



UiT Norges arktiske universitet

Handelshøgskolen ved UiT

## **Avkastning fra aksjebasert crowdfunding**

Aleksander Løkken

Masteroppgave i økonomi og administrasjon – BED-3901 – desember 2023

# Innholdsfortegnelse

1	Innledning.....	1
1.1	Formål .....	1
1.2	Problemstilling og begrensninger.....	2
2	Litteraturgjennomgang .....	3
2.1	Hva er crowdfunding?.....	3
2.2	Ulike former for crowdfunding .....	4
2.2.1	Belønningsbasert, donasjonsbasert og lånebasert crowdfunding.....	4
2.2.2	Aksjebasert crowdfunding.....	5
2.3	Crowdfunding sammenlignet med engelinvestering.....	6
2.4	Utfordringer med crowdfunding .....	7
2.5	Avkastning fra crowdfunding.....	9
2.5.1	Investors perspektiv.....	9
2.5.2	Hvilken avkastning burde investorene forvente? .....	10
2.5.3	Avkastning fra tysk aksjebasert crowdfunding. ....	10
2.5.4	Avkastning fra aksjebasert crowdfunding i Storbritannia.....	11
3	Crowdfunding i Norge .....	12
4	Metode.....	14
4.1	Datainnsamling.....	14
4.2	Avkastning .....	15
5	Resultater.....	17
5.1	Konkurs og overlevelsesrater .....	18
5.2	Ny verdivurdering .....	18
5.3	Avkastning .....	19
6	Diskusjon og konklusjon.....	20
	Referanseliste .....	22
	Vedlegg .....	25

## Sammendrag

Hovedformålet med denne oppgaven er å belyse for investorer i norsk aksjebasert crowdfunding hvilken avkastning de kan forvente. Hovedmotivasjonen til investorer i aksjebasert crowdfunding er finansiell avkastning, men det finnes lite data om hvilken avkastning man kan forvente. I denne studien undersøker jeg statusen til selskapene som gjennomførte emisjoner gjennom de norske crowdfunding plattformene Folkeinvest og Dealflow i perioden 2018-2020. Av utvalget på 81 selskap er det 25 som har feilet og 20 har fått en ny verdivurdering som følge av børsnotering eller nye emisjoner. For disse 20 selskapene har jeg beregnet den årlige avkastningen til 34,7%. Dette var dog ikke nok til å dekke tapene fra selskapene som gikk konkurs og totalt sett kom jeg frem til en negativ avkastning for utvalget. Det er flere selskaper som har hatt god utvikling hvor jeg estimerer en bra avkastning, men markedet som helhet leverer per nå ikke tilstrekkelig avkastning til investorene.

# 1 Innledning

## 1.1 Formål

Crowdfunding, folkefinansiering på norsk, er en prosess hvor unoterte selskap kan hente finansiering fra en stor mengde investorer. Crowdfunding tilgjengeliggjør investeringer i unoterte selskap til ikke-profesjonelle investorer og lar de ta del i investeringsmuligheter som tidligere har vært forbeholdt profesjonelle investorer.

I Norge har vi fire ulike former for crowdfunding; donasjonsbasert, belønningsbasert, aksjebasert og lånebasert crowdfunding (Norsk crowdfunding forening, u.å.). Det er aksjebasert og lånebasert crowdfunding som muliggjør direkte økonomisk avkastning for pengeyteren. Når det gjelder hvilken avkastning investorene kan forvente er dette betydelig vanskeligere å avgjøre for aksjebasert sammenlignet med lånebasert crowdfunding. Om man velger å investere i lånebasert crowdfunding får man som investor oppgitt lånerenten selskapene betaler, samt kostnadene plattformen tar, og man får enkelt en oversikt over hvilken avkastning man sitter igjen med, gitt at lånet ikke blir misligholdt. De ulike norske plattformene som tilbyr lånebasert crowdfunding stiller også med statistikk på hvor stor andel av lånene som blir misligholdt.

For aksjebasert crowdfunding er saken en helt annen. Det er to plattformer i Norge som tilbyr aksjebasert crowdfunding; Folkeinvest og Dealflow. Selskapene på disse plattformene er ofte tidligfaseselskaper, noe som typisk medfører høyere risiko enn investeringer i godt etablerte selskaper og realisering av en mulig avkastning kan ta lang tid. Typisk må selskapene komme i en posisjon hvor de kan utbetale utbytte, bli kjøpt opp eller gå på børs for at investorene skal få realisert avkastning.

Plattformene stiller ikke med noen form for statistikk som viser hvordan utviklingen til selskapene har vært etter gjennomført emisjon, heller ikke antall konkurser. Dealflow opplyser på sin nettside at investering i aksjebasert crowdfunding medfører høyere risiko enn å investere på Oslo Børs, men at det utvilsomt er mulighet for en høyere avkastning (Olsen, 2022). Dette begrunnes ikke ytterligere og de har ikke konkrete tall å vise til.

Hovedformålet med denne oppgaven er å belyse for investorer i norsk aksjebasert crowdfunding hvilken avkastning de kan forvente. Crowdfunding investorer er rasjonelle og de prøver å redusere risiko og maksimere profitt (Bento et al., 2019), samtidig er det vanskelig for investorene å vite hva slags avkastning de kan forvente. Spesielt for ikke-profesjonelle investorer. Det er gjennomført få studier på avkastning i aksjebasert crowdfunding, og ingen i Norge. Jeg mener derfor denne oppgaven vil være av stor interesse for investorene. Til tross for at aksjebasert crowdfunding har vokst mye de siste årene påpeker Mochkabadi og Volkmann (2018) at forskningen på aksjebasert crowdfunding fortsatt er meget begrenset, og denne oppgaven vil være et lite bidrag i utviklingen av litteraturen.

## 1.2 Problemstilling og begrensninger

Oppgavens problemstilling er følgende:

*Hva er foreløpig estimert avkastning for investeringer gjort i norsk aksjebasert crowdfunding i perioden 2018-2020?*

Aksjebasert crowdfunding er fortsatt veldig nytt i Norge og mesteparten av investeringene har ikke realisert gevinst eller tap enda. Det er bare for investeringene som har blitt realisert det går an å konstatere hva avkastningen ble, men jeg ønsker å beregne avkastningen fra et større utvalg av investeringer. Jeg vil derfor inkludere selskapene hvor investorene ikke nødvendigvis har fått realisert gevinst eller tap enda, men hvor selskapet har fått en ny verdivurdering som følge av ny emisjon, børsnotering, oppkjøp eller fusjon. Dette medfører en del usikkerhet og begrensninger i oppgaven.

## 2 Litteraturgjennomgang

I dette kapitlet vil jeg først definere hva crowdfunding er. Videre vil jeg presentere de ulike typene for crowdfunding: belønningsbasert, donasjonsbasert, lånebasert og aksjebasert. Jeg vil gå mer i dybden på aksjebasert crowdfunding og sammenligne denne finansieringsformen opp mot engelinvesteringer. Dette fordi engelinvesteringer er mer kjent, det eksisterer en lang historikk med engelinvesteringer og det er den investeringsformen som er mest sammenlignbar og kan brukes som en proxy for aksjebasert crowdfunding (Vroomen & Desa, 2018). Videre vil jeg presentere sentrale utfordringer med aksjebasert crowdfunding og til slutt presentere andre studier som er gjort på avkastningen fra crowdfunding.

### 2.1 Hva er crowdfunding?

Mollick (2014, s. 2) forklarer at det er vanskelig å definere crowdfunding da fenomenet stadig er i utvikling, men han prøver å gi en definisjon i en entreprenøriell kontekst og sier at *“Crowdfunding refers to the efforts by entrepreneurial individuals and groups – cultural, social, and for-profit – to fund their ventures by drawing on relatively small contributions from a relatively large number of individuals using the internet, without standard financial intermediaries.”* Denne definisjonen sier ikke noe om motivasjonen til hverken de som mottar eller yter støtte. Mollick (2014) sier han utelot det fra sin definisjon, da motivasjonen kan variere veldig. Denne definisjonen uttaler at støtte mottas fra individer, men crowdfunding inkluderer også investeringer og donasjoner fra foretak/bedrifter.

Belleflamme, Lambert og Schwienbacher (2014, s. 588) definerer crowdfunding som *“an open call, mostly through the Internet, for the provision of financial resources either in the form of donation or in exchange for the future product or some form of reward to support initiatives for specific purposes.”* Her ser vi altså at det er finansiell støtte som etterspørres til et spesifikt formål og at de som yter penger enten gjør det i form av en donasjon eller med mål om å få et fremtidig produkt eller en form for belønning tilbake. Denne belønningen trenger ikke å være finansiell, selv om den ofte er det.

Mollick (2014) beskriver at målet til individene eller gruppene som etterspør finansiering gjennom crowdfunding kan være veldig varierende; for mange kan eksempelvis det å teste etterspørselen til et produkt eller det å få markedsføring og PR gjennom crowdfunding være

hovedmotivasjonen. Selv om finansiering nødvendigvis ikke alltid er hovedmotivasjonen, involverer all crowdfunding det å skaffe finansiering.

De som investerer eller donerer har også ekstremt varierende motivasjon. Eksempelvis ønsker folk å gjøre noe godt og støtte prosjekter de syns er viktige. Støtte kan og gis for å motta status, produkter, avkastning og i noen tilfeller kan også donasjon av penger være ment som en spøk. Det trenger heller ikke å være ett spesifikt formål med crowdfunding, og eksempel på det kan være fans som donerer til et musikkband de liker (Mollick, 2014). En veldig åpen definisjon av crowdfunding er Tomczak & Brem (2013, s. 339) sin som definerer crowdfunding som *“the act of acquiring third-party financing from the general public via an intermediary, generally in the form of a web-based platform.”*

Oppsummert kan vi si at crowdfunding vil si det å skaffe finansiering fra allmenheten, ofte i form av små bidrag fra mange personer og/eller foretak. Dette gjøres uten tradisjonelle mellomledd, slik som investeringsbanker, men vanligvis via plattformer på internett.

## **2.2 Ulike former for crowdfunding**

Crowdfunding kan deles inn i fire hovedkategorier: *belønningsbasert crowdfunding, donasjonsbasert crowdfunding, lånebasert crowdfunding og aksjebasert crowdfunding.*

### **2.2.1 Belønningsbasert, donasjonsbasert og lånebasert crowdfunding**

Belønningsbasert crowdfunding går ut på at bedrifter eller individer mottar finansiering fra allmenheten, i bytte mot produkter, tjenester (Vismara, 2019) eller andre former for belønning, eksempelvis det å bli kreditert i en film eller å få møte initiativtakerne til et prosjekt (Mollick, 2014). I donasjonsbasert crowdfunding samler privatpersoner eller veldedige organisasjoner inn penger til en sak, eksempelvis familier i nød, hvor bidragsytere donerer penger uten å få noen form for belønning tilbake (Vismara, 2019). I lånebasert crowdfunding gis finansieringen i form av et lån hvor bidragsyteren forventer å motta en rente på investeringen sin (Mollick, 2014).

## 2.2.2 Aksjebasert crowdfunding

Aksjebasert crowdfunding er en form for crowdfunding der entreprenører henvender seg til allmenheten og skaffer finansiering ved å selge en viss andel av selskapet sitt gjennom en plattform på internett (Vismara, 2019). De gjennomfører altså en emisjon og investorene forventer en fremtidig avkastning.

I 2013 var aksjebasert crowdfunding fortsatt et relativt sjeldent fenomen globalt og det utgjorde en mindre enn 5% av all investering i crowdfunding (Mollick, 2014). I senere år har det vært mye utvikling og en stor vekst innen aksjebasert crowdfunding. Det er spesielt populært blant innovative oppstartsselskaper.

Aksjebasert crowdfunding har etablert seg som et alternativ til tradisjonelle investeringskilder slik som risikokapitalister (VCs) og engelinvestorer. Ved hjelp av aksjebasert crowdfunding er investeringer i ny innovasjon som tidligere har vært forbeholdt mennesker med en stor formue, blitt tilgjengelig for omtrent alle. Dette gjør at mange flere får mulighet til å ta del i verdiskapningen og nyte fordelene av eventuelle verdiøkninger (Ralcheva & Roosenboom, 2020).

Hovedmålet med aksjebasert crowdfunding har vært å realisere flere forretningsideer og lukke finansieringsgapet mange opplever (Ralcheva & Roosenboom, 2020). Innovative oppstartsbedrifter opplever et finansieringsgap da de gjerne har for stort kapitalbehov til at det kan dekkes av familie og venner, men for lite for profesjonelle investorer (Hornuf & Schwienbacher, 2018).

Engelinvestorer og risikokapitalister (VCs) har i de siste årene flyttet investeringene sine mot mer utviklede selskaper og de gjør større og større investeringer. Investorer i aksjebasert crowdfunding investerer mindre beløp enn selv engelinvestorer og de kan være med på å dekke finansieringsgapet til oppstartsbedrifter (Pelizzon et al., 2016).



## 2.3 Crowdfunding sammenlignet med engelinvestering

Hornuf og Schwienbacher (2016) påpeker at aksjebasert crowdfunding kan se ut til å være veldig likt engelinvesteringer da begge delene er investeringer i oppstartsselskaper assosiert med mye risiko. Hornuf og Schwienbacher viser og til at det kan se ut til at investorene i aksjebasert crowdfunding kanskje kan regnes som små engelinvestorer da de ofte har en høy formue, samt at de har erfaring med investeringer. De viser og til at noen plattformer har grenser for minsteinvesteringene til investorene som er på like store summer som investeringene gjort av engelinvestorer gjerne er.

Når det er sagt påpeker Belleflamme, Lambert og Schwienbacher (2014) at investeringene som gjøres via aksjebasert crowdfunding ofte er meget små, og betydelig mindre enn investeringer engelinvestorer vanligvis gjennomfører. Crowdfunding har og vokst mye de siste årene og tiltrukket seg mange flere investorer, inkludert investorer med begrenset investeringserfaring og kapital.

En stor forskjell mellom aksjebasert crowdfunding og engelinvesteringer er hvordan transaksjonene gjennomføres. Investeringer i aksjebasert crowdfunding er i stor grad avhengige av crowdfunding portaler, altså disse internettbaserte plattformene, som mellomledd for å gjennomføre transaksjonene, og i mange land er også bruk av disse plattformene lovpålagt for å gjennomføre aksjebasert crowdfunding (Hornuf & Schwienbacher, 2016).

Crowdfunding plattformene bidrar ved å tilby standardiserte finansielle kontrakter til utstederen av aksjer, de tilbyr rådgivning til entreprenørene og de stiller med markedsføring av emisjonskampanjene. Tilbake får plattformene et gebyr, ofte en forhåndsbestemt prosentandel av verdien på transaksjonene, og denne kan være opp mot 10% (Hornuf & Schwienbacher, 2016).

Når entreprenører skal gjennomføre en emisjon via en crowdfunding plattform blir det gjerne på forhånd bestemt et minstemål på kapitalinnhenting og en definert investeringsperiode. Som oftest må emisjonskampanjen nå minstemålet i løpet av investeringsperioden for at pengene skal overføres til entreprenøren, og om de ikke når målet blir pengene overført tilbake til investorene.

I motsetning til crowdfunding er ikke engelinvesteringer avhengige av standardiserte kontrakter. De forhandler på investeringstilbudet direkte med entreprenørene. Denne muligheten har ikke crowdfunding investorer. Med unntak på noen veldig få plattformer har crowdfunding investorene ingen mulighet til å forhandle på vilkårene og de er prisgitt den standardiserte kontrakten plattformen tilbyr. Engelinvestorer kan sørge for vilkår som eksempelvis sikrer dem mot utvanning. De kan inkludere medsalgsrett og medsalgsplikt i kontrakten som muliggjør flere exit muligheter for dem (Hornuf & Schwienbacher, 2016).

Engelinvestorer vil også i noen tilfeller investere stegvis. Oppstartsselskapet får dermed ikke hele investeringssummen med en gang, men kapitalen blir tilført stegvis over tid. Dette kan fungere som en kontrollmekanisme for engelinvestorene og det er en måte å redusere risikoen deres på. Skreddersydde kontrakter og stegvis finansiering vil være vanskelig å få til når det gjelder crowdfunding da det kan være hundrevis av parter involvert og det vil være veldig vanskelig å gjennomføre forhandlinger og overvåking av oppstartsselskapet (Hornuf & Schwienbacher, 2016).

## **2.4 utfordringer med crowdfunding**

Fraværet av muligheten til å forhandle på vilkårene til investeringene er en klar utfordring med aksjebasert crowdfunding. Ytterligere er verdivurderingen av oppstartsselskapene som henter penger gjennom aksjebasert crowdfunding en betydelig utfordring (Pelizzon et al., 2016). Verdivurdering gjøres ofte basert på en vurdering av eiendelene til bedriften eller fremtidig kontantstrøm, eventuelt en kombinasjon.

Når det gjelder eiendelene til disse oppstartsselskapene er det som ofte IP rettigheter som er de viktigste, og verdivurderingen av disse kan ofte være vilkårlige. En estimering av fremtidige kontantstrømmer medfører også en stor usikkerhet. For et såkorn eller tidligfase-selskap er det vanlig at det gjerne tar 5-7 år før det genereres noen positiv kontantstrøm. Investorene har dermed gjerne lite historikk å basere seg på og et dårlig grunnlag for å kunne beregne fremtidig kontantstrøm og bruke det til å bedømme verdien av selskapet.

Asymmetrisk informasjon fører også til at investorene sannsynligvis har et annet syn på verdien en det entreprenørene har, grunnet at de sitter på forskjellig informasjon.

Entreprenørene må dele informasjon om selskapet sitt på crowdfunding plattformen slik at

investorene kan gjøre seg opp en mening om selskapet, men samtidig er entreprenørene ofte nødt til å tilbakeholde en del informasjon for å unngå at andre bedrifter utnytter denne informasjonen og kopierer oppstartselskapet. Dette fører til asymmetrisk informasjon mellom entreprenørene og investorene (Pelizzon et al., 2016).

Asymmetrisk informasjon eksisterer også når det gjelder engelinvesteringer, men i den settingen kan man i større grad komme seg rundt det da entreprenørene bare trenger å dele informasjon med et fåtall investorer og de kan få investorene til å signere fortrolighetsavtaler som vil beskytte dem (Hornuf & Schwienbacher, 2016).

En av de største utfordringene ved aksjebasert crowdfunding er i følge Schwienbacher (2019) å sørge for at investorene oppnår en tilstrekkelig risikjustert avkastning. Som han påpeker er det risikofullt å investere i oppstartsbedrifter og det er å forvente at mange av bedriftene som henter penger via crowdfunding går konkurs. Men i likhet med risikokapitalister, er investorene da avhengige at de gjenværende oppstartsbedriftene dekker inn disse tapene og gir investorene en avkastning som kan rettferdiggjøre risikoen de tar på seg.

En annen utfordring er at for å kunne motta en avkastning er investorene nødt til å kunne selge aksjene sine i fremtiden. Dette er ekstra utfordrende for crowdfunding investorer da det sannsynligvis finnes færre exit muligheter for disse investorene sammenlignet med engelinvestorer og risikokapitalister. Den vanligste muligheten er at oppstartsbedriften blir kjøpt opp av et annet selskap og dermed kjøper ut crowdfunding investorene.

En annen mulighet er børsnotering, men oppstartsbedriftene som henter kapital gjennom crowdfunding har ofte ikke så stort vekstpotensiale som kreves for børsnotering. Selskaper finansiert med mye større kapital fra risikokapitalister er bedre rigget til en børsnotering. At entreprenørene kjøper ut crowdfunding investorene er også en mulighet. Det er også gjort forsøk på å etablere sekundærmarked for aksjer fra crowdfunding, men så langt har ikke disse initiativene vært særlig vellykkede (Schwienbacher, 2019).

## 2.5 Avkastning fra crowdfunding

### 2.5.1 Investors perspektiv

At investorer i aksjebasert crowdfunding er motivert av potensiell avkastning påpekes av av Kleinert og Volkmann (2019). I deres studie undersøkte de rollen til diskusjonsforum på crowdfunding plattformene. De fleste plattformene for aksjebasert crowdfunding tilbyr et diskusjonsforum hvor alle registrerte investorer på plattformen kan stille spørsmål til entreprenørene eller kommunisere med andre potensielle investorer. Disse diskusjonsforumene kan være en viktig informasjonskilde for investorer og har vist seg å komplementere informasjonen oppgitt i emisjonskampanjen. Det brukes blant annet til å ta opp temaer som ikke er nevnt i emisjonskampanjen eller til å be entreprenørene om utdypelse av uttalelser investorer er kritiske til, eksempelvis urealistiske finansielle estimer. Mindre erfarne investorer bruker også forumene til å lære av mer sofistikerte investorer og denne kommunikasjonen har vist seg å være en viktig del av deres due diligence.

Kleinert og Volkmann (2019) undersøkte 574 diskusjoner startet av potensielle investorer og *sannsynlig avkastning* var et av temaene de identifiserte som var viktigst. Diskusjoner om sannsynlig avkastning fikk godt over dobbelt så mange visninger som gjennomsnittet og var altså av stor interesse for investorene. Spørsmål om utbytte og exit-strategier var gjentakende spørsmål innenfor dette temaet. I emisjonskampanjene er det ofte mangel på informasjon om exit-muligheter og avkastningsforventninger, og diskusjonene avslører at forventet avkastning er av stor viktighet for investorene. Forfatterne påpeker at investorene ofte har liten forståelse for hvilken avkastning de kan forvente og hvordan avkastningen realiseres. De forteller at dette kommer til syne i mange kommentarer og eksemplifiserer det gjennom et av spørsmålene stilt av en investor: *“I may be interested in participating, but there are no details of how I will either receive any dividend from my investment, or indeed, how I receive my capital (with hopefully some growth) back...”* (Kleinert & Volkmann, 2019, s. 351).

### **2.5.2 Hvilken avkastning burde investorene forvente?**

Vroomen og Desa (2018) gjennomførte en studie hvor de undersøkte hva slags avkastning investeringer i crowdfunding burde gi. De gjør undersøkelsen fra perspektivet til investorer som søker maksimal avkastning i forhold til risikoen de tar. De benytter seg av historisk data fra tre ulike aktivaklasser innen private equity, oppkjøpsfond, venturekapitalfond og engelinvesteringer, for å finne «the efficient frontier», den effektive porteføljegrensen, for private equity markedet. Den effektive porteføljegrensen vil si en investeringsportefølje som gir høyest mulig avkastning for et gitt nivå av risiko, eller lavest mulig risiko for en gitt avkastning.

Når de fant den effektive porteføljegrensen, kunne de ved å estimere risikoen ved crowdfunding investeringer finne den avkastningen investorer burde forvente fra crowdfunding. Dette uten å benytte historisk data om avkastning fra crowdfunding. Vroomen og Desa (2018) argumenterer for at det er rimelig å sette risikoen ved crowdfunding til 10% mer enn risikoen ved engelinvesteringer. Dette på grunn av at det for crowdfunding investeringer er begrenset likviditet, investorene har mindre kontroll enn engelinvestorene, det er en større informasjons asymmetri, juridiske begrensninger og moralsk risiko. Moralsk risiko vil være større grunnet investorenes lavere grad av tilsyn med bedriften og begrenset «due diligence». Når de hadde bestemt risikoen som var 10% over risikoen ved engelinvesteringer kunne de bruke den effektive porteføljegrensen for å estimere målet for avkastning. De kom frem til at for en crowdfunding portefølje burde internrenten (IRR) være minimum 28%.

### **2.5.3 Avkastning fra tysk aksjebasert crowdfunding.**

Hornuf og Schmitt (2016) gjennomgikk 210 suksessfulle emisjonskampanjer gjennomført i det tyske aksjebaserte crowdfunding markedet i perioden 01. september 2011 til 31. desember 2015. Syv av selskapene hadde innen utgangen av 2015 tilbudt investorene fra crowdfunding-kampanjene en tidlig exit mulighet. Disse exit mulighetene kom av at selskapene hentet ytterligere finansiering fra venturefond og disse venturefondene ønsket å kjøpe ut investorene fra crowdfunding-kampanjene. Avkastningen fra disse syv investeringene var i snitt 48%, men det tok gjerne flere år fra investering til exit, og den annualiserte avkastningen var dermed betydelig lavere.

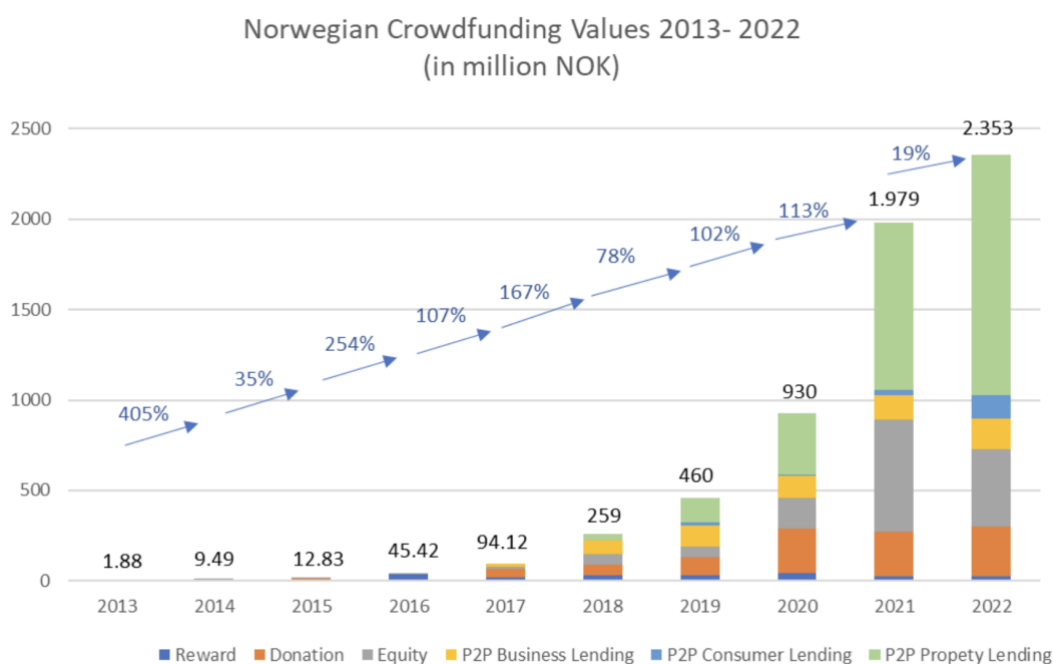
Avkastning på 48% var ikke tilstrekkelig til å dekke tapene fra selskapene som gikk konkurs eller ble avviklet i denne perioden. Forfatterne beregnet avkastningen man hadde oppnådd om man hadde investert en like stor sum i de 210 selskapene som hentet penger via tyske crowdfunding plattformer. I likhet med Signori og Vismara (2016) tok de utgangspunkt i at man tapte hele investeringen i de tilfellene selskapet ble avviklet eller begjært konkurs. Investorene ville da totalt fått en avkastning på minus 23,2% ved utgangen av 2015 (Hornuf & Schmitt, 2016). Avkastningen på minus 23,2% står i stor kontrast til Signori og Vismara (2016) sine funn hvor de estimerte en annualisert avkastning på 8,8%. Mye av denne forskjellen forklares naturligvis av at Signori og Vismara ikke bare inkluderte realisert avkastning, men at de også estimerte forventet avkastning basert på verdivurderinger i forbindelse med nye emisjoner. Hornuf og Schmitt (2016) påpeker at mange av investorene i aksjebasert crowdfunding vil gå over til lånebasert crowdfunding om ikke aksjebasert generer høyere avkastning i nær fremtid.

#### **2.5.4 Avkastning fra aksjebasert crowdfunding i Storbritannia**

Signori og Vismara (2016) gjennomførte en studie hvor de beregnet avkastningen fra emisjoner gjennomført på crowdfunding plattformen Crowdcube i perioden 2011-2015. De tok for seg 212 selskap som hadde gjennomført en suksessfull emisjon på Crowdcube. 64 av disse hadde gjort en ny kapitalforhøyelse og i den forbindelse fått en ny verdsettelse som forfatterne kunne benytte til å beregne avkastning. Selv om den nye kapitalforhøyelsen ikke nødvendigvis sikrer de første crowdfunding investorene noen finansiell avkastning, argumenterer Signori og Vismara for at det gir en indikasjon på forventet avkastning. 22 selskap hadde gått konkurs og da ble avkastningen satt til -1, de tok altså utgangspunkt i at hele investeringen var tapt. For de resterende 126 aktive selskapene satt de avkastningen til 0. De estimerer at den forventede årlige avkastningen for crowdfunding investorene er 8,8%.

### 3 Crowdfunding i Norge

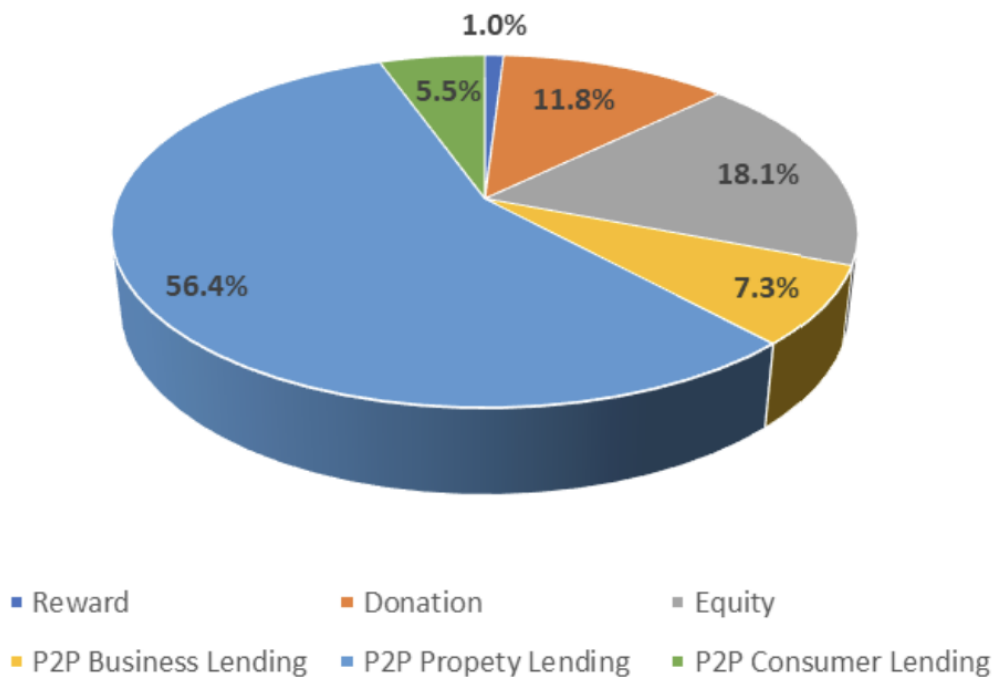
Utviklingen av det norske crowdfunding markedet har gått tregt i forhold til USA og mange europeiske land. I 2017 utgjorde det norske crowdfunding markedet fortsatt mindre enn 100 millioner kroner, men som man kan lese av Figur 1 har markedet opplevd stor vekst de siste årene. Markedet gjorde et stort hopp fra 930 millioner kroner i 2020 til 1,98 milliarder kroner i 2021, en vekst på hele 113%. I 2022 var veksten på 19% og crowdfunding i Norge oppnådde et volum på 2,35 milliarder (Shneor, 2023).



Figur 1: Vekst i crowdfunding i Norge fra 2013 til 2022 (Shneor, 2023)

Aksjebasert crowdfunding utgjorde mye av veksten i markedet i 2021. Volumet gikk fra 173 millioner i 2020 til 616 millioner kroner i 2021, en vekst på hele 255% (Shneor, 2022).

Aksjebasert crowdfunding utgjorde da 31,1% av det norske markedet. I 2022 dermed opplevde aksjebasert crowdfunding et fall på 31% (Shneor, 2023), og som man kan lese av Figur 2 utgjorde aksjebasert crowdfunding da 18,1% av totalmarkedet. Eiendoms lån (P2P Property Lending) er den klart største formen for crowdfunding i Norge og utgjorde 56,4% av markedet i 2022.



Figur 2: Markedsandel for ulike typer crowdfunding i Norge 2022 (Shneor, 2023)

I Norge finnes det to plattformer som tilbyr aksjebasert crowdfunding: Folkeinvest og Dealflow. Folkeinvest laserte en tjeneste som hjalp selskaper med å gjennomføre emisjoner i 2017 og tilrettela for 18 emisjoner frem til Finanstilsynet stanset driften deres i desember 2018 da de var nøst til å søke om konsesjon. I august 2019 fikk Folkeinvest konsesjon og de kunne starte opp driften igjen (Henriksen, 2019). Dealflow gjennomførte sin første emisjon 2018. De har lik forretningsmodell som Folkeinvest og er dermed også et verdipapirforetak med konsesjon fra Finanstilsynet.



## 4 Metode

### 4.1 Datainnsamling

I denne oppgaven har jeg innhentet data om selskaper som gjennomførte emisjoner på Folkeinvest.no og Dealflow.no fra mai 2018 til utgangen av 2020. Fra Folkeinvest fikk jeg tilsendt et datasett som inneholdt selskapsnavn, datoen tegningsperioden ble avsluttet, selskapsverdi ved emisjon (pre-money), innhentet beløp (investert beløp) og antall investorer. Den samme informasjonen hentet jeg manuelt fra Dealflow.no.

Jeg har ikke tilgang på data fra de 18 emisjonene gjennomført på Folkeinvest i perioden fra oppstart i 2017 til stans i desember 2018. Mitt første datapunkt fra Folkeinvest er derfor 16.10.2019, etter at de fikk innvilget konsesjon fra Finanstilsynet. Første datapunkt fra Dealflow er fra 07.05.2018. Datasettet består av totalt 81 selskaper som gjennomførte en suksessfull emisjon via de to plattformene (Folkeinvest  $n = 37$ , Dealflow  $n = 44$ ).

For å kunne starte arbeidet med å estimere avkastning måtte jeg finne ut hvilke selskaper som har blitt lagt ned eller gått konkurs. Jeg benyttet Brønnøysundregistrene, <http://brreg.no/kunngjoring/>, til å søke opp alle selskapene. I de tilfellene det var kunngjort konkurs eller tvangsoppløsning innen siste observasjonsdato 20.11.2023 kategoriserte jeg selskapene som *Feilet*. I likhet med Signori og Vismara (2016) tok jeg utgangspunkt i at investorene tapte hele sin investering og avkastningen for disse selskapene ble dermed satt til -100%.

Videre undersøkte jeg om det fantes info om de resterende selskapene hadde fått en ny verdivurdering i etterkant av den første crowdfunding-emisjonen som følge av børsnotering, oppkjøp, fusjon eller ny emisjon. Jeg startet med å sjekke om bedriftene hadde gjennomført nye emisjoner via Folkeinvest og Dealflow i ettertid av den første crowdfunding-kampanjen. Videre undersøkte jeg nettsidene til bedriftene og googlet selskapsnavnene for å finne relevante nyheter. Jeg søkte også på selskapsnavnene i kombinasjon med «investor», «hentet penger», «henter penger», «emisjon» og «oppkjøp» og fant i flere tilfeller avisartikler hvor det var omtalt at selskapene hadde fått nye investorer.

I de fleste tilfellene fantes det informasjon om at emisjonene var gjennomført, men i de tilfellene det ikke gjorde det, inkluderte jeg den nye verdivurderingen i datasettet om deler av emisjonen var forhåndstegnet.

De resterende selskapene som fortsatt var i drift, som jeg ikke hadde data om ny verdivurdering på, kategoriserte jeg som *Aktive*. Flere av disse har trolig hentet penger i ettertid av crowdfunding-kampanjen, men dette er ikke offentlig informasjon og ofte er dette informasjon selskapene ikke ønsker å dele. Uten en ny verdivurdering vil jeg ikke kunne beregne en avkastning for disse selskapene.

## 4.2 Avkastning

Internrente (IRR) er en av de mest brukte måltallene for å vurdere prestasjon innen private equity (Vroomen & Desa, 2018). Internrenten er den diskonteringsrenten som gjør at nåverdien av en kontantstrøm blir lik null (Patrick & French, 2016). Internrenten for et prosjekt må altså være lik eller høyere enn avkastningskravet investoren har satt for at investoren skal ønske å investere i prosjektet. En god tolkning av internrenten er «at internrenten måler prosentvis avkastning på den kapitalen som til enhver tid er bundet i prosjektet» (Bøhren & Gjærum, 2015, s. 185). Det er mest hensiktsmessig å benytte internrente i denne oppgaven da studiene jeg sammenligner mine resultater med også benytter internrente.

Formelen for internrente:

$$0 = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t}$$

der CF er kontantstrøm (cash flow) i periode  $t$  og IRR er internrenten.

I denne oppgaven benytter jeg XIRR-funksjonen i Microsoft Excel til å beregne internrenten.

En svakhet ved internrente er at den kan være misvisende om den er negativ (Patrick & French, 2016). Som investor ønsker man å få tilbakebetalt så raskt som mulig, men ved negativ internrente vil en dårligere kontantstrøm der det tar lengre tid før du får tilbakebetalt deler av investeringen føre til en bedre internrente. Ved investeringer med tap vil altså internrente være et misvisende mål.

For å kunne beregne avkastning setter jeg først opp kontantstrømmene for investeringene. Først setter jeg opp investert beløp som da er kontantstrøm som går ut og så beregner jeg endringen i verdien på denne investeringen basert på den nye verdivurderingen selskapet har fått. Dette vil da være kontantstrøm inn. I de fleste tilfeller har opplysninger om ny emisjonskurs noe som gjør det enkelt å beregne endring fra den opprinnelige emisjonskursen. For de selskapene der det ikke er oppgitt ny emisjonskurs har jeg basert meg på selskapsverdien det opplyses om i avisartiklene. Her finner jeg ny verdi på investeringen ved å sammenligne den nye selskapsverdien med verdivurderingen selskapet hadde ved den første crowdfunding emisjonen. Dette kan gi en indikasjon på utviklingen, men manglende informasjon om utvanning gjør disse beregningene mer usikre.

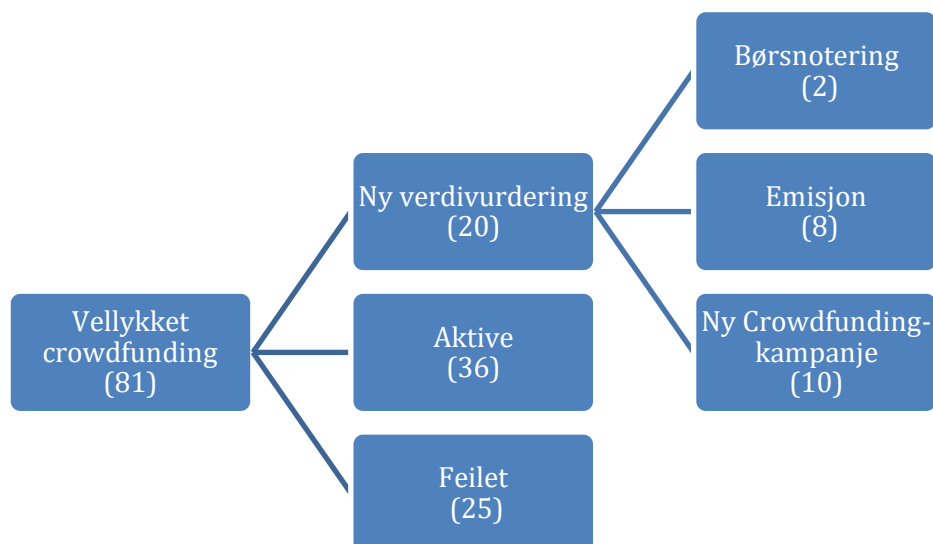
Det er tilfeller hvor jeg har ikke kan vite helt sikkert om selskapsverdien som det opplyses om i avisartiklene er pre-money eller post-money, så her har jeg måttet gjøre antagelser basert på ordlyden i artikkelen. Eksempelvis skriver Finansavisen i saken om Videocation at “Etter emisjonen prises selskapet til 299 millioner kroner” (Kvadsheim, 2022). Dette velger jeg å tolke som at verdien på 299 millioner er post-money og jeg trekker fra det investerte beløpet på 19 millioner for å finne pre-money verdien, altså den verdien selskapet hadde hatt om det var snakk om salg av aksjer i stedet for en emisjon. I de tilfellene det ikke var opplyst om når emisjonen ble gjennomført har jeg benyttet publiseringsdatoen for artikkelen.

## 5 Resultater

Det ble totalt investert 221,5 millioner kroner i de 81 crowdfunding-kampanjene.

Gjennomsnittlig beløp som selskapene hentet var på 2,73 millioner. Av de 81 selskapene i datasettet er det per 20.11.2023 23 selskap som er begjært konkurs og 2 som er tvangsoppløst.

Totalt ble 25 av bedriftene kategorisert som *Feilet*. 20 selskaper ble kategorisert under *Ny verdivurdering*. Av disse har to av selskapene har gått på børs og 18 har fått akseptert en ny verdivurdering i forbindelse med en emisjon. Ti av disse gjennom en ny crowdfunding-kampanje. De resterende 36 selskapene som fortsatt er i drift, men hvor jeg ikke har funnet informasjon om at de har fått en ny verdivurdering som også er akseptert av investorer har jeg kategorisert som *Aktive*. Fordelingen de 81 selskapene er oppsummert i Figur 3.



Figur 3: Utfall etter første crowdfunding-emisjon

## 5.1 Konkurs og overlevelsesrater

Totalt var det 25 av selskapene som gikk konkurs eller som ble tvangsoppløst. Dette utgjør 31% av utvalget. Disse selskapene overlevde i snitt 30 måneder etter crowdfunding emisjonen. Etter 12mnd var det kun to som hadde gått konkurs og dermed var overlevelsesraten etter 12mnd på 97,5%. Overlevelsesraten etter 24mnd var 92,6% og etter 36mnd endte den på 72,9%.

## 5.2 Ny verdivurdering

Av de 20 selskapene under kategorien *Ny verdivurdering* var det to som ble børsnotert. Maxsnus.no AS mer enn doblet verdien sin fra crowdfunding kampanjen ble gjennomført til investorene fikk realisert gevinsten på under et halvt år. For denne investeringen har jeg beregnet en internrente på 363%. Den andre børsnoteringen var Resquint som litt over to år etter emisjonen på Dealflow gikk på børs. Her ble internrenten 61%.

Det var 10 selskap som gjennomførte minst en ny crowdfunding kampanje. Av disse hadde ti gjennomført en ny, vellykket crowdfunding-kampanje, hvorav fem benyttet Dealflow og fem gjorde det via Folkeinvest. I tillegg hadde Kvidul AS lansert en kampanje på Folkeinvest, men de valgte å avbryte den. De hadde dog nådd minstekravet på 17 millioner kroner (Hernes, 2022) og mange investorer hadde altså akseptert deres nye prising. De hadde da planer om å gjennomføre emisjonen noen måneder etter, men da uten Folkeinvest. Jeg valgte dermed å inkludere deres nye prising i datasettet og beregne avkastning basert på det.

Blant de resterende selskapene er det flere som har fått investeringer av profesjonelle investorer og vi kan blant annet lese i Finansavisen at Videocation har fått nye aksjonærer og prises til 299 millioner kroner etter emisjonen (Kvadsheim, 2022). Når de hentet penger gjennom Folkeinvest i 2019 var de priset til omtrent 34 millioner. Dette førte til en beregnet internrent på 146%, det er dog ikke informasjon om i hvilken grad folkeinvestorene har blitt vannet ut i mellomtiden. Av de totalt 20 selskapene med ny verdivurdering har 17 fått en økning i verdivurderingen, to har gått ned på verdivurderingen sin og en var uendret.

### 5.3 Avkastning

For de totale investeringene som ble gjort i de 20 selskapene som har fått en ny verdivurdering har jeg estimert en absolutt avkastning på 70,6%. Det har dog gått flere år fra første crowdfunding-emisjon til ny verdivurdering og internrenten, altså den annualisert avkastningen, ble dermed 34,7%. Når jeg inkluderer selskapene som gikk konkurs ender internrenten på -2,93%.

Som illustrert i metodekapittelet egner internrente seg dårlig som mål når det er snakk om negativ avkastning. Det er derfor hensiktsmessig å se på absolutt avkastning. For de 45 selskapene jeg har beregnet avkastning for, som enten har gått konkurs eller fått ny verdivurdering, ble det investert 145,9 millioner. Den totale verdiøkningen på investeringene til de selskapene som fikk ny verdivurdering endte på omtrent 138 millioner. Dette tilsvarer et tap på 5,4%. Om vi i stedet ser for tar utgangspunkt i at en investor investerte et like stort beløp i alle crowdfunding-kampanjene ender absolutt avkastning på - 6,5%. Om vi kun ser på avkastningen for de 17 selskapene som hadde fått en økning i verdien sin så ender internrenten for disse investeringene på 38%

## 6 Diskusjon og konklusjon

Den totale avkastningen for alle investeringene gjort i norsk aksjebasert crowdfunding i perioden 2018 – 2020 estimerte jeg til å bli -5,4%. Dette er lavere enn Signori og Vismara (2016) sine funn fra Crowdcube og langt lavere enn internrenten på 28% som Vroomen og Desa (2018) argumenterte for at man minimum burde forvente fra en crowdfunding portefølje. Det er dog muligheter til å få stor avkastning om man treffer riktig på investeringene sine. For det selskapet som har hatt best årlig avkastning har jeg estimert en internrente på 363%.

Det er betydelig usikkerhet knyttet til de estimerte avkastningene. At selskapene har fått en ny verdivurdering betyr ikke nødvendigvis at investorene kan realisere en avkastning til denne prisingen, men det gir en god indikasjon på verdiøkning. Aksjene i unoterte selskaper er lite likvide, crowdfunding investorer har gjerne færre exit-muligheter (Schwienbacher, 2019) og det vil ofte være vanskelig å realisere noen avkastning før selskapet enten blir kjøpt opp eller notert på børs. Denne problemstillingen blir synlig om man søker opp «aksjer» på finn.no. Da kan man se personer som prøver å selge sine unoterte aksjer.

Når det er snakk om oppstartsselskaper medfører investering en betydelig risiko, dette er løftet frem i litteraturgjennomgangen og det kommer frem av konkursratene og mangel på avkastning i funnene mine. Flere av selskapene i datasettet vil trolig gå konkurs over de neste årene, selv noen av de som har fått en økning i verdsettelsen. De nye verdsettelsene har stort sett skjedd gjennom emisjoner, noe som tyder på at selskapene fortsatt er avhengige av ekstern kapital og de har ikke oppnådd stabil drift. De har altså ikke rukket å komme i en fase der de genererer en positiv kontantstrøm, noe som er vanlig at tar 5-7 år (Pelizzon et al., 2016). Det er altså tidlig å konkludere og flere av noen av disse selskapene kan potensielt oppnå stor suksess og gi investorene gevinster i fremtiden.

Etter hvert som markedet utvikles, selskapene modnes og flere får realisert avkastningene blir det spennende å se om investorene oppnår en akseptabel risikojustert avkastning. Dette er viktig da investorene i hovedsak er motivert av finansiell avkastning (Kleinert & Volkmann, 2019). Denne oppgaven viser at investeringene som helhet fortsatt er langt unna det, selv om enkelte investeringer har gått veldig bra. Om investorene ikke oppnår en akseptabel risikojustert avkastning vil aksjebasert crowdfunding trolig bli lite attraktivt for investorer og det mister sin evne til å dekke oppstartsbedrifter sitt finansieringsgap. Som Hornuf og Schmitt

(2016) påpeker vil trolig mange gå over til lånebasert crowdfunding om ikke aksjebasert skaper høyere avkastning i nær fremtid.



## Referanseliste

Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*, 29(5), 585–609.

<https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.07.003>

Bento, N., Gianfrate, G., & Groppo, S. V. (2019). Do crowdfunding returns reward risk? Evidences from clean-tech projects. *Technological Forecasting & Social Change*, 141, 107–116. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2018.07.007>

Bøhren, Ø., & Gjørnum, P. I. (2015). *Finans : innføring i investering og finansiering* (p. 525). Fagbokforl.

Henriksen, T. (2019, 26. august). *Grønt lys for Folkeinvest - fikk konsesjon: "Man føler at man har løpt i fjellheimen lenge"*. Shifter. <https://www.shifter.no/finanstilsynet-folkeinvest/gront-lys-for-folkeinvest---fikk-konsesjon-man-foeler-at-man-har-lopt-i-fjellheimen-lenge/127177#:~:text=Etter%20åtte%20måneder%20med%20en,vil%20stoppe%20den%20populære%20folkefinansieringstjenesten>

Hernes, S. (2022, 05. mai). *Kvidul snudde underveis i folkefinansieringen: - Man setter jo et minstemål, men vi ønsker å innhente mere kapital.* iLaks.no. <https://ilaks.no/kvidul-snudde-underveis-i-folkefinanseringen-man-setter-jo-et-minstemal-men-vi-onsker-a-innhente-mere-kapital/>

Hornuf, L., & Schmitt, M. (2016). Success and Failure in Equity Crowdfunding. *CESifo DICE Report*, 14(2), 16.

Hornuf, L., & Schwienbacher, A. (2016). Crowdfunding: angel investing for the masses?. In *Handbook of research on business angels* (pp. 381-398). Edward Elgar Publishing.

Hornuf, L., & Schwienbacher, A. (2018). Internet-Based Entrepreneurial Finance: Lessons from Germany. *California Management Review*, 60(2), 150–175. <https://doi.org/10.1177/0008125617741126>

Kleinert, S., & Volkmann, C. (2019). Equity crowdfunding and the role of investor discussion boards. *Venture Capital (London)*, 21(4), 327–352. <https://doi.org/10.1080/13691066.2019.1569853>

Kvadsheim, S. S. (2022, 24. mars). *Birger Magnus inn i Videocation*. Finansavisen. <https://www.finansavisen.no/nyheter/arbeidsliv/2022/03/24/7840368/birger-magnus-inn-i-videocation>

Mochkabadi, K., & Volkmann, C. K. (2018). Equity crowdfunding: a systematic review of the literature. *Small Business Economics*, 54(1), 75–118. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0081-x>

Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1–16. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005>

Norsk crowdfunding forening. (u.å.). *Om crowdfunding*. Hentet 15. desember 2022 fra <https://norskcrowdfunding.no/om-crowdfunding/>

Olsen, H. (2022, 11. oktober). *Hva er egentlig aksjebasert folkefinansiering?* Dealflow. <https://dealflow.no/hva-er-egentlig-aksjebasert-folkefinansiering>

Patrick, M., & French, N. (2016). The internal rate of return (IRR): projections, benchmarks and pitfalls. *Journal of Property Investment & Finance*, 34(6), 664–669. <https://doi.org/10.1108/JPIF-07-2016-0059>

Pelizzon, L., Riedel, M., & Tasca, P. (2016). Classification of Crowdfunding in the Financial System. In *Banking Beyond Banks and Money* (pp. 5–16). Springer International Publishing. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-42448-4\\_2](https://doi.org/10.1007/978-3-319-42448-4_2)

Ralcheva, A., & Roosenboom, P. (2020). Forecasting success in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, 55(1), 39–56. <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00144-x>

Signori, A., & Vismara, S. (2016). Returns on investments in equity crowdfunding. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2765488>

Shneor, R. (2022). *Crowdfunding in Norway: Status Report 2021 Q1-Q4*. Norwegian Crowdfunding Association. <https://www.crowdfunding-research.org/norwegian-market-statistics>

Shneor, R. (2023). *Crowdfunding in Norway: Status Report 2022 Q1-Q4*. Norwegian Crowdfunding Association. <https://www.crowdfunding-research.org/norwegian-market-statistics>

Schwienbacher, A. (2019). Equity crowdfunding: anything to celebrate? *Venture Capital (London)*, 21(1), 65–74. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2018.07.014>

Tomczak, A., & Brem, A. (2013). A conceptualized investment model of crowdfunding. *Venture Capital (London)*, 15(4), 335–359. <https://doi.org/10.1080/13691066.2013.847614>

Vroomen, P., & Desa, S. (2018). Rates of return for crowdfunding portfolios: theoretical derivation and implications. *Venture Capital (London)*, 20(3), 261–283. <https://doi.org/10.1080/13691066.2018.1480265>

Vismara, S. (2019). Sustainability in equity crowdfunding. *Technological Forecasting & Social Change*, 141, 98–106. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2018.07.014>

# Vedlegg

## Vedlegg 1: Nye verdivurderinger utenom Folkeinvest og Dealflow

Selskap	Ny Emisjonskurs	Ny verdi pre-money	Kilde
HELSE PRIVAT AS / Preact as		40000000	<a href="https://www.shifter.no/nyheter/helsestartup-fikk-selvaag-som-pilotkunde/223713">https://www.shifter.no/nyheter/helsestartup-fikk-selvaag-som-pilotkunde/223713</a>
Videocation.no AS		280000000	<a href="https://www.finansavisen.no/nyheter/arbeidsliv/2022/03/24/7840368/birger-magnus-inn-i-videocation">https://www.finansavisen.no/nyheter/arbeidsliv/2022/03/24/7840368/birger-magnus-inn-i-videocation</a>
DRINK COOL AS / Norbeco AS		22000000	<a href="https://www.finansavisen.no/nyheter/handel/2022/05/06/7862535/suzann-pettersen-blar-opp-etter-slag-i-trynet">https://www.finansavisen.no/nyheter/handel/2022/05/06/7862535/suzann-pettersen-blar-opp-etter-slag-i-trynet</a>
KVIDUL AS		21000000	<a href="https://ilaks.no/pa-vei-for-a-hente-700-millioner-kroner-i-ruskevaer-og-ukjent-farvann/">https://ilaks.no/pa-vei-for-a-hente-700-millioner-kroner-i-ruskevaer-og-ukjent-farvann/</a>
MAXSNUS.NO AS		100000000	<a href="https://netthandel.no/mobelgiganten-oket-med-over-180-millioner-nettsalget-bidrar-sterkt">https://netthandel.no/mobelgiganten-oket-med-over-180-millioner-nettsalget-bidrar-sterkt</a>
VILLOID.no		150000000	<a href="https://www.finansavisen.no/handel/2023/03/03/7990734/jeanette-dyhre-kvisvik-og-villoid-henter-25-millioner-kroner-varner-blir-storste-aksjonaer">https://www.finansavisen.no/handel/2023/03/03/7990734/jeanette-dyhre-kvisvik-og-villoid-henter-25-millioner-kroner-varner-blir-storste-aksjonaer</a>
Goliath Systemer / GRIPR AS		12000000	<a href="https://www.finansavisen.no/nyheter/digital/2022/03/13/7829422/goliath-systemer-blir-til-gripr-samarbeider-med-aider-og-henter-kapital">https://www.finansavisen.no/nyheter/digital/2022/03/13/7829422/goliath-systemer-blir-til-gripr-samarbeider-med-aider-og-henter-kapital</a>
Luado	289,39		<a href="https://blogg.luado.no/emisjon-luado-2022/">https://blogg.luado.no/emisjon-luado-2022/</a>
Resqunit	9,50		<a href="https://news.bequoted.com/newsroom/resqunit/pressreleases/resqunit-ab-receives-approval-for-listing-of-its-shares-on-n-91963/">https://news.bequoted.com/newsroom/resqunit/pressreleases/resqunit-ab-receives-approval-for-listing-of-its-shares-on-n-91963/</a> <a href="https://ipo.se/borsnoteringar/resqunit/">https://ipo.se/borsnoteringar/resqunit/</a>
Aquabio / Waive AS	1100,00		<a href="https://www.aquabio.no/wp-content/uploads/2021/12/AquabioEmisjonDes21.pdf">https://www.aquabio.no/wp-content/uploads/2021/12/AquabioEmisjonDes21.pdf</a>



