

En riktig finansieringsstrategi skal ikke maksimere det kortsiktige kurspotensialet, den skal systematisk bygge bærekraftig verdiutvikling basert på strategiens verdidrivere, riktig timing og oppnådde milepæler.

Så ... kjenner du noen som kan være interessert i å investere ...?

Hørt den før?

Jeg har i løpet av det siste året møtt en rekke interessante vekstbedrifter innen bransjer som programvare, automatisering og medisin. Alle hadde behov ny kapital, og ingen hadde tenkt igjennom helt sentrale temaer for finansiering av oppstart- og vekstbedrifter – som riktig kursfastsettelse, korrekt timing, bruk av milepæler for verdidrivere, eller betydningen av bærekraftig verdiutvikling.

Den dominerende logikken synes å være:

«Jeg trenger (tror jeg) 5 mill. La meg finne noen som er villig til å investere mest mulig av dette for lavest mulig eierandel» (= maksimal aksjekurs)

Dette er en helt feil tilnærming for å finansiere oppstart av ny virksomhet, fordi det ikke foreligger en plan for verdiutvikling som gjør det mulig å skaffe vekstkapital i senere faser – på kursnivåer som motiverer eksisterende og nye investorer til å delta. Og derfor ser vi stadig eksempler på vekstbedrifter i markedet for å hente egenkapital til f.eks. 1/3 av tidligere emisjonskurs – selvsagt en tilnærmet umulig salgsjobb når de som investerte i forrige runde er frustrerte og desillusjonerte.

Alternativet – og samtidig den riktige tilnærmingen til finansiering av teknologi- og vekstbedrifter – er *ikke* at finansieringsstrategien skal maksimere det kortsiktige kurspotensialet, men at den *systematisk skal bygge bærekraftig verdiutvikling basert på forretningsstrategiens verdidrivere og oppnådde milepæler*.

Jeg kan allerede høre kommentaren: «Men det er jo akkurat det vi gjør»

Nei, det er akkurat det man *ikke* gjør!

For den riktige logikken starter ikke med «hvor mye kapital vi kan hente inn for lavest mulig eierandel», den starter med den *motsatte tilnærmingen*: hvilke avkastningskrav investorer vil kreve for å gå inn med kapital i den type virksomhet og med den risiko som vekstselskapet representerer.

Et eksempel på finansieringsbehov og forståelse av avkastningskrav, emisjonsfaser og aksjearitmetikk

Her er et typisk eksempel på finansiering av oppstart for en vekstbedrift:

Man trenger å hente inn 5'' nå (emisjon 1), 10'' om 18 mnd. (emisjon 2) og ytterligere 15'' ett år senere (emisjon 3). La oss anta at investorers krav til avkastning er 40% p.a. frem til emisjon 2, 30% frem til emisjon 3 og deretter 25% i noen år før det etablerer seg på lavere nivåer. Dette er normale avkastningskrav for høyrisiko oppstartsselskaper der kanskje 3 av 10 bedrifter lykkes. Med lavere risiko vil avkastningskravene reduseres, men følge samme mønster. Emisjonsstrategien er illustrert i figur 1 på neste side. La oss nå anta at den innledende verdsettingen er på 15''.

Den første fallgraven er å anta at kravet til vekstselskapets verdiøkning er det samme som investorenes avkastningskrav. Det er det *ikke*, fordi økningen i selskapets verdi også omfatter selve emisjonsbeløpene.

Vi starter med at selskapet har 150.000 aksjer verdsatt til 100 kr. (15'').

I emisjon 1 utstedes det da 50.000 nye aksjer a 100 kr. (5''). Etter 18 måneder betyr kravet til avkastning (på 40%) at kursen skal ha økt til 168, og at vekstselskapet nå verdsettes til $200.000 \cdot 168 = 33,6''$.

I emisjon 2 utstedes 59.500 aksjer (kurs 168) og det hentes inn nye 10''.

Før emisjon 3 prises aksjen til 218 kr. (30% i ett år etter 1,5 år med 40%), og verdien er økt til 56,6'' (259.500×218). Emisjon 3 på 15'' blir på 68.800 aksjer (kurs 218).

Over de 2,5 årene frem til emisjon 3 betyr derfor disse avkastningskravene at selskapet skal øke verdien fra 15'' til 56,6'' ved hjelp av de 15'' som er hentet inn. Det er en verdiøkning på 41,6'' med en årlig verdivekst for oppstartsselskapet på ca. 68% – langt over avkastningskravene. Utfordringen er altså at de innhentede 15'' skal skape 41,6'', eller sagt på en annen måte: hver ny krone skal levere 2,8 kroner i verdiøkning.

Enkelt å klare?

La oss nå anta at et respektert men grådig styremedlem foreslår at man i

Man ser stadig eksempler på vekstbedrifter som er i markedet for å hente egenkapital til f.eks. 1/3 av tidligere emisjonskurs – selvsagt en tilnærmet umulig salgsjobb når de som investerte i forrige runde er frustrerte og desillusjonerte

Den riktige logikken starter ikke med «hvor mye kapital vi kan hente inn for lavest mulig eierandel», den starter med den *motsatte tilnærmingen*: hvilke *avkastningskrav* investorer vil kreve for å gå inn med kapital i den type virksomhet og med den risiko som vekstselskapet representerer – og hvilken forretningsplan som møter dette kravet

Fagnotat #25: Finansieringsstrategier for vekstbedrifter og oppstarts situasjoner

stedet for å prise vekstselskapet til 15'' før emisjon 1, skal hente inn den samme kapitalen basert på en før-prising på 35''. I eksempel 1 over (15'' verdsetting før emisjon 1) vil stifterne sitte igjen med 46% etter emisjon 3. I eksempel 2 er denne andelen økt til 66%.

Langt bedre, synes du ikke?

... Men en slik verdsetting innebærer at kravet til selskapets egen verdbygging øker fra 41,6'' til 65,3'', og at hver innhentet krone nå skal levere 4,4 kroner i verdiøkning. Og kravet til årlig verdiøkning etter emisjon 3 (på 25% p.a.) øker fra ca. 18'' til ca. 29''. Det er *dette* som er utfordringen med finansiering av vekstbedrifter og med «lettvinne» argumenter om verdsetting fra styremedlemmer som ikke forstår hva de egentlig foreslår. Poenget er ikke hva man kan *ønske seg*, men hva det er *mulig å levere* langsiktig!

La oss gå tilbake til det første eksempelet og startverdien på 15''. Det er altså ikke hvordan de første 5'' skal inn som er hovedutfordringen; det er:

- Hvordan selskapsverdien skal løftes fra 15'' til 33,6'' på 18 mnd. ved hjelp av den første emisjonen på 5''
- Hvordan verdien økes fra 33,6'' til 56,6'' på 12 mnd. med 10'' i runde 2
- Hvordan verdien skal økes med 18'' årlig etter emisjon 3 (25% pr. år)

Det er pga. mangel på en slik plan at mange vekstbedrifter havner i en situasjon der kursen faller til en brøkdel av tidligere emisjonskurs og der ingen eksisterende investorer er motivert til å gå inn med mer kapital.

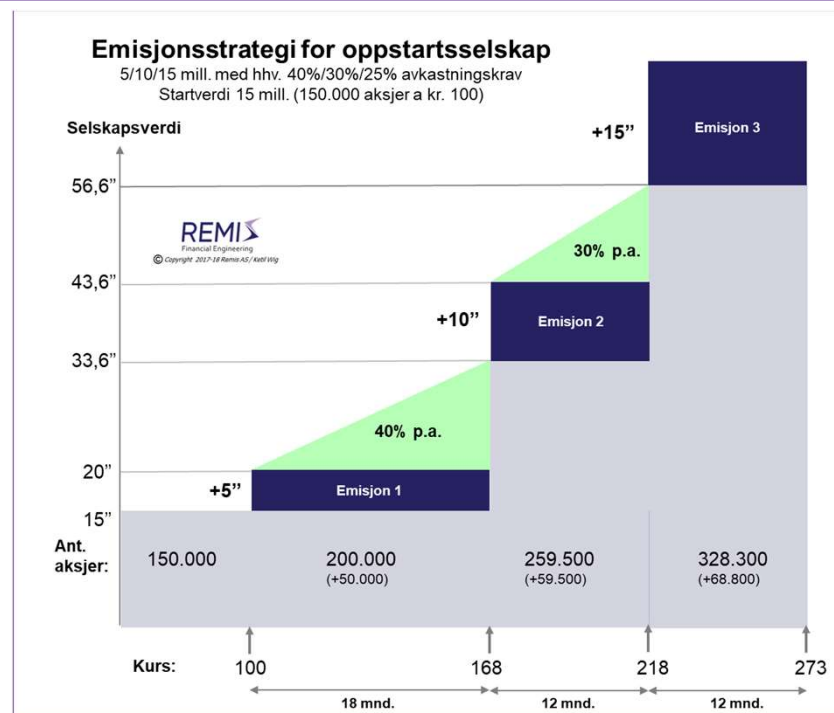
Det er et håpløst utgangspunkt for videre vekst!

En gjennomtenkt finansieringsstrategi skal være basert på en helhetlig plan for bærekraftig verdiutvikling som samordner selskapets strategi og verdidrivere; aksjepricing, timing, og kapitalbehov.

Litt om strategi og om vekstbedrifters verdidrivere knyttet til finansiering

En strategi er en samling av samordnede og tverrfaglige tiltak for å etablere og beholde varige konkurransefortrinn.

Varige konkurransefortrinn skapes gjennom å systematisk bygge konkurransekraft ift. de kundesegmentene man velger å betjene (Les fagnotat 16 om konkurransekraft og konkurransestrategier). Til forskjell er *verdidrivere* de kritiske aktivitetene som skal øke eierverdiene underveis mens man bygger disse konkurransefortrinnene. Det er derfor begrepet *verdidrivere* er så viktig for finansieringen av vekstbedrifter.



Figur 1: Emisjonsstrategi for en typisk vekstbedrift eller oppstarts situasjon

Kjernen i problemstillingen er altså hvilke verdiøkninger som må leveres i hver fase – ref. eksempelet over der det skal skapes nye verdier på 18,6'' i løpet av de første 18 månedene etter emisjon 1.

Så la oss nå se på hvilke verdidrivere typiske vekstbedrifter har til rådighet for å møte kravene til slike verdiøkninger.

Typiske verdidrivere for vekstbedrifter og teknologibedrifter i oppstartssituasjoner

Verdidrivere for teknologi- og vekstbedrifter i tidlige faser er av 5 typer:

- Teknologiske
- IPR/Patentering og knowhow/varemerke orienterte
- Kommersielle og markedsmessige
- Organisatoriske
- Regulatoriske

Verdidrivere er de kritiske aktivitetene som skal øke eierverdiene underveis mens man bygger konkurransefortrinnene

Kjernen i problemstillingen er hvilke verdiøkninger som må leveres i hver fase mellom finansieringsrundene

Valgene av hvordan de typiske verdidrivere bør brytes ned i milepæler for finansieringsbeslutninger er gjenstand for mange feilvurderinger

Fagnotat #25: Finansieringsstrategier for vekstbedrifter og oppstarts situasjoner

Poenget er at målbar fremdrift og oppnådde resultater for disse verdidriverne representerer trinnvise økninger i eierverdier.

Samtidig er dette situasjoner med strategiske veivalg, og disse veivalgene innebærer ulike kapitalbehov og endringer i risiko. Det er derfor på disse tidspunktene for konkret måloppnåelse mot verdidriverne at finansieringen bør gjennomføres.

Finansieringen innebærer valg av *investorer*, beslutning om *finansieringsbehov* og valg av *finansielle instrumenter* (f.eks. emisjoner ift. lån, garantier, etc.). Se figuren til høyre for elementene i en helhetlig finansieringsstrategi for bærekraftig verdiutvikling, som samordner forretningsstrategi, aksjeprising, timing – og selskapets kapitalbehov.

Eksempler på milepæler for verdidrivere kan typisk være: en fungerende første prototype, oppnådde kostnadsmål for en serieproduserbar prototype (*teknologiske* milepæler); fullført patenteringsgranskning, omgåelsesstudier eller innvilget patent (*IPR* milepæler); fullførte tekniske pålitelighetsundersøkelser, gjennomførte kundetester eller oppnådd antall kundeordre (*kommersielle* milepæler); rekruttert salgssjef, CFO eller lederteam (*organisatoriske* milepæler); godkjente offentlige tillatelser eller lisenser (*regulatoriske* milepæler).

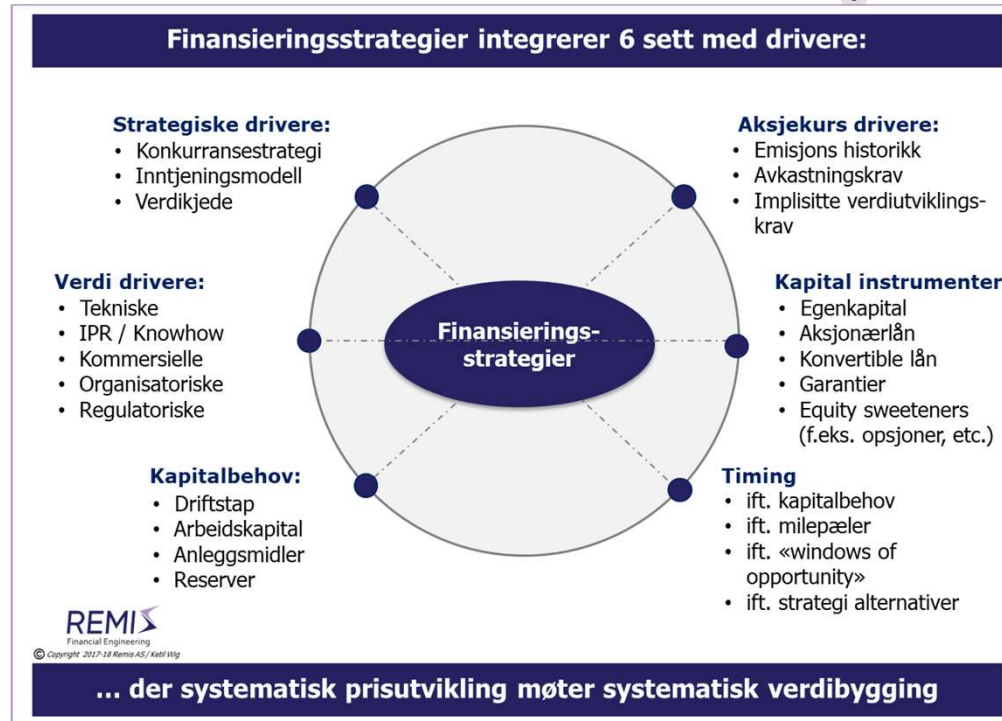
Fra verdidrivere til riktige valg av *finansierbare milepæler* i vekstselskaper

Valgene av hvordan typiske verdidrivere bør brytes ned i milepæler for finansieringsbeslutninger er gjenstand for mange feilvurderinger. Fremfor alt må disse milepælene være *målbare* og kunne dokumenteres av *uavhengige* partner – hvis ikke vil de ikke fungere overfor investorer.

Ta den kommersielle utviklingen: «oppnådd gjennombrudd i kundegruppe A» ... kan fungere i en festtale, men som en kommersiell milepæl er den ubrukelig fordi den ikke er spesifikk og målbar.

Mer meningsfylte kommersielle milepæler kan f.eks. være et oppnådd antall kundeordre eller ordrevolum, kombinert med resultatet fra gjennomførte kundetilfredshetsundersøkelser gjort av en objektiv tredjepart.

Opgaven er å sette sammen kombinasjoner av oppnådde milepæler for de ulike verdidriverne som til sammen representerer gode nok resultater til å sannsynliggjøre den verdiutviklingen som strategien krever (f.eks. 33,6" i verdi forut for gjennomføring av emisjon 2, en økning på 18,6" på 18 mnd).



Figur 2: En modell for utarbeidelse av finansieringsstrategier

Forståelse av ulike typer kapitalbehov og krav til riktig timing for finansieringen

Kapitalbehovet for nye bedrifter faller i 3 klasser: finansiering av underskudd, finansiering av investeringer i anleggsmidler, og finansiering av arbeidskapital. Av disse tre kapitalbehovene har vekstbedrifter i tidlig fase en beklagelig tendens til å glemme arbeidskapitalen, men det gjøres også andre feilvurderinger.

Finansieringen av *underskuddet* skal dekke driftskostnadene frem til breakeven. Fallgruvne er ikke at man glemmer vanlige driftskostnader som f.eks. lønninger eller husleie, men at man undervurderer store eksterne engangskostnader f.eks. knyttet til eksterne markedsanalyser, prototype utvikling, design, testing/verifikasjon, eller kostnader knyttet til patentering.

En verdidriveranalyse vil avdekke behovet for denne type aktiviteter og tilhørende engangskostnader. Utover disse, bør finansieringen til enhver tid dekke minst 6-9 måneders ordinær drift.

Kapitalbehovet for nye bedrifter faller i 3 klasser: finansiering av underskudd, finansiering av investeringer i anleggsmidler, og finansiering av arbeidskapital

Fagnotat #25: Finansieringsstrategier for vekstbedrifter og oppstarts situasjoner

En slik reserve innebærer å hente inn kapital for månedene 10-18 frem i tid – altså at man etter finansieringsrunden har nok kontanter til å dekke ca. 15-18 måneders drift, og at neste runde gjøres når man er nede på ca. 7-10 måneders reserve. Kapitalinnhenting tar normalt 3-4 måneder. Derfor er det svært risikabelt å starte arbeidet med neste finansieringsrunde når kontantbeholdningen er nede på 6 måneders likviditet – noe også mange oppstartsbedrifter smertelig erfarer.

Investeringer i *anleggsmidler* er de kontantutleggene som havner i balansen: datamaskiner, inventar, lab-utstyr og andre «harde» aktiva.

Arbeidskapitalen skal finansiere kundefordringer og varelager knyttet til den kommersielle oppbyggingen. Det er to utfordringer her: Den mest grunnleggende er at dette kapitalbehovet ofte uteglemmes. Den andre er at man undervurderer selve behovet fordi leverandørfinansiering er krevende i en oppstartsfase. I en stabil driftssituasjon kan man normalt anta at arbeidskapitalen utgjør ca. 20-25% av omsetningen (avhengig av forretningsmodell). I en oppstartssituasjon kan man trenge mer enn det dobbelte inntil leverandørrelasjonene er komfortable med å gi vanlige kredittbetingelser.

I en tidlig vekstfase der driften går med et underskudd på 500'/mnd., bør altså kapitalinnhenting starte når man har ca. 4-5 mill. i kontanter igjen (8-10 måneders drift). Dersom det er 4 mnd. igjen til breakeven og man i denne fasen skal bygge omsetningen opp til 10 mill., bør det hentes inn 2-2,5" til dekking av underskuddet og 3+'' til arbeidskapitaloppbygging. I tillegg kommer evt. ekstraordinære prosjektkostnader og anleggsmidler.

Ulike finansieringsalternativer og valg av finansielle instrumenter

Det er forskjell på selve finansieringsbehovet og vurderingen av hvordan dette behovet bør finansieres.

Permanente kapitalbehov skal finansieres av egenkapital. I en oppstartsfase vil det også normalt være nødvendig med eierfinansiering av mer midlertidige kapitalbehov, men dette kan løses med andre instrumenter enn gjennom nye emisjoner av egenkapital.

Noen kreative varianter kan f.eks. være å kombinere emisjoner med aksjonærlån for den delen av kapitalbehovet som er midlertidig, eller alternativt at eiere garanterer overfor leverandører i en oppbyggingsperiode.

Slike eierytelser kan kompenseres gjennom provisjoner, ekstra rentepåslag, med opsjoner/rabatterte aksjer eller ved at aksjonærlån er konvertible.

Et konvertibelt lån er en mellomting mellom et lån og en opsjon. En opsjon er en rett, men ingen plikt til å kjøpe en aksje til en gitt pris på et gitt tidspunkt eller i et gitt tidsintervall. Dersom opsjonsprisen er høyere enn dagens aksjepris, har opsjonen en tidsverdi.

Fordi et konvertibelt lån kan benyttes til å kjøpe den underliggende aksjen til en fast pris, så er det mulig å beregne tidsverdien av denne retten – som for en vanlig opsjon. Derfor har et konvertibelt lån en høyere verdi enn kun "lånet" isolert, og konvertible lån er følgelig attraktive som insitamenter der verdien på den underliggende aksjen kan gjøre store bevegelser.

Mange vekstbedrifter glemmer det kontinuerlige behovet for mer arbeidskapital etter hvert som omsetningen øker (f.eks. et nettobehov på ca. 20% av omsetningsøkningen etter fratrukk for et driftsoverskudd på 5%). Dette gjør at «midlertidige» kapitalbehov har en ubehagelig tendens til å bli permanente, men basert på et annet behov enn det opprinnelige!

Oppsummering av finansieringsstrategier og kravet til bærekraftig verdiutvikling

En finansieringsstrategi skal ikke maksimere det kortsiktige kurspotensialet, den skal systematisk bygge bærekraftig verdiutvikling basert på forretningsstrategiens verdidrivere og oppnådde milepæler

De viktigste fallgruvne i finansieringen av oppstarts- og vekstbedrifter er verdsettelse som ikke gir handlingsrom for bærekraftig verdiutvikling, etterfulgt av manglende oversetting av strategien til finansierbare milepæler for verifisering av verdibyggingen. Legg til uteglemt behov for arbeidskapital og eksterne engangskostnader, samt at mange vekstelskaper starter arbeidet med finansieringen altfor sent ift. likviditetsreserven.

Det er mye god innovasjon i Norge, men vi er overraskende tilfeldige i vår tilnærming til finansiering av teknologi, innovasjoner og vekstbedrifter.

Ketil Wig er daglig leder i Remis AS, og bygget tidligere opp spesialistselskapet Rokade AS innen M&A og integrasjoner/snuoperasjoner som ble overtatt av KPMG i 2012. Fra 2013-15 var han ansvarlig for M&A området i Deloitte Norge. Tidligere bakgrunn er fra McKinsey & Co., Andersen Consulting/Accenture, samt fra en rekke management-for-hire oppdrag i Norge og internasjonalt. Han er utdannet siviling. fra NTH/NTNU, samt siv.øk./MBA fra Stanford University. Han arbeider nå selvstendig med rådgivningsoppdrag og styreverv. Se også www.linkedin.com/in/ketilwig

En finansieringsstrategi skal ikke maksimere det kortsiktige kurspotensialet, den skal systematisk bygge bærekraftig verdiutvikling basert på forretningsstrategiens verdidrivere og oppnådde milepæler

Det er mye god innovasjon i Norge, men vi er overraskende tilfeldige i vår tilnærming til finansiering av teknologi, innovasjoner og vekstbedrifter

