

RAPPORT  
FØREVALUERING AV PRESÅKORNORDNINGEN





## Forord

Menon Economics har på oppdrag for Innovasjon Norge gjennomført en førevaluering av Presåkornordningen. Målet med førevalueringen er å vurdere ordningens samfunnsøkonomiske rasjonale, samt å bidra til best mulig utforming av ordningen. I en førevaluering er det ikke mulig å måle effekten direkte ettersom virkemiddelet ikke er tatt i bruk lenge nok til at det er rimelig å forvente en realisert effekt. Vurderingene som gjøres i førevalueringen er derfor basert på en kombinasjon av erfaringer fra brukerne og tilbyderne av ordningen så langt, samt teoretisk innsikt om kapitalmarkeder og tidligfaseselskaper.

Evalueringen har vært ledet av Gjermund Grimsby, med Kristina Wifstad og Per Fredrik Forsberg Johnsen som prosjektmedarbeidere. Leo A. Grünfeld har vært kvalitetssikrer.

Menon Economics er et forskningsbasert analyse- og rådgivningsselskap i skjæringspunktet mellom foretaksøkonomi, samfunnsøkonomi og næringspolitikk. Vi tilbyr analyse- og rådgivningstjenester til selskaper, organisasjoner, kommuner, fylker og departementer. Vårt hovedfokus ligger på empiriske analyser av økonomisk politikk, og våre medarbeidere har økonomisk kompetanse på et høyt vitenskapelig nivå.

Vi takker Innovasjon Norge for et spennende oppdrag. Vi takker også alle intervjuobjekter og referansegruppen for gode innspill underveis i prosjektet. Forfatterne står ansvarlig for alt innhold i rapporten.

---

Oktober 2018

Gjermund  
Prosjektleder  
Menon Economics

# Innhold

<b>SAMMENDRAG</b>	<b>3</b>
<b>INNLEDNING</b>	<b>7</b>
<b>1 KORT OM PRESÅKORNORDNINGEN</b>	<b>9</b>
<b>2 KORT OM EVALUERINGSMETODE</b>	<b>11</b>
<b>3 MARKEDSSVIKT FOR OPPSTARTSSELSKAPER</b>	<b>13</b>
3.1 Kapitalmarkedssvikt	13
3.2 Positive kunnskapseksternaliteter	16
3.3 Er konsekvensene store nok til at det offentlige bør intervensere?	17
<b>4 ER PRESÅKORNORDNINGEN DET MEST HENSIKTMESSIGE VIRKEMIDDELET?</b>	<b>19</b>
4.1 Presåkornordningen evne til å løse markedssvikten – Design og målgruppe	19
4.1.1 Design	19
4.1.2 Målgruppe	23
4.2 Vurdering av presåkornordningen mot andre eksisterende ordninger	26
<b>5 FORVENTNINGER OM EFFEKT</b>	<b>29</b>
5.1 Overordnet målsetning	29
5.2 Potensial for finansiell addisjonalitet	29
5.3 Potensial for økonomisk effekt	32
5.4 Kontrollgruppe	33
<b>6 EFFEKTIVITET</b>	<b>35</b>
6.1 Organisering	35
6.1.1 Velger man de rette forvaltermiljøene?	35
6.1.2 Forvaltermiljøenes seleksjonsprosess	36
6.1.3 Samarbeid og kommunikasjon mellom Innovasjon Norge og forvaltermiljøene	37
6.2 Kostnadseffektivitet	38
6.2.1 Administrasjonskostnader	38
6.2.2 Omfang og rammer	38
<b>7 POTENSIAL SAMFUNNSØKONOMISK LØNNSOMHET</b>	<b>40</b>
<b>8 INDIKATORER I MRS</b>	<b>41</b>
<b>9 VARIGHET: ANBEFALINGER FOR VEIEN VIDERE</b>	<b>45</b>
<b>REFERANSELISTE</b>	<b>48</b>
<b>VEDLEGG 1: INTERVJUOVERSIKT</b>	<b>51</b>

## Sammendrag

Preså Kornordningen er et egenkapitalvirkemiddel rettet mot innovative oppstartsselskap med betydelig vekstpotensial. Selve investeringen av preså kornmidler i oppstartsselskapene, og oppfølging av eierskapet, gjennomføres av eksterne miljøer (Technology Transfer Offices (TTOer), Inkubatorer og forretningsenglenettverk). Innovasjon Norges rolle er å selekttere hvilke miljøer som skal få mulighet til å forvalte Preså kornkapitalen. Seleksjonen skjer gjennom årlige utlysninger av midler som TTOer, inkubatorer og forretningsenglenettverk kan søke på. I rapporten refererer vi til disse som forvalterne.

Ordningen gjennomgikk en kort pilotfase i 2015, og fra og med 2016 er det gjennomført årlige utlysninger av preså kornmidler. Per i dag er totalt 28 eksterne forvaltere inkludert i ordningen. Disse har tilsammen mottatt 188 millioner kroner i lån fra innovasjon Norge. Forvaltermiljøene inkluderer Technology Transfer Offices (TTOer), inkubatorer og nettverk av engleinvestorer.

Investeringsrammen for preså kornmidler er mellom 500 tusen til 3 millioner kroner per foretak. Formålet med ordningen er å avlaste risiko for private investorer som investerer i tidligfaseselskaper og dermed utløse mer privat investeringskapital. I emisjonene som preså kornmidlene anvendes er det derfor et minimumskrav om at 50 prosent av kapitalen skal komme fra eksterne private investorer.

**Finnes det en markedssvikt, og har den betydelige økonomiske konsekvenser?** Målgruppen for Preså kornordningen er innovative små og mellomstore bedrifter yngre enn fem år. Det er tre hovedgrunner til at målgruppen kan oppleve markedssvikt: For det første er dette en gruppe selskaper hvor det trolig er mange foretak med betydelig vekstpotensial, som således burde få finansiering. For det andre er det grunn til å forvente at det blant innovative foretak kan være betydelig asymmetrisk informasjon mellom eierne av foretaket og potensielle eksterne finansieringskilder. Kredittfinansiering er normalt ikke et alternativ for selskapene i målgruppen da disse har liten til ingen inntjening å vise til, samt lite eiendeler å stille som sikkerhet. Dersom selskapets eiere heller ikke har egne midler å finansiere utviklingen med, kan dette føre til en kapitalmarkedssvikt i dette segmentet. Videre vil vi forvente positive eksternaliteter knyttet til innovative foretak som investorene ikke har insentiver til å ta hensyn til. De positive eksternalitetene kan føre til at det investeres mindre i denne typen selskaper enn det som er samfunnsøkonomisk optimalt. De positive eksternalitetene knytter seg til potensielt store konsumentoverskudd fra innovative produkter og tjenester, samt investeringer i immaterielle verdier som kan skape positive kunnskapseksternaliteter for konkurrenter, inkludert ansatte som starter nye lignende selskap.

Det er ikke grunnlag i denne førevalueringen til å konkludere med om konsekvensene er store nok til at det offentlige bør eller ikke bør intervensjon. De teoretiske argumentene drar imidlertid tydelig i retning av at Preså kornordningen er innrettet mot det segmentet hvor markedssvikten potensielt er størst, dvs. unge nyetablerte selskaper med innovative produkter med stort vekstpotensial og potensielle positive eksternaliteter for forbrukere og konkurrenter. Gitt at det offentlige skal ha en aktiv entreprenørskapspolitikk er dette det segmentet hvor det er naturlig å ha hovedfokus. Det er imidlertid viktig å påpeke at størrelsen på markedssvikten trolig ikke er konstant over tid. Teknologiske endringer bidrar til å redusere transaksjonskostnader og mulighetene til å hente kapital. Videre vil det forhåpentligvis være slik at finansiering fra det offentlige kan være med å videreutvikle gode forvaltere rettet mot tidlig fase som på sikt kan stå på egne ben. Dersom det i effektstudier på et senere tidspunkt viser seg at det offentlige kan utløse lønnsomme oppstartsselskaper vil dette også i seg selv kunne være en øyeåpner for private investorer og bidra til å forbedre kapitaltilgangen i dette segmentet.

**Fremstår Preså Kornordningen som et hensiktsmessig middel til å adressere markedssvikten?** For at det skal lykkes å løse en kapitalmarkedssvikt er man avhengig av å redusere den asymmetriske informasjonen mellom de innovative foretakene og kapitalmarkedene. Overordnet er det vår vurdering at Preså Kornordningen har en hensiktsmessig utforming med hensyn til å adressere markedssvikten. Ved å overlate selve investeringsbeslutningene til eksterne miljøer som sitter tett på foretakene og FoU-miljøene de springer ut av, er sannsynligheten større for at de greier å løse opp markedssvikten enn dersom Innovasjon Norge skulle gjort investeringsbeslutningen selv. En mekanisme som forsterker potensialet for å løse opp markedssvikten er at investeringen må matches av privat kapital. Dette sørger både for at prisingen av selskapet får en ekstern markedsvurdering, samtidig som det også er en mulighet for at virkemiddelet faktisk bidrar til å utløse mer privat kapital.

Det store spørsmålet er om Innovasjon Norge evner å selektere forvaltere som faktisk har et komparativt fortrinn i preså Kornfasen. I dette ligger det at forvalteren evner å selektere bedrifter med positiv forventet nåverdi, at de kan styre kapitaltilgangen på en god måte, at de har komplementære ressurser å tilby foretaket og at de kan bidra inn i styringen av selskapet. Vår overordnede vurdering er at Innovasjon Norges seleksjonskriterier fremstår som fornuftige, og gjennom personlige intervjuer er det vårt inntrykk at forvalterne gjennomgående fremstår som profesjonelle og reflekterte rundt sin rolle som preså Kornforvaltere. Det er imidlertid ikke grunnlag for å si om dette er tilstrekkelig for å kunne løse en kapitalmarkedssvikt, dette vil først vise seg i form av eventuelle selskaper som materialiserer seg som kommersielle suksesser, og som uten Preså Kornordningen ikke ville fått finansiering. Trolig vil det være slik at noen av forvalterne vil oppnå gode resultater, mens andre vil mislykkes. Per i dag er midlene spredt relativt tynt utover 28 forvaltere. Det vil trolig være stor variasjon i deres forvalterkompetanse, men dette er naturligvis vanskelig for Innovasjon Norge å avdekke i forkant. Over tid er det imidlertid naturlig at hoveddelen av preså Kornmidlene kanaliseres til de forvalterne som kan dokumentere gode resultater. Videre vil det være slik at selve tildelingen av preså Kornmidler også kan bidra til at det komparative eierfortrinnet utvikles i form av at erfaringsgrunnlaget styrkes og at det gradvis blir en mer profesjonalisert praksis.

Sammenlignet med andre offentlige virkemidler har Preså Kornordningen størst overlapp med Kommersialiseringstilskudd og Oppstartslån. Selskaper som har stort behov for ekstern kompetanse for å realisere forretningsidéen sin vil ha større behov for Preså Kornordningen enn oppstartslån og kommersialiseringstilskudd. Oppstartslån kan imidlertid være et mer egnet virkemiddel dersom gründerens innsats er veldig viktig for selskapets videre utvikling og utvanningen fra nye aksjonærer er så sterk at gründerens oppside ved å lykkes blir så redusert at den svekker innsatsen. Etter vår vurdering taler dette for at det er et behov for begge ordningene. Dette grunner først og fremst i at ordningenes målgruppe er forskjellige. Dette kan med fordel tydeliggjøres i offentlige beskrivelser av ordningen. Det kan imidlertid også være komplementaritet mellom ordningene. Dersom Oppstartslånet gis i forkant av Preså Kornmidler vil bedriften ha kommet lengre i utviklingsfasen slik at risikoen til preså Korninvesteringen reduseres, samtidig vil Oppstartslånet bidra til at eierne blir mindre utvannet av den eksterne egenkapitalen ettersom bedriften har kommet lenger i utviklingsløpet.

**Treffer Preså Kornordningen målgruppen sin?** Basert på intervjuer med forvaltere og foretak, samt kobling av kundedata opp mot Menons regnskapsdatabase, er det vårt inntrykk at Preså Kornordningen treffer målgruppen for ordningen. De fleste bedriftene er små unge selskaper med innovative produkter og tjenester i utviklingsfasen. Det er imidlertid to usikkerhetsmomenter knyttet til målgruppen som vi har lagt merke til: For det første er det trolig variabelt i hvilken grad foretakene som mottar preså Kornmidler, faktisk opplever finansieringsbegrensninger. I mange av tilfellene utgjør Preså Kornmidlene en relativt liten andel av den samlede emisjonen, og det er uklart i hvilken grad preså Kornkapitalen løser en reell kapitalmangel i disse tilfellene. Her bør det muligens kommuniseres tydeligere fra Innovasjon Norge sin side at det er selskaper med positiv nåverdi

som ikke har tilgang på tilstrekkelig finansiering i det private markedet som er målgruppen. Videre, basert på forvalternes egne vurderinger, fremstår det også som at noen av selskapene har et lavere vekstpotensial enn målgruppen for ordningen skulle tilsi.

**Bidrar Preså Kornordningen til å øke tilgangen på finansiering i markedet?** De utlyste rammene for preså kornmidlene har variert fra 50 til 100 millioner kroner i året. Selv om dette utgjør en relativt begrenset andel av det totale emisjonsmarkedet, er det likevel potensielt svært viktig for de selskapene som får midlene. Både forvalterne og selskapene vi har snakket med er samstemte om at ordningen tilfører målgruppen finansiering de ikke ville fått i fravær av ordningen. Det er imidlertid mer usikkert i hvilken grad matchingkriteriene som følger med Preså kornkapitalen faktisk bidrar til å utløse ytterligere privat kapital. Vårt inntrykk er at det ikke er uvanlig at koinvestorene allerede var på plass før preså kornmidlene kom inn i bildet. I disse tilfellene er det vanskelig å argumentere for at preså kornmidlene har utløst matchingkapitalen. Samtidig er det andre miljøer, for eksempel inkubatormiljøer som tilbyr rådgivning og andre tjenester til oppstartsselskapene, som peker på at det å ha mulighet til å investere preså kornmidler som om de var sine egne kan være utløsende ved at de kan gi et troverdig signal til markedet om at de selv er villige til å satse på selskapet. Her synes det å være stor variasjon mellom, og innad i, forvalterne på hvor mye matchingkapital som er investert sammen med preså kornmidlene, og i hvilken grad det preså kornmidlene som har utløst matchingkapitalen. Dette spørsmålet om addisjonaltet bør undersøkes nærmere i følgeevalueringer av ordningen.

**Forventes Preså Kornordningen å ha en netto positiv økonomisk effekt?** Det er få år siden de første preså korninvesteringene ble gjort til å kunne måle noen økonomisk effekt av ordningen. Vår vurdering er at seleksjonskompetansen til miljøene vil være utslagsgivende for effekten av ordningen. Ved å følge porteføljens utvikling over tid vil gi pekepinner på miljøenes evne til å gjennomføre seleksjon. Hvert forvaltermiljø foretar relativt få preså korninvesteringer, og det vil derfor være stor grad av tilfeldighet rundt vellykkede investeringer. Derfor vil det være vanskelig å trekke robuste konklusjoner basert på et fåtall investeringer. Erfaringer fra lignende ordninger i andre land er at det synes å ha en positiv effekt på selskapsutfall, målt ved omsetning og ansatte, men resultatene er ikke entydig og det er uklart i hvilken grad sammenligningsgrunnlaget er tilstrekkelig godt. Evalueringer av de norske så kornfondene har for eksempel svake resultater å vise til så langt.

**Er Preså Kornordningen effektiv?** Ordningens innretning medfører minimale administrative kostnader for Innovasjon Norge ettersom screening, oppfølging og exit foretas av investeringsmiljøene. Ettersom forvalterne har en betydelig andel av oppsiden dersom foretaket skulle lykkes, har de incentiver til å bruke tilstrekkelig med ressurser på å følge opp foretaket. For de investeringene som ble gjort før forvalterne fikk en del av oppsiden, er det enkelte tilfeller hvor det synes å bli brukt for lite ressurser på oppfølging av selskapet sammenlignet med det en aktiv tidligfaseeier ville gjort. Innovasjon Norges ressursbruk vil være tilknyttet utlysning av konkurranse, vurdering av søknader, samt arrangering av årlige samlinger for forvalterne. Av det vi kan se, er det ingenting som antyder at administrasjonskostnadene tilknyttet ordningen er unødvendig høye. Dette bør derimot testes nærmere i følgeevalueringen.

Vårt inntrykk gjennom intervjuer med både forvalterne av ordningen og selskaper, tilsier at øvre ramme på 3 millioner kroner er en hensiktsmessig øvre grense. Tidligere var nedre grense på 1 million, og dette ble oppfattet som for høy. Per i dag er nedre grense 500 000 kroner og det er delte meninger om hvorvidt dette er hensiktsmessig. Enkelte aktører mener det fortsatt er et for høyt minstebeløp.

**Anbefalinger videre.** Vår vurdering av Preså Kornordningen er at den har et godt potensial til å være et relevant, effektivt og addisjonelt virkemiddel for manglende kapitaltilgang for tidligfasebedrifter og økonomisk vekst. For å utnytte dette potensialet, har vi avdekket noen forbedringspunkter, og foreslår følgende tiltaksliste:

- Tiltak #1. Videreføre ordningen innenfor dagens finansielle rammer.
- Tiltak #2. Utnytte seleksjonskriteriene bedre i prioritering av forvalternes søknader og herunder revurdere antall forvaltere som får tilsagn hvert år
- Tiltak #4. Tydeliggjøring av ordningens målgruppe og forutsetninger overfor forvaltermiljø
- Tiltak #5. Innføre insentiver til exiting, inkludert vurdering av dagens maksimumsgrense for investering på 15 år.
- Tiltak #6. Vurdere behovet for krav om matchingkapital fra forvalteren
- Tiltak #8. Legge til rette for deling av beste-praksis i fellessamlinger
- Små, men ikke prekære, forbedringer:
  - Tiltak #3. Implementere enkle forbedringer i rapporteringsmal

Tiltak #7. Sørge for kontaktinformasjon til selskapene det investeres i tillegg til tiltakene over har vi i evalueringsprosessen kommet frem til noen punkter det bør ses nærmere på i en eventuell følgeevaluering. Disse er listet opp i korthet under:

- Nærmere vurdering av Innovasjon Norges seleksjonsprosess i vurdering av forvalternes søknader
- Legge større vekt på selskapenes tilbakemelding og opplevelse av ordningen.
- Nærmere vurdering av overlapp og potensielle synergieffekter med andre virkemiddel (Oppstartslån/Kommersialiseringstilskudd)
- Grundigere analyse av forvalternes seleksjonsprosess og dealflow.

## Innledning

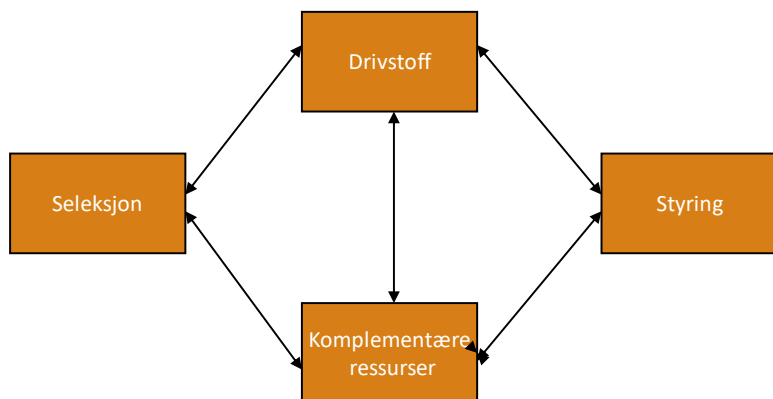
Oppstartsselskaper spiller en viktig rolle for økonomisk vekst gjennom ny virksomhet, nye arbeidsplasser og utvikling av innovative produktideer. Tilgang til finansiering er bredt anerkjent som en nøkkelfaktor for at oppstartsselskapene skal lykkes i overgangen til vekstselskaper. Samtidig er dette en undergruppe av næringslivet hvor mange selskaper møter spesielle vanskeligheter med å finansiere sine investeringer. Dersom selskapet ikke har en eier med finansielle muskler, vil unge oppstartsselskaper sannsynligvis møte finansieringsbegrensninger. Av denne grunn fører regjeringer over hele verden politikk som tar sikte på å supplere private finansmarkeder. Internasjonalt, så vel som i Norge, tilbys det en rekke offentlige ordninger som har til hensikt å korrigere for manglende kapitaltilførsel til unge innovative vekstselskaper, herunder kredittgarantier, subsidierte lån, direkte tilskudd, aksjeemisjoner og skattekreditter.

Preså Kornordningen retter seg mot selskaper i svært tidlig fase, selskaper hvor det fortsatt jobbes med å utvikle et ferdig kommersielt produkt, få på plass en organisasjonsstruktur og utarbeide en klar forretningsplan. Preså Kornordningen investerer egenkapital i denne typen oppstartsselskaper gjennom aksjeemisjoner. Selve investeringsvurderingen foretas av et eksternt forvaltermiljø, som så investerer Innovasjon Norges kapital i selskapene i form av egenkapital.

I denne førevalueringen gjør vi en vurdering av det samfunnsøkonomiske rasjonale for Preså Kornordningen og sannsynliggjør ordningens potensielle effekt. Utgangspunktet for offentlig inngripen i markedet for tidligfasekapital er at det fra et samfunnsøkonomisk perspektiv finnes prosjekter med en positiv nåverdi som ikke vil motta finansiering. Man står med andre ord overfor en markedssvikt. Et sentralt ytterligere argument for etableringen av Preså Kornordningen fremhevet av Abelia, er at norsk økonomi er på vei inn i en krevende omstillingsfase, og at det derfor trengs offentlige virkemidler som utløser privat kapital i en tidligere fase enn den såkornfondene og venturefond investerer i.

Dersom det eksisterer en markedssvikt eller et omstillingsbehov som markedet selv ikke løser, kan det være argumenter for å tilby statlige virkemidler som justerer for denne svikten. Dersom det er snakk om tilførsel av egenkapital, er det viktig at eierskapet bak egenkapitalen i størst mulig grad fyller sentrale eierroller. Figuren nedenfor beskriver hvordan eiere kan bidra til økt verdiskaping gjennom å fylle fire sentrale eierroller. Et eksternt forvaltermiljø er et eksempel på en slik aktiv eier.

Figur 1. Eierens fire verdiøkende roller



For det første må eier/forvalter evne å identifisere de prosjekter som er best og mest egnet for denne typen eier. Kapital skal tilføres de selskapene med størst potensial (seleksjon). Den vanligste kilden til imperfeksjoner i



kapitalmarkedet for tidligfaseselskaper handler om asymmetrisk informasjon mellom entreprenør og investor. Det står sentralt at forvalteren i snitt evner å velge samfunnsøkonomisk lønnsomme selskaper.

Videre må eieren/forvalteren bidra med økonomisk utvikling gjennom å tilføre selskapene finansiering i form av egenkapital i bytte mot en eierandel i selskapet (drivstoff). Dette gjelder på kort sikt, men også at eieren evner å tilføre selskapet drivstoff ved behov senere i utviklingsløpet, dersom det er rasjonelt.

Forvaltermiljøet skal ideelt sett også tilføre oppstartsselskapet andre typer ressurser og kompetanser – det være seg gjennom industrierfaring eller nettverk - som selskapet selv ikke besitter fra før (komplementære ressurser). Kompetansen til forvalterne kan formidles gjennom aktiv deltagelse i styrearbeid og annen kontakt med selskapets ledelse. Mange forvaltere har en aktiv rolle omkring strategiske spørsmål knyttet til selskapets videre utvikling slik som blant annet rekruttering av sentrale ansatte, opprette kontakt med større kunder og strategiske samarbeidspartnere samt bidra til innhenting av ytterligere kapital fra fondet selv og andre investorer dersom det trengs. Videre har fondet en viktig styringsrolle gjennom å sette tydelige mål og etablere gode rutiner og ordninger med ledelsen slik at eierskap, ledelse og de ansatte trekker i samme retning (styring). Det er ikke slik at forvalterne trenger å fylle alle disse rollene selv, men det er viktig at eieren har et bevist forhold til at alle disse rollene fylles av noen. I Preså Kornordningen er Innovasjon Norges rolle å selektere de forvalterne som evner å håndtere denne oppgaven.

Preså Kornordningen er fortsatt på et tidlig stadium, og det vil derfor være vanskelig å måle effekt på dette tidspunktet. Videre har det vært endringer i ordninger underveis mellom utlysningene i hvert av årene 2015-2018. I våre vurderinger er det naturlig å legge mest vekt på hvordan ordningen er utformet knyttet til midlene i siste utlysningrunde. Et viktig formål med førevalueringen er imidlertid å kartlegge erfaringer fra brukere og kombinere dette med teoretisk innsikt, for på denne måten å legge til rette for en best mulig utforming i videreføring av ordningen.

Rapporten er strukturert på følgende måte: I kapittel 1 gir vi en kortfattet presentasjon av utformingen av ordningen, mens vi i kapittel 2 beskriver evalueringsmetodikken. I kapittel 3 og 4 går vi nærmere inn på behovet for ordningen, herunder hvilke imperfeksjoner i kapitalmarkedet ordningen adresserer, størrelsen på disse, og hvordan ordningen vurderes opp mot andre lignende virkemidler. I kapittel 5 gjør vi en nærmere vurdering av ordningens forventede effekt på selskapenes utvikling, mens vi i kapittel 6 beskriver ordningens organisering og kostnadseffektivitet. Kapittel 7 inneholder en overordnet beskrivelse av ordningens potensiale for å være samfunnsøkonomisk lønnsom, mens kapittel 8 gir en anbefaling med hensyn til parametere som bør inngå i ordningens måle- og resultatstyringssystem (MRS). I kapittel 9 samler vi opp alle anbefalinger om fremtidig design, organisering og skalering av ordningen.

# 1 Kort om Preså Kornordningen

Preså Kornordningen er et nytt egenkapitalvirkemiddel som Innovasjon Norge har opprettet for å gi oppstartsselskaper tilgang til kapital og kompetansen for å forberede seg for vekst. Innovasjon Norge har en indirekte rolle i virkemiddelet ved at man gir rentefrie lån til eksterne miljøer (TTOer, inkubatorer og tidligere forretningsenglenettverk), som igjen investerer midlene som egenkapital eller konvertible lån i oppstartsselskapene. I rapporten referer vi til disse som forvaltere<sup>1</sup>. Slik sett er ordningen å anse som en kombinasjon av et lånevirkemiddel og et egenkapitalvirkemiddel.

Ordnningen gjennomgikk en kort pilotfase i 2015 i samarbeid med åtte inkubatorer i seks regioner. Fra og med 2016 velges forvalterne som mottar lån fra Preså Kornordningen gjennom offentlige anrop. Høsten 2018 er det totalt 28 forvaltere som er inkludert i ordningen. Til sammen har disse mottatt 188 millioner kroner i lån fra innovasjon Norge, og de årlige tildelingene har variert mellom 50 og 100 millioner kroner. Til sammenligning viser en analyse av det norske emisjonsmarkedet at den samlede kapitalen som ble hentet inn gjennom emisjoner blant selskap med 0-10 ansatte var på 10 milliarder kroner i 2015 (Menon, 2017).

I tabellen nedenfor har vi oppsummert rammene for ordningen i de ulike utlysingsrundene:

Tabell 1. Rammene for Preså Kornordningen, 2015-2018

År/Utlysningstidspunkt	Samlet ramme	Ramme per forvaltermiljø
Pilot	40 millioner	Utvalgte miljøer
Utlysning 2016	100 millioner	50 millioner til TTO/Inkubator og 50 millioner til forretningsenglenettverk. Ingen oppgitt ramme per forvaltermiljø. Inkludert 2 mill. i administrasjonskostnader.
Utlysning 2017	50 millioner	Maks 5 millioner per forvaltermiljø
Utlysning 2018 (pågående)	50 millioner	Maks 5 millioner per forvaltermiljø.
<b>Foreløpig total ramme</b>	<b>240 millioner</b>	

Preså Kornkapitalen skal investeres i små og mellomstore<sup>2</sup> selskaper, som er yngre enn 5 år, har aktivitet i Norge, tilfører markedet noe nytt (innovative) og har et betydelig vekstpotensial. Utover disse kriteriene velger forvalterne selv hvilke selskap det skal investere i.

Gjennom ordningen kan det investeres inntil 3 mill. kroner per selskap fra midlene som Innovasjon Norge tilfører forvaltningsselskapene. Det kreves at private aktører matcher denne kapitaltilførselen med tilsvarende eller større investeringsbeløp. Preså Kornkapitalen skal investeres i selskapene på like vilkår som den private kapital, det vil si til samme pris og samme type investering.

De generelle vilkårene for ordningen, samt endringer i disse så langt, er gjengitt i tabellen under.

<sup>1</sup> Miljøene har ikke nødvendigvis forvaltning av kapital som hovedvirksomhet, men ettersom de er eller søker om å bli forvaltere av Preså Kornkapital, bruker vi forvaltere som et samlebegrep for disse aktørene i denne rapporten.

<sup>2</sup> I henhold til terskelverdiene for små og mellomstore selskaper slik definert i EØS-statssøtteregeverket. Før 2017 var det kun mulig å investere i små selskap.

Tabell 2. Vilkår for Preså Kornordningen

<b>Hvilke forvaltermiljø kan søke om lån</b>	TTOer, Inkubatorer og forretningsenglenettverk (I søknadsrunden for 2017 var det kun TTOer og Inkubatorer som kunne søke)
<b>Lånebetingelser</b>	Lånet er avdrag- og rentefritt og forfaller etter 15 år. Lånet innfris ved exit (salg av eierposten i selskapet). En vesentlig del forutsettes investert innen 18 måneder, all kapital skal være investert innen 3 år. Eventuelle tap dekkes av Innovasjon Norge.
<b>Investeringsbeløp per selskap</b>	Mellom 500 000 kroner og inntil 3 millioner kroner (2015/2016: nedre grense på 1 mill. , 2017: ingen nedre grense )
<b>Matchingkapital/Eierskap</b>	Private investorer, inkludert forvalteren, skal delta med kapital som minimum matcher investeringen fra pre-så kornordningen. Minst 50 % av privat egenkapital i selskapet må komme fra uavhengige investorer. Forvaltermiljøet kan maksimalt ha en eierandel på 50 prosent i selskapet det investeres i.
<b>Oppfølging</b>	Det forutsettes at forvalteren gir god oppfølging til selskaper det investeres i og for øvrig utøver et aktivt eierskap.
<b>Deling av overskudd</b>	Gevinster fra salg av eierskap i selskapene på opptil 1 million kroner fordeles med 50% til forvalteren og 50 % til Innovasjon Norge. Gevinst over 1 million kroner fordeles med 30 % til forvalteren og 70 % til Innovasjon Norge. For preså kornkapital tildelt i pilot i 2015 og gjennom utlysning for 2016 går 100% av overskuddet til Innovasjon Norge. Eventuelle tap dekkes av innovasjon Norge.

## 2 Kort om evalueringsmetode

I denne førevalueringen legger vi til grunn OECDs overordnede rammeverk for evalueringer og Heums kriterier for god virkemiddelbruk (Heum, 2012, s. 7). OECDs evalueringsmodell er bygget opp av fire kriterier; «Relevans», «Effekt», «Effektivitet» og «Varighet/Levedyktighet». I tabellen under har vi beskrevet de relevante spørsmålene som førevalueringen har til hensikt å besvare under hvert av kriteriene.

Tabell 3. Oversikt over spørsmål som adresseres i førevalueringen

Evalueringskriterier	Evaluerings spørsmål	Kapittel
<b>Relevans</b> Er det behov for virkemiddelet?	• Finnes det en markedssvikt i kapitalmarkedet for gruppen av selskaper som ordningen retter seg mot?	3.1/ 3.2
	• Er de eventuelle begrensningene markedssvikten skaper store nok til at staten bør ha en intervenserende rolle?	3.3
	• Tilsier ordningens design og målgruppe at virkemiddel treffer behovet?	4.1
	• Finnes det andre virkemiddel som er mer hensiktsmessige?	4.2
<b>Effekt</b> Samsvarer målet med behovet for virkemiddelet? Er det potensial for effekt?	• Har ordningen en tydelig målsetning og støtter dette opp om behovet?	5.1
	• Tilsier erfaringer så langt at ordningen har finansiell addisjonalitet?	5.2
	• Tilsier erfaring så langt, eller effektmålinger fra lignende ordninger i andre land at ordningen har økonomisk effekt?	5.3
	• Hva er en hensiktsmessig kontrollgruppe for måling av effekt av ordningen?	5.4
<b>Effektivitet</b> Er organiseringen og gjennomføringen utformet optimalt?	• Er ordningen organisert på en effektiv måte? <ul style="list-style-type: none"> <li>• Velger man riktige forvaltermiljø?</li> <li>• Er seleksjonsmodellene deres optimale?</li> <li>• Fungerer samarbeidet med IN og forvaltermiljø godt?</li> </ul>	6.1
	• Tilsier erfaringer så langt at ordningen er kostnadseffektiv?	6.2
<b>Varighet</b> Er ordningen levedyktig; hvilke endringer bør implementeres?	• Hvordan kan vi måle effektene av ordningen på sikt? Herunder: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Måling av samfunnsøkonomisk lønnsomhet</li> <li>• Egnede mål og resultatstyringssystem</li> </ul>	7
		8
	• Hvilke endringer bør eventuelt implementeres?	9

Den største forskjellen mellom en førevaluering (ex-ante) og en (etter)evaluering (ex-post) er relatert til evalueringskriteriet *effekt*. I en førevaluering er det ikke mulig å måle effekten direkte ettersom virkemiddelet ikke er tatt i bruk lenge nok til at det er rimelig å anta en effekt. Videre vil erfaringer med virkemiddelet være begrenset, slik at vurderingen av effektivitet hviler på et relativt lite data- og/eller informasjonsgrunnlag. Som følge av at dette vil hovedfokuset ligge på det første kriteriet *relevans*.

Under *effekt* legger vi større vekt på ulike målemetoder og erfaringer fra andre land, samt potensielle effekter ved ordningen på sikt. På denne måten gjør vi en vurdering av *sannsynligheten* for ønsket effekt. Under *effektivitet* henter vi inn erfaringer om organisering og gjennomføring så langt, og vurderer i hvilken grad denne kan forbedres både ut fra aktørenes tilbakemelding og erfaringer fra lignende ordninger i andre land. Tilsvarende for vurderingen av ordningens samfunnsøkonomiske lønnsomhet vil førevalueringen innebære en sannsynliggjøring av potensialet for samfunnsøkonomisk lønnsomhet. Kriteriet *varighet* behandles som et oppsummeringskapittel, hvor vi samler erfaringer og anbefalinger om hvordan ordningen bør innrettes og organiseres i tiden fremover.

For å gjennomføre evalueringen har vi gjennomgått relevant forskningslitteratur om markedssvikt i kapitalmarkedet. Vi har også gjennomgått dokumentasjon om Innovasjon Norges Preså Kornordning for å få en god oversikt over ordningens innretning. Videre har vi gjennomført en rekke intervjuer for å få innsikt i ordningens målgruppe, behovet for ordningen, ordningens addisjonalitet, innretning og effektivitet, samt erfaringer fra tilsvarende ordninger i Norge og andre land:

- Et utvalg av selskaper som har fått midler gjennom forvaltere av Preså Kornordningen (6 selskap er intervjuet)
- Representanter fra TTOer/inkubatorer/englenettverk (12 forvaltere er intervjuet)
- Ansvarlig for ordningen i Innovasjon Norge

Intervjuene utgjør en sentral kilde til vurderingene av relevans, forventninger til effekt, ordningens effektivitet og anbefalingene videre. En fullstendig oversikt over personer vi har intervjuet i forbindelse med førevalueringen er gjengitt i vedlegg 1. For å vurdere ordningens målgruppe og i hvilken grad ordningen treffer disse, har vi benyttet Menons regnskapsdatabase.

### 3 Markedssvikt for oppstartsselskaper

I dette delkapittelet utforsker vi i hvilken grad det er grunn til å forvente markedssvikt i finansiering av «selskap yngre enn 5 år med potensial for innovasjon og vekst».

Overordnet er det to grunner til at investeringene i disse selskapene er suboptimal fra et samfunnsøkonomisk perspektiv:

- 1) *imperfeksjoner i kapitalmarkedene* gjør at det finnes prosjekter med en positiv nåverdi som ikke evner å tiltrekke seg finansiering
- 2) *positive eksternaliteter* fra investeringer i innovative selskap, for eksempel i form av kunnskapsoverføringer eller økt konsumentoverskudd, gjør at selskapene investerer mindre i egen utvikling enn det som er samfunnsøkonomisk optimalt.

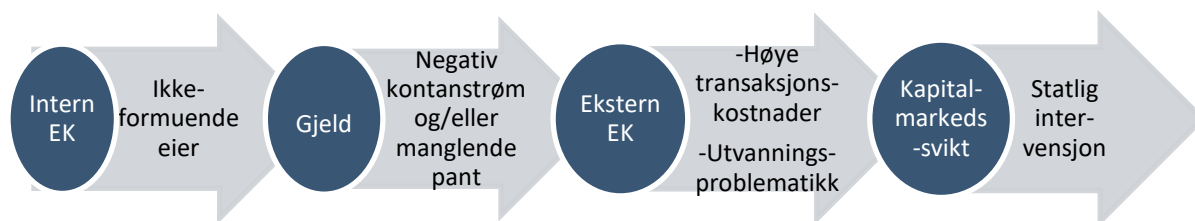
Imperfeksjoner i kapitalmarkedene bidrar til at bedriftsøkonomiske lønnsomme investeringer ikke blir gjennomført, mens positive eksternaliteter bidrar til at bedriftsøkonomisk ulønnsomme investeringer likevel kan være samfunnsøkonomisk lønnsomme. Ettersom disse to mekanismene er konseptuelt forskjellige, vil vi diskutere dem separat.

#### 3.1 Kapitalmarkedssvikt

Overordnet er det to kilder til finansiering: Egenkapitalfinansiering og fremmedkapitalfinansiering. Ifølge konvensjonell finansiell litteratur skal både selskapets verdi og suksess være uavhengig av finansieringsform, gitt et sett med forutsetninger (Miller og Modigliani, 1958). Disse forutsetningene er derimot sjelden oppfylt, blant annet ved at vi ikke lever i en verden uten skatter, slik at selskaper må gjøre en avveining på hvilken finansieringsform som er ønskelig. Ved å innføre to realistiske forutsetninger om henholdsvis skattefradrag på gjeldskostnader og transaksjonskostnader knyttet til konkurs viste Kraus and Litzenberger (1973) at Miller og Modiglianis resultat ikke holder. Skattefradraget (tax shield) gjør at gjeldsfinansiering i teorien er billigere enn egenkapitalfinansiering, noe som isolert sett taler for en høyere andel gjeldsfinansiering. Samtidig fører en høy gjeldsgrad til økt risiko, hovedsakelig i form av konkurserisiko, noe som øker avkastningskravet på både gjeld og egenkapital. Ifølge denne såkalte «trade-off theory» vil et selskap kunne vekke fordelene og ulempene ved gjelds- og egenkapitalfinansiering opp mot hverandre og estimere den optimale gjeldsgraden.

Myers og Majluf (1984) lanserte en alternativ teoretisk forklaring på hvorfor noen kapitalformer er foretrukne fremfor andre. Den såkalte hakkeordensteorien (pecking order theory) predikerer at finansieringskostnaden øker med graden av asymmetrisk informasjon samt risikoprofilen til finansieringen som tilbys. Av denne grunn vil selskapet ha en prioritert rekkefølge av finansieringskilder: Først tilbakeholdt overskudd, deretter lånefinansiering og til slutt ekstern egenkapital (se figur nedenfor). Rasjonale bak en slik teori er at eksterne investorer bærer større risiko enn kreditorer og at ekstern egenkapital derfor vil være dyrere å hente inn fra kapitalmarkedet enn lånekapital.

Figur 3-1. Betingelser som må oppfylles for at målgruppen til Presåkornordningen skal oppleve kapitalmarkedssvikt. (Mest foretrukne finansieringskilder fra venstre til høyre jf. hakkeordensteorien (Myers og Majluf, 1984)).



Figuren ovenfor illustrerer at selskapene i målgruppen til Presåkornordningen vil oppleve kapitalmarkedssvikt dersom selskapet har en positiv forventet nåverdi, men:

- Ikke har evne til å finansiere seg selv gjennom drift eller har en formuende eier,
- Ikke har tilgang på kredittfinansiering,
- Det er prohibitivt dyrt å hente inn ekstern egenkapital

I disse tilfellene vil det kunne være berettiget med en statlig intervensjon dersom det offentlige har mulighet til å løse markedssvikten. I resten av delkapittelet diskuterer vi hvilke kjennetegn som må være på plass for at man skal kunne sannsynliggjøre en markedssvikt i kapitalmarkedene.

Unge selskaper med formuende eiere i ryggen vil kunne finansiere seg selv med **intern egenkapital**. Dersom eieren(e) ikke har personlig formue fra arv eller tidligere vellykkede ventures, vil imidlertid unge oppstartsselskaper søke alternative finansieringskilder i form av gjeldsfinansiering eller egenkapital fra eksterne investorer.

Alle selskaper vil imidlertid heller ikke ha tilgang til **gjeldsfinansiering**, til tross for at selskapet anser kreditt som sin foretrukne finansieringsform. Stiglitz og Weiss (1981) viste i en enkel modellering av kredittmarkedene at asymmetrisk informasjon mellom selskap og långiver kan føre til rasjonering av kreditt blant selskaper med lønnsomme investeringer.<sup>3</sup> Dersom selskapet har tilgang til sikkerhet som kan fungere som pant for lånet vil imidlertid dette løse problemet (Besanko og Thakor (1987) og Bester (1985)). Selskaper som ikke har pant tilgjengelig til å tjene som sikkerhet, vil imidlertid kunne oppleve kredittrasjonering, til tross for at de er kredittverdige. Når det gjelder oppstartsselskaper er det også andre kompliserende forhold knyttet til gjeldsfinansiering. I oppstartsselskaper vil ofte gründeren måtte stå personlig ansvarlig for lånet, for eksempel gjennom pant i egen bolig. Dette vil gjøre at mange oppstartsselskaper med høy risiko vil være skeptiske til å ta på seg gjeldsforpliktelser, siden de må betale på gjelden selv om selskapet ikke lykkes (se for eksempel Trester (1998), Paul og Wyper (2007) og Fourati og Affes (2013)). For disse selskapene vil ekstern egenkapital kunne være å foretrekke fremfor gjeldsfinansiering. Videre vil det for mange oppstartsselskaper kunne ta flere år før de har positiv kontantstrøm. For disse selskapene vil det uansett være vanskelig å få tilgang på kredittfinansiering siden de ikke har mulighet til løpende håndtering av et lån gjennom drift.

Hvis selskapet hverken har en formuende gründer eller tilgang på kredittfinansiering, er **ekstern egenkapital** det eneste alternativet, til tross for at det normalt er dyrere enn kredittfinansiering. I henhold til hakkeordensteorien vil det at et selskap øker ekstern egenkapital i seg selv være et signal om at selskapet er overpriset i markedet, hvilket bidrar til å presse ned prisen på utstedelsen av nye aksjer. I utgangspunktet hadde Myers og Majluf store

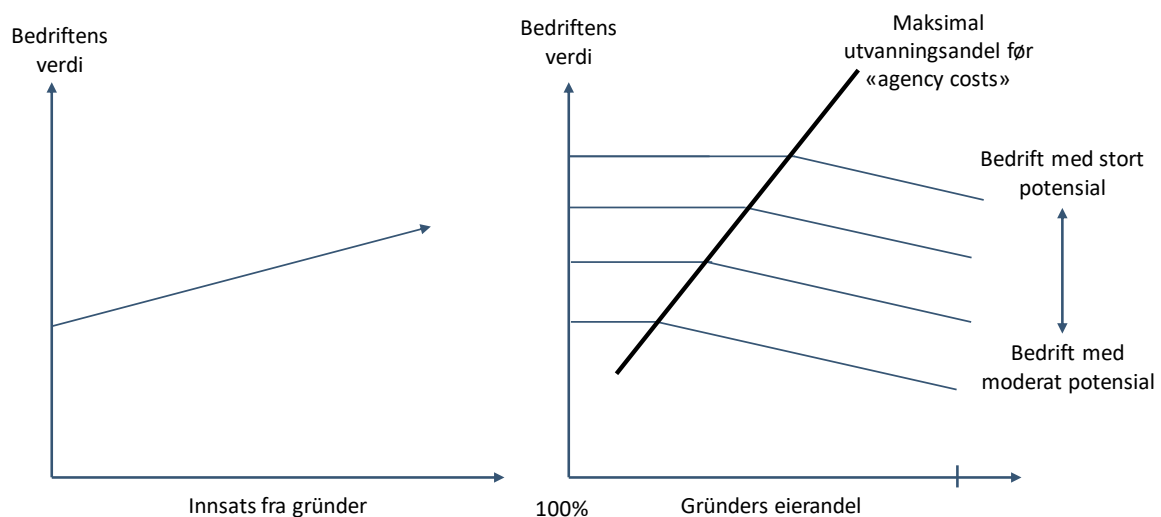
<sup>3</sup> At det eksisterer en kapitalmarkedssvikt er imidlertid ikke åpenbart teoretisk. Ved å endre en enkelt antagelse kommer De Meza og Webb (1987) til motsatt konklusjon av Stiglitz og Weiss (1981). Deres teoretiske modell viser at det ikke skal være noen kredittrisiko, og faktisk at det er for mye investering i entreprenørskap i likevekt. I Stiglitz og Weiss ville den optimale politikken være å subsidiere renten, i Meza og Webbs modell er det optimalt å skatlegge kredittfinansiering.

børsnoterte selskap i tankene når de beskrev hakkeordensteorien. Denne signaleffekten er imidlertid trolig ikke så relevant for oppstartsselskaper, ettersom det er troverdig at selskaper i tidlig fase ikke kan finansiere seg med intern egenkapital eller gjeld. Videre kan det være slik at oppstartsselskaper ønsker å finansiere seg med egenkapital fordi de ser fordelene av å få rådgivning kombinert med egenkapitalen gjennom eksempelvis finansiering fra venture fond (Paul og Wyper (2007) og Fourati og Affes (2013)).

Et viktig poeng knyttet til oppstartsselskaper er at det er enda større grad av asymmetrisk informasjon mellom gründeren på den ene siden, og egenkapitalmarkedet på den andre siden. Eksterne investorer vil forsøke å kompensere for ufullstendig eller skjevfordelt informasjon ved å bruke ressurser på å skille de forventet lønnsomme prosjektene fra de ikke-lønnsomme, og deretter ved å «overvåke» selskapene og utarbeide kontrakter og insentivstrukturer som strømlinjeformer interessene til partene (Berger og Udell, 1998). Ressursinnsatsen knyttet til å overkomme informasjonsproblemene kan imidlertid bli så høy at prisen på den eksterne kapitalen blir for dyr til at den eksisterende eieren ser seg tjent med å vanne ut sine eierandeler. Dette problemet vil være særlig gjeldende for oppstartsselskaper hvor de faste transaksjonskostnadene vil være relativt høye sett i forhold til verdien på selskapet.

Et annet viktig poeng knyttet til egenkapitalemisjoner som er mindre diskutert i litteraturen, men som er svært aktuelt for praktikere som investerer i oppstartsselskaper, er at en eventuell innhenting av ekstern egenkapital vil vanne ut eksisterende gründerer på en slik måte at det kan være ødeleggende for insentivstrukturen i selskapet (Bettignies og Brandner, 2007). I selskaper hvor gründerens innsats er svært viktig for selskapets videre utvikling vil det helt klart være en avveining mellom det å få inn kapital og kompetanse fra eksterne egenkapitalinvestorer og det at gründeren skal forbli tilstrekkelig insentivert. Figur 3-2 nedenfor illustrerer at selskapets verdi kan påvirkes av gründerens eierandel.

**Figur 3-2. Illustrasjon av utfordringen med utvanning av gründerens eierandel**



Selskapets verdi vil være en stigende funksjon av gründerens innsats (graf til venstre), på et eller annet nivå vil imidlertid gründerens eierskap være så utvannet at det kan ha en negativ innvirkning på gründerens innsats, og således også selskapets verdi (graf til høyre). Grafen til høyre illustrerer at i selskaper med høy verdi vil, alt annet likt, eksterne investorer kunne ta en større eierandel i selskapet før det har en negativ innvirkning på gründerens innsats og med det selskapets verdi. Dette poenget har en viktig praktisk innsikt fordi utvanningseffekten er størst i selskapets oppstartsfase da den asymmetriske informasjonen er størst og selskapets verdi lavest. Dersom



man kan redusere utvanningen på dette stadiet, for eksempel gjennom offentlige tilskudd eller låneordninger, vil man redusere risikoen for at gründerens insentiver blir for sterkt svekket på et senere stadium.

Rasjonale bak et egenkapitalvirkemiddel, fremfor et virkemiddel som tilbyr lånefinansiering, bør være at disse transaksjonskostnadene og utvanningsproblematikken er små eller reduseres som følge av virkemiddelet. For selskap som spinner ut av forskning ved universitetet o.l. kan det argumenteres for at utvanningsproblematikken er mindre gjeldende ettersom idéen som danner grunnlaget for selskapet ikke nødvendigvis er tilknyttet en gründer. En av TTOenes oppgave er nettopp å koble på ressurser som kan kommersialisere idéer. Forvaltermiljøene har også potensielt muligheter for å redusere informasjonsasymmetriene som følge av bransjekunnskap og tidligere erfaringer med investeringer og oppfølging av tidligfaseselskap.

Å påvise kapitalmarkedssvikt er en utfordrende metodisk oppgave, og det er en pågående debatt i hvilken grad innovative entreprenørselskap med positiv nåverdi faktisk opplever betydelige likviditetsbegrensninger (Parker, 2009). De fleste studier finner en positiv sammenheng mellom en persons rikdom og sannsynligheten for at denne personen lykkes som entreprenør. Utfordringen ligger i om årsakssammenhengen er om dette skyldes imperfeksjoner i kredittmarkedet, eller om det er slik at rike individer er bedre entreprenører fordi det ikke er tilfeldig hvilke individer som er formuende.

Det finnes imidlertid godt metodisk utformede studier som adresserer denne årsakssammenhengen ved å se på om personer som ved en tilfeldighet har blitt rike har større sannsynlighet for å starte et selskap.<sup>4</sup> Eksempelvis finner Adelino mfl. (2015) basert på amerikanske data, at entreprenører som tilfeldigvis bor i områder med sterk boligprisvekst har lettere for å få lånefinansiering fordi de har tilgang på pant, og at dette også fører til en sterkere vekst i sysselsetting. Dette er en sterk indikasjon på at tilgang på panteverdier er viktig for selskapers muligheter til å vokse. Fairlie og Krashinsky (2012) anvender tre separate metodikker – etterbetaling av lønn ved oppsigelse, simulering av modell med positiv korrelasjon mellom sparing og humankapital og eksogene sjokk i huspriser – som alle viser en positiv sammenheng mellom formue og sannsynligheten for å starte et eget selskap. Basert på norske data, finner Hvide og Møen (2010) en positiv sammenheng mellom eierens formue og størrelsen på oppstartsselskapet. Deres analyser indikerer imidlertid at lønnsomheten blant selskapene med den rikeste fjerdedelen av gründere er lavere, hvorav de spekulerer i at selskaper med rike gründere kan ha «for god» tilgang på finansiering slik at ressursene brukes mindre effektivt.

Gjennomgangen viser at det både finnes gode teoretisk argumenter samt solide empirisk studier som understøtter at det er imperfeksjoner i kapitalmarkedene for bedrifter i tidlig fase som kan gjøre det vanskelig for likviditetsbegrensede entreprenører å få finansiering. Dette til tross for at de har en forventet lønnsom forretningside. Lee mfl. (2015) peker på at gapet mellom etterspørsel og tilbud til finansiering er spesielt stort for innovative selskaper, som også er målgruppen til Presåkorndningen.

### 3.2 Positive kunnskapseksternaliteter

Ett av de viktigste argumentene for å ha en innovasjonspolitik er at selskaper investerer mindre i innovative prosjekter enn det som er samfunnsøkonomisk optimalt. Det suboptimale nivået på investeringer følger av at det ofte er snakk om investeringer i immaterielle verdier som ikke bare gagnar selskapet som står bak investeringene, men også skaper positive kunnskapseksternaliteter for konkurrenter, inkludert ansatte som

---

<sup>4</sup> Eksempler på slike tilfeldige gevinster («windfall gains») kan være å vinne i lotto, etterbetaling av lønn ved oppsigelse eller gunstig valutakursutvikling for personer som mottar overføringer fra familie i utlandet.

starter nye lignende selskap. Ikke minst vil nye innovative produkter kunne gi betydelig konsumentoverskudd som selskapet selv ikke har insentiver til å ta høyde for.

En metodisk utfordring med dette argumentet er at det er vanskelig både å verifisere og å måle størrelsen på verdien av kunnskapsoverføringene (se for eksempel Honohan (2010) eller Wieser (2005)). Møen (2007) gjennomførte imidlertid en studie av kunnskapseksternaliteter i form av arbeidskraftsmobilitet knyttet til Norges Forskningsråds støtte av en rekke norske IT-selskaper på 1980-tallet. Klette og Møen (1999) viste at disse satsingene, med Norsk Data i spissen, i stor grad mislyktes kommersielt. Argumentet de ble møtt med var imidlertid at selv om disse initiativene var mislykket i seg selv, var det trolig store positive spillover-effekter knyttet til at forskere, ingeniører og andre ansatte i ettertid begynte å jobbe hos andre selskaper eller at de startet nye virksomheter selv. I sin studie finner imidlertid Møen (2007) lite bevis for denne typen positive spillover-effekter: Selskapene som ansatte personer fra de subsidierte IT-initiativene på 1980-tallet gjorde det bra med hensyn til vekst, men ikke bedre enn gjennomsnittet av andre IT-selskaper. Videre fant han at de direkte spinoffene fra IT-selskapene med støtte fra Forskningsrådet hadde en svakere vekst enn gjennomsnittet.

Castillo mfl. (2014) gjennomførte en evaluering av det argentinske offentlige innovasjonsprogrammet FONTAR som gir finansiell støtte til innovative selskap i form av kreditt, tilskudd og skatteinsentiver. I motsetning til Møen (2007) finner Castillo mfl. tydelige indikasjoner på positive indirekte effekter på sysselsetting, reallønn og eksportsannsynlighet for firmaer som på et senere tidspunkt har ansatt arbeidskraft fra programdeltakere. Deres studie indikerer at de indirekte effektene faktisk nesten er like store som de direkte effektene på selskapene som deltar i programmet.

Det er fortsatt svært få forskningsstudier og evalueringer som har forsøkt å måle de positive kunnskapseksternalitetene knyttet til offentlige finansielle innovasjonsvirkemidler. Det er grunn til å forvente at eksternalitetene knyttet til disse virkemidlene er noe lavere enn for forskningsstøtte ettersom potensialet for å internalisere gevinstene er større når man snakker om tilskudd til kommersielt skalerbare prosjekter. Studiene som er gjennomført av slike virkemidler tyder også på at størrelsen på spillover-effekter sannsynligvis vil variere mellom regioner, næringer, programmer og over tid, avhengig av faktorer som kultur, teknologi, befolkningstetthet, arbeidskraftmobilitet og økonomiens nærings sammensetning.

Når det gjelder konsumentoverskudd anslår Nordhaus (2004) at så lite som 2,2 prosent av gevinsten fra teknologiske forbedringer i USA over perioden 1948-2001 tilfalt produsentene selv. Det er stor usikkerhet knyttet til metodikken som ligger bak disse estimatene, men det illustrerer poenget med at det er potensielt store eksterne gevinster for samfunnet som selskapene selv ikke tar høyde for, og at det således er grunn til å tro at det underinvesteres i innovative virksomheter.

### 3.3 Er konsekvensene store nok til at det offentlige bør intervensere?

Det er flere empiriske forskningsarbeider som viser til at unge innovative selskap i snitt har høyere vekst i salg og sysselsetting enn andre firmaer (se for eksempel Schneider og Veugelers (2010) og Czarnitzki og Delanote (2012)). En viktig forklarende variabel for dette er at unge innovative selskaper er tilbøyelig til radikale innovasjoner, i motsetning til de etablerte selskaper som fokuserer på inkrementelle innovasjoner.

I den grad målgruppen til Preså Kornordningen er rammet av kapitalmarkedsvikt, vil det således potensielt ha store konsekvenser for veksten i økonomien og velferden generelt. Det er ikke grunnlag i denne førevalueringen til å konkludere med om konsekvensene er store nok til at det offentlige bør eller ikke bør intervensere. De teoretiske argumentene drar imidlertid tydelig i retning av at Preså Kornordningen er innrettet mot det segmentet hvor markedssvikten potensielt er størst, dvs. unge nyetablerte selskaper med innovative produkter

med høy risiko og stort vekstpotensial. Gitt at det offentlige skal ha en aktiv entreprenørskapspolitikk, er dette det segmentet hvor det er naturlig å ha hovedfokus. Presåkornordningen er fortsatt en ung ordning hvor det ikke er mulig å måle effekter. På sikt vil det forhåpentligvis være mulig å gjennomføre effektstudier som kan belyse om markedssvikten er stor nok til å legitimere intervensjon fra det offentlige.

Det er viktig å påpeke at størrelsen på markedssvikten trolig ikke er konstant over tid. Teknologiske endringer bidrar til å redusere transaksjonskostnader og mulighetene til å hente kapital. Eksempelvis har folkefinansieringsplattformer (crowd funding) oppstått som en ny kilde til kapital for oppstartsselskaper, selv om dette i Norge fortsatt er en svært marginal finansieringskilde. Videre vil det forhåpentligvis være slik at finansiering fra det offentlige kan være med å videreutvikle gode forvaltere rettet mot tidlig fase som på sikt kan stå på egne ben. Dersom effektstudier viser seg at det offentlige kan utløse lønnsomme oppstartsselskaper vil dette også i seg selv kunne være en øyeåpner for private investorer og bidra til å forbedre kapitaltilgangen i dette segmentet.

## 4 Er Preså Kornordningen det mest hensiktsmessige virkemiddelet?

Preså Kornordningen er et virkemiddel hvor Innovasjon Norge kun har en indirekte rolle. Preså Kornkapitalen skal sørge for risikoavlastning for privat kapital og bidra til å utløse finansiering av små og mellomstore oppstartsselskaper. Preså Kornkapitalen skal også bidra til at selskapene blir i stand til å hente inn investorkapital i neste emisjon etter Preså Kornkapitalen.

I kapittel 3 har vi argumentert for at det sannsynligvis foreligger en markedssvikt som virker hemmende på oppstartsselskapers potensial til å bidra til vekst og verdiskaping. Neste spørsmål er hvorvidt Preså Kornordningen egner seg til å korrigere for denne markedssvikten. I dette kapitlet ser vi nærmere på ordningens design og treffsikkerhet knyttet til markedssvikten den har til hensikt å adressere, samt argumentene for Preså Kornordningen eksistens i virkemiddelapparatet.

### 4.1 Preså Kornordningen evne til å løse markedssvikten – Design og målgruppe

Ordnings innretning, design, målgruppe og kriteriene for å identifisere målgruppen, er viktige for at ordningen skal være relevant for sitt formål. Preså Kornordningen skiller seg fra mange av Innovasjon Norges øvrige virkemidler ettersom forvalterne står for seleksjon av selskapene i målgruppen, på vegne av Innovasjon Norge. I tillegg skjer seleksjonsprosessen i to runder; 1) Innovasjon Norges seleksjon av forvaltermiljø og 2) forvalternes seleksjon av selskaper. Som virkemiddel har ordningen klare likhetstrekk med så Kornfondordningene som Innovasjon Norge forvalter. Disse baserer seg også på en tilsvarende to trinns seleksjonsprosess og har en lang historikk. Ordningene har tidligere blitt evaluert av Menon (2009) og Riksrevisjonen (2016).

Ettersom forvalterne ikke nødvendigvis investerer egne midler i selskapene er det en fare for moralsk hasard. Eksempel på moralsk hasard er at forvalter tar unødvendig høy risiko, eller investerer i selskaper som ville fått (tilstrekkelig) kapital fra private investorer uavhengig av Preså Kornkapitalen.

Et godt designet virkemiddel skal bidra til å redusere tilstedeværelsen av moralsk hasard mellom Innovasjon Norge (långiver), forvaltermiljø (forvalter) og selskapet. Samtidig bør designet utnytte aktørens kompetansefortrinn slik at seleksjonsprosessen med hensyn til hvilke selskap det investeres i gjennomføres på best mulig måte. Dette innebærer seleksjonskriterier som sørger for at man velger riktig forvaltermiljø, samt et øvrig design som gir forvalterne insentiver til å benytte seg av ordningen i tråd med hensikten.

#### 4.1.1 Design

Seleksjonskriteriene som ligger til grunn for utvelgelse av forvalterne, fremstår jevnt over som gode for å velge de rette forvalterne. I tildeling av preså Kornmidler til forvalterne vektlegger Innovasjon Norge erfaring med og rutiner for investeringer i tidligfaseselskaper, herunder tilgang på investeringsmuligheter, nettverk av investorer og erfaringer med salg. På sikt ettersom ordningen og forvalterne modnes vil det være naturlig at det i tildelingen av midler i større grad legges vekt på tidligere suksess målt etter lønnsomhet.

Ettersom det er lite krav til rapportering om forvalternes screening og oppfølging av hvert enkelt case, er det desto viktigere at seleksjonskriteriene etterfølges i seleksjonsprosessen. Vi ser enkelte forbedringsmuligheter i ordningens design for å gi forvalterne de rette insentivene til å foreta gode investeringsbeslutninger, og følge opp avtalens krav om et aktivt eierskap. Sistnevnte kan trolig håndteres bedre ved at det i tildelingen legges

større vekt på at forvalterne i sin forretningsmodell har tilstrekkelig likviditet til å håndtere en langsiktig oppfølging av porteføljeselskapene uten løpende forvaltningshonorar.

Tilsvarende kan det være et behov for å tydeliggjøre at Preså Kornkapitalen skal ha finansiell addisjonalitet, både ved investeringstidspunkt og frem til realisering.

I tabellen under er ordningens overordnede design gjengitt. Nærmere diskusjon om designets treffsikkerhet og evne til å gi investorene de rette insentivene følger i teksten under.

Parametere som påvirker risikodeling	Utforming av Preså Kornordningen
Seleksjon av forvaltermiljø	Gjøres av Innovasjon Norge gjennom åpne anbud. Seleksjonskriterier: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Må være TTO, Inkubator eller forretningsenglenettverk</li> <li>• Må vise til evne til å hente inn privat kapital og/eller koinvestere selv</li> <li>• Investeringskompetanse, herunder erfaring med investering(resultat), seleksjon og formell kompetanse</li> <li>• Vise til planer og gjennomføring gjennom alle faser av investeringsprosessen (inkl. deal-flow, seleksjonskriterier, investerings-, forvaltnings- og exitstrategi)</li> <li>• Vise til samarbeid med andre aktører i økosystemet</li> </ul>
Ansvar for seleksjon av investeringscase	Forvaltermiljøene er ansvarlig for å vurdere case, forhandle pris og sørge for at øvrige krav til investering er oppfylt (målgruppe og matchingkapital)
Risikodeling	Maks 50% risikoeksponering Preså Kornkapital, resterende 50% fra ny ekstern kapital investering
Forvaltningskostnader	Dekkes av forvaltermiljø, + eventuelt øvrige eksterne investorer
Eierskap	Forvaltermiljø skal utøve et aktivt eierskap, herunder gi god oppfølging og sørge for at eventuelle kompetansebehov selskapet har dekkes
Potensiell nedside investering	Preså Kornkapitalen: Innovasjon Norge bærer all risiko Ekstern kapital: Eksterne investorer bærer all risiko
Potensiell oppside preså Kornkapital	Inntil 1 mill: 50/50 forvaltermiljø/Innovasjon Norge Over 1 mill: 30/70 i favør Innovasjon Norge
Tidsperspektiv	Lånet overføres i sin helhet ved utvelgelse til egen rentebærende konto. Lån og eventuelt opptjente renter skal benyttes til investeringer under Preså Kornordningen. Hele lånet skal investeres i løpet av 3 år fra lånet ble mottatt. Ubenyttet lån etter tre år, samt opptjente renter av dette, skal tilbakebetales til Innovasjon Norge. Lånet forfaller ved realisasjon (salg eller konkurs), senest 15 år etter inngåelse av avtale med Innovasjon Norge

Under Preså Kornordningen er det forvalterne selv som bestemmer hvilke selskap det skal investeres i og har ansvaret for å forvalte Preså Kornkapitalen. Argumentene for dette er at forvaltningskostnadene minimeres som følge av at forvalterne har bedre:

- **Bedriftskompetanse:** Kjennskap til oppstartsselskapet gjennom tidligere screeningprosesser, eller i det minste har bedre forutsetninger for å gjennomføre denne effektivt som følge av tidligere erfaring.

- **Investeringskompetanse:** Erfaring fra eksisterende virksomhet og med dette bedre forutsetninger til å vurdere hva som er en god investering og hva selskapet trenger av oppfølging/kompetanse for å være klar til neste fase/emisjon.
- **Nettverk:** Tilgang til nettverk som kan matche Presåorkornkapitalen og kompetansebehovet til selskapet, samt tilgang til nettverk med investorer til neste fase/emisjon (etter presåorkorn).

Forvaltermiljøene vil trolig være best egnet til å minimere transaksjonskostnadene gründerne og investorene har knyttet til innhenting av informasjon om hverandre, ettersom de allerede har erfaring fra tidligere investeringer og generell kompetanse om disse selskaperes behov. Utlysningsdokumentene for anbudskonkurransen i 2017 og 2018 viser at disse egenskapene i stor grad inngår som seleksjonskriterier for hvordan Innovasjon Norge selekterer forvaltermiljø. Disse fremstår således som gode for å treffe riktige forvaltermiljø. I en evaluering av et australsk presåorkornprogram<sup>5</sup> viser Cumming og Johan (2009) til tidligere studier som indikerer at programmer hvor offentlige fond kobles til private forvaltermiljø har hatt større suksess enn tilfeller hvor det offentlige har opprettet fond som konkurrerer med de private. Ut fra dette fremstår ordningens ansvarsfordeling mellom Innovasjon Norge og forvalterne som et godt utgangspunkt. De tidligere evalueringene av såkornordningene til Innovasjon Norge (Riksrevisjonen (2016) og Menon (2009)) viser at forvalternes kompetanse er særs viktig for ordningens suksess.<sup>6</sup>

En ulempe ved å outsource investeringsbeslutning og oppfølging er at forvalterne **kan mangle incentiver til å gjøre en god nok jobb fordi Presåorkornkapitalen ikke er deres egne midler**. Deres potensielle nedside, risikoen ved feilinvestering, er begrenset til de ressursene de bruker i utvelgelsen og oppfølging av selskapet, samt de midlene de eventuelt selv investerer. Det er imidlertid ikke noe krav om at de skal investere egne midler. Teoretisk sett er forvalternes incentiver til å foreta gode investeringsbeslutninger og aktivitet i eierskapet mindre dersom forvalteren ikke investerer egne midler selv i selskapet. For å motvirke dette har Innovasjon Norge fra og med 2017 endret designet slik at deler av en eventuell gevinst ved realisering (salg), også tilfaller forvalteren. Forvaltermiljøene vi har intervjuet er enige i at dette var en nødvendig endring, og få av forvalterne har innsigelser mot hvordan eventuelle gevinster fordeles mellom dem og Innovasjon Norge. Særlig nevnes det at ettersom forvalterne selv står for kostnadene knyttet til screening og oppfølging, er dette et viktig incentiv for at de skal være villige til å delta i ordningen over tid.

En annen motvirkende effekt mot moralsk hasard er forvalternes bruk av egne nettverk for å hente inn matchingkapital, samt deres rykte generelt blant private investorer. Den potensielle faren for å få et rykte om å lokke investorer til, og generelt gjøre, «dårlige» investeringer kan bety tap av samarbeidspartnere forvalterne trenger i sin øvrige virksomhet. Enkelte forvaltere løfter også frem at ordningen bidrar positivt i deres forhold til investormiljøer, da de får større mulighet til å investere «selv» i selskapene de foreslår for investorene. Gitt at seleksjonskriteriene i anbudskonkurranse for forvalterne følges, kan dette være gode nok incentiver for forvalterne. Vi ser likevel en stor fordel av at forvalterne selv står for en del av matchingkapitalen til Presåorkornmidlene, slik at de også får en del av nedsiderisikoen. Et slikt krav ser også ut til å samsvare bedre med lignende ordninger i andre land (se for eksempel EIFs European Angels Fund).

---

<sup>5</sup> *Pre-seed Fund Program*

<sup>6</sup> *Menon(2009) understreker viktigheten av forvalternes nisjekompetenase (kjennskap til teknologi, markedet og bransjen til selskapet det investeres i) i seleksjonen. Riksrevisjonen(2016) oppgir at et av kjennetegnene for porteføljeselskapene med negativ utvikling er at forvalterne selv mener de har gjort en for svak risikovurdering. Dette gjaldt særlig markeds- eller teknologirisikoen til prosjektet, samt de personlige egenskapene ved ledelsen i selskapet.*

På motsatt side, må ordningens design sørge for at **presårnkapital kun tilbys selskaper som ikke ville fått tilstrekkelig med kapital ellers**. Nærmere bestemt at Presårnkapitalen ikke erstatter tilgjengelig privat kapital. Et viktig middel for å kontrollere for dette er at forvalterne selv bærer forvaltningskostnadene. Dette, sammen med at de kun får en andel av gevinsten (se tabell over), gjør presårninvesteringene dyrere sammenlignet med investeringer de selv ville gjort uavhengig av Presårnkapitalen (samme ressursbruk, men lavere gevinst). Samtidig er risikoen knyttet til presårnmidlene begrenset til tapte forvaltningskostnader, dette gir forvalterne isolert sett insentiver til å heller benytte seg av presårnmidler i de tilfellene hvor risikoen er størst. Våre samtaler med forvalterne gir ikke inntrykk av at sistnevnte er tilfelle.

Av de presårninvesteringene som er meldt inn, ser vi likevel tilfeller der matchingkapitalen er mer enn 10 ganger høyere enn Presårnkapitalen og hvor samlet kapitalinnhenting er flere millioner kroner. Forvaltermiljøenes egne beskrivelser av hvordan matchingkapitalen kommer til, tyder ikke på at det er presårnkapitalen som har utløst disse private midlene. Dette er etter vår vurdering således et tegn på at **det trengs sterkere føringer på hvilke investeringer Presårnkapitalen kan benyttes til**. Det bør gjøres tydeligere at presårnkapitalen skal benyttes i de tilfellene hvor selskapet har utfordringer med å skaffe til veie kapital.

Beskrivelser av ordningen viser til at hensikten med Presårnkapitalen er å fungere som en mellomfinansiering frem til en fase hvor de har bedre tilgang på kapital, som kredittfinansiering, sårninvestorer o.l. Tilbakemeldingene fra forvalterne vi har intervjuet viser et det er stor variasjon i deres tidsperspektiv for investeringene som er gjort, alt fra 2-3 år til uendelig. Utover lånets forfall etter 15 år er det ikke gitt noen føringer på hvilken tidshorison investeringen skal ha. Vi ser derfor et **behov for å gi forvalterne et insentiv til å realisere investeringen så fort selskapet har mulighet til å hente inn kapital fra andre kilder**. Et slik insentiv kan for eksempel være en nedtrapping av forvalterens andel av gevinsten over tid, eller mulighet til å reinvestere lånet i et nytt selskaps case frem til endelig forfall på lånet. Eksempel på en slik nedtrapping kan være at forvalterens andel av gevinster over 1 million kroner i utgangspunktet er på 40 prosent, men at den gradvis nedskaleres til 20 prosent. Det kan også være gunstig å gi forvalteren insentiver til også å eksitere ulønnsomme selskaper på et tidligere stadium. Eksempelvis kan dette løses ved at forvalteren etter 5 år får et fast beløp ved exit fra selskapet uavhengig av om investeringen går med overskudd eller ikke.<sup>7</sup> Resultater fra tidligere evalueringer av sårnordninger underlagt Innovasjon Norge, viser også at man som en forlengelse av dette bør sørge for at forvalterne har tilstrekkelig ressurser for å håndtere en salgphase, exitkompetanse (Menon, 2009).

Det bør også vurderes om det er nødvendig med en tidshorison på inntil 15 år for presårninvesteringen. 15 år er en svært lang periode i en bedrifts utvikling, og dersom bedriften ikke har eksempelvis mulighet for å få inn andre eiere en presårnmidlene etter eksempelvis 10 år, så er det et betimelig spørsmål om det er grunn til å tro at det er mange tilfeller hvor dette vil endre seg fra år 10 til 15. Det positive med å innskrenke maksimumsgrensen er at man sørger for å få et raskere kretsløp på presårnkapitalen slik at den kan reinvesteres i nye oppstartscase som har større utfordringer med å kapitalisere. Dette er noe som kan vurderes nærmere i følgeevalueringen.

At forvaltningshonoraret skal dekkes av forvalteren selv, legger begrensinger på hvilke forvaltermiljø som har mulighet til å følge opp ordningens krav på best mulig måte. Screening og oppfølging av (flere) selskaper som følge av Presårnordningen krever at forvalteren har tilgjengelig ressurser og likviditet til å prioritere presårn ved siden av øvrig virksomhet. Enkelte forvaltermiljø vi har snakket med viser til at begrensede ressurser også er

---

<sup>7</sup> Menons evaluering av sårnforordene i 2009, viste blant annet at etter 10 år hadde fondet fortsatt eierskap i 50 prosent av bedriftene. Dette understreker at forvaltermiljøene i presårnordningen kan trenge et insentiv til å avslutte prosjekter så tidlig som mulig.

årsaken til at de ikke har søkt på utlysingsrunden i år. I disse tilfellene har forvalteren god nok innsikt i ordningen til å komme frem til denne beslutningen selv. Det er likevel ikke gitt at nye søkere har denne innsikten. Videre er det viktig at ordningen ikke støtter opp om forvaltermiljø hvis overlevelse er avhengig av tildelte presåkornmidler. Dette kan løses ved at seleksjonen av forvaltere også inkluderer krav om at miljøet har en tilstrekkelig langsiktig og stabil forretningsmodell uavhengig av presåkornmidlene.

Tilbakemeldinger fra forvalterne vi har intervjuet indikerer at forvalterne i all hovedsak har gode nok insentiver til å gjennomføre presåkorninvesteringene i tråd med ordningens hensikt. Vår bekymring og anbefalinger diskutert over er altså ikke et resultat av tilbakemeldingene herfra, men først og fremst rettet mot designets insentivmekanismer på sikt, og spesielt ved en oppskalering. Søknadstallene fra utlysingsrunden i 2017 og 2018 viser også at det er etterspørsel etter deltagelse i ordningen fra forvalternes side. Altså treffer ordningen et behov også hos forvalterne. Forvaltermiljøene vi har snakket med viser videre til at de anser ordningen som et godt virkemiddel for å treffe mangelen på kapital for tidligfaseselskaper, og samtidig utnytter forvalternes kompetanse og nettverk på en god måte.

#### 4.1.2 Målgruppe

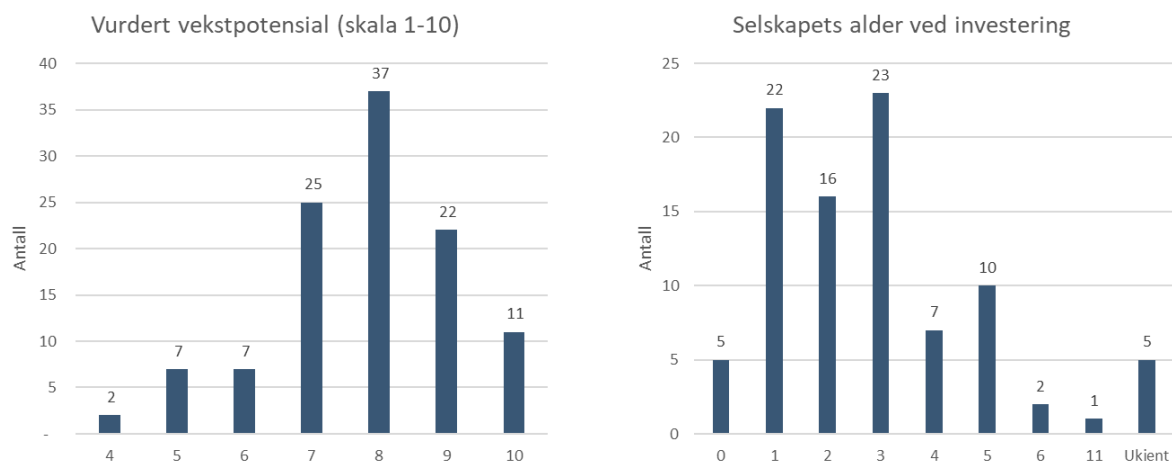
Presåkornordningens målgruppe er små og mellomstore selskaper yngre enn fem år, som har et betydelig vekstpotensial og tilfører markedet noe vesentlig nytt. Utover en spesifisering av hva som kan betegnes som små og mellomstore selskaper, samt innovative selskaper, er det ikke oppgitt noen øvrige krav til hvilke selskaper det kan investeres i. Som nevnt i delkapittelet over kan Innovasjon Norge med fordel tydeliggjøre at investeringen kun skal gis til selskaper som ellers ikke vil ha tilgang til tilstrekkelig kapital, og således stemmer overens med målgruppen som har et behov for virkemiddelet. Forvalterne bør altså gå aktivt inn for å finne innovative selskaper med vekstpotensial, som har vanskelig for å skaffe tilstrekkelig finansiering til å realisere prosjekt med positiv nåverdi. Jo bedre forvalterne evner å treffe målgruppen, desto mer øker sannsynligheten for at ordningen har finansiell og økonomisk addisjonaltet.

Det er viktig å merke seg her at presåkornmidlene i utgangspunktet er på markedsmessige vilkår sammen med annen matchingkapital. Dette sørger for at selskapene kun vil ta imot midlene hvis de har sterkt behov for det, den største faren er derfor at presåkornmidlene fortrenger private investorer. Risikoen for dette reduseres desto mer informasjon presåkornforvalteren har om et gitt marked eller teknologi sammenlignet med andre investorer. Presåkornforvalteren bør derfor kun investere i selskaper den har mer informasjon om enn andre private investorer, og hvor det vil være prohibitivt dyrt for disse investorene å få denne innsikten. Basert på Menons regnskapsdatabase, samt forvalternes innrapportering, ser vi her nærmere på kjennetegn og egenskaper ved selskapene det investeres i.

Oversikten over investeringer under Presåkornordningen vi fikk av Innovasjon Norge juni 2018 inkluderer 91 selskap. I figuren under er antall selskap fordelt etter forvalterens vurdering av vekstpotensial og selskapets alder ved investering.



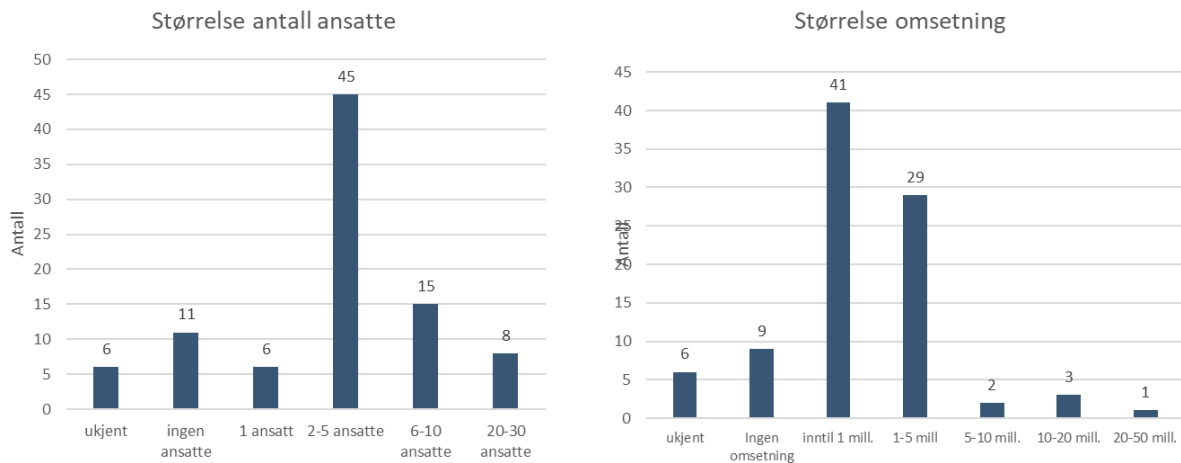
**Figur 4-1: antall investeringer fordelt på etter vurdert vekstpotensial (antall innrapportering) og alder. Kilde: Innovasjon Norge og Menon (2018)**



Av figurene over ser vi at vekstpotensialet hovedsakelig er vurdert som svært høyt. Der er derimot enkelte forvaltermiljø som har vurdert potensialet ved egen investering relativt lavt (under 6). Dette er etter vår vurdering investeringer som ikke treffer målgruppen, og hvor Innovasjon Norge bør etterspørre hvilke vurderinger som forvalteren har lagt til grunn. Dette for å sørge for at målgruppen er tydelig blant samtlige forvaltermiljø. Her er det selvfølgelig også forskjell i hvordan forvaltere bruker denne skalaen. På senere tidspunkt hvor det foreligger mer data på hvordan selskapene utvikler seg, vil det være interessant å se vurderingen av vekstpotensial i sammenheng med realisert vekst og spredning i vekst (risiko). Ser vi på grafen som viser alder ved investering, ser vi at de aller fleste er under 5 år på investeringstidspunktet. Igjen er det enkelte avvik, som Innovasjon Norge bør ta tak i, men det fremstår ikke som et stort problem.

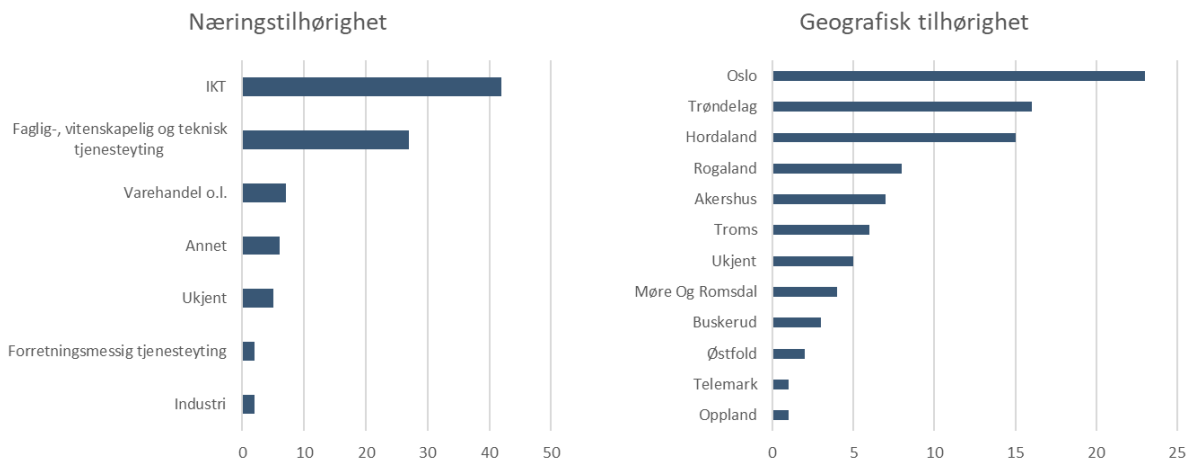
Ser vi på selskapenes størrelse (Figur 4-2), ser vi at det investeres i små selskaper. Alle har under 50 ansatte og 80 millioner kroner i omsetning (€10 mill) og havner dermed under terskelverdiene for hva som defineres som små selskaper etter EØS' standard.. De fleste selskapene har mellom 2 til 5 ansatte og en omsetning mellom 0 og 5 millioner kroner.

**Figur 4-2: Antall selskaper som har mottatt Preså Kornkapital etter størrelse ved investering<sup>8</sup>. Kilde: Menon (2018)**



Av de 91 selskapene er det fem som ikke finnes i Menons regnskapsdatabase (nyetablert ved investering) og ett selskap som ikke har regnskap i året investeringen fant sted.

**Figur 4-3: Antall selskaper som har mottatt Preså Kornkapital fordelt på næring(venstre) og Geografisk tilhørighet (høyre). Kilde: Menon (2018)**



Som figuren over viser investeres det hovedsakelig i selskap innenfor teknologiske næringer som IKT samt faglig, vitenskapelig og teknisk tjenesteyting (teknisk design- og konsulentvirksomhet og forskning og utvikling). Dette stemmer godt overens med næringer hvor det er utfordrende å få kredittfinansiering fordi innovasjonsprosjektene i stor grad er ikke-pantbare immaterielle verdier.

Hva gjelder geografisk tilhørighet holder de fleste selskapene til i storbyene. Dette er også naturlig med tanke på at mange av forvalterne har sitt tilfang av oppstartsselskaper fra FoU-miljøene ved universitetene og forskningsmiljøene som er i byene. Det kan derimot også argumenteres for at tilgangen til kapital er dårligere i mindre kommuner, enn i de store byene. Så langt har rundt 1/3 av selskapene som har mottatt preså Kornmidler forretningsadresse i mindre kommuner. For å kunne gjøre en tilstrekkelig analyse av dette må man imidlertid se

<sup>8</sup> For investeringene som fant sted i 2018, har vi benyttet siste tilgjengelig regnskapsår (2017) for å kategorisere selskapet etter størrelse.

den geografiske dimensjonen opp mot «innovasjonshøyden» i prosjektene. Forvaltere vi har snakket med påpeker at behovet for offentlig preså Kornkapital er størst innen kommersialisering av de tunge FoU-prosjektene (såkalt Deep tech) som krever lang tid og store ressurser å utvikle frem til markedet. Dette samsvarer også med funn fra tidligere studier (blant annet vist til i Rasmussen og Sørheim (2012)). Dersom disse prosjektene i større grad er lokalisert til FoU-miljøer i byene er det ikke gitt at den geografiske dimensjonen er den viktigste fra et relevans-perspektiv.

I den grad forvalterne vi har snakket med viser til at de har et fokusområde for sine selskaper, er det hovedsakelig tech-selskaper eller et lokalt perspektiv som nevnes. Men mange oppgir at de ikke har et avgrenset fokus mot hvilke selskaper de ønsker å investere Preså Kornmidlene i, utover det faktum at de er oppstartsselskaper, med en innovativ forretningsidé. Flere poengterer også at de forutsetter at idéen de skal investere i er innenfor et område hvor de har mulighet til å tilføre selskapet den kompetansen de trenger. Av de preså Kornselskapene vi har intervjuet viser alle til et mål om internasjonal utvidelse, og en tydelig beskrivelse av hvorfor deres idé er nyskapende. Vi har derimot ikke gjort en selvstendig screening av hvert enkelt case, og støtter oss derfor på tilbakemeldinger fra forvaltermiljø og selskaper hva gjelder investeringscasenes innovasjonspotensial. Vi vil her understreke at merverdien av preså Kornmidlene er størst i de tilfellene hvor preså Kornforvalterne har et informasjonsfortrinn sammenlignet med andre investorer i markedet. Det er derfor viktig at forvalterne selv har en tydelig formening om hvor deres komparative fortrinn ligger, og at de inkorporerer denne i sin investeringsstrategi. Noen forvaltere påpeker at et av målene ved investeringene er et at kapitalen skal være utløsende. De ser aktivt etter case hvor de tror preså Kornmidlene kan utløse ekstern egenkapital og ha størst mulig «impact» på selskapet. Dette bør etter vår vurdering løftes frem som et ønsket fokus for alle investerings-selskapene.

Ut fra selskapene og forvalternes tilbakemelding fremstår det som om ordningen i stor grad treffer en relevant målgruppe. Tilleggs-kriterier som tydeliggjør et krav knyttet til preså Korninvesteringens finansielle addisjonalitet, vil bidra til å styrke ordningens treffsikkerhet.

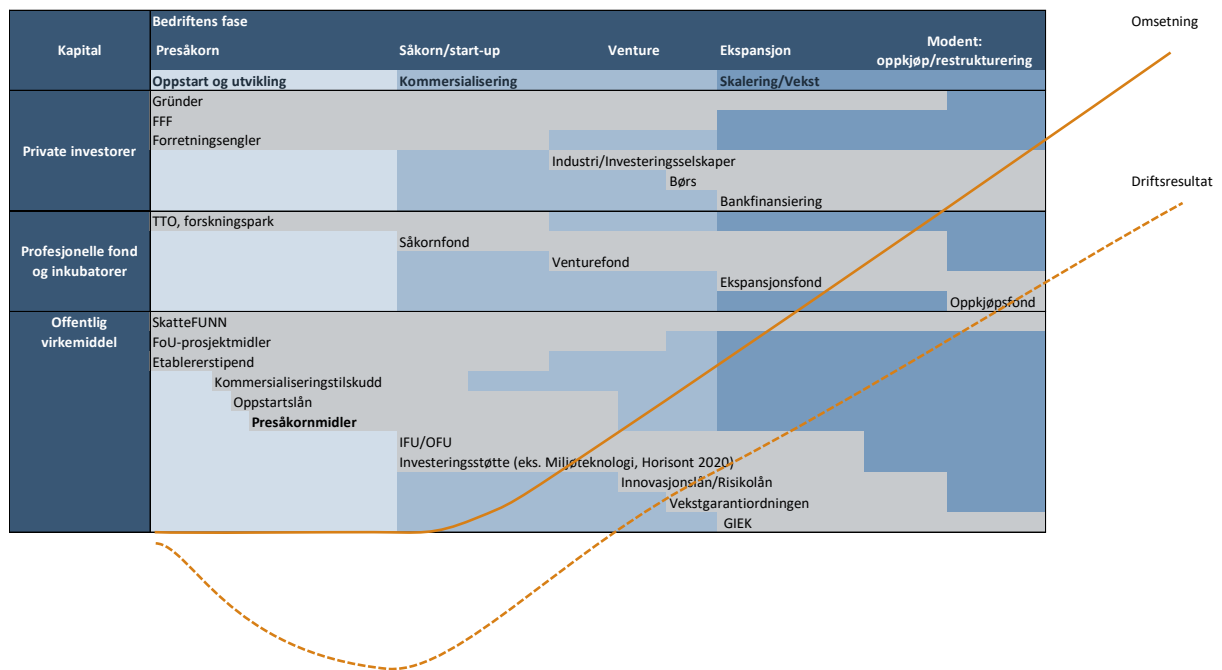
## 4.2 Vurdering av preså Kornordningen mot andre eksisterende ordninger

Utover eksistensen av en markedssvikt og ordningens treffsikkerhet er behovet for Preså Kornordningen avhengig av hvorvidt det finnes andre virkemiddel som dekker samme behov på en like god, eller bedre måte. Matrisen under gir en oversikt over ulike typer kapitalkilder fordelt på selskapets livssyklus. Kurven som går gjennom figuren illustrerer J-kurven<sup>9</sup>. Som vist i matrisen retter Preså Kornordningen seg inn mot selskaper i oppstart- og utviklingsfasen. Videre ser vi at Preså Kornordningen overlapper med Kommersialiseringstilskudd og Oppstartslån. Ordningen overlapper også med Skattefunn og FoU-prosjektmidler slik som FORNY.

---

<sup>9</sup> Navnet J-kurve indikerer at dette er selskap som forventer å snu en negativ trend om til positivt driftsresultat, og dermed former en lønnsomhetskurve over tid som ser ut som bokstaven J.

Figur 4-4: Oversikt over utvalgte finansielle virkemidler i ulike deler av selskaps livsfase



En fordel med Presåcornordningen, fremfor SkatteFUNN, FoU-prosjektmidler og kommersialiseringstilskudd er at kapitalen ikke har et begrenset bruksområde. Dette fremheves av både forvalterne og selskapene vi har snakket med, da det ofte er behov for kapital til generell drift i oppstartsfasen. Dette gjør at Presåcornordningen kan dekke et annet behov enn disse virkemidlene. Vi kan heller ikke se direkte negative virkninger av at Presåcornordningen benyttes i kombinasjon med disse ordningene, for å møte selskapenes kapitalbehov.

Oppstartslånet derimot, har heller ingen begrensninger for hva midlene kan brukes til. Her kan det være en potensiell «konflikt» med tanke på ordningens relevans. Presåcornordningen åpner derimot for en større risikoavlastning (inntil 3 millioner kroner per selskap), enn oppstartslånet (inntil 1,5 millioner kroner i lån). I tillegg vil eierne stå ansvarlig for deler av oppstartslånet dersom selskapet ikke lykkes, dette gjelder ikke egenkapitalen som investeres gjennom Presåcornordningen. Begge ordningene har forøvrigt et krav om at de offentlige midlene skal matches av ny privat kapital (hhv. 50% og 40%). For Oppstartslån kan denne komme fra gründeren selv, mens den i Presåcornordningen må komme fra uavhengige investorer. Oppstartslånet har også et krav om en kortere tidshorisont ettersom lånet må tilbakebetales etter fire år, og rentene på lånet løper etter to år.

Hvorvidt egenkapital eller lånefinansiering er det mest hensiktsmessige virkemiddelet i denne fasen avhenger av selskapets egenskaper, herunder risikoprofil, kompetansebehov og størrelsen på transaksjonskostnadene både for investor og selskapet. Selskaper som har stort behov for ekstern kompetanse for å realisere forretningsidéen sin, vil således ha et større behov for Presåcornordningen enn oppstartslån. På motsatt side vil oppstartsselskaper som allerede har tilgang til kompetanse (selv eller gjennom eksisterende eiere), kort vei til inntjening eller innhenting av kapital i markedet til en «god» pris og eventuelt et mindre kapitalbehov, ha større nytte av oppstartslån. Oppstartslån kan også være et mer egnet virkemiddel dersom gründerens innsats er veldig viktig for selskapets videre utvikling og utvanningen fra nye aksjonærer er så sterk at gründerens oppside ved å lykkes blir så redusert at den svekker innsatsen. Etter vår vurdering taler dette for at det er et behov for begge ordningene. Dette grunner først og fremst i at ordningenes målgruppe er forskjellige. Dette kan med fordel tydeliggjøres i offentlige beskrivelser av ordningen.

Videre er det vist til at Oppstartslån og Preså Kornordningen tillater at disse kan brukes i kombinasjon med hverandre. Her kan det være komplementaritet. Dersom Oppstartslånet gis i forkant av Preså Kornmidler vil bedriften ha kommet lengre i utviklingsfasen slik at risikoen til preså korninvesteringen reduseres, samtidig vil Oppstartslånet bidra til at eierne blir mindre utvannet av den eksterne egenkapitalen ettersom bedriften har kommet lenger i utviklingsløpet. Hvorvidt ordningene faktisk dekker ulike behov/målgrupper, og i hvilken grad det finnes synergieffekter mellom disse bør derfor vurderes nærmere etter hvert som man får et bedre datagrunnlag å analysere. Er overlappen nærmest fullstendig og synergiene små, bør det trolig heller satses på ett virkemiddel med større ramme.

I tillegg bør man være oppmerksom på Preså Kornordningen påvirkning på virkemiddel i senere faser. I evalueringen av Preså Kornprogrammet (PSF)<sup>10</sup> i Australia, fant Cumming og Johan (2009), at opprettelse av PSF så ut til å redusere sannsynligheten for at det ble investert i tidligfaseselskap gjennom et annet offentlig investeringsfond (IFF). Altså fant de at de to offentlige programmene konkurrerte mot hverandre. For eksempel vet vi at aktører som hovedsakelig fokuserer på en senere fase, eksempelvis Så kornfondene og Investinor, også foretar små investeringer i tidligfase for å støtte opp om case de ser har et stort potensial på sikt. Disse så kalte «luktepengene» sørger for at investorene får en fot innenfor selskapet før verdien av selskapet stiger samtidig som de får testet hvor god investeringen er før de eventuelt investerer store beløp. Særlig ved en oppskalering av Preså Kornordningen bør man også ta hensyn til påvirkning på eksempelvis Så kornfond og med dette hvorvidt en eventuell endring i deres investeringsaktivitet er optimalt.

---

<sup>10</sup> I denne ordningen (Pre-Seed Fund program) konkurrerer fondsforvaltere om lisenser for å forvalte programmet. I 2002 ble lisensen gitt til fire fond. Ordningen er ikke direkte sammenlignbar med Preså Kornordningen ettersom det offentlige står for opptil ¾ av den totale kapitalen og de private fondsforvalterne får et management fee for å forvalte midlene. Målgruppen er også smalere, da investeringene hovedsakelig er begrenset til selskap/prosjekter som kontrolleres av universitet og offentlig forskningsinstitutt.

## 5 Forventninger om effekt

I en førevaluering er det ikke mulig å måle effekten direkte ettersom virkemiddelet ikke er tatt i bruk lenge nok til at det er rimelig å anta en effekt. I stedet legger vi vekt på potensielle metoder for måling av effekt på et senere tidspunkt, erfaringer fra andre land, samt forventede effekter ved ordningen basert på en vurdering av ordningens relevans.

### 5.1 Overordnet målsetning

Hensikten med Preså Kornordningen er å tilføre oppstartsselskaper privat kapital og kompetanse, samt avlaste risiko når private investerer i oppstartsselskaper i tidlig fase. Ut fra dette er målsetningen at ordningen skal bidra til at flere gründere lykkes med sine vekstambisjoner, og til å utvikle økosystemet rundt gründerne med hensyn til tilgang på kompetanse og kapital.

Som del av Innovasjon Norges virkemiddelapparat skal ordningen støtte opp under organisasjonens hovedmål og delmål. Disse er gjengitt i figuren under.

**Hovedmål:** Innovasjon Norges hovedmål er å utløse bedrifts- og samfunnsøkonomisk lønnsom næringsutvikling, og utløse regionenes næringsmessige muligheter.

**Delmål 1:** Flere gode gründere

**Delmål 2:** Flere vekstkraftige bedrifter

**Delmål 3:** Flere innovative næringsmiljøer

Som vi ser vil Preså Kornordningens målsetning særlig være rettet mot delmål 1 og 2. I den grad ordningen evner å løfte opp flere innovative selskaper, og et økosystem som støtter opp om disse, kan det sies at den delvis også treffer delmål 3, selv om dette målet hovedsakelig retter seg mer mot klyngesamarbeid. Vi anser det som positivt at ordningen har et spesifikt mål som i seg selv gjør det mulig å skille behovet for ordningen og dets suksess fra øvrige virkemiddel. Samlet anser vi delmål 1 og 2, samt ordningens spesifikke målsetninger om å bygge økosystem rundt oppstartsselskaper, som treffende for ordningens formål, og den markedssvikten den har til hensikt å korrigere for.

Utover egne mål er det hensiktsmessig å ha egne måleindikatorer for å måle ordningens suksess, og som gjør det mulig å vurdere denne sammenlignet med andre virkemiddel. I beskrivelser av ordningen er det satt opp egne suksesskriterier til ordningen. Disse diskuteres nærmere i kapittel 8.

### 5.2 Potensial for finansiell addisjonalitet

Et sentralt spørsmål i førevalueringen er hvorvidt ordningen har potensial for finansiell addisjonalitet, dvs. om ordningen fører til økt tilgang på kapital hos målgruppen. Det er på dette stadiet vanskelig å måle finansiell addisjonalitet ettersom det er mulig at sammenlignbare selskaper vil kunne få alternativ finansiering på sikt.

For å si noe om potensialet for finansiell addisjonalitet må man vite hva som er alternative finansieringskilder for målgruppen. Alternativ finansiering i målgruppen er nesten utelukkende ekstern egenkapital. Kredittfinansiering er vanskelig for selskaper i en så tidlig fase, med tanke på mangel på sikkerhet og inntjening, som diskutert i kapittel 3. Det innebærer stor risiko å investere i tidligfasesegmentet og bankene styrer i stor grad unna målgruppen nettopp på grunn av risikoen. Selskapene er dermed avhengig av eksterne investorer og det

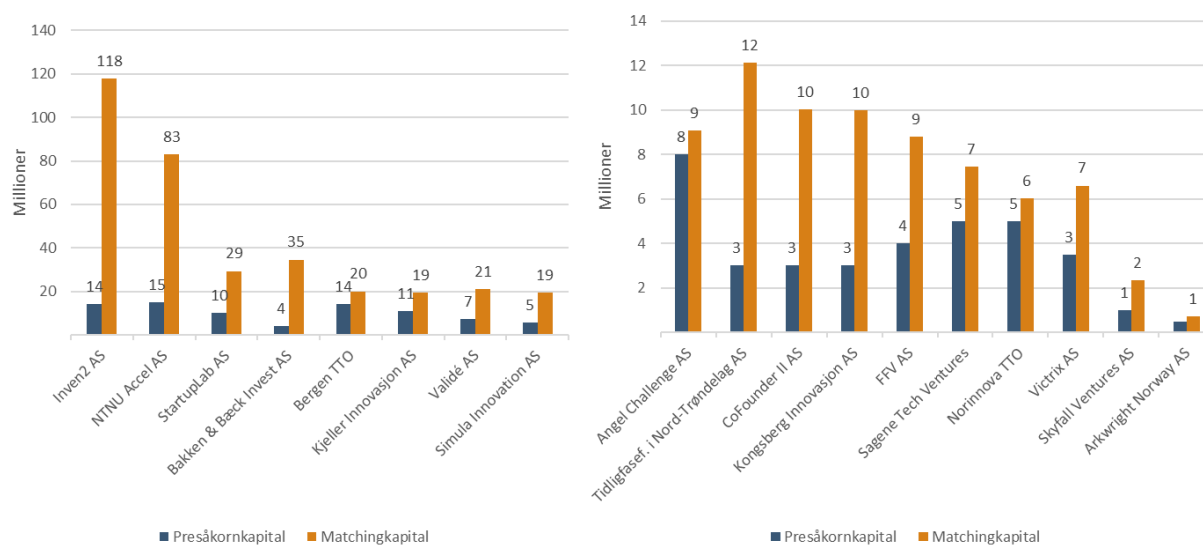
offentlige virkemiddelapparatet for å sikre finansiering. Dette gjenspeiles ved at matchingkapitalen først og fremst hentes fra venner, familie, enkeltstående engleinvestorer og profesjonelle eierfond.

I utgangspunktet vil ordningen ha finansiell addisjonaltet såfremt den ikke fortrenger privat kapital. Hvis tilførselen av preså Kornmidler erstatter ekstern egenkapital med et 1:1 forhold vil nettoeffekten være null, og total kapitalisering vil være uendret. Ved å ha et krav om at preså Kornmidlene skal matches med minimum tilsvarende beløp i ekstern privat egenkapital reduserer man sannsynligheten for en slik fortrengeingseffekt.

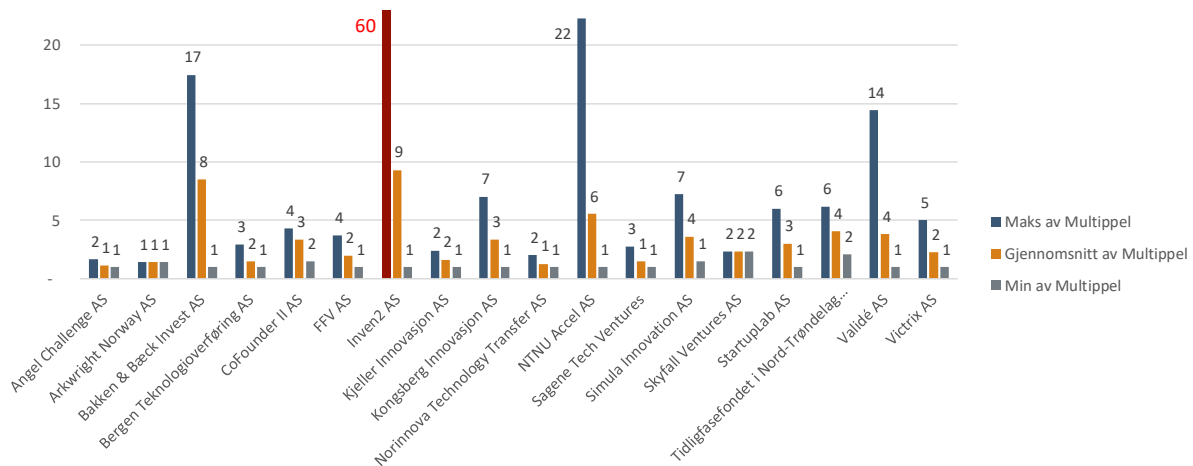
Selv om det er vanskelig å vite utfallet i et kontrafaktisk scenario, er både forvalterne og selskapene vi har snakket med samstemte om at ordningen tilfører målgruppen finansiering de ikke ville fått i fravær av ordningen. Et annet spørsmål er i hvilken grad Preså Kornkapitalen faktisk bidrar til å utløse ytterligere privat kapital i segmentet.

Figur 5-1 viser hvor mye preså Kornmidler de ulike forvalterne har investert, samt hvor mye matchingkapital som er hentet i forbindelse med disse investeringene. Figur 5-2 viser maksimal, gjennomsnittlig og minimal multiplere på preså Korninvesteringer.

**Figur 5-1: Samlet preså Kornkapital og matchingkapital investert per juni 2018 (figuren er delt i to for å ta hensyn til variasjonen i størrelsene). Kilde: Innovasjon Norge, bearbejdet av Menon 2018**



Figur 5-2: Matchkapital/Presårnorkapital ved investering, maks-verdi, gjennomsnitt og minimumsverdi. Kilde: Innovasjon Norge, bearbeidet av Menon 2018



Av figur 5-1 ser vi at det er betydelig variasjon mellom forvalterne hvor mye matchingkapital som er blitt investert i forbindelse med presårnorkapitalinvesteringer. I tillegg ser vi av figur 5-2 at også innad hos den enkelte forvalter varierer multiplene mye fra investeringer til investering, representert med differansen mellom maks og min av multipl for hvert enkelt forvaltermiljø. Likevel er det noen forvaltere som skiller seg ut med både høy maksverdi og gjennomsnittlig multipl. I noen av tilfellene hvor multiplene er høye, skyldes dette at forvalter har arrangert konkurranser eller presentasjoner av selskaper med særlig høyt potensial for en større gruppe investorer. Da er det naturlig å spørre seg om disse selskapene ville hatt et problem med å skaffe til veie tilstrekkelig finansiering i fravær av presårnorkapitalfinansieringen. Det er ingenting som hindrer forvalterne å gjennomføre et lignende arrangement uten lovnader om presårnorkapital, selv om dette kan være et trekkplaster for private investorer. Det er vanskelig å se behovet for presårnorkapital dersom man får inn ti millioner i ekstern egenkapital som matches opp mot én million i presårnorkapital. Dette fremstår som case hvor presårnorkapital ikke har en utslagsgivende effekt på kapitaliseringen av selskapene.

Forvaltermiljøene trekker frem at Presårnorkapitalordningen bidrar til å bygge økosystem for tidligfaseinvestering. Presårnorkapitalordningen tilfører kapital til tidligfasemiljøer i ulike deler av landet, og tilfører forvalterne ekstra midler å investere. Midlene gir de en mulighet til å være aktive i markedet over tid og gjennom dette både bygge kompetanse internt og utvide nettverket sitt. Utover dette fremheves det også av flere forvaltere at midlene stimulerer private investorer til å investere i tidligfase gjennom risikoavlastning. Dette medfører at også private investorer får bygget kompetanse innenfor dette segmentet. Dette kan gi ringvirkninger og virke utløsende for kapitaltilgangen til selskaper i oppstartsfasen. Basert på intervjuer med forvalterne av presårnorkapital synes det imidlertid å være store variasjoner mellom hvor utløsende presårnorkapitalene er for private investorer. Vårt inntrykk er at det ikke er uvanlig at koinvestorene allerede var på plass før presårnorkapitalene kom inn i bildet. I disse tilfellene er det vanskelig å argumentere for at presårnorkapitalene har utløst matchingkapitalen. Samtidig er det andre miljøer, for eksempel inkubatormiljøer som tilbyr rådgivning og andre tjenester til oppstartsselskapene, som peker på at det å ha mulighet til å investere presårnorkapital som om de var sine egne, kan være utløsende ved at de kan gi et troverdig signal til markedet om at de selv er villige til å satse på selskapet.

Som nevnt over ser vi at potensialet for finansiell addisjonalitet trolig kan økes ved å kommunisere tydeligere til forvalterne hvilke kriterier målgruppen må oppfylle for at ordningen skal ha effekt. Det vil si selskap eller idéer som har åpenbare utfordringer med å få på plass private investorer og hvor forvalteren har grunn til å tro at de har et komparativt informasjonsfortrinn sammenlignet med private investorer. Videre bør det legges mindre



vekt på å fronte behovet for høye multipler da dette kan gi insentiver til å selekere oppstartsselskap som ikke har behov for ordningen (selskap utenfor målgruppen). Med det sagt, anerkjenner vi at det unntaksvis kan være tilfeller hvor presåkornmidlene har stor utløsende effekt og høy multipl.

### 5.3 Potensial for økonomisk effekt

Ettersom det kun er to-tre år siden de første presåkorninvesteringene ble gjennomført, er det ikke mulig å måle den økonomiske effekten av presåkornmidlene på nåværende tidspunkt på en god måte. Våre intervjuundersøkelser tyder på presåkornmidlene i varierende grad er utløsende for private investorer. Det er også vanskelig å vurdere miljøenes seleksjonskompetanse, samtidig som vi vet at enkelte forvaltermiljøer ikke har hatt en tett oppfølging av selskapene. Sistnevnte har trolig endret seg noe etter at forvalterne fra og med tildelingen i 2017 får en del av oppsiden ved vellykkede investeringer.

Samtidig trekker flere selskaper frem at finansieringen fra Presåkornordningen tillater dem å holde en høyere veksttakt. Økt veksttakt gjør at selskapet får mulighet til å kommersialisere idéen sin tidligere og forkorter dermed veien til inntjening. I teknologiselskaper kan «time to market» være utslagsgivende med tanke på at rivaliserende teknologi kan være rett rundt hjørnet, og det dermed er førstemann til markedet som lykkes. Dette pekes på som et viktig bidrag fra ordningen. Det er alltid en risiko for å miste hele eller deler av markedet til konkurrenter, i noen tilfeller utenlandske, og det vil i så måte være positivt for norsk økonomi om ordningen bidrar til å redusere «time to market». Dersom denne virkingen er utslagsgivende, forventer vi å finne at selskapene som har fått presåkornfinansiering, har større sannsynlighet for kommersiell suksess målt opp mot sammenlignbare selskaper uten presåkornfinansiering.

Et sentralt punkt som vil bli utslagsgivende for effekten av ordningen vil knytte seg til miljøenes seleksjonskompetanse. Igjen vil dette først være mulig å måle etter hvert som porteføljen til de ulike forvalterne får utvikle seg over tid. Trolig vil det være store variasjoner mellom forvalterne med hensyn til seleksjonskompetanse. Det er imidlertid viktig å påpeke her at det også vil være store kilder til tilfeldighet. Det er kun et fåtall av presåkornselskapene som forventes å bli store kommersielle suksesser. Gitt de relativt begrensede rammene som mange av miljøene investerer, vil det kunne være for få investeringscase til at det er mulig å trekke robuste konklusjoner med hensyn til om resultatene skyldes tilfeldigheter eller kompetansen i forvalteren.

Evaluering av sammenlignbare ordninger i andre land kan derimot gi oss en pekepinn på muligheten for økonomiske effekter basert av Presåkornordningen. Harrison (2009)<sup>11</sup> har tidligere gjennomført en evaluering av The Scottish Co-Investment Fund (SCF)<sup>12</sup> som har et lignende design og målgruppe som Presåkornordningen (sett bort i fra noe større investeringsrammer). De konkluderer med at investeringene fra SCF har vært instrumentelle for å opprettholde, og forsterke, veksten i selskapene. Majoriteten av selskapene mente at de ikke ville hatt mulighet til å hente inn kapital uten SCF, og 78 prosent rapporterte at SCF var vitalt for deres overlevelse. Studien indikerer en positiv økonomisk effekt på omsetning, verdiskaping og sysselsetting. Resultatene fra SCF er lovende med hensyn til at det også vil være potensielle positive økonomiske effekter av den norske presåkornordningen. I 2016 ble det gjennomført en ny evaluering av SCF, for perioden 2009-2013 (Malcom Watson consulting, 2016).

---

<sup>11</sup> Referert til i Wilson og Silva (2013)

<sup>12</sup> The Scottish Co-investment Fund (SCF) er en lignende ordning i Skottland, hvor fondet koinvesterer med private partnerne, fortrinnsvis forretningsenglenettverk eller VC-fond. Hovedforskjellen i design er at partnerne forplikter seg til å stille med kapital selv, også matcher SCF dette beløpet. I tillegg har ikke partnerne noen oppside på midlene som SCF investerer (kun på sine egne midler), men mottar et flatt honorar på 2,5 prosent av investeringsbeløpet til SCF.

Evalueringen baserer seg primært på intervjuer med partnerne som forvalter ordningen og selskapene midlene er investert i. Her rapporterer 87 prosent av selskapene at investeringen har hatt en positiv effekt, enten ved å sikre overlevelse, unngå tilbakeslag eller stagnasjon, eller ved å tillate dem å ha høyere veksttakt. Samtidig understrekes det at det er for tidlig å konkludere rundt effekten av investeringene til fondet, men at det har potensial til å ha betydelig økonomisk effekt gjennom blant annet høy addisjonalitet.

UK Angel Co-investment Fund (ACF) er et lignende initiativ i Storbritannia etablert i 2011.<sup>13</sup> Owen og Mason (2017) har gjennomført en evaluering av denne ordningen. Funnene deres indikerer addisjonalitet, men lite effekter på økt aktivitet blant engleinvestorer og lite ringvirkninger i økosystemet. En femtedel av selskapene sier de sannsynligvis ikke, eller definitivt ikke ville fått tilstrekkelig finansiering uten ACF, samtidig som 80 prosent mente at deres prosjekt ville hatt finansielle restriksjoner i fravær av ACF. Selskapene fremhevet viktigheten av «time to market», og hvordan ACF bidro til å redusere dette. Det ble derimot vurdert som for tidlig å foreta effektmålinger av ordningen også her. Tilbakemeldingene fra aktørene i ACF er likevel i tråd med tilbakemeldingene vi har fått fra forvalterne og bedriftene tilknyttet presåkorordningen.

Tidligere evalueringer av Innovasjon Norges såkornfond har derimot ikke funnet støtte for at ordningene har hatt stor effekt på fremveksten av store vekstbedrifter (Riksrevisjonen (2016) og Menon (2009)). Gjennomgående har de seks fondene fra første bølge (etablert i 1998 og avviklet senest i 2013) hatt store utfordringer med å betale tilbake lån og renter til Innovasjon Norge, hvilket følger av at det har vært få investeringer som har gitt positiv avkastning. Presåkorordningens addisjonalitet avhenger av Innovasjon Norges evne til å velge ut de rette forvalterne. Erfaringene som er gjort fra såkornfondene understreker hvor utfordrende det er å selektere forvaltermiljøer som evner å selektere og dyrke fram potensielle vekstbedrifter. Det gjenstår å se om Presåkorordningen lykkes i denne selekteringen.

## 5.4 Kontrollgruppe

For å kunne måle økonomisk effekt av ordningen i en følgeevaluering er første steg å identifisere relevante kontrollgrupper. Vi ønsker å identifisere selskaper som ikke har mottatt presåkor midler, men som er så like som mulig deselskapene som har mottatt presåkor midler, både med tanke på observerbare karakteristika, men også uobserverbare karakteristika. Basert på vår kjennskap til Presåkorordningen gjennom føreevalueringen har vi imidlertid identifisert tre mulige kontrollgrupper som potensielt kan benyttes til å belyse effekten av ordningen på sikt:

### Kontrollgruppe #1

Selskaper som har deltatt i konkurranse om presåkor midler men som ikke har fått tilsagn om midler

### Kontrollgruppe #2

Selskaper som er en del av inkubatorprogrammer men hvor inkubatoren ikke har fått presåkor midler

### Kontrollgruppe #3

Selskaper som har fått skattefunn men som ikke har presåkor midler

**Kontrollgruppe #1: Deltagelse i konkurranser.** Invent2 har det vært søknadsrunder hvor kun noen selskaper har fått finansiering gjennom presåkorordningen, mens hos AngelChallenge har det vært gjennomført konkurranser hvor oppstartsselskapene presenterer seg selv og sine idéer for en gruppe investorer. Konkurransen er en form for «winner takes it all»-konkurranse hvor vinneren får både presåkor midler, i tillegg til en felles pott med egenkapital fra investorene, som matchingkapital. Selskapene som deltar i konkurransen, eller som søker om midler, men får avslag, vil være en potensiell kontrollgruppe. Ved å bruke disse selskapene som kontrollgruppe

<sup>13</sup> Her matcher staten opp til 49 prosent av engleinvesteringer fra 100 000 til 1 000 000 pund per investeringer.

unngår man selv-seleksjon fra selskapenes side. De har alle valgt å være med i samme konkurranse for å motta preså Kornmidler, men disse selskapene nådde ikke helt opp. Det er ikke tilfeldig hvem som vinner disse konkurransene, og det vil trolig være uobserverbare karakteristika ved selskapene som avgjør om de vinner konkurransen eller ikke. Dette kan være en kilde til feil ved å bruke denne gruppen som kontrollgruppe. Hvis det er en høy terskel for å delta i konkurransene, med tanke på innovasjonshøyde og potensial, så kan dette likevel være en god kontrollgruppe. Ikke minst vil det være en god første test på effekten av ordningen ettersom vi kan forvente at selskapene som får preså Kornmidler i snitt skal gjøre det bedre enn de selskapene som ikke får preså Kornmidler.

**Kontrollgruppe #2: Deltagelse i inkubatorprogrammer.** Det er kamp om plassene i inkubatorprogrammer og vil være en form for selektering fra inkubatorens side før et selskap får innpass i inkubatorprogrammer, både i form av innovasjonshøyde og gjennomføringsevne. Mange av selskapene som har mottatt preså Kornmidler fra TTO-er/inkubatorer, har også sittet i inkubatorene og tatt del i inkubatorprogrammene. Her vil det være naturlig å måle utfall/relevante indikatorer hos selskaper som har mottatt preså Kornmidler, mot selskaper i inkubatorene som ikke har mottatt dette. Svakheter ved å bruke disse selskapene som kontrollgruppe vil være at det som oftest er en form for seleksjon fra selskapenes side for hvorvidt de velger å be om preså Kornmidler eller ikke. De kan la være å be om preså Kornmidler fordi de ikke har mulighet til å skaffe til veie matching-kapital, eller at de allerede har tilstrekkelig med finansiering. På den andre siden kan det være en selektering fra TTO/inkubator sin side. De kan vurdere det dithen at selskapene ikke har behov for preså Kornmidler fordi de vil greie å skaffe til veie finansiering i fravær av preså Kornmidlene. Seleksjonen kan også gå motsatt retning, nemlig at de innvilger preså Kornmidler til selskapene med størst potensial, som kan hente inn mye matching-kapital og dermed oppnå en høy multippel på preså Kornmidlene. Den beste kontrollgruppen med hensyn til inkubatorer er derfor å sammenligne med selskaper som har vært en del av inkubatorprogrammer men hvor inkubatoren ikke er en del av Preså Kornordningen.

**Kontrollgruppe #3: Skattefunn.** Skattefunn er en rettighetsbasert ordning som innebærer skattelette til målrettet utvikling av nye eller bedre varer, tjenester eller produksjonsprosesser i selskaper. Fordelen med ordningen er at den identifiserer selskaper som har et innovativt prosjekt, på samme måte som selskapene som får preså Kornmidler. Ved å «matche» preså Kornmidler med selskaper med lignende observerbare kjennetegn (næring, alder, størrelse, geografi) som har mottatt Skattefunn lager man en kontrollgruppe som både tar høyde for observerbare forhold og noen uobserverbare karakteristika. Andre program som er relevante å kontrollere for er eksempelvis FORNY. Dette er et program hvor vi vet at mange av preså Kornmidler selskapene har mottatt finansiering fra.

Ingen av disse kontrollgruppene er en perfekt sammenligning med selskapene som har mottatt preså Kornmidler. Samtidig utgjør de alle relevante sammenligninger som kan gi betydelig merinformasjon om hvordan utviklingen i preså Kornmidler selskapene har vært.

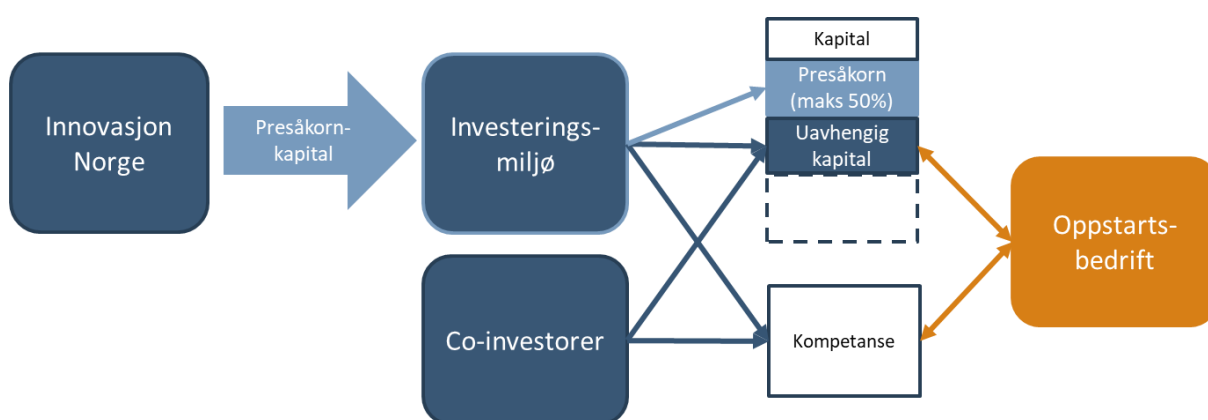
## 6 Effektivitet

Hvordan ordningen er organisert kan påvirke den operasjonelle effektiviteten til ordningen. Presåcornordningen er i en startfase og det er derfor naturlig at det er noen innkjøringsutfordringer. I tillegg er det begrenset datagrunnlag til å foreta beregninger som tester hvor effektiv ordningen er. I førevalueringen fokuserer vi derfor på ordningens organisering per i dag og potensielle forbedringspunkter, samt hvilke hensyn som bør tas med tanke på organisering og omfang i tiden fremover.

### 6.1 Organisering

I figuren under har vi illustrert ansvarsfordelingen i Presåcornordningen.

Figur 6-1: Illustrasjon over ansvarsfordeling i presåcornordningen.



Innovasjon Norges ansvar er begrenset til utvelgelsen av forvaltermiljø, som igjen har ansvaret for å velge ut hvilke selskaper det skal investeres i, og sørge presåcornkapitalen matches med privat kapital. Videre har de også ansvar for å bistå oppstartsselskaper med tilgang til kompetanse de trenger for å klargjøres til neste fase/emisjon. Som diskutert i 4.1, fremstår dette som en effektiv ansvarsfordeling. Dette forutsetter derimot at Innovasjon Norge klarer å velge de rette forvalterne, at forvalternes seleksjon av investeringscase treffer målgruppen og at kommunikasjonen mellom Innovasjon Norge og forvalterne fungerer optimalt. Dette diskuterer vi nærmere i teksten under.

#### 6.1.1 Velger man de rette forvalterne?

Innovasjon Norge har hatt årlige anbudskonkurranser hvor forvalterne søker om presåcornmidler. En kilde til feilselektering av forvaltermiljø er dersom antall søkere er for lite til å skape konkurranse blant forvaltermiljø og med dette Innovasjon Norges mulighet til å velge blant de beste. Oversikten over antall søknader er vist i tabellen under.

	2016	2017
Innstilt	18	17
<b>Andel avslag</b>	<b>60 %</b>	<b>11 %</b>
Antall søkere	45	19
Totalramme i utlysningen	100 mill.	50 mill.

Etter vår vurdering er antall søknader i disse to utlysingsrundene nok til å gi Innovasjon Norge et godt utvalg. Som vi ser av tabellen er det innstilt like mange søknader i utlysingsrunden for 2017 som i 2016, på tross av at rammen var halvparten så stor. Utlysningen for 2017 begrenset tildelingen av preså Kornkapital til 5 millioner per forvaltermiljø, mens innstilt beløp i 2016 varierte mellom 4 og 8 millioner per forvaltermiljø. Oversikten over innstilt beløp til forvalterne i utlysningen 2017 indikerer at det er lagt vekt på å dekke et bredt spenn av forvaltere, og heller tildele små rammer til hver enkelt. For eksempel ser vi at 10 av 17 forvaltere har fått innstilt kun to millioner, det er også stor variasjon i scoren blant de innstilte søknadene. Dette, og den lave avslagsandelen i utlysingsrunden for 2017, kan indikere at Innovasjon Norge ikke har utnyttet muligheten anbudskonkurransen og seleksjonskriteriene gir for å prioritere de beste søknadene. Det ser derimot ut til at man har satt et mål for hvilken score som kvalifiserer søkeren, og brukt scoren utover dette til å avgjøre størrelsen på innstilt beløp. Vi er usikre på om dette er den mest effektive løsningen (se kapittel 6.2.2).

Basert på intervjuer med forvaltere, beskrivelser av deres virksomhet på hjemmesider, samt Innovasjon Norges vurdering i beslutningsdokumentet, ser det ut til at man i hovedsak har truffet riktig i valg av forvaltere. De fleste forvalterne vi har intervjuet viser til en godt begrunnet motivasjon for å delta i ordningen, og mulighet og vilje til å følge opp investeringene sine. Det er derimot noen tegn til at ordningens hensikt bør tydeliggjøres. En av forvalterne indikerer at de ikke har noen planer om å følge opp investeringen. Denne aktøren har heller ikke investert egne midler i selskapene, får ingen andel av en potensiell gevinst ved salg (innstilt i 2016-runden) eller har en virksomhet hvor formålet er å følge opp oppstartsselskaper. Her har Innovasjon Norge etter vår vurdering ikke etterfulgt egne seleksjonskriterier. Med det sagt ser det ut til at seleksjonskriteriene ikke var like godt definert i utlysingsrunden for 2016. Kriteriene har imidlertid blitt tydeligere i de to siste rundene.

Når det gjelder hvilke forvaltermiljø som bør få delta, kan vi ikke se noen ulempe ved å inkludere både forretningsengler, TTOer og inkubatorer. Tydeliggjøring og spissing av søknadskriteriene vil derimot sikre at eksempelvis forretningsenglenettverkene har gode planer for oppfølging av investeringene sine både i form av kompetanse, ressurser og kapital, og tilsvarende at inkubatorene og TTO har tilgang til matchingkapital. I den grad de ulike aktørene utfyller hverandre, kan samarbeid løftes frem som en mulighet.

Ambisjonen for Preså Kornordningen bør være at forvalterne på sikt kan fylle rollen i kapitalmarkedet på egen hånd uten offentlige preså Kornmidler. En tanke kan derfor være at det også bør stilles seleksjonskriterier som diskvalifiserer de mest modne forvaltermiljøene, som greier å hente inn midler på egen hånd, fra å få midler gjennom Preså Kornordningen. Vår vurdering er imidlertid at slike seleksjonskriterier trolig ikke er nødvendig slik ordningen er utformet. Allerede i dag finnes det ledende preså Kornforvaltere som ikke søker om midler fordi de har tilstrekkelig med midler å investere uten ordningen. Etersom «oppsiden» av å forvalte midlene gjennom Preså Kornordningen fremstår som mindre attraktivt enn å forvalte egne midler (ingen forvaltningshonorarer og en mindre andel av oppsiden) vil dette trolig regulere seg selv ved at de mest etablerte miljøene velger å ikke søke om midler fra ordningen. I søkeprosessen fremover kan det imidlertid være relevant at Innovasjon Norge følger med på dette gjennom å stille spørsmål om hvilke ambisjoner søkerne har knyttet til egen virksomhet og forretningsmodell som preså Kornforvalter 3-5 år frem i tid.

### 6.1.2 Forvaltermiljøenes seleksjonsprosess

Det er stor heterogenitet blant miljøene som forvalter preså Kornmidlene på vegne av Innovasjon Norge. Forvalterne har til dels ulike tilnærmeringer til seleksjonsprosessen som leder frem til investering. Helt overordnet kan disse deles i tre:

**Investering gjennom åpne konkurranser i samarbeid med koinvestorer:** Både TTO-er og englenettverk har hatt konkurranser der private investorer går sammen om en pott som investeres i et eller flere (se kontrollgruppe #1 i kapittel 5.4). Dette fremstår som en effektiv måte å gjennomføre seleksjonsprosessen på, hvor både Preså Korninvestorens og koinvestorens kompetanse utnyttes optimalt. Det gir samtidig gründeren god tilgang til et nettverk innen økosystemet ved at idéen pitches til mange potensielle investorer samtidig. Således kan dette spare gründeren for mye tid i kapitalinnhentingsfasen. En potensiell ulempe ved prosessen, er at «vinnersekskapet» muligens ikke har behov for de offentlige midlene ettersom denne typen konkurranser potensielt også kunne være gjennomført uten preså kornmidler. Dette avhenger igjen av om Preså kornmidlene har hatt en effekt på hvorvidt konkurransen finner sted og/eller motivasjonen til koinvestorene til å delta. Dette er et tema som bør testes nærmere i følgeevalueringen, både for å vurdere effektiviteten og hvorvidt de øvrige selskapene som deltar kan fungere som en kontrollgruppe for ordningen.

**Investering i selskapene forvalterne allerede har en tilknytning til:** Svært mange av investeringene til miljøene som har inkubatorvirksomhet investerer i selskaper som sitter i inkubatoren. Tilsvarende investerer TTO-ene som sitter tett på forskningsmiljøene ofte i «deep-tech» som springer ut av forskningsinstitusjonene de har en tilknytning til. I disse tilfelle har inkubatorene og TTOene er klar fordel med tanke på den kompetansen som trengs for å vurdere søknaden. Videre oppgir forvalterne at muligheten til å bistå disse med kapital gjennom Preså kornordningen gir de større mulighet til å følge disse gründerne et stykke videre. Samtidig kan det stilles spørsmål om man da treffer en for snever målgruppe. Ett av selskapene vi har intervjuet oppgir at dette var tilfellet for TTOen i deres region. Selskapet fikk for øvrig støtte gjennom Preså kornordningen gjennom et annet forvaltermiljø, hvilke indikerer at denne begrensningen ikke er veldig stor per i dag.

**Vurdering og investering i enkelte businesscase som oppsøker forvalteren:** Blant samtlige typer forvaltermiljø er det også tilfeller hvor investeringscase vurderes uavhengig av tidligere tilknytning til miljøet. For englenettverkene velges det gjerne case en eller flere av investorene har hørt om, eller som kontakter en av investorene. Også blant Inkubatorene og TTOene er det vist til tilfang av interessante case generelt som følge av promotering av Preså kornordningen eller ved ønske om rådgivning generelt. Dermed ser det ikke ut som at seleksjonsprosessen av typen nevnt over, er spesielt begrensende, gitt at det finnes øvrige miljø som støtter selskaper nasjonalt.

Vi kan ikke se klare ulemper eller fordeler ved noen av disse modellene som tilsier at den bør unngås eller sette standard for samtlige prosesser. Derimot finner vi det positivt at målgruppen selekteres ut fra ulike prosesser. Her kan det imidlertid være at enkelte modeller på sikt vil vise seg å ha større effekt enn andre.

### 6.1.3 Samarbeid og kommunikasjon mellom Innovasjon Norge og forvalterne

Tilbakemeldingene fra forvalterne er at samarbeidet med Innovasjon Norge fungerer godt, og at de oppfatter rammene for ordningene som tydelige. Det er heller ikke gitt uttrykk for at søknadsprosessen eller dokumentasjonskrav er unødvendig tung. Videre trekker flere frem de halvårlige samlingene Innovasjon Norge arrangerer for å dele erfaringer på tvers av forvalterne som et svært godt tiltak.

Våre vurderinger over og i de øvrige kapitlene indikerer at det vil være en fordel å tydeliggjøre ordningens hensikt med tanke på addisjonalitet (målgruppens behov og tidsperspektiv). Videre ser vi noen tilfeller hvor ulike forvaltermiljø har investert preså kornkapital i samme selskap, hvor hele eller deler av den eksterne kapitalen som oppgis som matchingkapital, overlapper. I disse tilfellene, er den eksterne kapitalen godt over Preså kornkapitalen, slik at Innovasjon Norges krav om matching er etterfulgt. Det viser likevel et behov for retningslinjer/rutiner på hvordan slike caser skal håndteres og rapporteres. Hva angår rapportering, kan det også

tenkes at de høye multiplene vist til i kapittel 5.2, kan være misforståelser knyttet til rapportering (eksempelvis rapportering av total EK hentet inn nå og tidligere, fremfor rapportering av EK i samme runde som Preså Korninvesteringen). For at de innrapporterte investeringsbeløpene skal fungere som kontroll og eventuelt som grunnlag for fremtidige analyser, er det viktig at dette oppklares. De halvårlige fellessamlingene fremstår som en god arena for å oppklare slike misforståelser og utydeligheter.

Videre savner vi en vurdering av innovasjonsnivået til selskapet som mottar preså kornmidlene i rapporteringen fra forvalterne. Dette bør inkluderes. Av mer trivielle ting, skulle vi gjerne sett et bedre oppsett for registrering av koinvestorer, da en tekstboks for samtlige kan bli uoversiktlig, spesielt etter hvert som datasettet (antall investeringer) blir stort. Her burde Innovasjon Norge se på bedre alternativer, eksempelvis som et åpent matriser spørsmål som skiller navn og orgnr fra investeringsbeløpet.

## 6.2 Kostnadseffektivitet

### 6.2.1 Administrasjonskostnader

Innovasjon Norges administrasjonskostnader antas å være minimale, da beslutningen om investering, oppfølging og exit foretas av forvalterne. Innovasjon Norge vil derimot bruke ressurser på å vurdere søknadene fra forvalterne. Av det vi kan se i beslutningsdokumentene for 2016 og 2017 er det kun satt av henholdsvis 2,1 millioner og 1 million kroner i gjennomføringskostnader, men vi er da usikre på hvilke kostnader som er inkludert i estimatet.

Resterende administrasjonskostnader dekkes av forvalterne. De viser at de er villige til å ta denne kostnaden ved at de søker om å få være med i Preså kornordningen. Utover å påpeke at de selv må dekke disse, er det ingen tilbakemeldinger på at dette er mer kostbart enn lignende prosesser de har ellers i sin virksomhet.

Av det vi kan se er det ingenting som antyder at administrasjonskostnadene er unødvendig høye. Dette bør derimot testes nærmere i følgeevalueringen.

### 6.2.2 Omfang og rammer

#### Per forvaltermiljø (inntil 5 millioner)

Per i dag forvalter 28 miljøer ordningen. Ulike typer forvaltere har ulike oppfatninger rundt hvor mange forvaltere som er ideelt. Noen fremhever at det er få miljøer som har tilstrekkelig med kompetanse til å gjennomføre denne type investeringer på en god måte, mens noen fremhever at økosystemet er tjent med kompetanse i et bredt spekter av miljøer.

Basert på tilbakemelding fra forvalterne og beslutningsgrunnlaget for utlysningsrundene i 2016 og 2017 finner vi at Innovasjon Norge med fordel kan begrense antall som får innstilt søknad, og heller innstille en større ramme per forvaltermiljø. Med tanke på at nedre grense for investering per selskap er satt til 500 000, gir en ramme på to millioner maksimalt fire investeringscaser per forvaltermiljø. En ramme på to millioner vil også gjøre det mindre hensiktsmessig å promotere tilknytning til ordningen, og således begrense tilfanget av case. Ettersom lånet fra Innovasjon Norge senest må investeres i løpet av 3 år, gir dette etter vår mening mindre forvaltermiljø muligheten til å utnytte et større lån, selv om tilfanget i deres er mindre per år. Ved å ha mulighet til å bruke Preså kornordningen på flere case, får forvalterne også bedre erfaring med hvorvidt ordningen er hensiktsmessig og i tråd med deres øvrige virksomhet. Herunder om deres øvrige virksomhet tillater at det prioriteres ressurser

til forvaltning av Preså Kornordningen. Har ikke pengene blitt investert etter tre år, betales de tilbake til Innovasjon Norge.

I den grad det er ønskelig med en fordeling av midlene som sikrer et bredt spenn, det vil si regional fordeling eller nye forvalteres mulighet til å delta, bør dette inkluderes som egne kriterier slik at scoren fortsatt kan benyttes til å prioritere søknadene på en hensiktsmessig måte. Vi er derimot skeptiske til å lette på krav om investeringskompetanse, erfaring og tilgang til ressurser til å forvalte Preså Kornmidlene til fordel for dette. Dette bør være minimumskrav for å kvalifisere søknaden, da ordningen ikke har til hensikt å skape nye forretningsområder for forvalterne, men støtte opp om eksisterende.

#### **Per investeringer (mellom 500 000- 3 millioner)**

Når det gjelder den øvre rammen på 3 millioner oppgir investeringsselskapene at denne er hensiktsmessig gitt tidspunktet i selskapets levetid det investeres i. Til sammenligning viser Menons analyse av det norske emisjonsmarkedet at medianstørrelsen på emisjonen i selskaper med 1-10 ansatte var på om lag 1 million kroner mens gjennomsnittsemisjonen var på 4,1 millioner kroner (Menon, 2017). Rammene til Preså Kornordningen passer med andre ord fint inn i dette bildet.

Mange forvaltermiljø er også enige i at den tidligere nedre grensen på 1 million var for høy. Hvorvidt 500 000 er en hensiktsmessig grense er det derimot ingen klar enighet om. Enkelte mener denne kunne vært enda lavere, slik at man også fanget opp selskaper med mindre kapitalbehov. Ved en grense under 350 000 kroner kan det derimot argumenteres for at selskapene har tilgang til andre virkemiddel som Kommersialiseringstilskudd. Dersom investeringen krever en ny screeningprosess fremstår også 350 000 kroner som lite sett opp mot ressursene dette krever. Særlig oppfølgingen kan bli ressurskrevende sett opp mot den potensielle gevinsten av en såpass liten investering. Slik vi forstår kriteriene for investering er det også åpent for trappetrinns investeringer, slik at investeringer i mindre beløp er mulig forutsatt at det gjøres flere runder som til sammen gir minimum 500 000 i investert beløp per selskap. Ut fra dette anser vi 500 000 kroner som en hensiktsmessig nedre grense.

#### **Total ramme (50 millioner)**

Tilbakemeldingene fra forvalterne er at ordningens totale ramme med fordel kan økes. De fleste oppgir en stor tiltro til dette virkemiddelet som treffende og effektivt for å dekke oppstartsselskapenes behov. Vi ser likevel fordelene av å la ordningen testes lenger med tilsvarende rammer som tidligere. Dette som følge av at endringer i ordningens kriterier slik fremstilt i utlysningsskildringer endres fra år til år, dagens design ikke nødvendigvis gir forvalterne de rette insentivene og at det er en potensiell overlap med øvrige virkemiddel Innovasjon Norge forvalter (Oppstartslån og Kommersialiseringstilskudd). I tillegg er det så langt lite erfaringsgrunnlag på hvilken effekt ordningen har, det vil si avkastning ved exit, tilgangen til alternativ kapital på dette tidspunktet, samt ordningens påvirkning på selskapets vekst.

Det bør også hentes inn mer erfaring fra tilsvarende ordninger i andre land som kan gi en pekepinn på forventede effekter og hvilket omfang som er optimalt.



## 7 Potensial samfunnsøkonomisk lønnsomhet

Preså Kornordningen har kun vært aktiv i noen få år. Sett i lys av at selskapene det investeres i er i oppstartsfasen, er det umulig å vurdere den faktiske samfunnsøkonomiske lønnsomheten av Preså Kornordningen på nåværende tidspunkt. I dette kapittelet gjør vi derfor kun en vurdering av hvorvidt ordningen har et potensial for å være samfunnsøkonomisk lønnsom og hvilke kriterier som anses som særs viktig for dette.

Vår vurdering:

- **Relevans.** Det er teoretiske argumenter for at oppstartsselskaper med innovative produkter har utfordringer med å få tilgang til finansiering. Preså Kornordningen er et relevant virkemiddel for å kunne tilby finansiering til denne målgruppen. Den avgjørende forutsetningen for positiv samfunnsøkonomisk effekt vil være i hvilken grad forvalterne har et komparativt fortrinn i å identifisere selskapene i målgruppen.
- **Addisjonalitet.** Ordningens addisjonalitet synes varierende i de ulike forvalterne. Til dels synes addisjonaliteten å ligge i at selskapene får mer finansiering på et tidligere tidspunkt enn de ellers ville gjort uten ordningen, mens det i andre tilfeller er slik at selskapet ikke ville fått finansiering uten ordningen.
- **Effektivitet.** Ordningen synes effektivt administrert med små administrasjonskostnader sammenlignet med andre offentlige finansielle virkemidler.

Vurderingen av relevans, addisjonalitet og effektivitet på nåværende tidspunkt tilsier at ordningen har et potensial for å være samfunnsøkonomisk lønnsom, men det er fortsatt for lite erfaringsgrunnlag til å kunne si noe om hvor sannsynlig det er. Dette kommer av at det er for tidlig å si hvilken økonomisk utvikling selskapene i porteføljen vil ha (og hvilken utvikling de ville hatt uten ordningen), herunder hva man kan forvente av tap, og produktivitet sett opp mot et scenario der ordningen ikke eksisterer.

Når det gjelder sannsynligheten for den samfunnsøkonomiske lønnsomheten, er det i tillegg tre forhold som er viktig å ta hensyn til:

- **Skattefinansieringskostnaden:** Ettersom ordningen er finansiert gjennom offentlige midler, må eventuelle tap fra Preså Kornordningen oppskaleres med en faktor på 1,2 i en samfunnsøkonomisk lønnsomhetsanalyse. Dette følger av at de offentlige midlene er hentet inn gjennom skattesystemet, som igjen representerer et effektivitetstap. Sett opp mot privat finansiering, vil dette gjøre det vanskeligere for egenkapitalvirkemidler med offentlig subsidiering å bli lønnsomme.
- **Forvaltermiljøenes screeningevner og forvaltningskostnader:** Evner man på sikt å treffe investorene som har de beste forutsetningene, samt insentivene til å forvalte ordningen på best mulig måte.
- **Virkninger på det private markedet/ behovet for ordningen:** Økt kunnskap og erfaring om risiko, vekstpotensial og investeringer generelt i preså Kornfasen kan ha positive ringvirkninger på utvikling av økosystemet. På sikt kan denne miljøbyggende effekten i seg selv bidra til redusert markedssvikt. Dersom man ikke tar hensyn til dette, er det et potensial for at ordningen stimulerer til en negativ signaleffekt om at all tidligfasefinansiering alltid skal ha en andel offentlig subsidiering (Crowding out-effekt), selv om det ikke lenger eksisterer en begrensende markedssvikt.

## 8 Indikatorer i MRS

I likhet med de overordnede målene kan Innovasjon Norge benytte styringsindikatorerne knyttet til de ulike delmålene for å måle Presåkornordningens suksess. Disse er gjengitt i tabellen under:

Figur 8-1: Styringsindikatorer knyttet til delmålene. Kilde: Prop.1 S Statsbudsjettet (2017-2018) NFD. Boks 4.3 s. 178

Delmål	Flere gode gründere	Flere vekstkraftige bedrifter	Flere innovasjonsmiljøer
<b>Effekt-indikatorer</b>	- Omsetningsvekst - Produktivitetsvekst - Vekst i verdiskaping - Overlevelsesevne	- Omsetningsvekst - Produktivitetsvekst - Vekst i verdiskaping	- Omsetningsvekst - Produktivitetsvekst - Vekst i verdiskaping
<b>Resultat-indikatorer</b>	- Utvikling i utløsningsgrad - Utvikling i Innovasjon Norges bidrag til kompetanse - Innovasjonsnivå i prosjektene - Risikovurdering i prosjektene	- Utvikling i utløsningsgrad - Utvikling i Innovasjon Norges bidrag til kompetanse - Innovasjonsnivå i prosjektene - Driftsrisiko i bedriftene	- Samarbeid innad i næringsmiljøet og med eksterne bedrifter og kunnskapsmiljøer - Mobilisere deltakere i næringsmiljøer

Overlevelsesevne, omsetningsvekst, verdiskapingsvekst og innovasjonsgrad er gode indikatorer for å måle Innovasjon Norges delmålsetninger om flere gode gründere og flere vekstkraftige selskaper. I tillegg til gode indikatorer må man selvfølgelig også ha en vurdering av ordningens addisjonalitet, dette får man typisk ved å se utviklingen i porteføljen opp mot en relevant kontrollgruppe (se kapittel 0).

Det er også oppgitt følgende suksesskriterier spesifikt for ordningen:

- Hvor mye selskapene som har fått tilført presåkornkapital har vokst, målt i antall ansatte og omsetning i selskapet i Norge
- Hvor mye kapital som er matchet og hvor matching-kapitalen kommer fra
- Gründernes opplevelse av ordningen og deres fornøydhet
- Hvor mange av selskapene som har hentet investorpenger etter presåkorn fasen (VC, fond, andre)

Innovasjon Norges hovedmål er å utløse bedrifts- og samfunnsøkonomisk lønnsom næringsutvikling. Indikatorerne som er en del av måle- og resultatstyringssystemet bør derfor evne å fange opp dette. Måling av samfunnsøkonomisk lønnsomhet går ut på å identifisere om tildeling av Presåkorn har bidratt til å finansiere selskap med høyere produktivitet enn alternativanvendelsen av ressursene tilsier. Sentrale indikatorer i denne vurderingen, og som må være en del av MRS systemet er:

- **Avkastningen på kapitalen.** Dette inkluderer avkastningen som tilfaller Innovasjon Norge, forvalterne og selskapene som mottar lånene. Det er viktig at avkastningen tar hensyn til administrasjonen knyttet

til ordningen. I en samfunnsøkonomisk analyse må avkastningen sees opp mot alternativ avkastningen i kontrollgruppen.

- **Avkastningen på arbeidskraften.** Dette kan måles som lønnskostnader til de ansatte. På samme måte som for kapitalen er det viktig i den samfunnsøkonomiske analysen å måle disse lønnskostnadene opp mot alternativanvendelsen til arbeidskraften.
- **Eksterne effekter (positive og eventuelle negative).** Disse effektene kan være vanskelig å kvantifisere, men gjennom caseundersøkelser vil det være mulig å identifisere eksempler på disse. Positive eksterne effekter kan her være kunnskapsoverføring til andre aktører, seriegründervirksomhet mm.

For å måle den samfunnsøkonomiske avkastningen er det viktig at disse effektene måles på porteføljenivå. Dette innebærer eksempelvis i måling av avkastningen på kapitalen at man ser summen av alle selskapenes resultater opp mot summen av selskapenes balanse. På denne måten fanger man både opp at suksessen i et enkelt selskap kan bidra til å gjøre hele ordningen lønnsom, og at tap på enkelte utlån bidrar til å redusere avkastningen.

Videre kan det være forskjeller på hva som ideelt sett ville vært en god indikator, og hva som i praksis er en god indikator. Eksempelvis kan det være utfordrende å måle avkastningen på kapitalen fordi selskapets bokførte egenkapital normalt er betydelig lavere enn den reelle markedsverdien på selskapene.<sup>14</sup> I disse tilfellene vil det være lurt å starte med målinger av eksempelvis omsetning. Uten omsetningsvekst er det lite sannsynlig at porteføljen har hatt en god lønnsomhetsutvikling, og derfor bør man måle det enkleste først. Når dette er gjort, kan man også forsøke å måle kapitalavkastningen.

I tabellen nedenfor angir vi tilleggskriterier som er relevante i et MRS-system for Preså Kornordningen, og hvorfor de er relevante. Noen av indikatorene er en konkretisering av indikatorene som er nevnt ovenfor.

**Tabell 4: Tilleggskriterier relevant for MRS-systemet til Preså Kornordningen.**

Vurderingskriterier	Programspesifikke indikatorer	Potensiell datakilde
Relevans	<b>Utvikling i antall søknader og etterspurt lånebeløp fra forvaltermiljø</b> Relevante indikatorer for å måle ordningens etterspørsel, og således relevans. Lav etterspørsel bør ses i sammenheng med utviklingen i det private markedet. Tilsier markedsutviklingen at etterspørselen burde vært høy, bør ordningens design revurderes. Lav etterspørsel kan også være et tegn på redusert behov (ingen markedssvikt) i det private markedet.	Innovasjon Norge
Relevans og addisjonalitet	<b>Utvikling i økosystemet</b> Viktig informasjon for å belyse ordningens mål om å bidra til å utvikle økosystemet rundt gründerne innen kompetanse og kapital. Offisielle indekser som OECD Scoreboard (Financing SMEs and Entrepreneurs) og GEDIs Global entrepreneurship index og Norges utvikling i disse, kan også gi innsikt i hvilket behov økosystemet i Norge ser ut til å ha sammenlignet med andre land.	Egne analyser  Tilbakemelding fra forvaltermiljø og profesjonelle koinvestorer.

<sup>14</sup> De to størrelsene har imidlertid nærmet seg hverandre ved økt bruk av IFRS-regnskapsstandard, men det er fortsatt betydelige avvik. For mer om dette se: Stendal, L. H., & Nordgarden, T. Ø. (2015). Virkelig verdimåling for ikke-finansielle eiendeler i IFRS: en empirisk analyse av regnskapspraksis, *Magma* 1/2016. (s. 60-63).

Relevans og addisjonalitet	<p><b>Dekning av kompetansebehov</b></p> <p>Utover kapital har ordningen til hensikt å tilføre oppstartsselskaper kompetanse. Selskapenes suksessrate (vekst og overlevelse sett opp mot en kontrollgruppe), kan indirekte måle dette. Likevel kan det være hensiktsmessig med tilbakemeldinger fra selskapet selv. Deres svar bør sammenlignes med vurderingen forvalterne har oppgitt ved innrapportering på investeringstidspunkt hos Innovasjon Norge.</p>	Spørreundersøkelse fra Innovasjon Norge
Relevans og Addisjonalitet	<p><b>Forholdet mellom investert Presåorkornkapital og matchingkapital</b></p> <p>Ett av kravene i ordningen er å utløse privat egenkapital. Forholdet mellom Presåorkornkapitalen og ekstern egenkapital kan derimot si noe om ordningens relevans og addisjonalitet. Er den private egenkapitalen vesentlig høyere enn Presåorkornkapitalen, kan dette indikere lav finansiell addisjonalitet, og liten relevans.</p> <p>I denne vurderingen bør det legges til en kort beskrivelse om forløpet for investeringen. Hvordan kom de i kontakt med selskapen? Hvordan kom matchingkapitalen på plass, og var den eventuelt på plass før de kom i kontakt med presåorkornforvalteren?</p>	Innrapportering fra forvalterne
Addisjonalitet	<p><b>Korrelasjonen mellom investert Presåorkornkapital og senere egenkapitalemisjoner i selskapene</b></p> <p>Finansiell addisjonalitet kan også måles ut fra ordningens even til å utløse annen kapital i neste fase. Sammenhengen mellom investert Presåorkornkapital og egenkapitalemisjoner i påfølgende år sannsynliggjør en slik sammenheng. Dette må for øvrig ses i sammenheng med Presåorkornkapitalens betydning i tidligere faser. Var andelen Presåorkornkapital lav sammenlignet med matchingkapital som ble hentet inn ved investering, vil senere emisjoner i mindre grad sies å være en effekt av Presåorkornordningen.</p>	Selskapenes drifts- og balanseregnskap, samt innrapportering fra forvalterne
Lønnsomhet	<p><b>Avkastning på porteføljen både totalt og per forvaltermiljø.</b></p> <p>Informasjonen er viktig for å kunne måle forvalternes evne til å selektere gode investeringer og ordningens samfunnsøkonomiske lønnsomhet. Avkastningen kan også inngå i seleksjon av nye tildelingsrunder for forvalterne. Få engasjement og/eller lav/negativ avkastning i porteføljen kan brukes som et middel til å ekskludere eller nedprioritere mindre effektive forvaltermiljø i en viss periode.</p>	Innovasjon Norge

Lønnsomhet og addisjonalt	<p><b>Antall exits og salgssum</b></p> <p>Det er viktig at kapitalen som investeres gjennom ordningen kanaliseres til nye presåkornselskaper straks det private markedet er klar til å overta. En oversikt over i hvilken grad miljøene også evner å exitere selskapene, og til hvilken pris, sier mye om hvor godt ordningen fungerer både mht. til lønnsomhet og evne til å la kapitalen være addisjonell over tid.</p>	Forvaltermiljøene
Lønnsomhet	<p><b>Selskapenes egenkapitalavkastning.</b></p> <p>Viktig mål i den samfunnsøkonomiske lønnsomhetsanalysen.</p>	Selskapenes drifts- og balanseregnskap
Lønnsomhet	<p><b>Forvaltermiljøenes administrasjonskostnader tilknyttet ordningen</b></p> <p>Viktig mål i den samfunnsøkonomiske lønnsomhetsanalysen.</p>	Forvaltermiljøene
Lønnsomhet	<p><b>Innovasjon Norges administrasjonskostnader tilknyttet ordningen</b></p> <p>Viktig mål i den samfunnsøkonomiske lønnsomhetsanalysen.</p>	Innovasjon Norge
Lønnsomhet	<p><b>Selskapenes lønnskostnader og antall sysselsatte.</b></p> <p>Viktig mål i den samfunnsøkonomiske lønnsomhetsanalysen.</p>	Selskapenes driftsregnskap
Kontrollgruppe	<b>Se kapittel 5.4</b>	

## 9 Varighet: Anbefalinger for veien videre

Vår vurdering av Preså Kornordningen er at den har et godt potensial til å være et relevant, effektivt og addisjonelt virkemiddel for manglende kapitaltilgang for tidligfasebedrifter og økonomisk vekst. For å utnytte dette potensialet, har vi avdekket noen forbedringspunkter. Vi vil understreke at det trengs mer erfaringsgrunnlag knyttet til ordningens addisjonalitet for å avgjøre om dette er den beste løsningen for å korrigere for markedssvikten, sett i et samfunnsøkonomisk perspektiv. Ettersom målgruppen er selskaper i oppstartsfasen vil det ta noe lenger tid (sammenlignet med virkemiddel siktet mot senere bedriftsfasen) før dette erfaringsgrunnlaget er godt nok.

I tabellen nedenfor gjør vi rede for de anbefalinger som er gitt underveis i rapporten:

Omfang	
<b>Tiltak #1. Videreføre ordningen innenfor dagens rammer</b>	Vår vurdering er at Preså Kornordningen fortsatt er litt umoden med tanke på design og seleksjonskriterier for å kunne anbefale en økt ramme. Etter hvert som dette faller på plass, ser vi det som sannsynlig at rammene bør økes. Dette må ses i sammenheng med erfaringer om effekt, samt effekten av alternative virkemiddel som er rettet mot samme/lignende målgruppe.
Effektivitetsforbedringer	
<b>Tiltak #2. Utnytte seleksjonskriteriene bedre i prioritering av forvalternes søknader og herunder revurdere antall forvaltere som får tilsagn hvert år</b>	I seleksjonen av forvaltere bør det også legges vekt på forvalteren mulighet og motivasjon til å prioritere ressurser til å forvalte investeringene som gjøres gjennom ordningen. Videre bør man forsikre seg om at ordninger er innrettet på en slik måte at den støtter opp om eksisterende virksomhet, og ikke fører til en markedsvidningseffekt der Preså Kornordningen alene skaper nye forretningsområder for forvalteren. Dette kan løses ved at seleksjonen av forvaltere også inkluderer krav om at miljøet har en tilstrekkelig langsiktig og stabil forretningsmodell uavhengig av presåkormidlene. I forlengelsen av dette bør man vurdere å begrense antall forvaltere som får tilsagn hvert år slik at hvert miljø får en større ramme å investere. Dette vil etter vår vurdering gi et større læringspotensial for forvalterne, tillate promotering og således større dealflow og skape et større insentiv hos forvalterne til å prioritere ressurser til ordningen. En eventuell innskrenking av antall miljøer må imidlertid sees i lys av ordningens mulighet til å nå ut til målgruppen av oppstartsbedrifter på tvers av geografiske områder.
<b>Tiltak #3. Implementere enkle forbedringer i rapporteringsmal</b>	Innovasjon Norge bør inkludere et eget spørsmål i rapporteringsmalen om forvalterens vurdering av selskapets innovasjonsnivå. Selv om vurderingen er subjektiv gir den en mulighet til å sammenligne innovasjonsnivå på tvers av forvaltermiljø og mot øvrige virkemiddel. Innovasjon Norge har ansvaret for. Det bør også lages en bedre løsning for innrapportering av informasjon om koinvestorene knyttet til hver investering, da oversikt i dagens løsning kan bli utfordrende når antall investeringer blir stort. I rapporteringsmalen bør det legges vekt på et enkelt rapporteringsformat (som i dag), hvor rådataene kan brukes som et datasett uten for mye manuell «opptrydning». Det vil si at man prøver å unngå innrapportering i tekstformat der svarene kan benyttes som data i analyser.

## Design og målgruppe

### Tiltak #4. Tydeliggjøring av ordningens målgruppe og forutsetninger overfor forvaltermiljø

Sørge for at samtlige forvaltermiljø er innforstått med at ordningens målgruppe er begrenset til innovative, nyetablerte små og mellomstore selskap som ikke har tilgang til tilstrekkelig kapital i det private markedet. Det bør altså tydeliggjøres at presåcornkapitalen skal benyttes i de tilfellene hvor selskapet har utfordringer med å skaffe til veie kapital. Ved behov kan det gis eksempler på investeringer som faller innenfor og utenfor målgruppen i beskrivelser av kriteriene for investering.

Videre bør det komme tydelig frem at ordningens relevans og effektivitet er avhengig av forvalterens komparative fortrinn ved å vurdere og følge opp selskapet det investeres i.

### Tiltak #5. Innføre insentiver til exitering

Ut fra dagens innretning, ser vi et behov for å gi forvaltermiljøene et insentiv til å realisere investeringen så fort selskapet har mulighet til å hente inn kapital fra andre kilder. Dette for eksempel ved at forvaltermiljøets andel av gevinster over 1 million i utgangspunktet er på 40 prosent og gradvis nedskaleres til 20 prosent. Tilsvarende vurderer vi det som gunstig å innføre insentiver til å exitere ulønnsomme investeringer på et tidligere stadium. Et alternativ er her å gi forvaltermiljøet et fast beløp ved investeringsexit etter fem år, uavhengig av om realiseringen gir en gevinst.

I denne forbindelse bør det også vurderes om tidshorizonten for investeringen skal nedjusteres for dagens maksimumsgrense på 15 år.

### Tiltak #6. Vurdere behovet for krav om matchingkapital fra forvalteren

Vår vurdering er at manglende krav om risikodeling med forvalteren, redusert nedside, kan ha uheldige insentiver på sikt med tanke på forvalterens motivasjon til å utføre en god jobb med tanke på screening og oppfølging. Den potensielle gevinsten, samt forvalterens rykte kan motvirke slike insentiver, vi ser likevel en stor fordel av at forvalteren står for deler av nedsiderisikoen gjennom bruk av egne midler til deler av matchingkapitalen. Hvorvidt dette vil virke for begrensende på hvilke forvaltermiljø som da kan delta må vurderes nærmere.

## Mål- og resultatstyring

### Tiltak #7. Sørge for kontaktinformasjon til selskapene det investeres i

Inkludere selskapenes kontaktinformasjon(e-post) i innrapportering for at Innovasjon Norge skal ha mulighet til å kontakte selskapene direkte til undersøkelser om gründerens oppfatning og tilfredshet med ordningen og forvalteren. Kan på sikt også inngå som del av vurderingen av forvalternes søknad/deltagelse i ordningen.

### Tiltak #8. Legge til rette for deling av beste praksis

Tidligere evalueringer av såkornfond viser til mangler på dette punktet, og at dette kan ha bidratt til foreløpige lunkne resultater. I Presåcornordningen er det allerede lagt til rette for kompetanse- og erfaringsdelingsseminar. Disse er obligatorisk for forvalterne som deltar i ordningen. Det er viktig at denne praksisen videreføres og brukes til deling av beste praksis. Dette for å bidra til god erfaringsdeling mellom de ulike aktørene, og herunder hva som kjennetegner gode investeringscase.

I tillegg til tiltakene over har vi i evalueringsprosessen kommet frem til noen alternative forslag til hva det bør ses nærmere på i en eventuell følgeevaluering. Disse er listet opp i korthet under:

- Innovasjon Norges seleksjonsprosess i vurdering av forvalternes søknader: For eksempel ved å gjennomgå stikkprøver av mottatte søknader til Utlysingsrunden 2018. Samt intervju representanter fra Innovasjon Norge som er involvert i seleksjonsprosessen. Viktig for å vurdere forvaltereenes evne til å innfri seleksjonskriteriene og forståelse av ordningens hensikt, og effektiviteten og treffsikkerhet knyttet til seleksjonen av forvaltermiljø.
- Legge større vekt på selskapenes tilbakemelding og opplevelse av ordningen. Viktig for å få bedre innsikt i ordningens potensielle effekt og addisjonalitet. Her bør det fokuseres på bedriftene som fikk preså Kornmidler tidlig for å kunne si noen om utviklingsløpet til målgruppen.
- Vurdere overlapp og potensielle synergieffekter med andre virkemiddel (Oppstartslån/kommersialiseringstilskudd)
- Grundigere analyse av forvalternes seleksjonsprosess og dealflow. Dette vil være viktig for å forstå addisjonaliteten av ordningen. For eksempel gjennom casestudier om miljøene arbeidsdag, arbeidsmetode og på hvilken måte Preså Kornordningen inkluderes i dette.



## Referanseliste

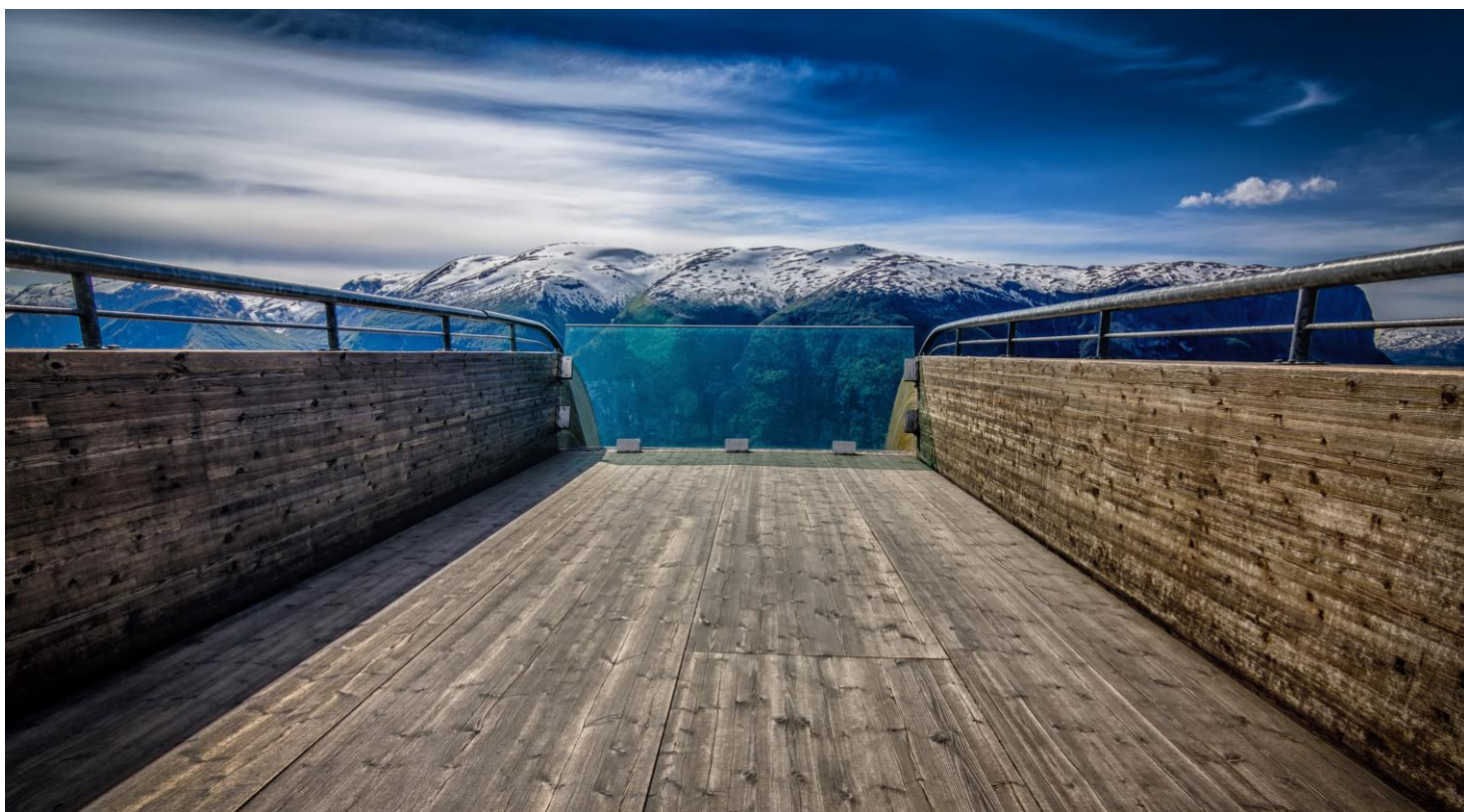
- Adelino, M., Schoar, A., & Severino, F. (2015). House prices, collateral, and self-employment. *Journal of Financial Economics*, 117(2), 288-306.
- Ayoub, M. R., Gottschalk, S., & Müller, B. (2017). Impact of public seed-funding on academic spin-offs. *The Journal of Technology Transfer*, 42(5), 1100-1124.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of banking & finance*, 22(6), 613-673.
- Besanko, D., & Thakor, A. V. (1987). Collateral and rationing: sorting equilibria in monopolistic and competitive credit markets. *International economic review*, 671-689.
- Bester, H. (1985). Screening vs. rationing in credit markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 850-855.
- Castillo, V., Maffioli, A., Rojo Brizuela, A. S., & Stucchi, R. (2014). Knowledge Spillovers of Innovation Policy through Labor Mobility: An Impact Evaluation of the FONTAR Program in Argentina (No. IDB-WP-488). IDB Working Paper Series. Cumming, D., & Johan, S. (2009). Pre-seed government venture capital funds. *Journal of International Entrepreneurship*, 7(1), 26-56.
- Czarnitzki, D., & Delanote, J. (2012). Young Innovative Companies: the new high-growth firms?. *Industrial and Corporate Change*, 22(5), 1315-1340.
- De Bettignies, J. E., & Brander, J. A. (2007). Financing entrepreneurship: Bank finance versus venture capital. *Journal of Business Venturing*, 22(6), 808-832.
- De Meza, D., & Webb, D. C. (1987). Too much investment: a problem of asymmetric information. *The quarterly journal of economics*, 281-292.
- Fairlie, R. W., & Krashinsky, H. A. (2012). Liquidity constraints, household wealth, and entrepreneurship revisited. *Review of Income and Wealth*, 58(2), 279-306.
- Fourati, H., & Affes, H. (2013). The Capital Structure of Business Start-Up: Is There a Pecking Order Theory or a Reversed Pecking Order?—Evidence from the Panel Study of Entrepreneurial Dynamics. *Technology and Investment*, 4(04), 244.
- GEDI (2018), The Global entrepreneurship index 2018, The Global Entrepreneurship and Development Institute, Washington, D.C., USA
- Heum, P. (2012). Hvordan vurdere godheten i næringspolitiske virkemidler? SNF Arbeidsnotat 03/12.
- Honohan, P. (2008). Partial credit guarantees: Principles and practice. IIS Discussion paper No. 244, Trinity College Dublin.
- Hvide, H. K., & Møen, J. (2010). Lean and hungry or fat and content? Entrepreneurs' wealth and start-up performance. *Management Science*, 56(8), 1242-1258.
- Klette, T. J., Møen, J., & Griliches, Z. (2000). Do subsidies to commercial R&D reduce market failures? Microeconomic evaluation studies. *Research Policy*, 29(4), 471-495.

- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, 28(4), 911-922.
- Lee, N., Sameen, H., & Cowling, M. (2015). Access to finance for innovative SMEs since the financial crisis. *Research policy*, 44(2), 370-380
- Malcon Watson Consulting (2016), Evaluation of the Scottish Co-Investment Fund (April 2009 -December 2013), 19. Mai 2016
- Menon (2017), Hvem finansierer Norge?, Menon-publikasjon nr. 69/2017
- Menon (2009), Veksthus eller såkorn til spille? – Evaluering av ordningen for såkornfond under Innovasjon Norge, Menon-publikasjon nr. 5/2009
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 261-297.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Møen, J. (2007). R&D spillovers from subsidized firms that fail: Tracing knowledge by following employees across firms. *Research policy*, 36(9), 1443-1464.
- Nordhaus, W. D. (2004). Schumpeterian profits in the American economy: Theory and measurement (No. w10433). National Bureau of Economic Research.
- OECD (2018), Financing SMEs and Entrepreneurs 2018: An OECD Scoreboard, OECD Publishing, Paris.
- Owen, R. & Mason, C. (2017), The role of government co-investment funds in the supply of entrepreneurial finance: An assessment of the early operation of the UK Angel Co-investment Fund, *Environment and Planning C: Politics and Space*, Vol. 35, issue 3, pp. 434-456.
- Parker, S. C. (2009). *The economics of entrepreneurship*. Cambridge University Press.
- Paul, S., Whittam, G., & Wyper, J. (2007). The pecking order hypothesis: does it apply to start-up firms?. *Journal of small business and enterprise development*, 14(1), 8-21.
- Rasmussen, E., & Sørheim, R. (2012). How governments seek to bridge the financing gap for university spin-offs: Proof-of-concept, pre-seed, and seed funding. *Technology Analysis & Strategic Management*, 24(7), 663-678.
- Riksrevisjonen (2016), riksrevisjonens undersøkelse av såkornfondenes resultater, Dokument 3:8 (2015-2016)
- Schneider, C., & Veugelers, R. (2010). On young highly innovative companies: why they matter and how (not) to policy support them. *Industrial and Corporate change*, 19(4), 969-1007.
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 393-410.
- Trester, J. J. (1998). Venture capital contracting under asymmetric information. *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), 675-699.
- Wieser, R. (2005). Research and development productivity and spillovers: empirical evidence at the firm level. *Journal of Economic Surveys*, 19(4), 587-621.

Wilson, K. and F. Silva (2013), “Policies for Seed and Early Stage Finance: Findings from the 2012 OECD Financing Questionnaire”, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No. 9, OECD Publishing.

## Vedlegg 1: Intervjuoversikt

Selskap	Intervjuobjekt
ALGINOR ASA	Annette Petersen-Øverleir
NO ISOLATION AS	Nora Vedå Scheel
RESPINOR AS	Nicolay Bérard Andersen
ROCK PHYSICS TECHNOLOGY AS	Arv Håkon Breistøl
SEASMART AS	Ingmar Høgøy
WIDE ASSESSMENT AS	Stine Andreassen
Forvaltermiljø	Intervjuobjekt
Angel Challenge	Knut Wien
Bergen Teknologioverføring AS	Tor Ole Rognaldsen
FFV AS	Bjørn Alsterberg
Inven2 AS	Olav Steinnes
Kjeller Innovasjon	Hilde Kristin Sanness
Kunnskapsparken Bodø AS	Svenn Are Jenssen
Norinnova TTO AS	Asjørn Lilletun
NTNU Accel AS - Inkubator	Haakon Skar
Sagene Tech Venture AS	Kjetil Moløkken-Østvold
StartupLab AS	Alexander Woxen
Tidligfasefondet i Nord-Trøndelag AS	Håvard Belbo
Valide	Bjarte Magnussen



Menon Economics analyserer økonomiske problemstillinger og gir råd til bedrifter, organisasjoner og myndigheter. Vi er et medarbeidereiet konsultentselskap som opererer i grenseflatene mellom økonomi, politikk og marked. Menon kombinerer samfunns- og bedriftsøkonomisk kompetanse innenfor fagfelt som samfunnsøkonomisk lønnsomhet, verdsetting, nærings- og konkurranseøkonomi, strategi, finans og organisasjonsdesign. Vi benytter forskningsbaserte metoder i våre analyser og jobber tett med ledende akademiske miljøer innenfor de fleste fagfelt. Alle offentlige rapporter fra Menon er tilgjengelige på vår hjemmeside [www.menon.no](http://www.menon.no).

+47 909 90 102 | [post@menon.no](mailto:post@menon.no) | Sørkedalsveien 10 B, 0369 Oslo | [menon.no](http://menon.no)