studie, blant annet i Spilling O., Hansen B. H. og Bjørnåli E.(2010): "Evaluering av Nyvekst", som viser at et fåtall vekstbedrifter er i det distriktspolitiske virkeområdet.

tidligere omtalt i kapittel 3. Dette er oppsummert i figur 10, som viser andel av forretningsengler som ligger i ulike verdiintervaller.

Figur 10: Andel av forretningsengler i hvert verdiintervall (verdi av bokført egenkapital)



Vi husker fra kapittel 2.2 at minimumskravet for å regnes som en forretningsengel i denne analysen er at bokført egenkapital av alle eierposter minst utgjør 500 000 kroner. Intervallinndelingen starter derfor her. Vi ser at nesten tre fjerdedeler av forretningsenglene sitter på eierposter som utgjør mindre enn fem millioner kroner i bokført egenkapital. Deretter faller andelene raskt – det er få forretningsengler som sitter på store verdier. Det er imidlertid fem prosent av forretningsenglene vi har identifisert som sitter på eierposter som overstiger 25 millioner kroner i bokført egenkapital. Dette er investorer som fort burde karakteriseres som profesjonelle storinvestorer, og ikke forretningsengler. Og riktig nok – blant navnene på toppen av denne listen finner vi kjente navn i norsk næringsliv som Møller, Astrup, Rieber, Grieg og Lykke. Vi har av tidsmessige årsaker ikke kunnet gått gjennom listen og manuelt fjerne slike storinvestorer. Det er imidlertid ikke mange av denne typen aktører i populasjonen. Det er også et poeng at selv om man sitter på store verdier kan man fremdeles være forretningsengel. Vi har som tidligere nevnt ingen begrensning knyttet til livsfase for forretningsenglenes porteføljebedrifter. Forretningsengler som har gått inn i større virksomheter, eller vært eiere over tid i bedrifter med vedvarende og høy vekst, vil derfor likevel kunne karakteriseres som forretningsengler - Trygve Hegnar kan være et eksempel. Det er også slik at man kan være forretningsengel "på si", selv om man eier en stor familiebedrift eller er en del av et større og profesjonelt investeringsmiljø..

Vi har i dette delkapittelet gjennomgått sentrale karakteristika ved forretningsenglene som vi har identifisert. I neste delkapittel vil vi se nærmere på *bedriftene* som disse forretningsenglene eier.

3.3 KARAKTERISTIKA VED PORTEFØLJEBEDRIFTENE

De knappe 2 400 forretningsenglene vi har identifisert har omtrent 6 000 eierposter i omtrent 4 500 bedrifter – mange forretningsengler samfinansierer med andre forretningsengler i enkeltbedrifter, jfr. kapittel 4. I tillegg har forretningsenglene eierposter i mange bedrifter som ikke tilfredsstiller kravene vi har satt for å være en porteføljebedrift for en forretningsengel (jfr. kapittel 2). Til sammen har forretningsenglene over 9 500 eierposter i norske bedrifter. Dette viser at forretningsengler har et bredt eierskapsengasjement i norsk næringsliv. I det følgende vil vi forsøke å få frem hvilke næringer forretningsenglene opererer i, hvilken livsfase bedriftene er i og i hvilken grad de er å anse som høyvekstbedrifter. Vi vil også se nærmere på forretningsenglenes eierandeler i bedriftene.

Næringsfokus

Det er interessant å se på hvilke næringer forretningsenglene investerer i. Blant annet er det interessant å avdekke i hvilken grad englene fokuserer på teknologiintensive næringer med høy endringstakt og betydelig dynamikk – det er ofte her de store avkastningspotensialene ligger for investorene. Tabellen under viser hvor stor andel hver næringsgruppe utgjør av det totale antallet porteføljebedrifter.

Tabell 4: Forretningsenglenes næringsfokus

NÆRINGSGRUPPER	Antall	Andel
VAREHANDEL, REPARASJON AV MOTORVOGNER	1 000	22 %
FAGLIG, VITENSKAPELIG OG TEKNISK TJENESTEYTING	662	15 %
BYGGE- OG ANLEGGSVIRKSOMHET	637	14 %
INDUSTRI	569	13 %
INFORMASJON OG KOMMUNIKASJON	401	9 %
TRANSPORT OG LAGRING	247	5 %
FORRETNINGSMESSIG TJENESTEYTING	204	5 %
FINANSIERINGS- OG FORSIKRINGSVIRKSOMHET	168	4 %
JORDBRUK, SKOGBRUK OG FISKE	153	3 %
OVERNATTINGS- OG SERVERINGSVIRKSOMHET	121	3 %
ANNET	368	8 %
TOTALT	4 530	100 %

Vi ser at varehandel (inkludert motorvognreparasjoner) er den største gruppen. Denne næringsgruppen utgjør 22 prosent av alle porteføljebedriftene. Motorvognreparasjoner utgjør mindre enn syv prosent av denne gruppen, så det er varehandel som dominerer. Varehandel omfatter alle typer varehandel og dekker både detaljist- og engrosleddet, samt agenturer. Det er en lang rekke nordmenn som har gjort gode penger innen varehandel. Varehandel utgjør også en betydelig andel av økonomien. Det er derfor ikke overraskende at varehandel er den næringen forretningsengler investerer mest i. Det er imidlertid verdt å merke seg at dette ikke er teknologibaserte høyvekst-selskaper som de aktive eierfondene og ”eliteenglene” fokuserer på.

Den nest største næringsgruppen er faglig, vitenskapelig og teknisk tjenesteyting. Dette er i hovedsak kompetansebaserte konsulenttjenester av typen bedriftsrådgivning, juridisk rådgivning, regnskap og revisjon, veterinærer, arkitekter, byggtekniske konsulenter mv. Heller ikke dette er bedrifter som er i målgruppen til investeringsfondene.

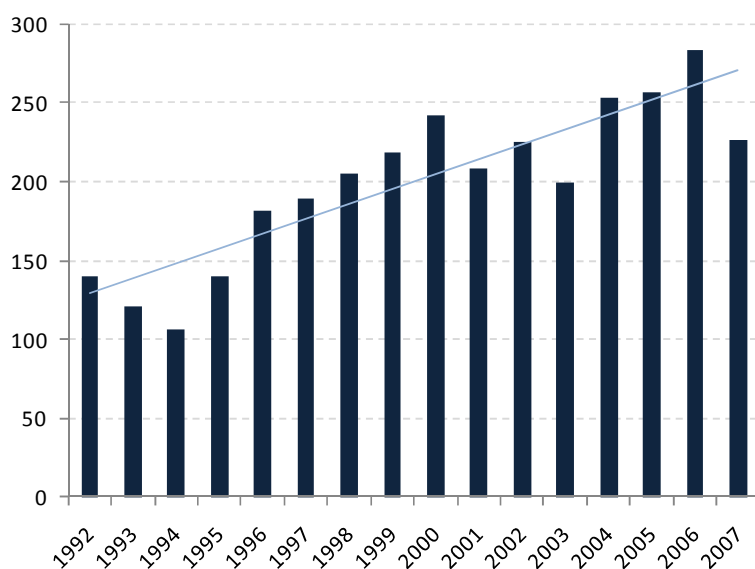
Rett bak denne næringsgruppen kommer bygg- og anleggsvirksomhet og industriell virksomhet. I disse næringsgruppene skjuler det seg noen høyvekstselskaper, men det er antagelig nokså langt mellom dem. Først på femteplass kommer informasjon og kommunikasjon, hvor man finner mange skalerbare teknologivirksomheter. Deretter finner vi ulike typer tjenester. Investeringer i primærnæringene utgjør bare tre prosent. Denne er noe overraskende i og med at vi har en velutviklet og dynamisk havbruksnæring med mange vekstselskaper. Annet-kategorien inneholder næringskategorier som hver for seg utgjør mindre enn to prosent av alle porteføljebedrifter. Dette er blant annet virksomheter innen kultur, helse og sosial, undervisning og bergverksdrift.

De fem største næringsgruppene utgjør 72 prosent av alle porteføljeselskapene til de forretningsenglene vi har identifisert. Næringsfokusert til forretningsenglene illustrerer poenget med at en stor andel av forretningsenglene ikke investerer i skalerbare og teknologiintensive bedrifter, som skal erobre verden, men i lokale bedrifter med et regionalt eller nasjonalt nedslagsfelt. Mange av disse bedriftene kan ha karakter av å være levebrødsbedrifter, men er likevel svært viktige for sysselsetting og verdiskaping i Norge.

Porteføljebedriftenes alder

Alderen på bedriftene forretningsenglene har eierandeler i sier noe om hvilken livsfase de er i. De aller fleste bedriftene er etablert etter 1990. I figur 11 under ser vi en oversikt over antall bedrifter som forretningsengler har eierposter i for hvert år fra og med 1992 til og med 2007. Eksempelvis er det 140 bedrifter som ble etablert i 1992 hvor en eller flere forretningsengler har eierposter i 2008. Dette tidsintervallet dekker 61 prosent av alle porteføljebedriftene.

Figur11: Alder på forretningsenglenes porteføljebedrifter



Vi ser av trendlinjen (lyseblå) at antallet er jevnt stigende over tid, men vi ser også at antallet synker noe i lavkonjunkturperioder (1992-5 og 2000-03). At antallet stiger over tid er naturlig. Hvis vi antar at forretningsengler gikk inn i eldre bedrifter for en del år siden vil mange av disse bedriftene ikke eksistere mer, og noen forretningsengler vil ha solgt sine eierandeler. Det vil være færre bedrifter

som er borte og færre salg av eierandeler for nyere bedrifter. Vi kan derfor ikke uten videre slutte at omfanget av forretningsengleaktivitet har økt i perioden, selv om det er sannsynlig.

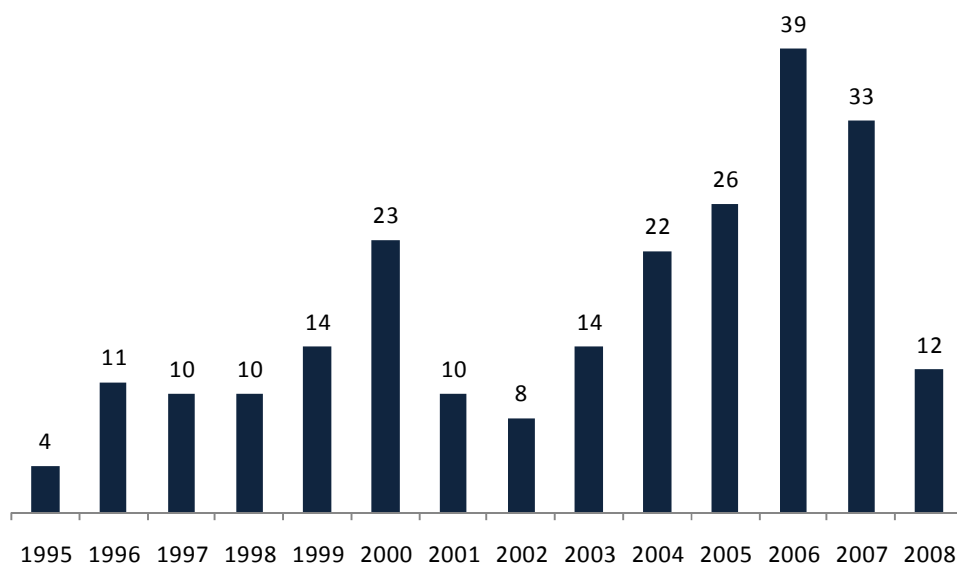
Mer interessant er det at en betydelig andel av bedriftene er relativt unge. Mer enn hver fjerde bedrift, som forretningsenglene har eierskap i, er seks år eller yngre. Dette er bedrifter som vanligvis er i vekstfasen – en del av dem vil fremdeles være i oppstartsfasen, med betydelige utviklingskostnader. Slike bedrifter vil typisk være teknologiintensive høyvekstbedrifter som særlig forretningsenglene på toppen i figur 4 på side 8 (gründere og ledere) investerer i. Dette er samfunnsøkonomisk viktige bedrifter som bidrar til nyskaping, nye arbeidsplasser og økonomisk vekst. Vi har derfor gjort et forsøk på å avdekke omfanget av denne type virksomheter i forretningsenglenes bedriftsportefølje.

J-kurveanalyse

Så å si alle høyvekstbedrifter krever betydelige investeringer (eksempelvis forsknings- og utviklingsinvesteringer) i starten, før inntektene kommer. Disse bedriftene trenger derfor tilførsel av kapital de første leveårene, og vil ha til dels betydelige underskudd før de begynner å gå med overskudd – de vil oppleve en j-kurvelignende utvikling. Denne krevende utviklingsperioden som må finansieres av risikokapital kalles gjerne "dødens dal".

Vi har derfor sett nærmere på hvor mange av porteføljebedriftene som har hatt betydelige driftsunderskudd i løpet av de fem første driftsårene. Figur 12 viser hvor mange porteføljebedrifter fra hver årgang i perioden 1995-2008 som har hatt et kumulativt driftsresultat på minst minus fem millioner kroner i løpet av de første fem årene etter oppstart.

Figur 12: Antall bedrifter med kumulativt driftsresultat på minst -5 millioner kroner fem år etter oppstart



I figuren ser vi at det har vært en jevn stigning i antall porteføljebedrifter med tydelige j-kurvekarakteristika. Unntaket er i lavkonjunkturen etter at internettboblen sprakk i 2000-2001. Da

var det få investorer som satset penger på risikable prosjekter. Det er også verdt å merke seg at antallet bedrifter i figuren øker i 2005 og 2006, selv om disse bedriftene ikke har levd i fem år ved måletidspunktet (som jo er 2008). Selv i 2007 er antallet høyt. Det betyr at disse selskapene har "brent" minst fem millioner på bare to år. Dette skulle indikere at andelen risikable teknologiprojekter er stigende.

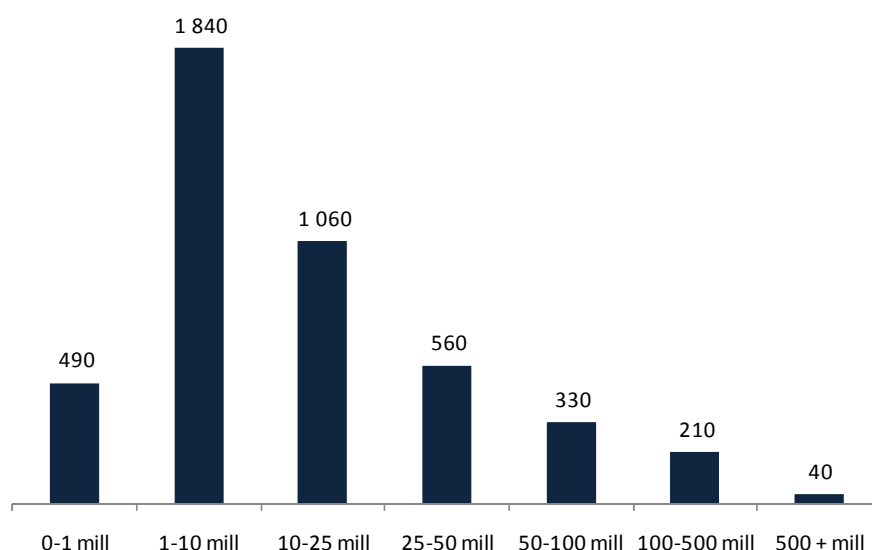
De aktive eierfondene investerer utelukkende i potensielle høyvekstselskaper. Fondene har investert i 97 av forretningsenglenes porteføljebedrifter siden 1995. Av disse 97 bedriftene er 45 bedrifter j-kurvebedrifter – med andre ord nesten halvparten. Dette må sies å være en svært høy andel tatt i betraktning av at flere av fondenes 97 porteføljeselskaper aldri kom så langt ned i j-kurven og at fondene kom inn på slutten eller etter den første femårsperioden i flere av porteføljeselskapene. Dette er således en god indikasjon på at denne analysen "treffer" målgruppen; teknologiintensive høyvekstbedrifter.

Det er omtrent 8 prosent av alle porteføljeselskapene som har "brent" så mye penger som fem millioner kroner i løpet av de første fem leveårene. Inkluderer vi også samtlige bedrifter der forretningsenglene har koinvestert sammen med aktive eierfond (97) kommer vi opp i omtrent 10 prosent. Analysen over indikerer også at denne andelen er på vei opp. I og med at omtrent 10 prosent av porteføljebedriftene er å anse som høyvekstselskaper er det lett å bli forledet til å anta at også 10 prosent av forretningsengler har eierposter i høyvekstselskaper. Andelen er sannsynligvis noe lavere i og med at de mest kompetente forretningsenglene – gründere og ledere – ofte har flere høyvekstbedrifter i sine porteføljer. Med andre ord er knappe 10 prosent av forretningsenglene plassert i den øverste gruppen i figur 4 på side 8.

Porteføljebedriftenes omsetning

Omsetningen til forretningsenglenes porteføljeselskaper vil kunne si noe om hvor i livssyklusen bedriftene er. Bedriftenes omsetning er angitt i figur 13.

Figur 13: Antall porteføljebedrifter i ulike omsetningsintervaller



I figuren ser vi at det er nesten 500 bedrifter med liten eller ingen omsetning. Dette utgjør 11 prosent av alle bedriftene. Blant disse vil det være en rekke relativt nystartede bedrifter, som er nede i j-kurven. Det er flest bedrifter med omsetning i intervallet 1-10 millioner kroner. I dette intervallet finner vi over 40 prosent av alle bedriftene. Det vil si at over halvparten av porteføljebedriftene har mindre enn 10 millioner kroner i omsetning. Hele 87 prosent av bedriftene har mindre enn 50 millioner kroner i omsetning. Dette er mindre bedrifter som i sum står for en betydelig verdiskaping. En del av disse bedriftene vil også vokse og noen av dem vil bli betydelig større.

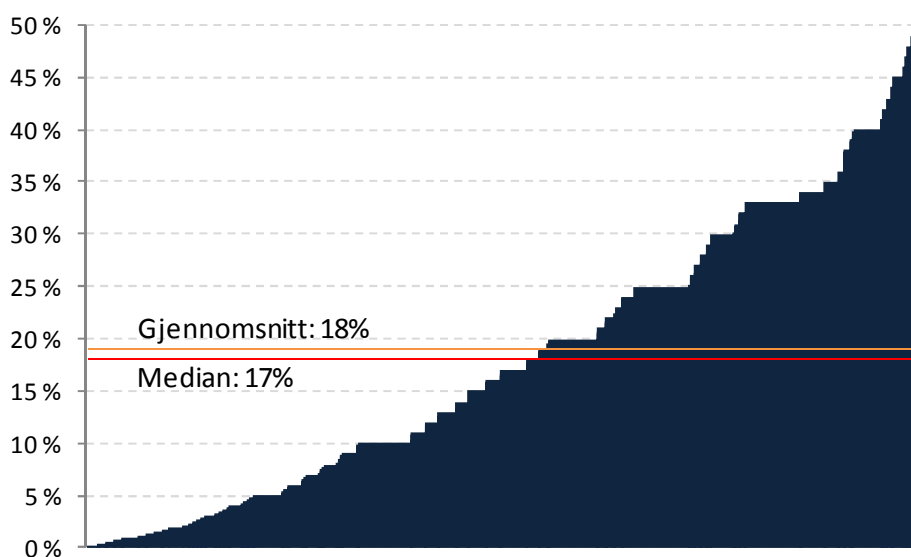
Vi ser også at etter hvert som omsetning øker synker antall bedrifter i intervallene raskt. Det er bare omtrent 250 bedrifter med omsetning over 100 millioner kroner. Dette utgjør seks prosent av porteføljebedriftene. Noen av disse bedriftene er porteføljebedrifter som ikke naturlig hører hjemme i en forretningsengleportefølje, men de fleste synes å være vellykkede bedrifter som har realisert en betydelig vekst de siste tiårene.

Dette viser at flesteparten av forretningsenglenes porteføljebedrifter er små og mellomstore bedrifter, men at forretningsengler også har eierposter i større virksomheter. Forretningsenglene vil vanligvis ha investert i disse bedriftene på et relativt tidlig stadium og har vært med på store deler av veksten.

Forretningsenglenes eierandeler i porteføljebedriftene

Forretningsenglenes eierandeler i porteføljebedriftene vil ha en del å si for hvilke muligheter og incitamenter forretningsenglene har til å påvirke bedriften. Figur 14 viser hvilke eierandeler forretningsenglene har i de vel 4 500 porteføljebedriftene.

Figur 14: Antall porteføljebedrifter i ulike omsetningsintervaller



Vi ser av figuren at eierandelene er nokså jevnt fordelt i eierandelsintervallet vi har definert at en forretningsengel kan ha (0-49 prosent). Det er riktignok noen flere små eierandeler enn det er store eierandeler. Dette gjenspeiler seg også i at medianeierandelen på 17 prosent ligger tett opptil

gjennomsnittlig eierandel på 18 prosent. Det er en god del eierposter ved de "runde" tallene; 10 prosent, 20 prosent, 25 prosent og 33,3 prosent. Det er nærliggende å anta at forretningsengler enten eier "mye av noe lite" eller "lite av noe stort". Vi testet dette ved å plote omsetning mot eierandel. Imidlertid viste deg seg å ikke være noen sammenheng mellom eierandel og størrelse på bedriften.

3.4 UTBREDELSE I ANDRE LAND

Generelt vies det lite oppmerksomhet til forretningsengler i Norge sammenlignet med i andre europeiske land. Det skrives lite om forretningsengler i pressen, begrepet benyttes sjelden i finansmiljøer, og aktørene har i svært begrenset grad organisert seg med felles nettverk og interesseorganisasjoner. Eksempelvis er antallet nettverk for forretningsengler svært lavt i Norge sammenlignet med mange andre europeiske land. Men hvor store er egentlig forskjellene og er det mulig å sammenligne over landegrensener? Retter vi blikket mot Europa, finnes det noen grove estimater på forretningsenglers utbredelse. Tabellen under baserer seg på tall fra EBAN (The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players) som fører årlige oversikter over hvor mange forretningsengler og nettverk for slike engler det finnes i ulike europeiske land. EBAN estimerer at det i Europa er omtrent 75 000 forretningsengler som har investert i størrelsesorden 3-5 mrd Euro (25-45 milliarder kroner).¹⁸

Tabell 5: Oversiktsstatistikk for forretningsengler i Europa

	Antall forretn. engler i 2008	Antall BANS i 2008	Investert beløp som andel av BNP (mill EUR)	Totalt investert beløp (EUR mill)	BNP i 2008 (EUR)	Antall foretningsengler per 10.000 innbyggere
Andorra	20	1	33,4	100	3	2,38
Belgia	270	3		-	279	0,26
Bulgaria	25	3	1,0	70	67	0,03
Danmark	-	5		-	147	
Finland	400	1		-	138	0,76
Frankrike	3 000	61	3,9	6 000	1 525	0,47
Hellas	-	1		-	241	
Irland	-	-		-	132	
Italia	310	10	23,9	31 100	1 299	0,05
Kroatia	-	1		-	59	
Luxemburg	18	1	2,8	80	29	0,37
Malta	-	1		-	7	
Nederland	2105	10		-	487	1,26
Norge	-	6		-	192	
Polen	76	5		-	481	0,02
Portugal	437	10		-	170	0,41
Russland	120	6		-	1 624	0,01
Slovenia	30	1		-	43	0,15
Spania	1 465	40		-	966	0,36
Storbritannia	5 548	24		-	1 587	0,91
Sveits	210	11		-	227	0,28
Sverige	1 772	24	36,8	9 100	248	1,96
Tyrkia	102	2		-	657	0,01
Tyskland	1 400	39		-	2 095	0,17
Ungarn	50	1		-	141	0,05
Østerrike	124	3		-	236	0,15

¹⁸ Kilde: "Summary of EBAN Activity Report 2009"

Data til EBAN-oversikten samles inn via medlemmer og nasjonale interesseorganisasjoner. Måle- og beregningsmetodene er svært ulike fra land til land. I kolonne lengst til høyre presenteres antall forretningsengler per 10.000 innbyggere i hvert enkelt land. Man kan lese av tabellen at variasjonen er stor fra land til land, noe som i all hovedsak må tilskrives ulike beregningsmetoder. I landene der forholdstallet er større enn 1 har beregningen av antall forretningsengler basert på faglige undersøkelser (Sverige og Nederland). Disse undersøkelsene vil normalt rapportere et høyere antall forretningsengler enn de landene som rapporterer basert på medlemstall i såkalt BANs (Business Angel Networks). Tallene for Italia, Russland, Sveits og Tyskland er representanter for sistnevnte gruppe. I den sistnevnte gruppe fokuserer man i all hovedsak på det vi tidligere har kalt for eliteenglene og som er medlemmer av nettverk, mens man i den første gruppen nok opererer med et noe videre begrep.

Tallene for norske forretningsengler som går inn under eliteenglebegrepet, tilsier et forholdstall på rundt 0,5 per 10 000 innbygger. Dette plasserer Norge i så fall noe under de landene med høyest intensitet. Det er derfor grunn til å tro at antallet eliteforretningsengler er noe lavere i Norge enn i land som Storbritannia, Sverige og Nederland, men at antallet forretningsengler generelt ikke ligger noe lavere enn i de andre europeiske landene. I forhold til USA er det imidlertid en stor forskjell. All forskning viser at intensiteten av forretningsengler er vesentlig høyere i USA enn i Europa. Denne investorklassen er vesentlig mer moden, med flere og mer kompetente forretningsengler, og bedre samhandling mellom gründere, engler og fond. Dette understøttes også av tilbakemeldinger fra intervjuene som er gjennomført. Et av intervjuobjektene sa det slik: "I USA er sektoren fundamentalt mer omfattende – det er vesentlig mer kompetanse og kapital i sirkulasjon".

Ettersom organiseringen av økonomien i Norge i stor grad ligner på det vi ser i Sverige og Danmark, er det hensiktsmessig å se litt nærmere på organisering av forretningsengler i disse to nabolandene. I både Danmark og Sverige har forretningsengler mulighet til å være medlemmer av de nasjonale venturekapitalforeningene SVCA (Swedish Private Equity & Venture Capital Association) og DVCA (Danish Venture Capital & Private Equity Association). I Norge har man valgt ikke å åpne opp for dette. Hovedargumentet hviler på at denne gruppen er svært heterogen med ulikt kompetansenivå. Det oppleves som vanskelig å trekke grensen for hvilke aktører som skal få være med og ikke. I tillegg kommer det faktum at det eksisterer svært få nettverk av forretningsengler som kan fungere som en form for prekvalifiseringsordning. I dag eksisterer det kun to formelle nettverk i Norge. NorBAN er et nylig opprettet nettverk i Oslo, i nær sammenheng med investeringsselskapet Movation. Det andre nettverket er tilknyttet Connect Vest i Bergen, som har nære koblinger til investeringsselskapet Fabian Invest.¹⁹

I Sverige hadde bransjeforeningen i en periode støtte fra NUTEK (Verket för näringslivsutveckling, nå en del av Tillväxtverket) for å drifte tjenester rettet mot forretningsengler. Dette bidraget har nå falt bort noe som vanskeliggjør foreningens arbeid med en relativt heterogen og lite betalingssterk gruppe. SVCA organiserer omtrent 70 forretningsengler og 18 nettverk.

¹⁹ I perioden rundt årtusenskiftet fantes det flere aktive nettverk for forretningsengler i Norge. I Kristiansand fant man nettverket Partus, i Trondheim var nettverket Trøndelag Investorforum, i Rogaland fant man nettverket RoBAN og Venture lab administrerte nettverket NorBAN. I tillegg ble det igangsatt to nettverk knyttet til forskningsparken ved Universitet i Oslo; Bio BAN og ICT BAN. For mer informasjon, se Nærings- og handelsdepartementet (2004): European Charter for Small Enterprises: Norwegian Report 2004

I Danmark organiserer DVCA omtrent 80 forretningsengler, i all hovedsak gjennom seks ulike danske nettverk for engler. I likhet med Sverige er de fleste nettverkene lokale eller regionale. I en studie utført av FORA (2010) presenteres det beregninger som viser at 7 prosent av alle høyvekstforetak har fått kapital gjennom en forretningsengel. Samtidig anslår FORA at det finnes et sted mellom 900 og 3500 potensielle forretningsengler i Danmark. Rapporten sier lite om hvor mange engler det finnes i dag.

4. FORRETNINGSENGLENS BETYDNING FOR SELSKAPENE.

Gjennomgangen i forrige kapittel gir en oversikt over forretningsenglenes rolle i norsk næringsliv. Kan man med dette som bakgrunn si noe om i hvilken grad forretningsenglene spiller en viktig rolle for oppstartsbedrifter og SMBer i Norge. Vår analyse av porteføljebedriftenes alder viser at forretningsenglene går inn i ca. 300 bedrifter i året. Sammenholdt med antall bedrifter som etableres hvert år (rundt 30 000 når man holder enkeltmannsforetak og NUF utenom), er dette tallet lite (kun 1 prosent). Men man må samtidig stille spørsmål om hvor relevant det er å sammenligne med alle oppstartsbedrifter ettersom dette tallet inneholder et stort antall bedrifter som aldri blir aktive eller som i liten grad vil ha behov for ekstern kapital. Vi har vist at forretningsenglene er inne i mange av de bedriftene som såkornfond og venturefond har investert i (se også kapittel 5). At forretningsenglene er inne i over 200 teknologdrevne vekstselskaper (se drøftingen av J-kurven) tilsier at de spiller en like viktig rolle som de aktive eierfondene som opererer i tidlig fase. Det er også viktig å få med seg at forretningsenglene i tillegg er inne i over 9000 selskaper der de bidrar med kompetanse og kapital. I forhold til det totale antall små og mellomstore bedrifter er dette tallet lite, men når man snevrer sammenligningsgrunnlaget inn til aktive bedrifter med betydelig vekstpotensial, blir forretningsenglenes rolle mer markant.

For å skape et bilde av hvilken rolle forretningsengler spiller for bedriftene de er engasjert i, gjennomførte vi intervjuer med 12 utvalgte representanter for ulike institusjoner og aktører som arbeider tett med forretningsengler. Et av intervjuobjektene er selv forretningsengel. Listen over intervjuobjekter og intervjuguiden er presentert i vedlegg 1.

Menons regnskapsdatabase viser at forretningsenglene har en gjennomsnittlig eierandel på 18 prosent i bedriftene, men at eierandelene varierer mye fra nærmere null til 50 prosent (se figur 14). En gjennomsnittlig eierandel på 18 prosent er å betrakte som relativt høyt. Det skulle tilsi at forretningsenglene utgjør en viktig kilde til kapital og da særlig for tidligfasebedrifter. Samtidig er det viktig å merke seg at flere intervjuobjekter peker på at forretningsengler ofte ikke står løpet fullt ut når det gjelder tilførsel av kapital til bedriftene over tid. I fasene der bedriftene trenger betydelig kapital for utprøving av teknologi og kommersialisering vil det derfor ofte være behov for tilførsel av kapital fra andre typer aktører. Med en eierandel på opp mot 20 prosent kan forretningsengelen ha strategisk makt gjennom sin eierposisjon. I flere av intervjuene ble det påpekt at de mest profesjonelle forretningsenglene gjerne ønsket en såpass stor eierandel for nettopp å kunne utøve noe innflytelse utover sin kompetansetilførsel. Imidlertid understreket flere i intervjuene at kompetanseelementet var svært viktig for oppstartsbedriftene. Mange fond ønsker å ha med seg forretningsengler inn i nye prosjekter nettopp fordi de ofte besitter uvurderlig teknisk kompetanse

og et godt og relevant nettverk innen bransjen selskapet opererer i – i tillegg til at de ofte har erfaring fra å bygge nye virksomheter.

Når det gjelder forretningsengler med fokus på høyvekstbedrifter blir et anslag på 10 prosent (drøyt 200 bedrifter) ansett som et realistisk tall av flere av intervjuobjektene, men synet på dette antallet blir preget av hvilken rolle intervjuobjektet har. Det er et viktig poeng at flere av intervjuobjektene legger vekt på at forretningsengler ofte er viktigere enn aktive eierfond når det gjelder tilførsel av kompetanse til denne typen bedrifter. Der fondene har god finansiell kompetanse og innsikt i hvordan man utvikler vekstbedrifter, har forretningsenglene ofte konkret og "hands-on" erfaring fra tilsvarende teknologi eller bransje og kan anvende denne i bedriftene. Mange forretningsengler bruker også noe mer tid på tidligfasebedriftene enn hva forvalterne i fondene har mulighet til. Det er viktig å merke seg at det ikke bare er forretningsenglene selv som sier dette, men også representanter for aktive eierfond.

Samtidig er det viktig å huske at forretningsengler er en sammensatt gruppe av investorer med svært varierende erfaring som aktive eiere. Mange av intervjuobjektene pekte på at forretningsengler ofte mangler nødvendig kompetanse knyttet til seleksjon av bedrifter og kompetanse rundt forhandlinger og avtaler med bedriften og andre eiere. Denne mangelen trekker i retning av at mange forretningsengler ender opp med en mindre lønnsom portefølje. Det ble i flere sammenhenger pekt på at forretningsengler er mer risikovillige enn profesjonelle investormiljøer, og at de derfor gjerne går tidligere inn og engasjerer seg i en stor andel av bedrifter med lavere overlevelsesansynlighet. Slik sett spiller englene en viktig rolle som kapitalkilde i en krevende fase kort tid etter oppstart, da få investorer er villige til å bidra med risikokapital. Det er imidlertid en utfordring å få forbedret forretningsenglenes prosjektseleksjon.

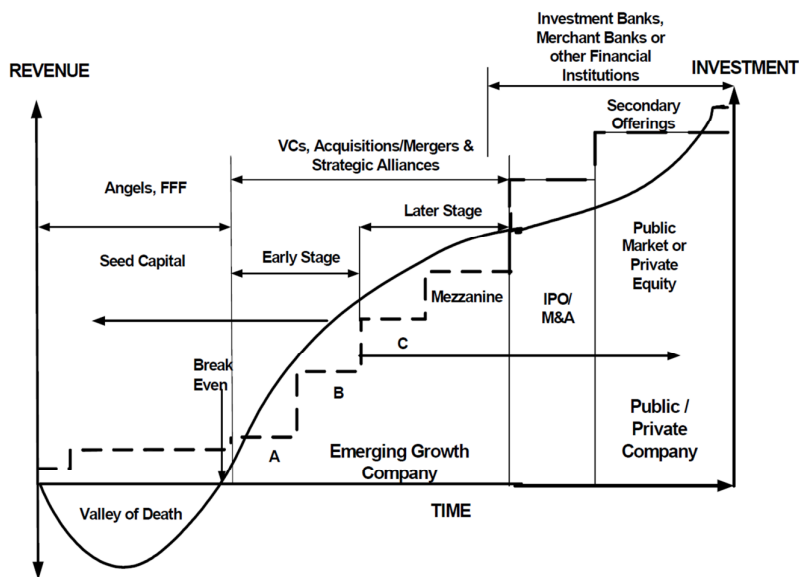
Mange av intervjuobjektene opplever antallet forretningsengler i Norge som lavt. Samtidig peker de på at mange av forretningsenglene kjenner til hverandre og at de gjerne går sammen om å investere i bedrifter. Representantene for eierskapsfondene understreket at de også kjenner godt til et utvalg forretningsengler, som de jevnlig har interaksjon med i ulike fora. Dette understøttes av våre funn i databasen, der syndikering med flere forretningsengler og mellom fond og forretningsengler er nokså vanlig.

Både i Norge, Sverige og Danmark er man av den oppfatning av at forretningsengler som involverer seg i nettverk ikke representerer de mest kapitalsterke og kompetente englene. Det kan derfor være en tendens til at forretningsengler i disse nettverk har et større behov for å finne partnere å investere sammen med. Dette kan delvis knytte seg til at disse investorene har et noe mer begrenset erfaringsgrunnlag, mindre kapitalbase, et mindre personlig nettverk eller eventuelt en mindre deal-flow. Det kan være nettopp disse egenskapene som gjør at de søker sammen. Flere intervjuobjekter peker på at dette mønsteret danner selve rasjonale bak opprettelsen av forretningsenglenettverk der investorene kan lære av hverandre og samtidig finansiere større investeringer. Motsatt hører vi at mange av "eliteenglene" ønsker å være mer tilbaketrasket. De har uansett sitt nettverk, gode relasjoner til fondene og har muligens tilstrekkelig tilgang på gode prosjekter.

5. BESKRIVELSE AV SAMSPILLET MELLOM ENGLER OG ANDRE AKTØRER

For mange bedrifter spiller forretningsengler en viktig rolle for å dekke inn egenkapitalgapet i en tidlig fase av bedriftens livssyklus. Mange betegner denne fasen som dødens dal, der få investorer er villig til å investere kapital på grunn av høy risiko og betydelige informasjonsasymmetrier. I denne fasen er det normalt også vanskelig eller umulig å få fremmedkapitalfinansiering. Mange peker derfor på forretningsengler som en sentral bidragsyter i denne tidlige fasen, sammen med gründere og ledelsen i bedriften. I senere faser vil gjerne finansiering av aktiviteter være mer sammensatt. Da vil normalt forretningsengler opererer i et tett samspill med andre finansieringsaktører, som illustrert i figur 15.

Figur 15: Finansieringskilder gjennom livsløpet²⁰



Figuren viser hvordan en teknologibasert høyvekstbedrift typisk utvikler seg og finansierer investeringer gjennom livssyklusen. Fra etableringstidspunktet er det ofte en lang og krevende utviklingsperiode hvor man bruker til dels betydelige summer på å utvikle og kommersialisere produktet eller tjenesten. Denne perioden blir ofte kalt "dødens dal". I denne fasen er det oftest venner og familie samt forretningsengler som bidrar med kapital, i tillegg til det offentlige virkemiddelapparatet. Etter hvert kan såkornfond være med og bidra. Klarer bedriften å klatre oppover j-kurven (jfr. kapittel 3) og komme inn i vekstfasen står venturefondene klare til å overta stafettpippen. Industrielle oppkjøp og fusjoner er også vanlige i denne fasen. Etter hvert vil lånekapital, private equity-fond og børsnotering kunne være muligheter for å hente inn kapital og realisere verdier.

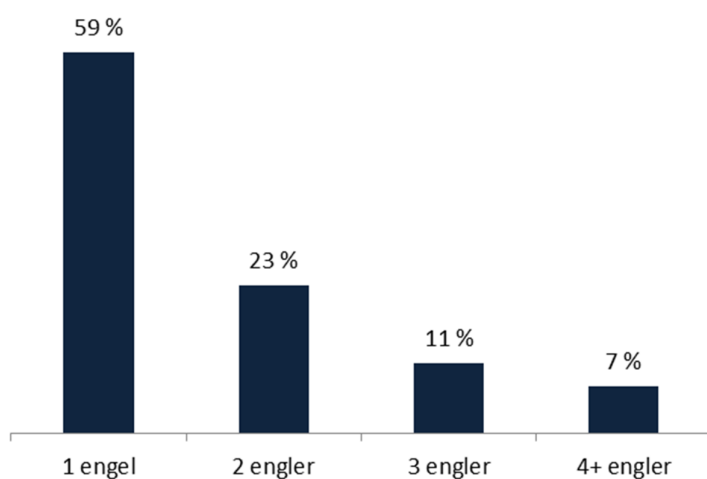
²⁰ Kilde: "EBAN toolkit"

Det er tre grupper av finansieringsaktører som det vil være interessant å se nærmere på i denne sammenhengen: Egenkapitalaktører, fremmedkapitalaktører og det offentlige virkemiddelapparatet.

5.1 EGENKAPITALAKTØRER

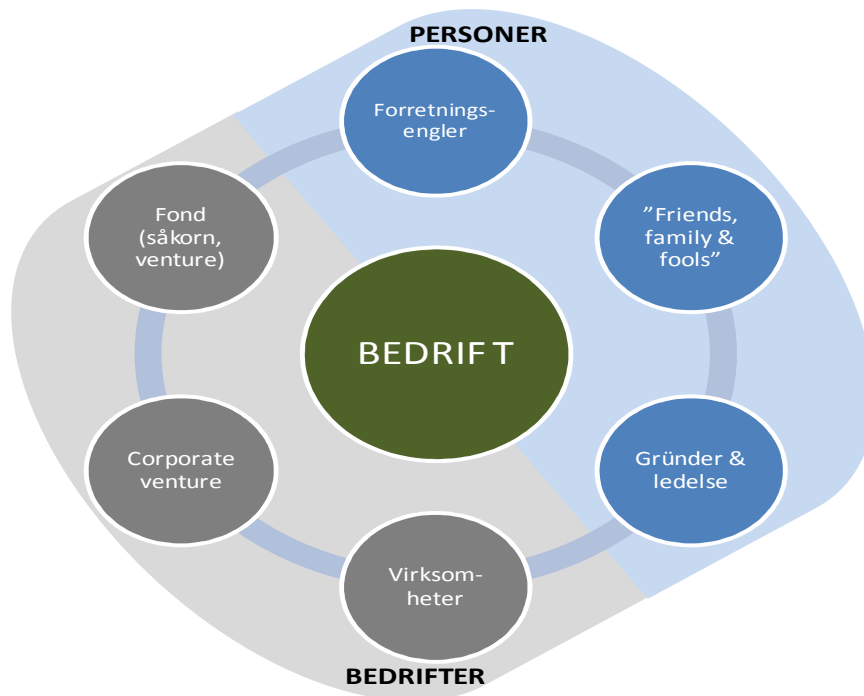
Til sammen har vi identifisert 4 531 bedrifter med en eller flere forretningsengler på eiersiden. Figur 16 viser hvordan forretningsenglene investerer sammen med andre aktører. Mens 59 prosent av bedriftene har en forretningsengel på eiersiden, har de resterende 41 prosentene to eller flere engler som eiere. Dette er et interessant mønster som peker i retning av at forretningsengler i utstrakt grad samarbeider på eiersiden.

Figur 16: Koinvestering blant Business Angels



Forretningsengler er imidlertid ikke de eneste som investerer i disse bedriftene. Til sammen er det over 32 000 eierposter i disse 4531 bedriften, hvorav forretningsenglene sitter på nærmere 20 prosent av postene. Figur 17 illustrerer hvilke andre typer egenkapitalinvestorer de resterende 80 prosent av eierpostene er fordelt blant.

Figur 17: Ulike kategorier av egenkapitalinvestorer



Bedriftenes **gründere og ledelse** er ikke uventet den mest hyppige koinvestoren til forretningsenglene. I 46 prosent av bedriftene med forretningsengler som investorer er daglig leder inne på eiersiden. Dette er på samme nivå som bedrifter i økonomien for øvrig. Hvorvidt gründeren har investert i et selskap er vanskeligere å avdekke gjennom registerdata, men for mindre bedrifter vil gründer og daglig leder i hovedsak være samme person.

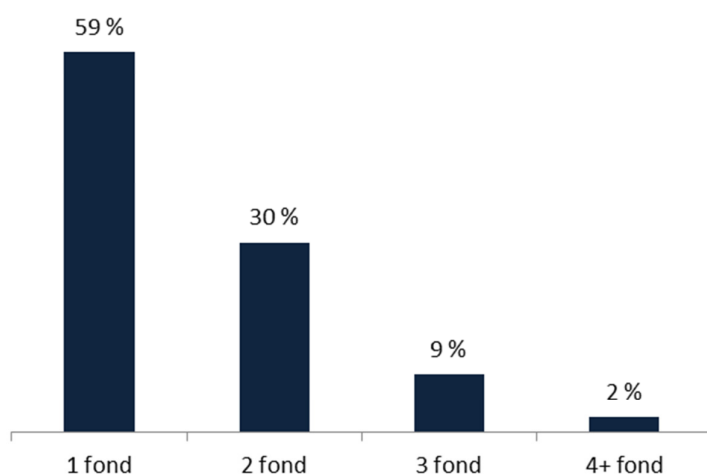
I tillegg til forretningsengler opererer vi med såkalte **FFFer (friends, fools and family)**. Denne gruppen omfatter personlige investorer med liten investorerfaring og gjerne sterk familiær eller vennerelatert tilknytning. I likhet med gründerne er denne gruppe vanskelig å kartlegge ettersom denne type relasjon ikke kommer frem av registerdata. I noen tilfeller vil imidlertid denne gruppen være overlappende med vår operative klassifisering av forretningsengel. Denne overlappen er aktuell dersom FFFene har investert i flere bedrifter som oppfyller forretningsengel kriteriene. Dette illustrerer hvordan grensene mellom kategoriene kan være flytende.

Blant de mer formaliserte koinvestorene finner vi **aktive eierfond (såkorn- og venturefond)**. Dette er investeringsfond som fokuserer på å investere i selskaper utenfor børsen og som i stor grad retter investeringene mot tidligfaseselskaper. Fondene henter penger inn fra eksterne investorer (eksempelvis Argentum og pensjonsselskaper). Gruppen representerer aktører som de 15 såkornfondene med statlig delfinansiering, Spring-fondet, fondene til forvaltningsselskapene Northzone,

Verdane Capital, Teknoinvest, Viking Venture, Energy Ventures, Incitia Ventures, Skagerak Venture, BTV-fondene mm.²¹

Når vi kobler databasen for forretningsengler med Menons/NVCAs database for alle aktive eierfonds-investeringer i Norge (denne dekker ca. 450 bedrifter med slikt eierskap), finner vi at fondene har koinvestert med forretningsengler i 122 bedrifter. Med andre ord har nærmere 30 prosent av porteføljeselskapene med slike fond på eiersiden også en forretningsengel på eiersiden. Dette utgjør drøye 3 prosent av bedriftene med forretningsengler på eiersiden, noe som er en langt høyere andel enn det vi finner i bedrifter generelt. Vi har her en tydelig indikasjon på at forretningsengler retter seg inn mot bedrifter som gjerne er teknologisk orientert og har et betydelig vekstpotensial gjennom skalerbare og internasjonalserbare forretningskonsepter (det er disse egenskapene fondene søker etter). Figur 18 viser at mange av de 122 bedriftene har flere aktive eierfond på eiersiden. 41 prosent av bedriftene har to eller flere fond inne på eiersiden. Den høye forekomsten av bedrifter med flere fond på eiersiden er interessant fordi bedrifter med flere såkornfond og venturefond på eiersiden er gjerne bedrifter med et særlig stort potensial.

Figur 18: Koinvestering av aktive eierfond i forretningsengelbedrifter



Vi har trukket ut en gruppe investorer/eiere som på mange måter ligner på en kombinasjon av forretningsengler og aktive eierfond. Disse investeringsmiljøene kaller vi corporate venture- og større investeringsselskaper. Her har man opprettet en profesjonell investerings- og forvaltningsorganisasjon som ivaretar og utvikler investeringsporteføljen. De er derfor mer profesjonalisert og institusjonalisert enn forretningsenglene. På den annen side forvalter de sjelden andres penger. De er gjerne knyttet opp til enkeltpersoners eller enkeltselskapers formuer. Det er komplisert å identifisere gode kriterier for denne typen investeringsselskaper i databasen. Vi har valgt et restriktivt kriterie der investeringsmiljøet må eie gjennom et forvaltningsselskap som har lønnskostnader på over 1,5 millioner kroner. I denne gruppen er det naturlig at investeringsselskaper som IKM invest (Ståle Kyllingstad), Scatec (Alf Bjørseth), Hitec (Jon Gjedefo), UMOE (Jens Ultveit Moe),

²¹ Se MENON /NVCA (2010): NVCA årbok 2010, Oslo for en grundigere innføring i fondenes aktiviteter og fasefokus.

Canica (Stein Erik Hagen), Ferd (Johan H. Andresen), Rasmussen Gruppen, Braganza (Braathen), Blystad Invest, Glastad, Hafslund Venture og Agder Energis ventureportefølje inkluderes. Det er relativt få slike selskaper i Norge og til sammen er det 43 av disse som har koinvestert med forretningsenglene.

Den største gruppen av koinvestorer utgjøres av større bedrifters og konserns aktive investeringer i småbedrifter. 60 prosent av forretningsenglebedriftene har slike bedrifter som koinvestorer. Disse bedriftene besitter 9 000 eierposter, hvilket utgjør omtrent 30% prosent av eierpostene.

5.2 FREMMEDKAPITAL

Foruten medinvestorer er det også interessant å se hvordan bedriftene med forretningsengler på eiersiden bruker fremmedkapitalinstrumentet. Til sammen har i overkant av 60 prosent av forretningsenglebedriftene lånefinansiering. Gjeldsgraden for medianbedriften (inkl. de som ikke har langsiktige lån) er 4 prosent. Til sammenligning har medianbedriften i økonomien for øvrig en gjeldsgrad på 1 prosent. Gjeldsgraden er her målt ved langsiktig gjeld som andel av sum eiendeler. I hvilken grad forretningsenglebedriftene har lånefinansiering varierer i midlertidig betydelig. En fjerdedel av bedriftene har en gjeldsgrad på over 25 prosent. I hovedsak kan man således dele bedriftene inn i to grupper, de som ikke bruker fremmedkapital og de som har betydelig fremmedkapitalfinansiering. Som diskutert innledningsvis i dette kapitlet er det vanligvis slik at vekstselskaper i oppstartsfasen ikke har langsiktig gjeld av noen betydning, da finansinstitusjoner vanligvis ikke gir lån til selskaper uten positiv kontantstrøm. Mens i de mer modne selskapene med engler er det mer gjeld som kan håndteres via selskapets løpende inntekter. Slik sett ser vi ikke noen tydelig forskjell i gjeldsfinansiering mellom bedrifter med forretningsengler på eiersiden og andre bedrifter.

5.3 DET OFFENTLIGE VIRKEMIDDELAPPARATET

Det offentlige som kilde til kapital spiller en sentral rolle for mange potensielle vekstbedrifter. Det er derfor av interesse å undersøke i hvilken grad bedriftene med forretningsengler på eiersiden mottar offentlig støtte. I denne studien har vi undersøkt i hvilken grad forretningsenglebedriftene har mottatt tilskudd, lån eller egenkapital via følgende kanaler:

- Tilskudd og lån fra Innovasjon Norge
- Tilskudd gjennom FORNY-ordningen til Forskningsrådet og Innovasjon Norge
- Egenkapitalfinansiering gjennom såkornordningen (med indirekte lånefinansiering fra Innovasjon Norge) og Investinor (eid av Innovasjon Norge).

Til sammen har 556 av forretningsenglebedriftene fått ett eller flere tilsagn på tilskudd eller lån fra **Innovasjon Norge** i perioden 2004-2009. Dette tilsvarer 12 prosent av bedriftene med forretningsengler på eiersiden. Tilsvarende andel i økonomien for øvrig er 3 prosent. Dette er en god indikasjon på at forretningsenglene er mer fokusert mot vekstbedrifter enn bedriftseiere generelt og at de i større grad har rettet seg inn mot å interagere med Innovasjon Norges apparat.

Til sammen har forretningsenglebedriftene fått over 1400 tilsagn fra Innovasjon Norge. Hvilket betyr at noen bedrifter er innunder flere av Innovasjon Norges ordninger, eller at man har fått tilsagn i flere omganger over tid. Tabellen nedenfor beskriver den gjennomsnittlige tildelingen målt i norske

kroner for de bedriftene som har fått tilsagn hos Innovasjon Norge for hhv. forretningsenglebedriftene og bedriftene i økonomien for øvrig. Det gjennomsnittlige tilsagnet er fordelt på type virkemiddel.

Tabell 6: Gjennomsnittlig tilsagn per bedrift fra Innovasjon Norge

Virkemiddel	Englebedrifter	Alle bedrifter	Diff. (%)
Garantier	22 968	18 765	22 %
Lavrisikolån	920 777	923 306	0 %
OFU/IFU	550 409	186 004	196 %
Risikolån	1 094 718	469 005	133 %
Stipend til etablerere	45 036	42 215	7 %
Andre virkemidler	763 465	840 315	-9 %
Totalt	3 397 372	2 479 610	37 %

Kilde: Menon Business Economics og Innovasjon Norge

Tallene i tabellen viser at bedriftene med forretningsengler på eiersiden og som har fått tilsagn fra Innovasjon Norge særlig avviker fra andre bedrifter når det kommer til virkemidlene OFU/IFU og risikolån. Bedriftene med forretningsengler tildeles betydelig større lån og tilskudd innenfor denne type ordninger. I MENON (2010) fremheves det at prosjekter som faller inn under disse ordningene gjerne er av høy kvalitet ettersom de allerede er vurdert i markedet, fordi ordningene krever enten et etablert kundeforhold med utviklingsbehov eller et operativt forhold til en bank som delfinansierer et prosjekt.²² Både OFU/IFU og risikolån stiller også strenge krav til egenkapitalfinansiering. En høy grad av involvering gjennom disse to ordningene er dermed å anse som et kvalitetsstempel for bedriftene med forretningsengler på eiersiden. Det er også å tolke av dette at forretningsenglene er overrepresentert som eiere av noe mer modne vekstselskaper som driver forskning og utvikling.

FORNY er et offentlig finansiert program rettet inn mot kommersialiserbare prosjekter som spinger ut av forskningsresultater ved statlige forskningsinstitusjoner og sykehus. FORNY-midlene kanaliseres til såkalte TTOer (kommersialiseringsaktører) ved institusjonene. Gjennom perioden 1995-2008 har det sprunget ut ca 300 bedriftsetableringer med støtte fra FORNY-programmet²³. Til sammen er 41 av forretningsenglebedriftene såkalte FORNY-bedrifter. 15 prosent av FORNY-bedriftene har med andre ord med seg forretningsengler på veien mot kommersialisering. Et like stort antall FORNY-bedrifter har aktive eierfond inne på eiersiden, noe som forteller at forretningsenglene spiller betydelig rolle for kommersialisering av FoU-resultater fra UoGH-sektoren.

Våre analyser av eierdata viser at av de 122 bedriftene som både har forretningsengler og aktive eierfond, finnes 60 (50 prosent) i porteføljene til de 15 **såkorfondene med statlig involvering**. Dette er et resultat man skulle forvente ettersom det særlig er disse fondene som investerer i de tidligste

²² MENON (2010): En statlig redningsbøye: Innovasjon Norges rolle i kapitalmarkedet under finansuroen. Av Grünfeld, Hansen, Grimsby, Møll, Røtnes og Svenggaard, MENON-publikasjon nr. 8/2010

²³ Se NIFU STEP (2009): Between entrepreneurship and technology transfer: Evaluation of the FORNY programme. By Borlaug, Grünfeld, Gulbrandsen, Rasmussen, Rønning, Spilling and Vinogradov, NIFU-STEP report no. 19 /2009

fasene. Samtidig forteller tallene at man gjennom disse fondene kommer i betydelig kontakt med forretningsengelsegmentet og at denne gruppen av investorer er involvert i en betydelig andel av høyvekstprosjektene i Norge.

5.4 KORT OPPSUMMERING

Gjennomgangen av alternative kapitalkilder og former for koinvesteringer viser at forretningsenglene går inn med en betydelig eierandel i selskapene de investerer i (gjennomsnitt på 18 prosent). Videre finner vi at forretningsenglene i stor grad er med og investerer i de selskap som inkubatorer og såkornfond er involvert i på eiersiden. Dette anser vi som et kvalitetstegn. Vi finner ingen tegn til at ledelse og gründer er mer aktivt inne som egenkapitalinvestor i selskap med forretningsengler en i andre selskap. Det er med andre ord ingen tegn til sterkere eierinvolvering blant ledelsen i disse selskapene. Vi har ingen grunn til å hevde at fremmedkapitalstrukturen ser særlig annerledes ut i bedrifter med forretningsengler sammenlignet med andre foretak. Det er lite langsiktig gjeld i de unge foretakene, men betydelig gjeld i de mer modne foretakene. Man kunne kanskje forvente at fremmedkapitalaktører ville være mer åpen for å innvilge lån i tidligere fase dersom de har med eksterne kompetente eiere, men det synes ikke å være tilfellet. Det er også normalt at det er sikkerhetsvurderingen som dominerer i denne typen beslutninger om tilførsel av fremmedkapital fra bankene til bedrifter i tidlig fase.

Derimot finner vi avvikende mønstre med hensyn til bruk av offentlige virkemidler. Bedrifter med forretningsengler på eiersiden har i mye større grad finansiert prosjekter gjennom virkemidlene IFU/OFU og risikolån. Dette er et interessant mønster fordi disse virkemidlene i stor grad hviler på en kvalitetsvurdering i markedet. Dermed ser det ut til at prosjektene med forretningsengler på eiersiden klarer seg noe bedre enn andre prosjekter, også i kampen om å nå frem i det offentlige virkemiddelapparatet.

6. DRØFTING AV EKSISTERENDE OFFENTLIGE TILTAK

Det eksisterer, etter det vi vet, ingen offentlige tiltak i Norge i dag som direkte retter seg mot forretningsengler²⁴. Det tilbys heller ingen fiskale insentiver gjennom skattepolitikken som særskilt stimulerer til økte investeringer i tidligfasebedrifter, der forretningsengler gjerne opererer. I mange andre europeiske land har man valgt å gi offentlige insentiver for å øke investeringene i dette segmentet. Argumentet er gjennomgående at det er behov for slike insentiver, ettersom markedene er preget av informasjonsasymmetrier og høy risiko. I mangel av direkte tiltak må en analyse av offentlige tiltak med relevans for forretningsengler fokusere på tiltak som har et grensesnitt mot forretningsengler. Vi går først gjennom norske virkemidler, og gir deretter en rask beskrivelse av relevante virkemidler i andre land.

²⁴ I 2002 ble det igangsatt et nettverk av forretningsengler i regi av Venture Lab med finansiering fra SND, men dette initiativet ble avviklet etter få år.

6.1 OFFENTLIGE TILTAK RETTET MOT FORRETNINGSEGLER I NORGE

Vi ser det som hensiktsmessig å organisere en drøfting av virkemidler med relevans for forretningsengler i lys av det arbeidet englene gjør som investorer og aktive eiere i selskapene. Nedenfor presenterer vi en enkel modell der investering og eierutøvelse er drøftet i et faseperspektiv.

Figur 19: Faser i en investors arbeid med bedriften



Møteplass / matching

For at en forretningsengel skal kunne gjennomføre en investering må det finnes en arena der engelen møter en representant for bedriften som har behov for kapital og kompetanse. I mange tilfeller vil forretningsengelen ha grundig kjennskap til bedriften eller prosjektet gjennom profesjonelle relasjoner eller nære bekjentskap til ledelsen/gründeren. Men ettersom bedriftsuniverset i Norge er relativt stort, vil det være et betydelig potensial for matching av forretningsengler og bedrifter som i utgangspunktet ikke har omfattende kjennskap til hverandre, men som kan tilføre hverandre mye i form av kompetanse og forretningsmuligheter. For at denne typen kobling skal kunne finne sted, må det finnes møteplasser.

I Norge finner man et begrenset antall møteplasser der forretningsengler møter bedrifter med behov for kapital og kompetanse. Det offentlige støtter organisasjonene Connect Norge og Seed Forum, som begge tilbyr møteplasser for investorer og bedrifter med behov for kapital (og ikke minst kompetent kapital). I tillegg eksisterer det møteplasser som Sektor match og det årlige Investor Forum i regi av Venture Lab. Enkelte sektorrettede aktører som eksempelvis Oslo maritime forum arrangerer også spesialiserte møteplasser rettet mot tidligfasebedrifter. På internett finner man enkelte matching-tjenester i nær tilknytning til bedriftsmeglere. Disse meglere (eksempelvis Weibul, Rokade, Bridgehead, Synergos og Connecto) bistår unge og små bedrifter med å identifisere potensielle investorer og vise versa. Den internetbaserte møteplassen Gess.no er også en kanal for matching av bedrifter og eiere. I tillegg opererer bankene og revisjons- og rådgivingselskapene (f.eks sparebank 1 gruppen, DnB NOR, Ernst & Young, PwC og KPMG) med tjenester som bidrar til å koble bedrifter med eiere, men ingen av disse aktørene har noen uttalt strategi rettet mot forretningsengler med minoritetseierposter.

Connect Norge er en stiftelse og et kompetansenettverk som har i oppgave å bistå innovative entreprenører og bedrifter i sitt arbeid med å skaffe kompetanse og kapital for utvikling og vekst. Connect Norge har fem selvstendige regionale avdelinger (Østlandet, Sørlandet, Vest, Trøndelag og Nord Norge). Tjenesten Springbrett står i sentrum for Connects arbeid. Springbrett er en møtearena der gründerne får tilbakemeldinger fra et tverrfaglig panel. Panelet er tilpasset bedriftens behov og består av ressurspersoner som jurister, patentekspert, investorer og personer med relevant kunnskap. Årlig arrangeres det ca. 100 springbrett, og siden oppstart i 2001 har mer enn 500

bedrifter gjennomført springbrettet. I 2010 er det anslått at Connect Norge samlet blir tilført i underkant av 5 millioner kroner fra det offentlige, dels gjennom Innovasjon Norge og dels gjennom fylkeskommunale aktører.

Connect har knyttet til seg om lag 400 medlemmer som får tilgang til informasjon om bedriftene, og som blir invitert på ulike tilstelninger og møteplasser. Vi har sett nærmere på medlemslistene og identifisert et sted mellom 30 og 40 forretningsengler. Det er med andre ord relativt få forretningsengler som deltar på disse arrangementene. CONNECT Vest har i samarbeid med en del lokale forretningsengler satt opp et sekretariat for et nettverk for forretningsengler i Bergensregionen. Dette nettverket samler rundt 20 engler og disse har nå foretatt flere investeringer. Connect arrangerer en rekke såkalte investorforum der vekstselskaper møter investorer.

Seed Forum er en internasjonal stiftelse med hovedsete i London. Seed Forum ble etablert i Norge i 2002, som en del av et globalt konsept med forgreninger til 18 land. Organisasjonen driver både med match making mellom bedrifter og investorer, og opplæring av gründere i form av pitch-trening. Både match making og pitch-trening krever at Seed Forum gjennomfører en nominering og en selektering av bedrift-case. I så måte består Seed Forums arbeid av fire tett sammenvevde oppgaver. I løpet av 5-årsperioden 2002 til 2007 ble Seed Forum tilført knappe 10 millioner kroner fra Innovasjon Norge, noe som utgjorde omtrent 40 prosent av kostnadene deres. Resten ble finansiert av sponsorer og egenandeler for deltakere.

Seed Forums møteplasser består av samlinger på 1-2 dager der lokale Seed Forum står som arrangør sammen med den internasjonale organisasjonen, noe som sikrer et bredere tilfang av bedrifter og investorer. Det legges en god del ressurser ned i å gjøre møteplassene attraktive for begge parter, men det er litt uklart i hvor stor grad investorer opplever møteplassene som et permanent forum med sterke evne til langsiktig relasjonsbygging. Det er også uklart hvor sterkt Seed Forum Norge er koblet opp mot forretningsengler i Norge.

Gjennom finansiering av forskningsparker, kunnskapsparker og næringshager bidrar innovasjons-selskapet SIVA til fysiske arenaer som kan dyrke frem vekstselskaper og som kan lette prosessen med å finne investorer, som forretningsengler. Kunnskapsparkene og næringshagene har i en del sammenhenger omfattende kontakt med ulike lokale kapitalmiljøer. SIVAs rolle knytter seg primært til å støtte opp om oppstartsbedrifter og SMBer gjennom å tilby fysiske lokaler og arenaer for inkubasjon og oppfølging. I tilknytning til noen av forskningsparkene, næringshagene og industriinkubatorene har det periodevis eksistert nettverk av forretningsengler med interesse for å investere i bedriftene. Med dette som bakgrunn er det god grunn til å hevde at SIVA kan bidra til å stimulere forretningsenglenes aktivitet gjennom økt dealflow og tydeligere møteplasser, men vi er usikre på hvor viktige SIVAs tiltak faktisk er.

Seleksjon (screening) av bedrifter

Det å vurdere i hvilken grad en bedrift har et realiserbart potensial for å skape verdier er noe av det vanskeligste en investor og aktiv eier foretar seg. For at en seleksjon av en bedrift skal ende opp i en suksess er investoren også avhengig av at hennes kompetanse matcher bedriftens kompetanse-

behov²⁵. Det finnes et overveldende materiale av tilfeller der investorer har gått inn i unoterte bedrifter på feil premisser, med gale forventninger, med feilslåtte risikovurderinger og med for lite eller for mye kapital. Det finnes også et stort antall eksempler på at investorer går inn som aktive eiere uten den riktige kompetansen. Slike feilseleksjoner er heller regelen enn unntaket. Det er dette problemet som danner grunnlaget for etablering av større, profesjonaliserte og mer erfarne investeringsmiljøer, slik som aktive eierfond og corporate venture miljøer. I disse miljøene utvikles velutviklede rutiner for verdivurdering og seleksjon av investeringsobjekter. Uten samarbeid eller såkalt syndikering av investeringer, er forretningsengler derimot i større grad overlatt til sine egne evner og relativt få erfaringer med seleksjon. Virkemidler som berører seleksjonsfasen må ta tak i de kompetanseutfordringer som investorer møter i denne prosessen. Det er enkelte offentlige virkemidler som er relevante i denne sammenheng:

Både **Connect Norge** og **Seed Forum** har i sitt arbeid med Springbrett og Matchmaking foretatt en pre-screening av tidligfasebedrifter. Dette kan avhjelpe forretningsenglene i sitt arbeid med seleksjon

Gjennom **FORNY-ordningen** foretas det også en pre-screening av prosjekter før de presenteres for potensielle eksterne investorer. Som vist i kapittel 4 er forretningsenglene relativt aktive inn mot disse bedriftene og nyter derfor indirekte gevinst av denne pre-screeningen.

Såkornd med statlig involvering, samt **Investinor** er også hyppig i kontakt med forretningsengler, noe som ikke sjelden fører til koinvestering. Disse fondene besitter godt utviklet og profesjonalisert seleksjonskompetanse som det er naturlig å dele i de tilfeller det er snakk om potensiell koinvestering, enten forretningsengelen legger frem et case for fondene eller motsatt. Disse aktørenes seleksjonskompetanse kan med fordel utnyttes bedre og bredere, særlig når fondene er ferdig med investeringsfasen etter de første initiale årene. Dette kommer vi tilbake til i kapittel 7.

SIVA oppleves i noe mindre grad relevant som seleksjonsaktør ettersom kravene for bistand/deltakelse gjennom ulike parker, inkubatorer og hager varierer betydelig fra sted til sted. SIVA har, slik vi forstår det, heller ikke noe tydelig seleksjonsrettet mandat i sitt arbeid.

Finansiering

Finansieringsfasen er også en kritisk fase forretningsenglene må gjennom for å kunne spille en aktiv rolle i bedriften. I all hovedsak tilfører forretningsengler kapital til bedriften gjennom oppstartskapital eller gjennom aksjeutvidelser (emisjoner). Det er lite nytte for bedriften at forretningsengler tilfører kapital gjennom annenhåndsmarkedet, ved å ta over eierandeler til eksisterende eiere. I enkelte tilfeller vil det være tilstrekkelig at en forretningsengel går inn med kapital alene, men ofte vil en form for koinvestering eller syndikering være nødvendig for å kunne hente inn tilstrekkelig med kapital. I kapittel 4 gir vi en oversikt over andre investorer og kapitalkilder som samspiller med forretningsenglene. Fra offentlig sektors side er det særlig tre aktørgrupper / virkemidler som er relevante for finansieringsprosessen:

²⁵ Denne problemstillingen er nærmere omtalt i Grünfeld og Jakobsen (2006): *Hvem eier Norge: Verdiskaping og eierskap i et grenseløst Næringsliv*, Universitetsforlaget, Oslo

Det offentlige rolle mht. samfinansiering med forretningsengler er beskrevet i slutten av foregående kapittel. Både gjennom lån og tilskudd fra Innovasjon Norge, finansiering gjennom såkornfond, og til en viss grad gjennom investeringsselskapene Investinor og Argentum (disse kommer gjerne inn litt senere i investeringssammenheng) blir forretningsengler stimulert gjennom offentlig kofinansiering.

Avtale/oppstart

Som aktiv eier ønsker investor ofte betydelig innflytelse over hva selskapet foretar seg. Dette er særlig relevant dersom forretningsengelen tar en betydelig eierandel og eller sprøyter inn store mengder kapital. Innflytelse over selskapets strategiske og driftsmessige disposisjoner må forankres gjennom det avtaleverk som etableres mellom forretningsengelen og bedriften når engelen går inn med eierandeler. Mer profesjonelle investeringsselskaper opererer med omfattende og ofte krevende avtaletekster som sikrer dem rettigheter, i såkalte term sheets. Kompetanse rundt utforming av term sheets og forhandlinger med bedriftsledelse, eksisterende eiere og andre interessenter er avgjørende for at forretningsengler skal komme ut med en rimelig avkastning, i tillegg til å bidra med ressurser inn i bedriften.

Det er særlig kompetansen som såkornfondene og Investinor besitter, som er av relevans for forretningsengler på dette området. I den grad disse koinvesterer, vil kunnskap om forhandlinger og utarbeidelse av term sheets komme forretningsenglene til gode.

Drift og exit

Mye av verdien som forretningsengler antas å bringe inn i bedriftene knytter seg til denne fasen, drift og exit. Det er i denne fasen at forretningsenglenes erfaring, nettverk og kompetanse kommer til nytte. I de tilfeller der forretningsenglene også har vært med på et bedriftssalg vil denne erfaringen ofte være av høy verdi, dersom bedriften selv skal gjennom et salg. Normalt har myndighetene sjelden fokusert på denne fasen gjennom sitt virkemiddelapparat.

Tiltak som hindrer eller demper forretningsenglenes aktivitet

Alle de offentlig finansierte tiltak vi har drøftet over antas å ha en stimulerende effekt på forretningsenglenes aktiviteter, i større eller mindre grad. For at en ordning skal være til hinder for investeringsvirksomhet må den enten straffe investoren økonomisk, eller trekke investorens oppmerksomhet bort fra denne typen virksomhet. Nedenfor omtaler vi den lave eiendomsbeskatningen som en type ordning med en slik vridende effekt. I tillegg kan man argumentere for at offentlig kapitaltilførsel kan fortrenge egenkapitaltilførsel fra forretningsengler. Dette krever dog at det samlet sett er overskudd på kapital til det segmentet som forretningsenglene retter seg mot, noe vi ikke tror er et stort problem. Snarere tvert om er det grunn til å forvente at egenkapitalinvestorer vil stimuleres av offentlig kapitaltilførsel dersom tilførselen er med på å avdempe risiko.

6.2 KORT OM FISKALE INSENTIVORDNINGER I NORGE

Innledningsvis i dette kapitlet pekte vi på at det ikke er finnes særskilte skattemessige insentivordninger i Norge som er rettet mot forretningsengler. Det kan argumenteres for at SkatteFUNN-ordningen med fradrag for FoU-kostnader indirekte stimulerer tilførsel av egenkapital gjennom forretningsengler i den type selskap der FoU er en del av satsningen. Ikke minst gjelder dette bedriftene man finner øverst i pyramiden i figur 4. Men dette er ikke en ordning som er har til

hovedhensikt å stimulere egenkapitaltilførsel. Fokuset er primært knyttet til å stimulere FoU-aktivitet.

I en rekke andre land i Europa opererer man med skattefradrag for investeringer i små oppstartselskaper (se under). Hovedargumentet bak disse ordningene er relatert til behov for risikoavlastning i dette investeringssegmentet ettersom risikoen normalt er for høy relativt til avkastning. Det kan være samfunnsøkonomisk lønnsomt å drive risikoavlastning i den grad investorene er strekt risikoaverse. Dette fordi staten i mindre grad behøver å ta hensyn til risikopreferanser.

Den norske modellen for beskatning av inntekt fra selskapssektoren (næringsrelatert inntekt) er i liten grad stilet mot denne typen risikoavlastning. Skjermingsfradraget i kapitalbeskatningen gir insentiver til å investere i selskaper/prosjekter med forventet avkastning lik risikofri rente (dette for å skape symmetri mellom sparing i banksparing og andre investeringsobjekter). Slike prosjekter har gjerne lav risiko. I de mer risikoutsatte segmentene av næringslivet vil den positive avkastningen knyttes opp til et mindre antall prosjekter med høy avkastning. Dermed blir en større andel av totalavkastningen utsatt for beskatning. Lav beskatning av eiendomsformue og høy beskatning av næringsformue er også å anse som et disinsentiv for den type investeringer som forretningsengler foretar.

6.3 OFFENTLIGE TILTAK I ANDRE LAND

Omfanget av offentlige virkemidler rettet mot forretningsengler i andre europeiske land er til dels betydelig mer omfattende enn i Norge. Tiltakene i andre europeiske land er knyttet til kapitaltilførsel til investorsegmentet gjennom ulike typer offentlige fondsstrukturer. Andre tiltak har kommet i form av støtte til nettverk av forretningsengler og fiskale insentivordninger, der redusert eller utsatt skatt står sentralt. Paraplyorganisasjonene EBAN (European Business Angel Network) har utarbeidet flere omfattende rapporter som sammenstiller ulike typer tiltak rettet mot forretningsengler i europeiske land.

Nedenfor gjennomgås utvalgte tiltak i land det er naturlig å sammenligne seg med. Først ser vi nærmere på offentlig kapitaltilførsel, dernest drøfter vi fiskale insentivordningene som ofte er omtalt i debatten rundt stimulering av forretningsenglenes investeringsvirksomhet.

Støtte og kapitaltilførsel til forretningsengler

Som beskrevet i kapittel 3 finnes det et betraktelig større antall mer formaliserte nettverk av forretningsengler i de aller fleste europeiske land. Dette bidrar til at forretningsenglene også får mer oppmerksomhet enn det vi opplever i Norge. Dette kan ha bidratt til at man har valgt å utvikle mer omfattende tiltak rettet mot segmentet i andre land.

Sverige: Almi invest og Sting

ALMI Invest er et offentlig finansiert venturefond som investerer i tidligfaseselskaper, fasen fra såkorn til oppstart. Fondet forvalter om lag 1 milliard svenske kroner (SEK) og ble etablert i 2009. Midlene kommer dels fra EUs strukturfond (50 prosent) og dels fra ALMI Foretagspartner og regionale aktører. ALMI Invest er organisert i form av syv regionalt baserte fond, alle med lokale

kontorer og lokalt forankrede investment managers. Det er også satt opp en sentral investeringskomite som vurderer og godkjenner alle investeringsbeslutninger på regionalt nivå. I løpet av investeringsperioden kan fondet investere maksimum 10 millioner SEK og det investeres alltid sammen med en privat investeringspartner, som minst står for halvparten av investeringene ved en ny emisjon. Forretningsengler anses som den kanskje viktigste kilden til koinvestering.

Sting (Stocholm Innovation & Growth) er lokalisert i Stockholm og i Kista og består av en inkubator, et venturefond og et forretningsenglenettverk. Kapitalen er hentet inn fra offentlige kilder og gjennom private investorer. Sting har knyttet til seg omtrent 30 forretningsengler, som alle har gjennomgått en screeningprosess for å bli tatt opp i nettverket. Det er et krav at forretningsenglene har entreprenørskapsbakgrunn og helst med et teknologibasert fokus. Sting finansierer nettverkets sekretariatsfunksjon og arrangerer møter og andre tilstelninger. Til sammen har forretningsenglene investert 45 millioner i Stings porteføljeselskaper. Forretningsenglene er også største eier i Sting Capital, et venturefond med en forvaltningskapital på 85 millioner kroner. Dersom fondet finner det interessant går de inn som koinvestor sammen med forretningsengler. Den avkastning som genereres i fondet reinvesteres i nye investeringer, følgelig er fondet å anse som et evergreen-fond. Stings inkubator tilbyr bedrifter såkalte business coacher som bistår dem i forretningsutvikling og hjelper til med å matche bedriftene med investorer. Sting tilbyr dermed tre ulike typer tjenester med relevans for forretningsengler.

Danmark: Vækstfonden og Partnerkapital

I Danmark har man i noen år operert med et såkalt sidecar-fond, som går inn og koinvesterer med forretningsengler. Fondet er nå nedlagt, men har i flere år blitt drevet av organisasjonen Vækstfonden som forvaltet statlige midler rettet inn mot tidligfaseselskaper. Partnerkapital hjalp virksomheter med å identifisere relevante forretningsengler. Det ble ikke stilt krav om at forretningsenglene var deltaker i et nettverk, men det økte sannsynligheten for koinvestering. Det er trolig lav avkastning og høy dødelighet blant porteføljebedriftene som resulterte i at Partnerkapital ble lagt ned.

Finland: InvestorExtra og VeraVenture

VeraVenture er et statlig finsk ventureselskap som opererer med et venturefond. De bistår også regionale ventureaktører og de leder et nettverk av forretningsengler under navnet InvestorExtra. Nettverket er åpent, i den forstand at det i liten grad selekteres engler inn til nettverket. I dag består nettverket av omtrent 100 engler. Nettverket har i lang tid fått selektiv tilgang til dealflow som venturefondet blir presentert. I august 2010 vedtok man at forretningsenglene skulle få tilgang til all dealflow som fondet møter. Bedrifter som har et kapitalbehov opp til 150 000 Euro kan søke om investeringer direkte til nettverket av forretningsengler. Dersom kapitalbehovet er større, må bedriftene gå gjennom venturefondet.

Skottland: Scottish Enterprise

Scottish Enterprise har som målsetting å stimulere til varig vekst i Skottlands økonomi. *The Scottish Co-investment Fund* (SCF) administreres gjennom Scottish Enterprise og forvalter offentlige midler tilsvarende £ 72 millioner for aksjeinvesteringer. Fondet er delvis finansiert av "The European

Regional Development Fund” (ERDF), og skal investere mellom £ 100,000 og £ 1 million. I motsetning til vanlige venturefond, velger ikke SCF selv investeringsobjektene. Fondet samarbeider med utvalgte private venturefond, forretningsengler og andre investorgrupper. Disse omtales som SCF partnere. Denne typen fond omtales gjerne som såkalte “Side car vehicles”.

Følgende krav stilles til investeringene: Investeringen i et selskap må ikke overstige £ 1 million. Total størrelse må ikke overstige £ 2 millioner (dette inkluderer også gjeldskomponenter). Scottish Enterprise kan ikke besitte mer enn 29,9 prosent av stemmerettighetene i et selskap. Offentlige midler kan ikke utgjøre mer enn 50 prosent av kapitaltilførselen ved en emisjon.

Bedrifter som det investeres i må ha mindre enn 250 ansatte, de må være i en kvalifisert bransje (omfatter det meste av næringslivet), og de må primært ha sin aktivitet og lokalisering i Skottland.

Irland: Halo Business Angels Partnership

Halo Business Angels Partnership (HBAP) er en matchingtjeneste hvor private investorer og utvalgte bedrifter i en tidlig fase kan finne hverandre. Selskapet Dublin Business Innovation Centre (BIC) leverer tjenester der de assisterer og gir råd i nye forretningsprosjekter, samt besørger tilgang til såkornkapital til utvalgte bedrifter. Dublin BIC opererer ofte sammen med det offentlige gjennom private fellesløsninger som kombinerer både statlig finansiering via Enterprise Irland (statlig formidlingsorgan) og private midler. HBAP kobler sammen forretningsengler, rådgivere og gründere. De overvåker og forenkler utveksling mellom alle parter som er involvert, og kan følge opp i alle steg av prosessen. Matchingen foregår hovedsakelig ved at investorer og rådgivere som har registret seg i databasen blir direkte kontaktet når HBAP har identifisert en investeringsmulighet som passer til deres profil. Interessenten får i første omgang en kort beskrivelse (8-10 linjer) om bedriften og investeringsmuligheten. Ønsker de å gå videre, får de tilgang til mer detaljert informasjon og får mulighet til å stille spørsmål til videresendes til bedriften.

Kilde: www.businessangels.ie

Fiskale insentiver

I følge en undersøkelse som ble gjennomført av EBAN og BDO for året 2009, er det de øst-europeiske landene som har lavest beskatning i Europa, både for privatpersoner og selskaper. Undersøkelsen viser at den generelle inntektsbeskatningen for selskaper i Vest-Europa ligger mellom 25 og 30 prosent. Belgia, Frankrike, Tyskland, Luxemburg (varierer på kommunalt nivå) og Spania har selskapsskatt opp mot eller lik 30 prosent. På den andre siden av skalaen skiller Irland seg ut med selskapsskatt på 12,5 prosent.

Det er i alt 8 land i Vest-/Sentral-Europa som har betydelige skatteinsentiver spesielt rettet mot tidligfaseinvestorer innenfor segmentene venturekapital, såkorn og forretningsengler. (Belgia, Frankrike, Irland, Italia, Tyskland, Luxemburg, Portugal og Storbritannia). I disse landene vier myndighetene disse gruppene ekstra oppmerksomhet gjennom skattelettelse, skatteutsettelse og garantier. Nedenfor beskriver vi de mest sentrale ordningene.

Storbritannia:

I Storbritannia finnes det i hovedsak to ordninger som bidrar til å gjøre investeringer mer attraktive for forretningsengler; "Entrepreneurs relief" og "Enterprise Investment Scheme" (EIS).

Entrepreneurs relief retter seg mot investorer som aktivt går inn i selskaper og får en rolle i selskapet. Kravet til investorene er at de sitter på minst 5 prosent av aksjene, og at investoren er ansatt i eller innehaver av selskapet. *Entrepreneurs relief* gir en skattelette hvor den første £1 millionen av profitten gjennom eierskap blir beskattet med 10 prosent i stedet for 18 prosent. Det er ingen øvre grense for investeringene, men det er uansett kun den første £ 1 millionen av overskuddet som gir rett til skattelette.

Enterprise Investment Scheme (EIS) er en langt mer omfattende ordning. Ordningen gir skattelette på 20 prosent av investert beløp opp til £ 500,000. Ytterligere gis skattelette på opp til 50 prosent på alle eventuelle tap forbundet med investeringen. Oppnår en investor kapitalinntekter fra en investering i et EIS selskap får vedkommende også utsatt skatt så lenge han/hun eier aksjene. All gevinst ved salg av aksjer, i et EIS selskap, er unntatt skatt etter 3 år, og kan skattefritt overføres til arving etter 2 år.

Ordningen retter seg mot investeringer i selskaper som er registrert med sum eiendeler under £ 7 millioner før nye aksjer utstedes og £ 8 millioner etter utstedelsen. Selskapet kan ikke være notert på børs når aksjene utstedes, selskapet må ha mindre enn 50 ansatte, ikke være kontrollert av et annet selskap og selskapet må ha permanent virksomhet i Storbritannia. Pengene som hentes inn må bli benyttet til et kvalifisert formål innen 2 år.

Det stilles også krav til investorene/forretningsenglene. De må være skattebetalere i Storbritannia. Aksjene må være i investoren eierskap i minst 3 år. Utbytte kan mottas så lenge det følges en normal kommersiell rate. Investoren kan ikke være direkte knyttet til selskapet gjennom ansettelse, partnerskap eller ledelse, og må ikke besitte mer enn 30 prosent av aksjekapitalen. Imidlertid er det gjort unntak hvis investoren er en forretningsengel og ervervet aksjene før han/hun ble med i ledelsen.

Ordninger som innebærer garantier eller exit-arrangementer gir ikke skattelette. Det er også begrensinger på beløpene som investeres. Minste investering per selskap per skatteår er £ 500 og øvre grensen per år er £ 2 millioner.

EIS regelverket er tilpasset forretningsengler som går sammen i en koinvestering gjennom et fond. Forretningsenglene kan også ta del i et godkjent EIS-fond, som gjør investeringen på deres vegne. Investoren må investere 90 prosent av fondet i løpet av 12 måneder for at den enkelte forretningsengel skal kvalifisere til å få EIS skattelette. Fondet må også ha investert i minst 4 selskaper, og aksjene må være i eierskap i minst 3 år.

Frankrike:

I Frankrike er det også flere skatteincentivordninger som retter seg mot tidligfaseinvestorer.

Ønsker en privatperson å gjøre *en direkte investering (DI)* i et selskap kan de gjøre dette gjennom et Business Angel Network (BAN) eller gjennom et privat-profesjonelt nettverk. Gjøres investeringen i et unotert selskap kvalifiserer dette for skattelette på 25 prosent av den totale summen som er investert innenfor en grense på EUR 20,000 (EUR 40,000 for par). Fradraget har et tak på EUR 5,000 for enkeltpersoner (EUR 10,000 for par).

Hvis man selger aksjene med gevinst betaler man 30,1 prosent inntektsskatt fra første euro (ikke kapitalinntektsskatt på 27 prosent). På utbytter betaler man maksimum 35,8 prosentskatt (merk at utbytter normalt beskattes som arbeidsinntekt i Frankrike). Går man ut av investeringen gjennom "management buy-out" blir gevinsten likestilt med utbytte og ikke betegnet som kapitalinntekt. Man får altså en fordel når man går inn i investeringen, men må betale noe høyere skatt på gevinsten (avdemping av nedsiderisiko).

Det er et krav om at aksjene må eies i minst 5 år, og ved videresalg innen denne perioden må skattefordelen tilbakebetales.. Videre må minst 50 prosent av aksjene eies av en fysisk person. Selskapet må også gå inn under den europeiske definisjonen av små og mellomstore bedrifter (SMB).

Gjøres investeringen av en privatperson i en SMB (utenfor børs) hvor inntektene utløser formuesbeskatning, gir dette en reduksjon i formueskatten på 75 prosent av den totale summen som er investert innenfor en grense på EUR 50,000.

Det finnes også en ordning for *spar-e og pensjonsplaner, kalt Plan d'Epargane en Actions (PEA)*. Ordningen berører sparing i aksjer både på og utenfor børs. Investor betaler ikke skatt på kapitalinntekter, men midlene er låst i PEA'en i 5 år. Det er satt en begrensning på innskudd til EUR 132,000 for enkeltpersoner (EUR 264,000 for par). PEA kan ikke kombineres med skattelette fra en DI, og eierandel i selskapet må ikke være mer enn 25 prosent.

Investment Club'er er alternativ måte å investere sammen med andre i et nettverk. Hvis kapitalen investeres i et unotert selskap, har medlemmene rett til skattelette tilsvarende deres andel av deltakelsen i nettverket. Skattelettelsen vil bli behandlet som en investering gjort av en privatperson. Det er satt begrensningene knyttet til størrelsen på nettverkene til mellom 5-20 medlemmer, og nettverket kan ikke ha en varighet på mer enn 10 år.

Investering i venturekapitalfond utløser også skatteinsentiver i Frankrike. Her er ikke investoren (som limited partner) selv aktiv i plasseringene da det er en porteføljeforvalter som forvalter investeringene. For den som har tegnet seg er kapitalinntektene fra porteføljen skattefritt. Det er et krav at fondet må investere 50 prosent av midlene i unoterte selskaper og at man fryser investeringene i minst 5 år. Ved *investering i innovasjonsfond* og *investering i lokale investeringsfond* gjelder samme regler som for venturefond, men i tillegg får investoren skattelette på 25 prosent av investert beløp hvis aksjene er kjøpt ved kontant innbetaling begrenset til EUR 12,000 /24,000. Investor kan få en reduksjon i formuesbeskatningen på 50 prosent av investert beløp (begrenset til EUR 20,000).

Skatteinsentivene i Frankrike gjelder også i tilfeller der investeringen er gjort i et selskap som er basert i utlandet.

Tyskland:

I juli 2008 trådte en ny lov i Tyskland i kraft: The Venture Capital Act (Wagniskapitalbeteiligungsgesetz). Loven legger grunnlag for en ordning der forretningsengler anses som risikokapitalaktører, noe som i en del tilfeller gir rett til skattefritak.

For kapitalgevinst ved salg av aksjer på opp til EUR 200 000 gis et skattefritak/reduksjon. Over 200 000 gis det ikke skatteinsentiver. Dersom kapitalgevinsten overstiger EUR 800 000

(Abschmelzungsgrenze) slår dette ut i redusert skattefritak for gevinstene under EUR 200 000. Tilsvarende de solgte aksjene i selskapet. Dette betyr at man får skattefritak inntil EUR 200,000, men passerer man EUR 800,000 i kapitalgevinst reduseres skattefritaket.

Slik beregnes skattefritaket: Investoren har kun lov til å sitte på opptil 25 prosent av aksjene, er det maksimale skattefritaket på EUR 50,000 (i tilfelle den totale kapitalgevinsten for alle aksjene i selskapet er mellom EUR 200 000 og EUR 800,000). Fritaket blir redusert til EUR 0 hvis kapitalgevinsten for alle aksjene i det utpekte selskapet er på EUR 1 000 000 eller mer.

Det er satt begrensninger til at investor må sitte på minimum 3 prosent aksjeandel innenfor de 3 siste årene og maksimal andel på 25 prosent. Videre kan man ikke eie aksjene i mer enn 10 år. Selskapet må være registrert som en virksomhet i EU, egenkapital kan ikke overstige EUR 20 millioner. Selskapet må heller ikke være eldre enn 10 år og kan ikke være børsnotert.

Situasjonen for forretningsengler som investerer gjennom en co-investering eller et engelfond

Skatt på co-investeringer avhenger av fondets legale form. Hvis fondet er et lite privat foretak / enkeltmannsforetak gjelder alle regler angående personlig skatteinntekt i Tyskland. Hvis fondet er et aksjeselskap eller konsern, er 95 prosent av kapitalgevinsten verken underlagt konsernskatt eller næringskatt. De resterende 5 prosent blir beskattet med omtrent 30 prosent (den eksakte raten avhenger av multiplikatoren for næringskatten, som er fastsatt individuelt av hver kommune).

Anledninger/hindringer i rammeverket for investeringer på tvers av landegrener

På grunn av avtaler om dobbeltbeskatning mellom Tyskland og andre land, kan den tyske skatten for utenlandske investorer bli redusert til 0 prosent. CFC – regler (Controlled Foreign Company) kan gjelde for investeringer i utlandet.

For en oversikt over andre insentivordninger og ordninger i andre land, se vedlegg 2.

7. POLICYANBEFALINGER OG KONKLUSJON

Så langt har vi kartlagt forretningsenglenes omfang i Norge, hvordan de investerer, med hvem de investerer, hva slags virkemidler som berører forretningsenglene og hva slags virkemidler man finner i andre land. Med dette som bakgrunn må man da spørre seg om det er hensiktsmessig å iverksette nye offentlige tiltak for å stimulere til økt aktivitet innen segmentet forretningsengler. Et alternativ til dette er at man eventuelt viderefører eller øker satsningen på eksisterende virkemidler som berører forretningsengler.

Småbedriftene, og især de teknologibaserte tidligfasevirksomhetene, anses som sentrale for å skape fornyelse, innovasjon og nye arbeidsplasser, og dermed for langsiktig produktivitetsvekst og velstand i samfunnet. Rasjonale for at det offentlige skal stimulere til finansiering av vekstbedrifter er knyttet til imperfeksjoner i kapitalmarkedet for tidligfasebedrifter. Imperfeksjonene er dels relatert til asymmetrisk informasjon mellom selskap og investor. Investoren vet mindre om virksomheten enn ledelsen og krever et risikopåslag i avkastningskravet, noe som reduserer investeringsviljen. Aversjon mot risiko er særlig problematisk i de segmenter som er avhengige av store FoU-investeringer. I slike sammenhenger kan det offentlige gå inn og avlaste risiko for å øke investeringsviljen. Stimulering av forretningsengler kan potensielt være en effektiv måte å dekke deler av dette egenkapitalgapet på. De arbeider tett med ledelsen i selskapet og er sentrale i viktige beslutninger gjennom styrearbeid. Se Mason, 2008 for en nærmere gjennomgang²⁶.

Den sentrale problemstillingen her er hvorvidt de offentlige tiltakene stimulerer eller fortrenger tilførsel av kompetent kapital fra forretningsenglene.

For at offentlige tiltak rettet som er knyttet opp mot forretningsengler skal være samfunnsøkonomisk lønnsomme må primært fire kriterier være på plass. Våre anbefalinger knyttet til offentlig medvirkning må nødvendigvis forholde seg til disse kriteriene.

For det første er det påkrevd at det eksisterer en **markedssvikt** (eventuelt systemisk svikt) i forbindelse med forretningsenglenes investeringsvirksomhet. Dette kan knytte seg til manglende tidligfasekapital eller dårlig utviklede møteplasser (markeder) for bedrifter og investorer utenfor børs. For det andre må det være slik at aktørene ikke selv klarer å **koordinere seg ut av markedssvikten**. Her kan man eksempelvis tenke seg at forretningsengler og andre investorer selv tar initiativ til å opprette nettverk og markeds plasser. Investormarkedene er tradisjonelt karakterisert ved liten vilje til informasjonsdeling, noe som legger hindre for denne typen koordinerte tiltak. For det tredje må tiltak være **kostnadseffektive**. Med dette menes at administrasjonskostnader, omfordelingskostnader og lignende (ofte kalt "social cost of public funds") må minimeres. Sist, men kanskje viktigst, må tiltakene være **treffsikre**. Dersom man eksempelvis ønsker å bidra til økt tilførsel av kapital til teknologitunge tidligfasebedrifter gjennom å stimulere forretningsengler, må man først vite at disse investorene opererer inn mot denne typen virksomheter.

²⁶ Colin M Mason (2008): "Public policy support for the informal venture capital market in Europe: a critical review", International Small Business Journal, vol. 27, 2009

7.1 MODELL FOR VURDERING AV OFFENTLIGE TILTAK

Ettersom offentlige virkemidler kan rettes inn mot en rekke aktiviteter som berører forretningsenglenes arbeid ser vi det som hensiktsmessig å igjen ta i bruk den faseorienterte modellen for å vurdere behovet for og potensialet i å tilby ulike typer virkemidler rettet mot denne investorgruppen. I denne sammenheng går vi gjennom de ulike fasene og drøfter hvilke forhold som må være på plass for at fasen skal kunne gjennomføres med suksess. Dernest drøfter vi kort de samfunnsøkonomiske problemstillingene man møter i denne fasen, samt hvilke problemer som dukker opp som følge av forretningsenglenes begrensninger. All drøfting vil baseres på funn beskrevet tidligere i rapporten samt intervjuinformasjon og egne samfunnsøkonomiske vurderinger.

Figur 20: Faser i en investors arbeid med bedriften



Møteplass / matching:

For å skape suksessfulle møteplasser for forretningsengler og bedrifter med behov for kompetanse og kapital er det helt sentralt at arenaene inngir tillit og en viss grad av eksklusivitet mht. deal-flow'en de blir presentert for. Opprettelsen av effektive møteplasser er nødvendig fra et samfunnsøkonomisk perspektiv fordi man uten møteplasser ikke får etablert markeder. Vi står da overfor et problem med tosidig asymmetrisk informasjon der verken investor eller bedrift har tilstrekkelig kjennskap til hverandre. I utgangspunktet skulle man forvente at begge parter har interesse av å koordinere seg ut av en slik tilstand men det er flere grunner til at så ikke skjer. For det første utviser begge disse aktørene et tydelig behov for diskresjon. Dermed vil de gjerne ikke gå for åpent ut med sine ønsker og behov. For det andre er det kostnadskrevenende å arrangere slike møteplasser, og disse aktørene er normalt ikke så velhavende, verken investor eller tidligfasebedrift.

Å fasilitere slike møteplasser er i seg selv ikke svært kostnadskrevenende for det offentlige. Dette kan være en av grunnene til at man har valgt å støtte aktører som Connect Norge og Seed Forum. Nå er ikke Connect Norge primært en organisasjon for forretningsengler – dens hovedoppgave er å dyktiggjøre gründerne slik at de evner å hente kapital og utvikle seg videre. Når det gjelder Seed Forum har denne organisasjonen en stor database av forretningsengler, som de arbeider systematisk med å aktivere. Tilbakemeldingene vedrørende disse møteplassene er imidlertid blandede. Det hevdes at det ofte er forretningsengler i det nedre kompetanse- og kapitalsjiktet som deltar. Det er derfor grunn til å stille spørsmål ved om en oppskalering av disse virkemidlene er veien å gå for å stimulere til bedre markedsplasser som engasjerer forretningsengler.

Samtidig er det viktig å få frem at mange norske gründerne utarbeider svake investorpresentasjoner og forretningsplaner, og er også svake i fremføringen av budskapet. Dette står i skarp kontrast til mange gründerne i USA som ofte er drillet til fingerspissene. Connect gjør litt gjennom Springbrett, SeedForum har sin "pitch training" og Innovasjon Norge har sine kurstilbud. Inntrykket er likevel at initiativene er for få og for lite substansielle.

Seleksjon (screening) av bedrifter:

Som nevnt i foregående kapitler finnes det et stort materiale av tilfeller der investorer har gått inn i unoterte bedrifter på feil premisser, med gale forventninger, med feilslåtte risikovurderinger og med for lite eller for mye kapital. Det finnes også et stort antall eksempler på at investorer går inn som aktive eiere uten den riktige kompetansen. Dette bildet bekreftes systematisk av majoriteten av intervjuobjektene og reflekterer at tidligfaseinvestering som aktivitet er komplisert og risikobelastet. Disse problemene er relatert til omfattende informasjonsasymmetrier mellom investor og bedriftens ledelse og eiere.

Det er imidlertid ingen grunn til å forvente at aktørene selv klarer å koordinere seg ut av dette problemet. Det er kun gjennom lang erfaring og utvikling av gode modeller for seleksjon at man kan unngå de feller som mindre enkeltinvestorer rettet mot tidligfasebedrifter ofte opplever. Flere intervjuobjekter har løftet frem denne problemstillingen som helt sentral for forretningsengler.

Vi anser det derfor som hensiktsmessig at offentlige finansierte ordninger forsøker å ta tak i dette helt sentrale kompetanseproblemet. En måte å tilnærme seg dette problemet på er å bidra til å utvikle ordninger der eksisterende såkorn- og venturemiljøer blir tildelt en rolle som mentor i forbindelse med forretningsenglenes seleksjonsarbeid. Disse miljøene har profesjonalisert og strukturert prosedyrene knyttet til seleksjon. Her kan man eksempelvis la seg inspirere av den modell man har valgt i Sting (omtalt over) der forretningsenglene er koblet opp mot et fondsmiljø og en inkubator, noe som sikrer kunnskapsutveksling mellom ulike aktører, med et potensial for gjensidige gevinster, eksempelvis gjennom mer hyppig koinvestering mellom fond og engler. Dette kan man få til ved å finansiere opp en mentortjeneste i sammenheng med finansiering av regionale nettverk for forretningsengler i tett samarbeid med eksempelvis eksisterende forvaltere av såkornfond.

Støtte til nettverk

Et alternativ er å yte støtte til drifting av nettverk av forretningsengler. Slike nettverk vil kunne synliggjøre forretningsenglene overfor bedrifter med kapital- og kompetansebehov, og vil samtidig kunne bidra til å løfte kompetansen og investeringsevnen til englene. I følge Handbook in business angel networks - The Nordic case²⁷ fyller slike nettverk en rekke funksjoner: De skaper oppmerksomhet rundt investorgruppen, de matcher investor og bedrift, de gjør investorene mer profesjonelle, de bidrar til økt syndikering, de gir forretningsenglene legitimitet og de øker deal-flow. Sett i lys av alle disse funksjonene skulle det være lett å argumentere for støtte til drifting av nettverk. Erfaringer fra både Norden og andre deler av Europa tilsier at det er svært vanskelig å få slike nettverk til å fungere uten offentlig støtte. Samtidig viser erfaringene at nettverkene ikke overlever uten at man får etablert tette og varige relasjoner mellom investorene. Det krever at det settes av betydelige ressurser til hyppige og attraktive møter og at det er en "Lead Angel" som leder an og driver utviklingen av nettverket innenfra. I mange land har man broket erfaring med støtte til slike nettverk. Det er også noe uklart om man gjennom slike nettverk effektivt klarer å styrke de kompetanseområdene der forretningsenglene er svakest; eksempelvis evnen til å selektere prosjekter. Vi er av den oppfatning at støtte til nettverk kun er effektivt dersom nettverkstjenesten

²⁷ Staffan Gullander og Glenda Napier (2003) Handbook in business angel networks - The Nordic case.

Stockholm School of Entrepreneurship

kobles til miljøer som er sterke på de områdene der englene er svake, og da særlig seleksjonskompetanse. Dette kommer vi tilbake til under neste fasepunkt.

Finansiering av virkemidler og seleksjonsrollen

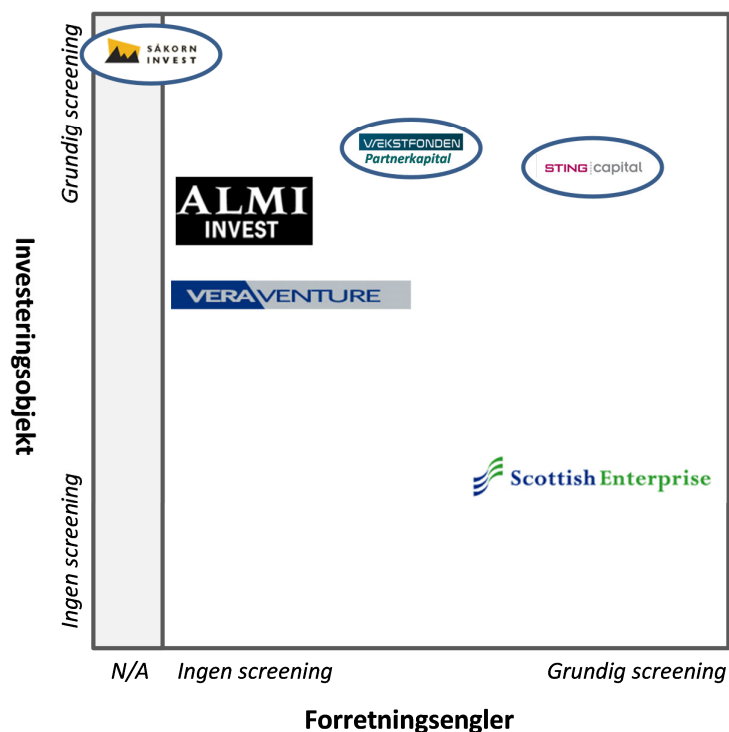
I forrige kapittel viste vi at en rekke land opererer med ulike former for kapitaltilførsel, hovedsakelig gjennom ulike fondsstrukturer. Vi har ikke hatt ressurser til å gå gjennom tilskudds- og låneordninger i andre land av samme type som vi finner i Innovasjon Norge. Offentlig medvirkning for finansiering av investeringer i tidligfasesegmentet har sitt samfunnsøkonomiske rasjonale i at kapitalmarkedene rettet mot høyrisikoprojekter er imperfekte, noe som bidrar til for lite kapital i en fase som er kritisk for mange bedrifter (den såkalte dødens dal). I hvilken grad det er mangel på tidligfasekapital er drøftet mer utførlig i MENON (2009)²⁸. Her blir det påpekt at hovedproblemet med det norske tidligfasekapitalmarkedet er at det både er lite kapital tilgjengelig og at det er få gode case å ta tak i. Dette er nok en gang et argument for at en eventuell tilførsel av offentlig kapital som utløser privat kapital gjennom forretningsengler, må fokusere på prosessen med å selektere de gode casene. Dette kan ikke understrekes tydelig nok. Tidligere erfaringer med tilførsel av kapital til tidligfasesegmentet viser nettopp at seleksjonskompetansen har vært en kritisk faktor for suksess.

Også erfaringene med fondsstrukturer rettet mot forretningsengler i ulike land har vært delte. Igjen ser vi det som sentralt at fondene gjennom sin forvaltningskompetanse bistår forretningsenglene i arbeidet med seleksjon. I figur 21 nedenfor har vi plassert inn enkelte utenlandske fondsordninger som vi har omtalt langs to dimensjoner:

For det første fokuserer vi på i hvilken grad fondene selekterer forretningsengler som man skal kofinansiere samme med. For det andre fokuserer vi på i hvilken grad fondene selv er med på å selektere investeringer. Det er grunn til å fremheve ordninger som scorer høyt langs begge disse dimensjonene, da dette gir økt sannsynlighet for at de riktige tidligfasebedriftene og de riktige forretningsenglene blir valgt ut. Igjen er det grunn til å trekke frem modellen i Sting Capital.

²⁸ Veksthus eller såkorn til spille: Evaluering av ordningene for såkornfond under Innovasjon Norge

Figur 21: Screening i ulike fond rettet mot forretningsengler



Ved å rette fokus på sentrale kompetansebehov hos egenkapitalinvestorene (les forretningsenglene), kan man bidra til å fjerne den viktigste markedsimperfeksjonen (informasjonsskjevheter), og derigjennom øke sannsynligheten for samfunnsøkonomisk avkastning. I denne sammenheng har vi skissert to særlig interessante veier å gå:

- 1) Å tilby en kompetansetjeneste knyttet opp til de fire nyeste såkornfondene eller lignende kompetansemiljøer. Disse har betydelig seleksjonserfaring og er samtidig på vei ut av sin egen investeringsfase. Gjennom å etablere investornettverk i tilknytning til disse aktørene kan man styrke forretningsenglenes kjernekompetanse som kunnskapsrike investorer.
- 2) Etablere en fondsstruktur av samme type som Sting Capital der fondet er nært knyttet opp til forretningsengler, men hvor forvalterne/administrasjonen av fondet både er med på å selektere ut forretningsengler til nettverket som man koinvesterer med, og i seleksjon av investeringsobjekter. Slike miljøer kan også kobles opp mot inkubator-miljøer slik man har gjort i Sting Capital.

Avtale/oppstart:

Her vil vi kun kort bemerke at ordninger som innebærer et tettere samspill med aktive eierfond, slik det er skissert over, også vil kunne utnytte disse fondenes kompetanse knyttet til avtaleverk ("term sheets") og forhandlinger med ledelse og eksisterende eiere.

Ytterligere om organisering og administrering av offentlige tiltak

Selv om eksisterende såkornmiljøer har utviklet den kompetansen forretningsenglene har behov for, er det vår grunnleggende holdning at denne typen tjenester bør konkurranseutsettes, både i form av at man tillater nye/andre miljøer å tilby denne typen tjenester, og at man opererer med flere konkurrerende miljøer som kan måle seg mot hverandre. Denne typen ordninger rettet mot forretningsengler bør administreres gjennom offentlige institusjoner som i dag har erfaring med å administrere egenkapitalinstrumenter utenfor børser. I prinsippet kan slike tjenester administreres gjennom Innovasjon Norge, men av praktiske og kulturelle grunner tror vi at denne typen ordninger best lar seg organisere i et eget organ som for alle formål også bør håndtere forvaltningen av såkornfondene, Investinor, Argentum, fondene rettet mot Øst-Europa og eventuelt andre tilsvarende virkemidler. Behovet for et slikt organ knytter seg til det faktum at denne typen virkemidler er komplekse, har lange horisonter og krever forståelse for aktiv involvering med investor-miljøer. Dagens forvaltning av slike virkemidler/instrumenter anses som for fragmentert med mangel på kritisk masse. Etter MENONs syn er dette noe som bør utredes nærmere.

Vår gjennomgang av interaksjonen mellom Innovasjon Norge og forretningsengler viser med tydelighet at det er OFU/IFU og risikolån som er mest relevante for forretningsenglene. Disse virkemidlene har i seg selv vist seg effektive både i et strukturelt perspektiv og i et konjunktorelt perspektiv (se en grundig diskusjon i MENON (2010: En statlig redningsbøye, MENON rapport nr 8/2010). Vi anser det derfor også som relevant å trekke frem disse to virkemidlene som effektive offentlige tiltak som indirekte stimulerer til økte investeringer gjennom forretningsengler.

Effekter av tiltak

Denne rapporten har vist at forretningsengler spiller en betydelig rolle som tilbyder av kapital og kompetanse til oppstartselskaper og SMBer i Norge. Samtidig presiserer rapporten at forretningsengler er inne i mange typer bedrifter med ulik grad av modning, FoU-fokus, vekstpotensial etc. Dette må man ha i bevisstheten når man vurderer effekten av tiltak rettet mot denne typen investorer.

Vi har pekt på at et en rekke virkemidler har vist betydelige svakheter i andre land, og at det mest sentrale problemet som forretningsengler sliter med er seleksjon av selskaper. Effekten av tiltak som faktisk treffer forretningsenglene med denne typen kompetansetilførsel vil være betydelig, men samtidig vanskelig å måle i kroner og øre. Slike virkemidler kan bidra til å vitalisere et mer profesjonelt og samspillende miljø av relativt ukoordinerte småinvestorer, noe som igjen vil kunne løfte innovasjonsevnene i norsk næringsliv gjennom flere og bedre etableringer av vekstkraftige selskaper.

VEDLEGG 1: LISTE OVER INTERVJUOBJEKTER

Intervjuobjekter

Organisasjon	Person	Posisjon
NVCA	Knut Traaseth	Daglig leder
SVCA	Marie Reinius	Daglig leder
DVCA	Gorm Boe Petersen	Avdelingsleder
Connect Norge	Giirt von der Lippe	Daglig leder
Seed Forum	Steinar Hoel Korsmo	Daglig leder
NorBAN	Rasmus Falck	Daglig leder
VentureLAB	Thorvald H. Steen	Partner
Bergen Teknologioverføring	Anders Haugland	Daglig leder
Fabian Invest og BAN i Connect Vest	Camilla Anderson	Partner
Skagerak Venture	Jørn Kristian Lindtvedt	Partner
Proventure	Herbjørn Skjervold	Managing partner
Forretningsengel	Per Olav Haughom	Seriegründer