

[Veksthus eller såkorn til spille?]

**Evaluering av ordningene for såkornfond under
Innovasjon Norge**

MENON-publikasjon nr. 5/2009

Leo A. Grünfeld

Gjermund Grimsby

Tommy Clausen

Einar Lier Madsen

Rapporten er skrevet i samarbeid med



MENON Business Economics

Essendrops gate 3, 0303 Oslo, Tlf: 97 17 04 66, <http://www.menon.no>

SAMMENDRAG

Innovasjon Norge har ønsket å få gjennomført en evaluering av såkornfondordningene med offentlig medvirkning for å få vurdert og dokumentert følgende hovedproblemstillinger:

- Avgrense og forstå begrepet "såkornkapital", og plassere kapitalformen inn i det norske kapitalmarkedet for bedrifts- og næringsutvikling.
- Vurdere behovet for såkornkapital med offentlig medvirkning i Norge.
- Vurdere i hvilken grad målene for såkornfondordningene er realisert, gitt retningslinjene.
- Vurdere hvordan organisering og rammebetingelser for ordningene virker inn på måloppnåelsen.
- Vurdere forslag til forbedringer innenfor dagens ordninger, og anbefale hovedtrekkene i en eventuell ny såkornfondordning.

Evalueringen er gjennomført av MENON Business Economics i samarbeid med Nordlandsforskning på oppdrag fra Innovasjon Norge. Evaluator står ansvarlig for alle synspunkter og vurderinger i denne rapporten.

Kort om såkornfondene

Såkornfondordningene har som formål å bidra til etablering av innovative, konkurransedyktige vekstforetak (med fokus på næringssvake områder i de distriktsrettede fondene) gjennom å øke tilgangen av kompetent kapital. Ordningen skal korrigere for markedssvikt i forbindelse med at potensielle vekstforetak kan stå overfor betydelige finansieringsproblemer som det private kapitalmarkedet på egenhånd ikke er i stand til å løse. Dagens statlige såkornfondordninger administreres av Innovasjon Norge og forvaltes i dag gjennom 14 separate såkornfond (et 15. fond er nedlagt). Fem av dem er landsdekkende, mens de andre enten er regionale eller distriktsrettede (kan kun foreta investeringer i mindre sentraliserte kommuner). I alle fondene har staten kun gått inn med ansvarlig lånekapital, der en gitt andel av kapitalen er definert som et tapsfond. Det kan trekkes fra tapsfondet når investeringer er fullt nedskrevet.

Fondene er satt opp som aksjeselskaper. De investerer i bedrifter (også kalt porteføljeselskaper) ved å tilføre kapital gjennom å overta eierandeler. Det er private aktører som eier fondene (såkalte limited partners, LP), mens staten tilfører kapital gjennom ansvarlig lånekapital. Fondene forvaltes av et eksternt forvaltningsselskap som tar betalt av fondet for forvaltningstjenestene. Forvalterne utøver aktivt eierskap i porteføljeselskapene gjennom å delta i selskapenes styre og gjennom hyppig interaksjon med selskapenes ledelse.

Tabellen nedenfor gir en oversikt over fondene og sentrale karakteristika ved disse:

De 15 såkornfondene

Fondets navn	Etablert	Etablert	Investerings-	Størrelse	Antall investeringer
			mandat	(mill kr)	
Startfondet AS	1998	Bølge 1	Landsdekkende	320	23
Såkorninvest Sør AS	1998	Bølge 1	Regional	106	32
Såkorninvest Nord AS (SINAS)	1998	Bølge 1	Regional	75	26
Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	1998	Bølge 1	Regional	126	54
Såkorninvest Innlandet AS	2000	Bølge 1	Regional	60	18
Såkorninvest AS	1998	Bølge 1	Regional	88.5	22
All i bølge 1				775.5	175
Sarsia Seed AS	2006	Bølge 2	Landsdekkende	333.5	9
Såkorninvest II AS	2006	Bølge 2	Landsdekkende	341	6
Proventure Seed AS	2006	Bølge 2	Landsdekkende	335	11
Alliance Venture Polaris AS	2006	Bølge 2	Landsdekkende	339.4	8
KapNord Fond AS	2006	Bølge 2	Distrikt	255	12
Fjord Invest SørVest AS	2006	Bølge 2	Distrikt	216	2
NorInnova Invest AS	2006	Bølge 2	Distrikt	272	9
Midvest I AS	2008	Bølge 2	Distrikt	179	1
Midvest II AS	2008	Bølge 2	Distrikt	75	0
Alle i bølge 2				2345.9	58
Alle				3121.4	233

Såkornfondene har blitt etablert i to bølger. I bølge 1 (1998-2000) ble det etablert seks fond. Ett hadde et landsdekkende investeringsmandat (Startfondet), mens de andre fem hadde regionale investeringsmandater i ikke-overlappende regioner. I bølge 2 (2006-2008) ble det etablert ni nye fond der fire er landsdekkende og fem er distriktsrettede. Fondene har hatt en samlet forvaltningskapital på NOK 3.1 milliarder.

Såkornfondene har så langt foretatt 233 investeringer. Investeringene er generelt større i annen bølge enn i første bølge. Mens den gjennomsnittlige førstegangsinvesteringen for fondene i bølge 1 har ligget på 1 million NOK, har den ligget på 3 millioner NOK i fondene.

Metodisk tilnærming til evalueringen

For å besvare de fem problemstillingene som er skissert over, har vi benyttet en rekke kvantitative og kvalitative tilnærminger:

- En gjennomgang av nyere relevant litteratur vedrørende kapitaltilgang for tidligfasebedrifter, såkornkapitalens rolle og såkornfond som investeringsform. Evalueringen baseres også på relevante dokumenter knyttet til fondenes retningslinjer og organisering.
- Det er gjennomført to internettbaserte spørreundersøkelser (Questback-survey) rettet mot fondenes porteføljebedrifter og de fem største aksjonærene i hvert fond.
- Intervjuer med alle daglige ledere/managing partners og utvalgte styreledere i fondene. Det er også gjennomført telefonintervjuer med representanter for aktører som antas å ha mye kontakt med fondene, som utvalgte TTOer, inkubatorer, kunnskapssparker, venturefond og lignende. I tillegg er det gjennomført korte telefonintervjuer med en del bedrifter som fondene har fattet stor interesse for, men som likevel ble valgt bort. Vi kaller denne undersøkelsen for "close to selection survey"
- Det er samlet inn sentral informasjon via excel-ark om kjennetegn ved fondene og alle deres porteføljebedrifter.
- Det er hentet inn regnskapsdata for alle porteføljebedriftene over perioden 1997-2007 fra MENONs regnskapsdatabase for alle regnskapspliktige foretak i Norge.
- Det er også benyttet sekundærstatistikk fra EVCA (European Venture Capital Association), som i hovedsak omhandler avkastning på investeringer i ulike typer aktive eierfond. MENONs historiske database over aktive eierfond er også benyttet.

Skille mellom de eldre og de nyere fondene

Gjennom store deler av rapporten har vi skilt mellom fondene i bølge 1 og bølge 2. Det er hovedsakelig to grunner til dette: For det første er det kun fondene i bølge 1 som har målbare resultater i form av økonomisk utvikling i porteføljeselskapene og eventuelle vellykkede avhendinger av eierskapet til disse. Fondene i bølge 2 hadde sine første investeringer så sent som i 2006, og kan derfor ikke måles på denne typen performance. For det andre har porteføljebedriftene til fondene i bølge 1 allerede lengre erfaring med å forholde seg til såkornfond.

Behovet for såkornkapital med offentlig medvirkning i Norge

Evalueringen fremhever at det er begrenset tilfang av potensielle vekstbedrifter i Norge. Samtidig vises det at tilbudet av kompetent og aktiv eierkapital til tidligfase vekstbedrifter er svært begrenset. Det presiseres derfor at det god grunn til å hevde at det er mangel på kompetansetung såkornkapital i Norge.

Når både etterspørsel etter og tilbud av kapital i tilknytning til såkornsegmentet er lav, står vi overfor en situasjon som kan betegnes som et *tynt* marked. I et slikt marked vil gjerne tilbydere og etterspørere ha vanskelig for å finne hverandre. Markedet fungerer ikke optimalt fordi det eksisterer tosidige informasjonsbarrierer. For bedrifter i en tidlig fase er ikke kapital noen entydig innsatsfaktor. For de potensielle vekstbedriftene kan det være vanskelig å finne hvilken investor /kapitaleier som

sitter på den rette kompetansen. Dette aspektet bidrar til å gjøre markedet enda tynnere. Slike markedsbetingelser preger og vanskeliggjør såkornfondenes utøvelse av selskapsseleksjon.

Såkornfondenes evne til å realisere ordningens målsettinger

Det er viktig å notere seg at alle vurderinger av den økonomiske utviklingen i porteføljeselskapene er basert på fondene i første bølge. Her har evalueringen vist at en stor andel av porteføljeselskapene ikke evner å utvikle seg til innovative vekstbedrifter. Erfaringer viser at andelen bedrifter som klarer å vokse betydelig, også i de næringer som gjerne betegnes som vekstnæringer, er liten. I forløpsanalysene vises det at bedriftene som har blitt solgt/avhendet i stor grad utvikler seg til et levebrødsforetak med moderat omsetning, lav vekst og moderate driftsmarginer. I løpet av en tiårsperiode har rundt 50 prosent av bedriftene forsvunnet ut av porteføljen uten at de har brakt inntekter til fondene. Disse er enten nedlagt eller avhendet til andre aktører. Resten av bedriftene ligger fortsatt i porteføljen. Dette er et høyt tall. Aktivt eierskap i såkornfasen skal ta høyde for at mange bedrifter etter relativt kort tid ikke viser seg å ha livets rett. Dette skal lede til at man fra fondets side avslutter prosjektet.

Innovasjonsevnen til bedriftene er høy, men må samtidig ses i lys av den sterke FoU-orienteringen i bedriftene. Det er likevel et svært positivt tegn at en så stor andel som 80 prosent av omsetningen til bedriftene kommer fra produkter og tjenester som baseres på egne innovasjoner.

For svak avkastning

Såkornfondordningene er utformet med den tanke at investeringene skal gi en akseptabel avkastning. For å oppnå dette har staten gått inn med lånekapital, samt en risikoavlastning i form av et tapsfond. Dermed kompenserer man for høyere risiko i dette investeringssegmentet. En vurdering av fondenes avkastning kan igjen kun baseres på de fondene som hører inn under første bølge. Våre beregninger viser at alle fondene med unntak av ett har hatt til dels betydelig negativ avkastning. Vi fastslår derfor at avkastningen på fondene har vært lavere enn forventet.

Den lave avkastningen kommer delvis som en følge av det lave antallet salg med betydelig gevinst. Kun to av 175 investeringer oppnår en slik status, noe som utgjør drøye 1 prosent av investeringene. Selv om dette er et mindre tall enn det man ser i fond med noe mer modne selskaper, så viser også erfaringen fra mer modne venturefond at en svært liten andel av porteføljen gir solid avkastning. I såkornsegmentet må man med andre ord belage seg på at et lite antall selskaper skal stå for nærmest hele avkastningen.

Alle aktive eierfond har et behov for å gjennomføre et tidlig salg for å vise gjennomføringsevne, både for forvalterne og for investorene. Vi tror at mangelen på slike salg har virket negativt inn og tæret på forvaltermiljøene i fondene fra første bølge.

Om å fylle fondenes fire eierroller

I evalueringen har vi kartlagt et omfattende materiale som belyser hvordan såkornfondene utøver sin forvaltning innenfor de rammer som er gitt utenfra. Ikke minst har evalueringen trukket frem erfaringer fra de tidligere fondene som kan komme til nytte for de nyere fondenes forvaltning gjennom årene som kommer. Vi har valgt å analysere fondenes arbeid mot å nå målsettingene i lys av fire sentrale eierroller som må fylles. Jo bedre man fyller disse fire rollene, desto større sannsynlighet er det for at man evner å utvikle lønnsomme vekstbedrifter:

Seleksjon

Vår gjennomgang av fondenes seleksjonsprosesser viser at de går inn i relativt små og unge bedrifter. En stor andel er mindre enn ett år gamle. I så måte synes fondene i hovedsak å rette sitt fokus mot det som defineres som såkornsegmentet.

Samtidig har de eldre fondene valgt å gå inn i et stort antall selskaper. Analysen viser at fondene bør begrense antallet porteføljeselskaper. Dette er viktig både med hensyn til **kapitalstyring** og **eierstyring**. Det er høy sannsynlighet for at denne strategien har vært medvirkende til å holde bedriftsveksten og avkastningen nede. Med færre selskaper og mer kapital per selskap får man i større grad mulighet til å følge opp investeringene over tid. Samtidig spres forvalternes innsats på færre selskaper, noe som styrker evnen til å drive aktivt eierskap gjennom eierstyring. Det kommer klart frem at fondene i andre bølge har lagt seg på en annen strategi med hensyn til seleksjon, med færre bedrifter i porteføljen i forhold til fondets forvaltningskapital.

Kapitalstyring

Vi har vist at fondene har hatt suksess med å få på plass tilstrekkelig med privat kapital. I tillegg kan de vise til omfattende innsats-addisjonalitet, ettersom en krone investert fra statens side utløser fire kroner i private investeringer. Den kapital som er blitt tilført porteføljeselskapene synes også å ha bidratt med høy addisjonalitet, ettersom mange bedrifter ikke ville ha eksistert uten denne typen kapital. Erfaringer fra de tidligere fondene har vist at det har vært en tendens til å hope seg opp et betydelig antall porteføljeselskaper med liten sannsynlighet for vekst og lønnsomhet. Dette påvirker også fondenes evne til å drive aktiv **eierstyring** over tid negativt.

Eierstyring og komplementære ressurser

På eierstyringssiden er det store forskjeller i hvordan porteføljeselskapene opplever samspillet med forvalterne. De som sorterer inn under de eldre fondene har gjennomgående opplevd at forvalterne er mindre aktive som eiere og at de i mindre grad avviker fra andre typer eiere med hensyn til hva slags krav de stiller som eier. Forvalterne i de nyere fondene opplever som mer aktive og som viktigere bidragsyttere til bedriftens utvikling og innovasjon. Den aktive eierfundsmodellen krever nettopp denne typen interaksjon mellom fondet og ledelsen. Vi anser det derfor som sannsynlig at dette kan bidra til å løfte porteføljeselskapenes vekst og på sikt gi fondene i bølge 2 høyere avkastning.

Eierstyring handler i stor grad om å få ledelsen og de ansatte til å dra i den retning som eierne ønsker. De egentlige eierne er aksjonærene i fondene. Det er derfor viktig å relatere eierstyringen til deres preferanser. Vi har vist at aksjonærene opererer med mange motiver bak sitt eierskap i

fondene, og at avkastning ikke er det viktigste. Dette kan være med på å underminere eiermodellens funksjon. Fondene anses som viktige ressurser for bedriftene knyttet til finansiell styring og forretningsstrategiske beslutninger, men mindre viktige når det kommer til markedsføring, produksjon, logistikk og teknologi/innovasjon.

Bedriftssalg og exit

Fondenes avkastning er avhengig av at forvalterne har kompetanse til å gjennomføre suksessfulle bedriftssalg. Forvalterne forventer at en relativt stor andel av investeringene vil lede til lønnsomme salg. Tall hentet fra aktive eierfond i Norge viser at svært få investeringer når dette målet, også i mer modne segmenter som venture. Det kan være nødvendig for både de eldre og de nyere fondene å ta inn over seg at trakten bedriftene skal gjennom for å oppnå et suksessfullt salg er trangere enn mange har trodd.

Analysen viser at det å skape avkastning er den største utfordringen for fondene og forvalterne. Det kan se ut til at de tidligere fondene ikke har hatt tilstrekkelig fokus på exit og salgskompetanse, og de fleste nyere fondene har ennå ikke rettet fokus mot denne kompetansen. Det er nødvendig for alle fondene å rette mer oppmerksomheten mot dette så fort som mulig. Jo tidligere man får til lønnsomme salg, jo lettere blir det å opprettholde motivasjonen og arbeidsviljen, både blant forvalterne, fondets eiere og daglige leder i andre porteføljeselskaper som ser at modellen virker.

Veksthus eller såkorn til spille?

I evalueringen har vi identifisert en rekke egenskaper ved fondsutøvelsen i de tidligere fondene som trekker i retning av lav avkastning og få bedrifter med høy vekst. Samtidig har vi påvist at de nyere fondene i bølge 2 følger en annen strategi og er underlagt rammebetingelser som muliggjør en mer produktiv forvaltning. På sikt er det sannsynlig at disse fondene vil kunne bidra til økt innovasjon og vekst i hele landet. Det er med dette som bakgrunn at vi anbefaler en videreføring av såkornfondordningene, men med enkelte endringer fra dagens betingelser som forventes å øke evnen til å oppnå målsettingene ytterligere.

Sentrale aspekter ved fondenes rammebetingelser som kan forbedres:

- En overgang til en fastrente på statens lånekapital som alternativ til en rentefot på NIBOR +2 prosent og NIBOR +3 prosent.
- Fjerning av taket for oppbygging av overskudd i forvaltningsselskapene.
- Dersom aksjonærene ser det som ønskelig, bør det åpnes for å omgjøre selskapsformen for fondene fra et AS til et KS eller subsidiært et ansvarlig selskap (ANS).
- En økning av maksimalandelen som kan kanaliseres til en enkelt investering.
- Det bør i tillegg vurderes å igangsette ordninger som øker kontakten mellom fondene for å styrke kunnskapsutvekslingen og identifisere "best practice"-løsninger.
- Innovasjon Norges rolle som forvalter av statens interesser i såkornfondordningen vil kunne styrkes dersom man tilfører mer ressurser til å følge opp "best practice" formidling innen utvalgte områder.

Forslag til ny såkornfondordning: Større fond, staten inn på eiersiden, regionale satellitter

Vår vurdering av fondenes størrelse trekker i retning av at nye ordninger må baseres på større fond. Dette perspektivet understøttes også av OECD (2008). Vi foreslår en modifisert videreføring av dagens ordning der man i tillegg til bruk av statlig ansvarlig lånekapital også anvender statlig egenkapital.

Vi ser det som hensiktsmessig å opprette tre nye fond (hver med 500 millioner NOK i forvaltningskapital) der ett av fondene kan legges til Oslo. Samtlige fond bør ha et landsdekkende investeringsmandat for å sikre et størst mulig prosjekttilfang. Geografisk nærhet til næringslivet oppleves samtidig som svært viktig i fond som driver aktivt eierskap. Det er derfor vesentlig at fondene har forvaltere/forvaltningsmiljøer med regional tilknytning. En måte å sikre dette på er gjennom å organisere forvaltningen med regionale satellitter som både i investeringsfasen og oppfølgingsfasen dekker særskilte områder av landet. Samtidig er det viktig at disse regionale satellittene har hyppig kontakt med hele forvaltningsteamet for å sikre tilførsel av kompetanse og nødvendig kunnskapsutveksling.

For å sikre tilstrekkelig kapitaltilførsel kan det være et poeng å operere med en modell der staten sikrer at fondet når en minimumstørrelse gjennom tilførsel av både lånekapital og egenkapital. Jo større den private interessen er, jo lavere blir den statlige egenkapitalen. På denne måten kan staten gå inn med egenkapital for å sikre at fondet kommer opp. Skulle den private interessen bli stor, vil den statlige eierandelen bli liten, noe som sikrer at man ikke presser ut privat investeringskapital.

INNHOLDSFORTEGNELSE

SAMMENDRAG	II
TABELLER.....	XII
FIGURER.....	XII
1. INNLEDNING OG KORT OM ORDNINGENE	1
1.1. BAKGRUNN OG MANDAT	1
1.2. TIDLIGERE EVALUERING OG ANBEFALINGER	2
1.3. KORT OM SÅKORNFONDENE OG DERES HISTORIKK	3
1.3.1. Så Kornfondenes historie i korte trekk.....	3
1.3.2. Kort oversikt over de 15 såkornfondene.....	6
1.3.3. Målsettinger bak såkornfondordningene.....	7
2. MODELL FOR EVALUERINGEN OG METODIKK	9
2.1. HOVEDSPØRSMÅL I EVALUERINGEN	9
2.2. OVERORDNET MODELL FOR EVALUERINGEN.....	10
2.2.1. Såkornbedrifter.....	10
2.2.2. Behov for kapital og kompetanse.....	10
2.2.3. Såkornfondenes rammeverk og organisering	11
2.2.4. Såkornfondenes roller	11
2.2.5. Fra vekstbedrift til salg og avkastning.....	12
2.2.6. Læring fra eldre til nyere fond.....	13
2.3. EVALUERINGSMETODIKK	13
2.3.1. Metodisk framgangsmåte	13
2.3.2. Mer om datainnsamling og utvalg	14
2.3.3. Vurdering av representativitet, validitet og reliabilitet.....	15
2.3.4. Skille mellom fondene i bølge 1 (etablert 1998-00) og bølge 2 (etablert 2006-08)	17
2.3.5. Tilnærminger benyttet i evalueringens ulike hovedproblemstillinger	17
2.3.6. Nærmere om fondenes måloppnåelse og addisjonalitet.....	18
3. BEGREPET SÅKORNKAPITAL OG KAPITALFORMENS ROLLE	21
3.1. INTERNASJONALE DEFINISJONER PÅ SÅKORNKAPITAL	21
3.2. INVESTORENES EGNE PERSPEKTIVER PÅ SÅKORNKAPITAL	23
3.3. SÅKORNFOND OG PLASSERING INN MELLOM PRËSÅKORN-KAPITAL OG VENTUREFOND.	24
3.4. KORT OM BEDRIFTER I SÅKORNSEGMENTET I NORGE	25
4. BEHOVET FOR SÅKORNKAPITAL MED OFFENTLIG MEDVIRKNING I NORGE	27
4.1. NOEN TEORETISKE BEGRUNNELSER FOR OFFENTLIG TILFØRSEL AV KAPITAL TIL TIDLIGFASEBEDRIFTER	27
4.2. DET NORSKE UNIVERSSET AV VEKSTFORETAK.....	29
4.3. EMPIRISKE STUDIER AV MANGEL PÅ KAPITAL TIL TIDLIGFASEBEDRIFTER I NORGE	30
4.4. BEHOVET FOR SÅKORNKAPITAL MED OFFENTLIG MEDVIRKNING: RESULTATER FRA UNDERSØKELSENE	32
4.4.1. Etterspørselen etter såkornkapital:.....	33
4.4.2. Tilbud av såkornkapital.....	34
4.5. AKTIVE EIERFONDS TILBUD AV KOMPETENT KAPITAL TIL SÅKORNSEGMENTET	35
4.6. AVSLUTTENDE VURDERING AV BEHOVET FOR SÅKORNKAPITAL MED OFFENTLIG MEDVIRKNING I NORGE	36
5. FONDENES RAMMEBETINGELSER OG ORGANISERING.....	38

5.1.	ORGANISERING AV FONDENE	39
5.2.	FONDENES KAPITALSAMMENSETNING OG FINANSIELLE VILKÅR	40
5.3.	FORVALTNING OG INSENTIVERING	41
5.4.	ANDRE RAMMEVILKÅR.....	42
5.5.	AKSJONÆRAVTALENE	42
5.6.	INNOVASJON NORGES ROLLE OVERFOR FONDENE	43
6.	FONDENES INVESTERINGER OG MÅLOPPNÅELSE, GITT RAMMEVERK OG RETNINGSLINJER.....	44
6.1.	SÅKORNFONDENES INVESTERINGER	44
6.1.1.	<i>Investeringer fordelt på geografi.....</i>	45
6.1.2.	<i>Investeringer fordelt på næring.....</i>	46
6.1.3.	<i>Investeringenes størrelse.....</i>	47
6.2.	PORTEFØLJESELSKAPENES ØKONOMISKE UTVIKLING	49
6.2.1.	<i>Utvikling i porteføljebedriftenes omsetning, lønnskostnader og driftsresultat</i>	50
6.2.2.	<i>Sysselsettingsutvikling i porteføljebedriftene.....</i>	54
6.2.3.	<i>Porteføljebedriftene sammenlignet med andre oppstartsbedrifter</i>	55
6.2.4.	<i>Verdiskapingsutviklingen i alle bedrifter med aktive eierfond i Norge</i>	56
6.2.5.	<i>Bedriftenes innovasjonsevne.....</i>	57
6.2.6.	<i>Oppsummering knyttet til økonomisk utvikling.....</i>	58
6.3.	SÅKORNFONDENES SELSKAPSEXIT OG AVKASTNING	59
6.3.1.	<i>Antall salg/exit.....</i>	59
6.3.2.	<i>Nærmere om avkasting i fondene.....</i>	60
6.3.3.	<i>Avkastning i aktive eierfond</i>	61
6.3.4.	<i>Beregnet avkastning i såkornfondene (bølge 1).....</i>	62
6.3.5.	<i>Forvaltningskostnader</i>	63
6.3.6.	<i>Konkursen i Såkorninvest Innlandet</i>	64
6.3.7.	<i>Vurdering av avkastning i porteføljene</i>	64
7.	EN VURDERING AV FONDENES ARBEID MED Å NÅ MÅLSETTINGENE.....	66
7.1.	DEN AKTIVE EIERFONDSDMODELLEN	66
7.2.	FORVALTERNES GENERELLE RESSURSER	67
7.2.1.	<i>Fondenes finansielle ressurser</i>	67
7.2.2.	<i>Forvaltningsmiljøene</i>	68
7.3.	SELEKSJON	69
7.3.1.	<i>Bedriftenes størrelse ved førstegangsinvestering.....</i>	69
7.3.2.	<i>Forvalternes perspektiver på seleksjon og såkornsegmentet</i>	70
7.3.3.	<i>Bedriftenes syn på egen fase og modning ved fondets inntreden</i>	71
7.3.4.	<i>Antall selskap i porteføljen.....</i>	71
7.3.5.	<i>Hvor finner fondene porteføljeselskapene?</i>	72
7.3.6.	<i>Forholdet til universiteter og høyskoler, samt FORNY-enheter</i>	73
7.4.	KAPITALSTYRING	75
7.4.1.	<i>Kapitaladdisjonalitet.....</i>	75
7.4.2.	<i>Bedriftenes vurdering av kapitaltilførsel fra såkornfondene</i>	76
7.4.3.	<i>Strategi for oppfølgingsinvesteringer.....</i>	78
7.4.4.	<i>Bidrag til utvikling av regionale forvaltningsmiljøer.....</i>	80
7.5.	TILFØRSEL AV KOMPLEMENTÆRE RESSURSER	80
7.5.1.	<i>Aksjonærenes syn på forvalternes kompetanse.....</i>	80
7.5.2.	<i>Tilførsel av komplementære ressurser til porteføljeselskapene</i>	81
7.5.3.	<i>Såkornkapitalens konsekvenser for FoU i porteføljeselskapene</i>	82
7.6.	EIERSTYRING / CORPORATE GOVERNANCE	84
7.6.1.	<i>Verdien av å avslutte forholdet til porteføljeselskaper med lav vekstevne</i>	87
7.6.2.	<i>Eiernes faktiske interesser.....</i>	88

7.7.	HÅNTERING AV BEDRIFTSSALG OG EXIT	89
7.8.	OPPSUMMERING OG LÆRINGSPOTENSIAL	90
8.	VURDERING AV RAMMEVILKÅR OG ORGANISERING I LYS AV FONDENES	
	MÅLOPPNÅELSE	92
8.1.	FONDENES STØRRELSE	93
8.2.	RISIKOAVLASTNING OG RENTE PÅ STATLIGE LÅN	94
8.3.	ORGANISERING FOR OPTIMAL KOMPETANSESTRATEGI	95
8.4.	RAMMEVILKÅR FOR STØRRELSEN PÅ INVESTERINGENE	95
8.5.	GEOGRAFISK BEGRENSEDE MANDATER	96
8.6.	INSENTIVERING AV FORVALTERE	96
8.7.	OPTIMAL SELSKAPSTRUKTUR FOR FONDENE	97
8.8.	BRUK AV ANDRE OFFENTLIGE VIRKEMIDLER	97
8.9.	SÅKORNFONDSORDNINGENS Plass I FORHOLD TIL ANDRE RELEVANTE VIRKEMIDLER MED OFFENTLIG MEDVIRKNING	98
8.9.1.	<i>Investinor AS</i>	98
8.9.2.	<i>Argentum fondsinvesteringer AS</i>	98
8.9.3.	<i>Andre offentlige virkemidler rettet mot entreprenørskap og innovasjon i tidligfasebedrifter</i>	99
8.9.4.	<i>Såkorndefondsordningens plass i virkemiddelsystemet</i>	100
8.10.	INNOVASJON NORGES ROLLE	101
9.	AVSLUTNING MED INNSPILL TIL FORBEDRINGER OG FREMTIDIGE ORDNINGER.....	102
	REFERANSER	105
	VEDLEGG 1: FLERE OPPLYSNINGER OM FOND OG BEDRIFTER.....	108
	VEDLEGG 2: SÅKORNFOND MED OFFENTLIG MEDVIRKNING I ANDRE LAND.....	111
	VEDLEGG 3: PORTEFØLJEBEDRIFTER OG INTERVJUOBJEKTER.....	116
	VEDLEGG 4: INTERVJUGUIDER	122

TABELLER

TABELL 1-1 DE 15 SÅKORNFONDENE.....	7
TABELL 2-1 GJENNOMFØRTE KVALITATIVE INTERVJUER	14
TABELL 2-2: UTVALG OG ANTALL SVAR I SPØRREUNDERSØKELSENE	15
TABELL 2-4: ORDNINGENS MÅLSETTINGER OG ADDISJONALITETSMÅL I EVALUERINGEN	20
TABELL 3-1 ULIKE DEFINISJONER AV ”TIDLIGFASE KAPITAL”	21
TABELL 3-2 AKSJONÆRENE OPPFATNING AV SÅKORNKAPITAL I FORHOLD TIL UTVIKLINGSFASER (PROSENTANDEL SOM SVARER JA).....	23
TABELL 4-1 TILGANG PÅ EKSTERN EGENKAPITAL FOR SMBER FORDELT PÅ FASE.....	32
TABELL 4-2: DEALFLOW I FONDENE SIDEN OPPSTART.....	33
TABELL 5-1 SENTRALE KJENNETEGN VED FONDENE	38
TABELL 6-1 KJENNETEGN VED FONDENES INVESTERINGER	44
TABELL 6-2: FORDELING AV INVESTERINGER I FORHOLD TIL SENTRUMS PERIFERI.....	46
TABELL 6-3 OVERSIKT OVER PORTEFØLJEBEDRIFTER OG DATATILGJENGELIGHET.....	49
TABELL 6-4 SENTRALE ØKONOMISKE STØRRELSER FOR FONDENES PORTEFØLJESELSKAPER VED UTGANGEN AV 2007.....	50
TABELL 6-5 OMSETNINGSUTVIKLING OPPSTARTSBEDRIFTER FIRE ÅR ETTER OPPSTART (1998-2003)	56
TABELL 6-6 ÅRLIG AVKASTNING I EUROPEISKE AKTIVE EIERFOND FORDELT PÅ FASE (%)	61
TABELL 6-7 AVKASTNING I NORSKE VENTUREFOND	62
TABELL 7-1 FORNY-ETABLERINGER OG SÅKORNFONDENE.....	74
TABELL 7-2 VURDERING AV FONDSFORVALTERNES KOMPETANSE	81

FIGURER

FIGUR 2-1 ANALYSEMODELL SOM ANVENDES I EVALUERINGEN.....	10
FIGUR 3-1 SÅKORNFONDENES Plass i bedriftens utviklingsfaser.....	24
FIGUR 3-2 SAMMENLIGNING AV STØRRELSE I SEED OG VENTURE MÅLT SOM OMSETNING VED ENTRY TIDSPUNKTET	25
FIGUR 4-1 FORDELING AV FORVALTNINGSKAPITAL PÅ FASE FOR DE AKTIVE EIERFONDENE (MILLIARDER NOK, 2003-H1 2008)	36
FIGUR 5-1 ORGANISERINGEN AV SÅKORNFONDENE UNDER INNOVASJON NORGES ORDNINGER	40
FIGUR 5-2 FONDENES KAPITALSAMMENSETNING	41
FIGUR 6-1 ANTALL INVESTERINGER FORDELT PÅ LANDSDEL.....	45
FIGUR 6-2 ANDEL AV PORTEFØLJESELSKAP LOKALISERT I FORVALTERENS FYLKE	46
FIGUR 6-3 ANTALL INVESTERINGER FORDELT PÅ NÆRING	47
FIGUR 6-4 SAMMENLIGNING AV INITIALINVESTERINGER I BØLGE 1 OG BØLGE 2	48
FIGUR 6-5 STØRRELSE MEDIANINVESTERING I PORTEFØLJEBEDRIFTER FORDELT PÅ LANDSDEL (MILL. NOK).....	48
FIGUR 6-6 OMSETNING I GJENNOMSNITTS- OG MEDIANBEDRIFTEN (X ÅR ETTER ENTRY).....	51
FIGUR 6-7 LØNNSKOSTNADER I GJENNOMSNITTS- OG MEDIANBEDRIFTEN (X ÅR ETTER ENTRY)	52
FIGUR 6-8 DRIFTSRESULTAT I GJENNOMSNITTS OG MEDIANBEDRIFTEN FOR ANTALL ÅR ETTER ENTRY	53
FIGUR 6-9 VERDISKAPING I GJENNOMSNITTSBEDRIFTEN FOR ANTALL ÅR ETTER ENTRY	53
FIGUR 6-10 SAMLET VEKST I OMSETNING OG VERDISKAPING FRA ENTRY TIL EXIT I ALLE FØRSTE BØLGE FONDENES BEDRIFTER	54
FIGUR 6-11 ESTIMERT SYsselSETTING I SÅKORNFONDENES PORTEFØLJESELSKAPER	55
FIGUR 6-12 DIFFERANSE I VERDISKAPINGSVEKST: PE-PORTEFØLJEBEDRIFTER OG BEDRIFTER GENERELT.....	57
FIGUR 6-13 BEDRIFTENS INNOVASJONSFORMER (ANDEL SOM SVARER JA):	58
FIGUR 6-14 OVERSIKT OVER EXIT AV SÅKORNSELSKAPENES EIERSKAP VED SALG OG KONKURS	60
FIGUR 6-15 INNBETALT KAPITAL, BEREGNET VERDI OG AVKASTNING FOR FONDENE I BØLGE 1.....	62
FIGUR 6-16 ESTIMERTE ÅRLIGE FORVALTNINGSKOSTNADER FOR FONDENE I BØLGE 1 (MILL. NOK)	63

FIGUR 7-1 RANGERING PORTEFØLJEBEDRIFTERS OMSETNING VED INITIAL INVESTERING (MILL. NOK)	70
FIGUR 7-2 HVA STARTET DIN BEDRIFT OPP FRA (PROSENTANDEL SOM SVARER JA):	72
FIGUR 7-3 OM BEDRIFTENS FoU AKTIVITETER (PROSENTANDEL SOM SVARER JA):	73
FIGUR 7-4 KAPITALADDISJONALITET I TI AV SÅKORNFONDENE	76
FIGUR 7-5 BETYDNINGEN AV KAPITALTILFØRSEL FRA SÅKORNFONDENE FOR BEDRIFTENE.....	76
FIGUR 7-6 BETYDNINGEN AV SÅKORNFONDENES INNTREDEN	77
FIGUR 7-7 TILGANG PÅ FREMMEDKAPITAL:	78
FIGUR 7-8 OPPFØLGINGSINVESTERTINGER SOM ANDEL AV INVESTERTINGER TOTALT	79
FIGUR 7-9 OVERFØRING AV KOMPETANSE FRA SÅKORNFONDENE GJENNOMSNITTSRESPONS: SKALA FRA EN (I INGEN GRAD) TIL SYV (I SVÆRT STOR GRAD).....	82
FIGUR 7-10 HVA VILLE SKJEDD MED FoU AKTIVITETEN DERSOM DIN BEDRIFT IKKE HADDE FÅTT SÅKORNFINANSIERING? (PROSENTANDEL SOM SVARER JA)	83
FIGUR 7-11 I HVILKEN GRAD HAR FINANSIERING OG ANDRE BIDRAG FRA SÅKORNFONDET PÅVIRKET DIN BEDRIFT: GJENNOMSNITTSRESPONS: 1 (INGEN PÅVIRKNING) TIL 7 (STOR PÅVIRKNING)	83
FIGUR 7-12 SÅKORNFONDET SOM EIER: GJENNOMSNITTSRESPONS: SKALA FRA 1 (HELT UENIG) TIL 7 (HELT ENIG)	85
FIGUR 7-13 PORTEFØLJESELSKAPENES VURDERING AV INTERAKSJON MED SÅKORNFONDENE: GJENNOMSNITTSRESPONS: SKALA FRA 1 (HELT UENIG) TIL 7 (HELT ENIG).....	86
FIGUR 7-14: I HVILKEN GRAD HAR FØLGENDE AKTØRER BIDRATT TIL Å UTVIKLE OG KOMMERSIALISERE PRODUKTET/TJENESTEN/TEKNOLOGIEN SOM DIN BEDRIFT ARBEIDER MED? (1 (HELT UENIG) TIL 7 (HELT ENIG)).....	87
FIGUR 7-15 ANTALL EXITS FORDELT PÅ TYPE EXIT OG FONDETS INVESTERTINGSTID.....	87
FIGUR 8-1 SER DU SOM AKSJONÆR PÅ FORVALTINGSHONORARET SOM HØYT?.....	97

1. INNLEDNING OG KORT OM ORDNINGENE

1.1. BAKGRUNN OG MANDAT

Innovasjon Norge tok våren 2008 et initiativ til å evaluere såkornfondordningene som organisasjonen har fått i oppdrag å forvalte fra Nærings- og handelsdepartementet. Innovasjon Norge foretar regelmessig vurderinger av sine virkemidler med henblikk på dokumentasjon til sine oppdragsgivere, samt læring og utvikling. Denne evalueringen av såkornfondordningene er et ledd i en slik prosess. Ordningene har tidligere blitt evaluert i 2003 (Wassum, 2003).

Såkornfondordningene har til formål å medvirke til etablering av innovative, konkurransedyktige vekstforetak (fokus på næringsssvake områder i de distriktsrettede fondene) gjennom å øke tilgangen av kompetent kapital. Ordningen skal korrigere for markedssvikt i forbindelse med at små innovative vekstforetak har betydelige finansieringsproblemer som det private kapitalmarkedet på egenhånd ikke er i stand til å løse. En sentral målgruppe er innovative prosjekter, herunder prosjekter fra universiteter og høyskoler over hele landet. Dagens statlige såkornfondordninger administreres av Innovasjon Norge og forvaltes gjennom 15 separate såkornfond (ett av dem er nedlagt). Fem av dem er landsdekkende, mens de andre enten er regionale eller distriktsrettede. I alle fondene har staten gått inn med ansvarlig lånekapital (staten er ikke aksjonær) der en gitt andel blir definert som et tapsfond som det kan trekkes fra under gitte betingelser.

Fondene er blitt etablert i to bølger. I 1998 og i 2000 (bølge 1) ble det opprettet ett landsdekkende og fem regionale fond. Denne kapitalen består både av ansvarlig lånekapital fra staten og midler fra private investorer. Høsten 2006 (bølge 2) ble det opprettet fire landsdekkende fond I tillegg ble det i perioden medio 2006 til februar 2008 opprettet fem distriktsrettede såkornfond.

Såkornfondsordningen er etablert for å motvirke svikt i kapitalmarkedet rettet mot innovative tidligfasebedrifter. Som nevnt over bygger dette på en antagelse om at innovative tidligfasebedrifter i Norge ikke har god nok tilgang på kapital, noe som representerer et samfunnsproblem i form av lavere innovasjonsgrad og tapt produktivitetsvekst. En slik antagelse støttes av andre offentlige utredninger (Sandmoutvalget, 2004 og NHD, 2002) der det fremgår at spesielt innovative små- og unge bedrifter i Norge kan stå ovenfor en markedssvikt av denne typen, selv om det norske næringslivet totalt sett ikke har mangel på kapital. Såkornfondsordningen er med andre ord opprettet for å gi et "offentlige finansieringstilbud som utfyller det private tilbudet der hvor det private kapitalmarkedet ikke synes å fungere god nok" (Innovasjon Norge, 2006, s.6)

Offentlige tiltakt der formålet er å motvirke slike former for markedssvikt må også sees i sammenheng med Lisboa-strategien og prosessen i EU så vel som i Norge. Lisboa-strategien har som mål å fremme konkurranseevnen, vekst, innovasjon og entreprenørskap i EU (inkludert Norge), gjennom blant annet å forbedre de økonomiske vilkårene for små og mellomstore bedrifter. Økt tilgang på såkorn- og venturekapital er her et sentralt virkemiddel for å realisere innovasjonsprosjekter blant innovative tidligfasebedrifter.

Innovasjon Norge ønsker gjennom evalueringen å få vurdert og dokumentert følgende hovedproblemstillinger:

1. Avgrense og forstå begrepet "såkornkapital", og plassere kapitalformen inn i det norske kapitalmarkedet for bedrifts- og næringsutvikling.
2. Vurdere behovet for såkornkapital med offentlig medvirkning i Norge.
3. Vurdere i hvilken grad målene for såkornfondordningene er realisert, gitt retningslinjene.
4. Vurdere hvordan organisering og rammebetingelser for ordningene virker inn på måloppnåelsen.
5. Vurdere forslag til forbedringer innenfor dagens ordninger, og anbefale hovedtrekkene i en eventuell ny såkornfondordning.

MENON Business Economics har i samarbeid med Nordlandsforskning fått i oppdrag å gjennomføre evalueringen. Evaluator har selv opprettet en ekspertgruppe som har bistått gjennom diskusjoner og lesing av dokumenter. Ekspertgruppen har bestått av Prof. Olav Spilling ved NIFU-STEP og Prof. Markku Maula ved det tekniske universitetet i Helsinki. Stein Jodal i Innovasjon Norge har hatt ansvar for å følge opp evalueringen fra Innovasjon Norges side i samarbeid med Pål Rune Simonsen. Innovasjon Norge har også etablert en referansegruppe som har fulgt evalueringen gjennom tre gruppemøter der opplegget og foreløpige resultater har blitt drøftet. Referansegruppen har bestått av: Sigbjørn Aabø (NHD), Svenning Torp (Forskningsparken), Anne Cathrin Østebø (Prekubator), Terje Seterli (SIVA), Atle Sjøvik (Verdane Capital), Vigdis Harsvik (Innovasjon Norge), Kari Løkensgard Hoel (Innovasjon Norge), Jon Johansen (SIVA), Hans Henrik Bull (KRD) og Odd Godal (KRD). Forfatterne står alene ansvarlig for innhold og konklusjoner i rapporten.

1.2. TIDLIGERE EVALUERING OG ANBEFALINGER

De første såkornfondene (bølge 1) ble evaluert i 2003. Evalueringen konkluderte med at såkornordningen hadde fungert etter sin målsetning og at staten gjennom den stimulans såkornordningen representerte hadde oppnådd god tilførsel av privat kapital og at bedriftene hadde blitt tilført relevant kompetanse.

Det var imidlertid for tidlig å si om ordningen hadde ført til vekstkraftige, innovative bedrifter. Undersøkelsen viste at såkornfondenes investeringer i stor grad hadde vært helt avgjørende for bedriftene, også i sentrale områdene som Oslo og Trondheim. Det ble anbefalt at staten skulle fortsette såkornordningen og tildele nye midler til slike formål. Undersøkelsen viste også at selv om staten kunne være tilfreds med såkornordningen så langt, så var ikke de private investorene i ordningen like fornøyde. Følgende anbefalinger ble gitt:

- Den eksisterende modell med statlig ansvarlig lånekapital og risikoavlastning gjennom tapsfond kan ikke kopieres i en eventuell ny etablering av såkornfond med deltakelse fra private investorer i følge investorer og styreledere i fondene.
- Staten bør gå inn som aksjonær i såkornfondene. På denne måten får staten bedre innflytelse over fondenes virksomhet. Denne formen for eierskap er mer dynamisk enn ansvarlig lån, hvor man i større grad må regulere "eierskapet" i en lånekontrakt. Dette vil også kunne løse problemet med

statens manglende deltakelse i finansieringen av driftsomkostningene. Staten kan gå inn til overkurs og tilføre mer kapital enn de private aksjonærene.

- For å unngå problemer som et direkte eierskap kan medføre, ble det anbefalt en fond-i-fond modell, hvor staten er direkte aksjonær eller långiver til et statlig såkornfond (Et "Statens såkorninvest"), som igjen investerer i andre såkornfond.
- De midlene man ønsker investert i tidlig fase (såkorn), knyttet til innovative og kunnskapsbaserte prosjekter med betydelig internasjonalt vekstpotensial, bør tildeles forvaltere og fond som kan vise til en tilstrekkelig nærhet til eller samarbeid med universitetene og de tyngste forskningsmiljøene. Dette bør trolig være fond som ikke har en regional begrensning.
- De midlene som også kan investeres i senere faser, uten samme krav til innovasjon og vekstpotensial, kan tildeles mer regionale fond, som i større grad har lokal kunnskap.
- Staten bør i en ny runde sørge for en langt klarere kravstilling til hvem som skal forvalte såkornmidlene. Det bør stilles krav til kompetanse innenfor såkornforvaltning og man må dokumentere evnen til å tiltrekke privat kapital. Den prosjektvurdering staten skal gjøre (gjennom "Statens såkorninvest") skal omfatte både forvaltningsorganisasjon og et forslag til fond, hvor man dokumenterer hvilke private aksjonærer som er tenkt med som investorer og styre.
- Man bør etablere en ordning med lukkede fond, som har en definert størrelse fra oppstart. Fondet finansieres av private investorer og "Statens såkorninvest" i investeringsfasen. Fondet skal tilbakebetale pengene til sine aksjonærer etter hvert som exits oppnås.

1.3. KORT OM SÅKORNFONDENE OG DERES HISTORIKK

I dette kapittelet gir vi en rask oversikt over såkornfondene og hvordan de opererer. I kapittel 5 går vi grundigere inn på hvordan de er organisert og hva slags rammebetingelser de er underlagt. Det er staten gjennom Nærings- og handelsdepartementet som har tatt initiativ til opprettelsen av samtlige 15 fond.

1.3.1. Såkornfondenes historie i korte trekk

1995: Et frø sås

Ideen om etableringen av norske såkornfond startet med en presentasjon holdt av Tom Gabel om *the Washington Research Model* i desember 1995. Dette førte til at Norsk Investorforum, ved Tor Alfheim og Per Morten Vigtel, umiddelbart i etterkant satt seg ned med daværende statsråd i Kirke-, utdannings- og forskningsdepartementet, Gudmund Hernes, og diskuterte behovet for kapital for å stimulere til økt kommersialisering og utnyttelse av kunnskaps- og entreprenørressurser hos norske universitets- og forskningsmiljøer.

1996: Konkrete forslag kommer på bordet

På grunnlag av dette møtet ble det satt ned en prosjektgruppe bestående av representanter fra Norsk Investorforum, Universitetet i Bergen og Oslo, samt NHD. Gruppen leverte en rapport der de

foreslo opprettelsen av Startfondet med en forvaltingskapital på 500 millioner (Norsk Investorforum, 2006). Fondets hovedfokus skulle være investeringer i eierandeler i kunnskapsbaserte bedrifter i etableringsfasen og følge disse til bedriften hadde kommet over sine første kritiske år og bevist seg vellykket i markedet.

1997: Ordningen behandles i Stortinget

I 1997 etableres Såkornordningen som et samarbeidsprosjekt mellom Nærings- og handelsdepartementet (NHD), Statens Nærings- og distriktsutviklingsfond (SND) og Norsk Investorforum. Ordningen er til omfattende debattering i Stortinget, og i St. prp. Nr. 1 (1996-97) tillegg nr. 7, kan vi lese at *”Regjeringen mener at formålet med en slik ordning bør være å stimulere til at flere nytvklingsprosjekter med stort verdiskapingspotensial realiseres. Ordningen bør søke å fange opp slike prosjekter uavhengig av hvor de er initiert. For at en slik ordning skal bli vellykket, er det avgjørende at ordningen utformes slik at prosjektene i en tidlig fase kan få tilført en kombinasjon av kapital og relevant kompetanse. Normalt tar det mange år før en eventuell gevinst kan innkasseres. Det er derfor viktig at ordningen tillater aktørene å opptre tålmodig. Regjeringen foreslår at det etableres en ordning med statlig kapital, i form av ansvarlig lån, som kan ytes til såkornkapitalfond hvor private investorer går inn med egenkapital.”*

Videre står det å lese i St.prp.nr. 1 (1997-98) for NHD: *”Det vil bli etablert ett landsomfattende fond som også skal dekke Østlandet, og fire regionale fond som skal dekke Sørlandet, Vestlandet, Midt-Norge og Nord-Norge. Statens innskuddskapital (ansvarlige lån) fordeles med 160 mill. kroner til det landsomfattende fondet og 10 mill. kroner til hvert av de regionale fondene. . . . Fondene skal være privat eid. Staten ved SND skal betinge seg representasjon i styrene, men de private aktørene skal ha flertall. Innhenting av privat kapital vil bli gjort ved åpne emisjoner hvor det legges til rette for bred deltakelse fra ulike investormiljøer.”*

1998: De første fem fondene opprettes

I 1998 opprettes det fem fond, ett landsdekkende og fire regionale. Det landsdekkende blir kalt Startfondet og skal i tillegg dekke Østlandsregionen. De andre fondene er henholdsvis; Såkorninvest Sør, Såkorninvest Vest, Såkorninvest Midt-Norge og Såkorninvest Nord. Fondene begynner på arbeidet med å finne gode prosjekter å investere i, og de første investeringene gjøres. Såkorninvest Innlandet kommer imidlertid ikke på banen før i januar 2000. Fondene får en levetid på maksimum 15 år.

1999: Investeringsfasen tar til for fullt

Investeringsfasen fortsetter i 1999 og fondene begynner å fylle opp sine investeringsporteføljer. Frem til slutten av 2006 har de fem fondene som ble opprettet hatt en total kommitert kapital på 776 millioner.

2000: Innlandet kommer på banen

I 2000 blir det gjennomført en ny runde med emisjoner i de fire regionale fondene, som i starten bare hadde NOK 20 millioner hver. Målet var å hente inn 40 millioner for hvert fond som skulle matche et kommitert lån fra staten på samme størrelse. Det femte regionale fondet, Såkornfondet Innlandet, ble samtidig etablert med en planlagt kapitalbase på 60 millioner, hvorav halvparten var kommitert ansvarlig lån.

En begynnende bølge av skifte av forvaltere og relokalisering av såkornfondene starter også dette året. Først ute er Såkorninvest Midt-Norge som flytter forvaltning fra Ålesund til Trondheim.

2003: Eksisterende fond settes under lupen, frisk kapital frigjøres og nye fond etableres

I 2003 evalueres de etablerte såkornfondene (Wassum, 2003). Evalueringen konkluderer med at såkornordningen har fungert etter sin målsetning og at det fortsatt er behov for denne typen ordninger for å stimulere til tidligfinansiering av bedrifter i Norge.

Samtidig gjennomføres salget av det statlige investeringselskapet SND Invest, som var varslet gjennom Bondevik-regjeringens Sem-erklæring fra 2001. Salget av selskapet ble gjennomført for å nå målet om å redusere statlig eierskap i norsk næringsliv og ble utført høsten 2003. Fra salget settes det av 500 millioner til distriktsrettede såkornfond. Opprettelsen av disse fremmes i St.prp. nr. 1 (2002-2003) fra NHD og Stortinget sluttet seg til forslaget. I løpet av 2003 og 2004 bevilges det midler til fire like store distriktsrettede fond (de såkalte Ryan-fondene). I 2006 beslutter regjeringen en omdisponering av midlene mellom fondene ved opprettelse av ytterligere et fond i Nord-Norge med lokalisering i Tromsø, hvor det flyttes midler fra fondene i Sør-Norge.

2004: Landsdekkende fond kommer på banen

Samtidig har arbeidet med å opprette et landsdekkende fond pågått over tid. Allerede i 2001 anmodet stortinget regjeringen i vedtak nr. 430 for 2001-2002 om å bevilge nye midler til et landsdekkende såkornfond. Dette blir imidlertid avvist av regjeringen. Spørsmålet blir tatt opp igjen på nytt av Øystein Hedstrøm og Lodve Solholm i 2004, men forslaget slik det forelå den gangen ble ikke bifalt. Imidlertid foreslår Stortinget i behandling av St.prp. nr. 51 og Innst. S. nr. 283 for 2002-2003: *"Stortinget ber Regjeringen i forbindelse med statsbudsjettet for 2004 fremme forslag om ytterligere 400 mill. NOK til såkornfond og 100 mill. NOK til tapsfond. På dette grunnlag foreslås det opprettet et landsdekkende såkornfond med målsetting å tilføre kunnskapsbedrifter med stort vekstpotensial en blanding av tålmodig egenkapital og relevant kompetanse."* Videre står det at *"De endelige rammebetingelsene for fondet vil avhenge av anbefalingene i en evaluering av dagens såkornordning som skal være avsluttet innen 1. desember 2003."* Totalt bevilges det midler til fire landsdekkende fond med en forvaltningskapital på 333 millioner NOK hver.

Samtidig med dette skifter Startfondet management (det vil si ansatte i forvaltningsselskapet). Eierne velger å sette ut forvaltningsoppgavene i fondet til et eksternt venturemiljø, og valget faller på Convexa. Daglig leder blir med over til det nye forvaltningsmiljøet. I Såkorninvest Sør byttes daglig leder i fondet ut og forvaltningen flyttes samtidig fra Grimstad til Kristiansand.

2005: Forvalterskifte i Såkorninvest Nord

I 2005 skifter Såkorninvest Nord management. Selskapet har tidligere hatt en del endringer i management, men dette har vært mer eller mindre interne bytter rundt de samme personene som har vært med fra opprettelsen av selskapet.

2006-2008: Ni nye fond etableres

Ni distriktsrettede og landsdekkende fond blir etablert i perioden 2006 til februar 2008. De nye distriktsrettede fondene er KapNord i Bodø, NorInnova Invest i Tromsø, Fjord Invest Sørvest i Førde,

de to Midvest-fondene i Namsos, samt et fond for innlandet som ennå ikke er etablert. De fire nye landsdekkende fondene er ProVenture Seed i Trondheim, Sarsia Seed i Bergen, SåkorninVest II i Stavanger og Alliance Venture Polaris i Oslo.

I 2006 gjennomføres et skifte av forvaltning i Såkorninvest Sør, der forvalteransvaret outsources til Skagerak Venture Capital. Tidligere daglig leder blir med over i det nye forvaltningsselskapet.

2007: Såkorninvest Innlandet strander

I mars 2007 blir det åpnet konkurs i boet til Såkorninvest Innlandet AS. Kravet fra Innovasjon Norge, som er største kreditor i boet, er på om lag NOK 26 millioner. Beløpet framkommer som det opprinnelige lånet på NOK 30 millioner, minus tapsfondet på NOK 7,5 millioner, pluss akkumulerte renter på NOK 3,7 millioner. Det er nå klart at behandlingen av boet ikke vil finne inndekning for hele det utestående kravet. Ved sluttføring av bobehandlingen må det dermed påregnes at store deler av kravet er udekket.

1.3.2. Kort oversikt over de 15 såkornfondene

I første bølge (1998-2000) ble det etablert seks fond. Ett har et landsdekkende investeringsmandat (Startfondet), mens de andre fem har regionale investeringsmandater i ikke-overlappende regioner. I annen bølge (2006-2008) ble det etablert ni nye fond der fire er landsdekkende og fem er distriktsrettede. De sistnevnte fondene får kun lov til å investere i mindre sentraliserte kommuner. Fondene (inkludert det nedlagte Såkorninvest Innlandet) har en samlet forvaltningskapital på NOK 3.1 milliarder der den statlige andelen utgjør NOK 1.74 mrd (56 prosent av totalkapitalen).

Det er Nærings- og handelsdepartementet som har tatt initiativet til opprettelsen av fondene. Fondene i første bølge ble fulgt opp av SND frem til 2004, da Innovasjon Norge tok over ansvaret for å følge opp fondene, ivareta statens interesser som långiver og påse at nye ordninger kom på plass.

Fondene er satt opp som aksjeselskaper. De investerer i såkornselskaper gjennom å tilføre kapital i aksjeemisjoner. Fondene tar sjelden større eierandeler enn 33 prosent. Det er private aksjonærer som eier fondene (såkalte limited partners, LP), mens staten tilfører kapital gjennom ansvarlig lånekapital. En del av dette lånet er et såkalt tapsfond som fondene kan trekke fra dersom man har konstatert tap på investeringene.

Fondene forvaltes av et eksternt forvaltningsselskap som tar betalt av fondet for forvaltningstjenestene. Det er altså her fondenes forvaltningskompetanse ligger. Forvalterne utøver aktivt eierskap i såkornselskapene (såkalte porteføljeselskap) gjennom å delta i selskapenes styre og gjennom hyppig interaksjon med selskapenes ledelse. Forvaltningsselskapet er også ofte inne på eiersiden i fondet (de kalles da gjerne General Partners, GP). Ofte velges denne organiseringen for å sikre at forvalterne har samme interesser som eierne av fondet.

Tabellen nedenfor gir en oversikt over fondene og sentrale karakteristika ved disse:

Tabell 1-1 De 15 såkornfondene

Fondets navn	Etablert	Etablert	Investerings-	Størrelse	Antall investeringer
			mandat	(mill kr)	
Startfondet AS	1998	Bølge 1	Landsdekkende	320	23
Såkorninvest Sør AS	1998	Bølge 1	Regional	106	32
Såkorninvest Nord AS (SINAS)	1998	Bølge 1	Regional	75	26
Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	1998	Bølge 1	Regional	126	54
Såkorninvest Innlandet AS	2000	Bølge 1	Regional	60	18
Såkorninvest AS	1998	Bølge 1	Regional	88.5	22
All i bølge 1				775.5	175
Sarsia Seed AS	2006	Bølge 2	Landsdekkende	333.5	9
Såkorninvest II AS	2006	Bølge 2	Landsdekkende	341	6
Proventure Seed AS	2006	Bølge 2	Landsdekkende	335	11
Alliance Venture Polaris AS	2006	Bølge 2	Landsdekkende	339.4	8
KapNord Fond AS	2006	Bølge 2	Distrikt	255	12
Fjord Invest SørVest AS	2006	Bølge 2	Distrikt	216	2
NorInnova Invest AS	2006	Bølge 2	Distrikt	272	9
Midvest I AS	2008	Bølge 2	Distrikt	179	1
Midvest II AS	2008	Bølge 2	Distrikt	75	0
Alle i bølge 2				2345.9	58
Alle				3121.4	233

1.3.3. Målsettinger bak såkornfondordningene

De to bølgene med fond inneholder begge både landsdekkende fond og distriktsrettede/regionale fond. Målsettingene varierer med andre ord mellom fire grupper av fond.

I St. prp. Nr. 1 (1996-97) Tillegg nr. 7, er følgende målsetting formulert: *”Regjeringen mener at formålet med en slik ordning bør være å stimulere til at flere nytvklingsprosjekter med stort verdiskapingspotensiale realiseres. Ordningen bør søke å fange opp slike prosjekter uavhengig av hvor de er initiert. For at en slik ordning skal bli vellykket, er det avgjørende at ordningen utformes slik at prosjektene i en tidlig fase kan få tilført en kombinasjon av kapital og relevant kompetanse. Normalt tar det mange år før en eventuell gevinst kan innkasseres. Det er derfor viktig at ordningen tillater aktørene å opptre tålmodig. Regjeringen foreslår at det etableres en ordning med statlig kapital, i form av ansvarlig lån, som kan ytes til såkornkapitalfond hvor private investorer går inn med egenkapital.”*

I St.prp.nr. 1 (1997-98) for NHD står det videre:

”Det vil bli etablert ett landsomfattende fond som også skal dekke Østlandet, og fire regionale fond som skal dekke Sørlandet, Vestlandet, Midt-Norge og Nord-Norge. Statens innskuddskapital

(ansvarlige lån) fordeles med 160 mill. kroner til det landsomfattende fondet og 10 mill. kroner til hvert av de regionale fondene. Fondene skal være privat eid. Staten ved SND skal betinge seg representasjon i styrene, men de private aktørene skal ha flertall. Innhenting av privat kapital vil bli gjort ved åpne emisjoner hvor det legges til rette for bred deltakelse fra ulike investormiljøer.”

For fondene i annen bølge (opprettet 2006-2008) er det gitt følgende målsetting med ordningene:

”Den distriktsrettede såkornfondordningen skal tilføre kunnskapsbedrifter med stort vekstpotensial lokalisert i næringssvake områder en kombinasjon av tålmodig egenkapital, kompetanse og nettverk som er utløsende for å realisere bedriftenes vekst- og lønnsomhetspotensial. Fondene er avgrenset til å investere i ikke-børsnoterte SMB-bedrifter innfor A-, B- og C-kommuner (distriktpolitiske virkeområde, sone III og IV)”

Den landsdekkende såkornkapitalordningen skal støtte etablering av innovative, konkurransedyktige vekstforetak gjennom å øke tilgangen av kompetent kapital og kompetanse. Målgruppen er innovative prosjekter, herunder prosjekter fra universiteter og høyskoler over hele landet.

I avtalen Innovasjon Norge har gjort med de ulike såkornfond er følgende formulering anvendt som en beskrivelse av ”Målet for Såkorn...”: *”Medvirke til et mangfold av innovative, kunnskapsbaserte nyskappingsprosjekter ved å sikre økt tilgang til relevant, kompetent privat kapital, som på sikt kan gi investorene god avkastning”.*

2. MODELL FOR EVALUERINGEN OG METODIKK

I dette kapitlet gjør vi rede for evalueringens hovedtemaer og den metodiske tilnærming vi har valgt. Det er viktig å presisere at denne evalueringen har som ambisjon å berøre flere temaer som er av relevans for såkornfondordningen, men som ikke nødvendigvis direkte berører hvordan ordningen har fungert i lys av målsettingene. Nedenfor går vi nærmere inn på hovedspørsmålene i evalueringen og setter dem inn i en overordnet ramme.

2.1. HOVEDSPØRSMÅL I EVALUERINGEN

Evalueringen mandat angir følgende fem hovedproblemstillinger:

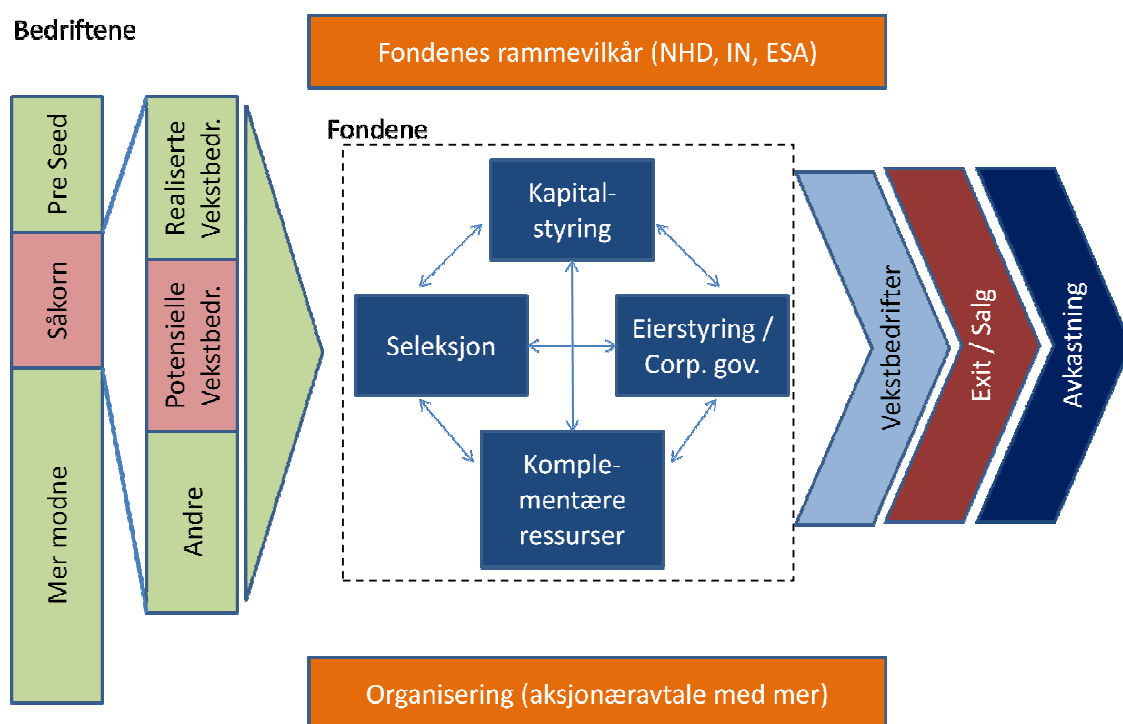
1. Avgrense og forstå begrepet "såkornkapital", og plassere kapitalformen inn i det norske kapitalmarkedet for bedrifts- og næringsutvikling.
2. Vurdere behovet for såkornkapital med offentlig medvirkning i Norge.
3. Vurdere i hvilken grad målene for såkornfundsordningene er realisert, gitt retningslinjene.
4. Vurdere hvordan organisering og rammebetingelser for ordningene virker inn på måloppnåelsen.
5. Vurdere forslag til forbedringer innenfor dagens ordninger, og anbefale hovedtrekkene i en eventuell ny såkornfundsordning.

De fem hovedproblemstillingene følger en naturlig logikk. For at en fondsordning med offentlig medvirkning rettet mot såkornselskap skal treffe riktig målgruppe, er det nødvendig å avklare hva man mener med såkornselskaper og derav såkornkapital. Videre er det viktig å få belyst behovet for tilførsel av offentlig kapital rettet mot den denne typen investeringsprosjekter. Det er kun dersom et slikt behov eksisterer, eksempelvis på grunn av svikt i markedet for såkornkapital, at myndighetene har en rolle å spille gjennom tilførsel av kapital. Evalueringens punkt tre berører såkornfondenes måloppnåelse direkte og vies mest oppmerksomhet i denne rapporten. Fordi graden av måloppnåelse påvirkes av hva slags rammer man har satt for fondene (for eksempel størrelse, geografiske investeringsmandat, offentlig risikoavlastning, etc.) er det nødvendig å se på måloppnåelsen i lys av de rammebetingelser såkornfondene opererer under. Evalueringens siste punkt følger som en naturlig avsluttende mulighetsvurderings basert på de erfaringer som er trukket under de tidligere hovedpunktene.

2.2. OVERORDNET MODELL FOR EVALUERINGEN

Ettersom evalueringen berører et stort antall problemstillinger som er nært relatert finner vi det hensiktsmessig å organisere evalueringen i henhold til en overordnet modell. Denne er beskrevet i figuren nedenfor

Figur 2-1 Analysemodell som anvendes i evalueringen



2.2.1. Såkornbedrifter

Søylen lengst til venstre i figuren illustrerer beholdningen av alle bedrifter i Norge. Disse er så delt inn etter modningsnivå. Øverst finner vi de absolutt yngste og minst modne bedriftene, som er kategorisert som pre-såkorn eller pre-seed. Dette er bedrifter som har kommet så kort i sin utvikling at de ikke egner seg som investeringsobjekter for såkornfond. Nedenfor finner vi det vi definerer som såkornbedrifter. Dette er bedrifter som har kommet noe lenger i modningsgrad, og det er disse som er målgruppen for såkornfondene. Nederst finner vi de mer modne foretakene som har utviklet seg så vidt langt at de faller utenom såkornfondenes satsnings- og kompetansefelt. Evalueringens første spørsmål knytter seg nettopp til å drøfte **hvor grensen mellom disse tre gruppene av bedrifter** skal trekkes. Det er dette som er tema i kapittel 3.

2.2.2. Behov for kapital og kompetanse

Den neste søylen i figuren fokuserer på de bedriftene som faller inn under kategorien såkornbedrifter. Blant disse vil vi finne bedrifter som har et betydelig vekstpotensial og som i stor grad klarer å skaffe nødvendig kapital for utvikling og vekst på egenhånd. Disse har vi kalt realiserte

(eller realiserbare vekstbedrifter). Nedenfor finner vi såkornbedrifter med vekstpotensial, men som sliter med å hente inn den nødvendige kapitalen i markedet for såkornkapital. Men det er ikke nødvendigvis bare finanskapital som mangler. Ofte kobler investorer finanskapital med forretningsmessig kompetanse som unge vekstbedrifter gjerne mangler. Koblingen av ren finanskapital og ulike typer eierkompetanse danner grunnlaget for begrepet **kompetent** eller **aktiv kapital**, et begrep som går igjen en rekke steder i evalueringen. Såkornbedriftene i denne gruppen kaller vi *potensielle vekstbedrifter* med mangel på kapital/kompetent kapital. Den siste gruppen av såkornbedrifter under betegnelsen "andre" samler de bedriftene som ikke har noe tydelig vekstpotensial. Dette er ofte levebrødforetak med lav eller ingen vekst, eller foretak som over tid vil nedlegges ettersom det kommersielle potensialet ikke er til stede. I evalueringens andre spørsmål er vi opptatt av **behovet for såkornkapital med offentlig medvirkning**. Med andre ord søker vi å belyse hvor mange bedrifter som faller inn under gruppen potensielle vekstbedrifter. Det er dette som er tema i kapittel 4.

2.2.3. Såkornfondenes rammeverk og organisering

Såkornfondene er plassert midt i figuren. Deres evne til å oppnå de mål som fondenes eiere og myndighetene har satt, er dels en funksjon av forvalternes kompetanse og hvordan de arbeider, og dels avhengig av hva slags retningslinjer og rammevilkår fondene opererer under. Disse er gitt fra myndighetene (Innovasjon Norge, Nærings- og handelsdepartementet og ESA). I tillegg blir forvalternes handlingsrom styrt av aksjonæravtalen mellom fondets eiere og fondets forvaltere. I figuren er dette illustrert ved at fondene er innrammet på over- og undersiden av disse vilkårene. Disse forholdene er nærmere behandlet i kapittel 5.

Som en naturlig overgang til en analyse av fondenes arbeid med å nå ulike målsettinger, presenterer vi i kapittel 6 en beskrivelse av fondenes investeringsmønster, porteføljebedriftenes utvikling i retning av å bli **vekstbedrifter**, samt fondenes **avkastning**. Det er disse to målene som fremstår som de viktigste resultatmålene. Denne informasjonen danner bakteppet for hvordan fondenes arbeid kan vurderes.

2.2.4. Såkornfondenes roller

En av de viktigste rollene som såkornfondet skal fylle knytter seg til det å velge ut riktige porteføljeselskap blant såkornbedriftene, såkalt **seleksjon**. Fondene kan i prinsippet selektere ut fra alle de tre typene såkornselskap. Velges de realiserte vekstbedriftene, så er det et betydelig potensial for at investeringen blir en suksess, men samtidig investeres det da i en bedrift som ville fått kapital og eventuelt kompetanse fra en annen eier. Med andre ord fortrenger fondet annen privat eierkapital. Dersom fondene velger å investere i andre bedrifter, vil man vanskelig frembringe vekstbedrifter. Dermed oppnår man ikke fondenes målsetting. Seleksjonen bør derfor i størst mulig grad rette seg mot de potensielle vekstbedriftene.

Såkornfondenes jobb slutter på ingen måte etter seleksjonen. I en lang periode (ofte over 10 år) skal fondene jobbe som aktive eiere i porteføljeselskapet for å øke selskapets verdi. Grünfeld og Jakobsen (2006) har utviklet et rammeverk for **eieres fire verdiøkende roller**. I såkornfondene er det forvaltningsteamet som skal fylle disse rollene på vegne av investorene. For å utfylle disse rollene er det viktig at forvalterne besitter den riktige kompetansen. Vi har allerede nevnt seleksjonsrollen. Seleksjon av bedrifter og investeringsobjekter krever generell finansiell kompetanse, men det krever også evne til å vurdere teknologi, organisasjoner, markedspotensial og konkurransesituasjon.

Dette bringer oss videre til den mest opplagte rollen til såkornfondene, hvilket er å tilføre kapital til bedrifter og investeringsprosjekter, med andre ord å **styre kapital** til bedriftene. Denne rollen er også kompetansekrevene. Forvalterne må tilføre kapital i riktige doser til riktig tid, slik at tiden fra utvikling til marked blir kortest mulig, samtidig som kostnadene holdes så lave som mulig. Rollen som kapitalstyrer skal med andre ord bidra til økt innovasjon og veksttakt.

En tredje rolle for de aktive eierfondene er å sørge for at ledelsen maksimerer selskapets verdi, vi kaller dette for **eierstyring** eller **corporate governance**. Fondsforvalternes rolle er her å bidra til porteføljebedriftens styring (primært gjennom styredeltakelse) gjennom målformulering, strategivalg, avkastningskrav, samt rekruttering og insentivering av bedriftens ledelse. Det er viktig å merke seg at fordi forvalterne av fondet opererer som agenter for eierne av fondet, får forvalterne en rolle som mellommann mellom fondets eiere og ledelsen i porteføljeselskapene. Dette kan fort gjøre eierstyringsrollen komplisert.

Den fjerde rollen, som på sitt beste skiller de aktive eierfondene fra andre eiere, dreier seg om å tilføre bedriftene kompetanse, relasjoner, nettverk og andre ressurser som kreves for å lykkes i markedet. Vi kaller dette for **komplementære ressurser**. Dyktige eiere/fondsforvaltere kommuniserer tett med ledelsen i porteføljebedriftene og tilfører relevante nettverk og ulike former for forretningskompetanse (markedsføring, finans, strategi, teknologi, logistikk og internasjonalisering) når det er behov for dette.

Pilene mellom de fire rollene i figur 2-1 ovenfor fremhever at de fire eierrollene ikke er uavhengig av hverandre. Blant annet vil vurderingen av hvilket selskap som vil være en lønnsom investering i stor grad avhenge av hvordan man kan styre kapitalen og hvilke komplementære ressurser fondsforvalterne selv besitter. Det er såkornfondenes evne til å fylle alle disse rollene som eier og utnytte samspillet mellom rollene som til syvende og sist avgjør hvorvidt fondene klarer å oppnå målsettingene til investorene og myndighetene. Det er dette som drøftes i kapittel 7. I denne delen har vi også gjort en vurdering av hva dagens fond kan lære av resultatene fra evalueringen.

2.2.5. Fra vekstbedrift til salg og avkastning

Målsettingene bak såkornfondordningene knytter seg primært til at det stimuleres til økt satsning på bedrifter med stort vekstpotensial. Dersom fondene klarer å fylle de fire eierrollene, vil resultatet nettopp kunne ende opp i et større antall vekstbedrifter. I denne sammenheng bør det nevnes at myndighetenes målsetting avviker fra de private eiernes målsetting. De private aksjonærene har normalt avkastning som målsetting. Såkornfondets avkastning til eierne er avhengig av at fondet klarer å gjennomføre lønnsomme salg av sine aksjeandeler i porteføljeselskapene. Lønnsomme salg av bedrifter krever normalt at bedriften har vist solid vekstevne over tid, eller i det minste evne til å utvikle produkter eller prosesser som lett kan bringes ut i markedet. I tillegg må fondsforvalterne besitte solid kompetanse knyttet til det å finne potensielle kjøpere av bedriftene og gjennomføre et lønnsomt salg. Vi betegner dette som **exit-kompetanse**. Uten denne kompetansen er det sannsynlig at fondet ender opp med lav avkastning på en rekke bedrifter med solid fremtidig vekst.

I kapittel 8 går vi tilbake til fondenes rammevilkår og vurderer hvorvidt disse synes å være godt egnet til å hjelpe fondene i deres arbeid med å oppnå de angitte målene. Vi går i denne sammenheng primært inn på de områder der fondene har slitt med måloppnåelsen. Rapportens siste kapittel

inneholder enkelte forslag til forbedringer av dagens ordninger, samt enkle skisser til en ny ordning som forventes å bedre ivareta de mål man har satt seg.

2.2.6. Læring fra eldre til nyere fond

Av de 15 fondene som evalueres ble seks opprettet i perioden 1998-2000, mens de resterende først kom på plass etter 2005. Fondenes resultater i form av vekst i bedriftene og avkastning på investeringene kan derfor kun vurderes for de første fondene. Analysen av fondenes evne til å fylle de fire verdiøkende rollene, samt å tilrettelegge for salg gjøres i evalueringen eksplisitt for de to bølgene med fond for å muliggjøre læring fra de erfaringer man har trukket fra de eldre fondene.

2.3. EVALUERINGSMETODIKK

2.3.1. Metodisk framgangsmåte

For besvarelse av problemstillingene som er skissert over, gjennomføres en rekke, både kvantitative og kvalitative, undersøkelser. I de ulike tilnærmingene søker vi å belyse de fem evalueringsspørsmålene fra ulike ståsteder og aktørperspektiver. Nedenfor følger en liste over hvilke tilnærminger som benyttes:

- En gjennomgang av nyere relevant litteratur vedrørende kapitaltilgang for tidligfasebedrifter, såkornkapitalens rolle og såkornfond som investeringsform. Evalueringen baseres også på relevante dokumenter knyttet til fondenes retningslinjer og organisering.
- Det er gjennomført to internettbaserte spørreundersøkelser (Questback-survey) rettet mot
 1. Fondenes porteføljebedrifter
 2. De fem største aksjonærene i hvert fondDe to typene aktører er blitt forelagt separate spørreundersøkelser (se vedlegg 4 for spørreskjemaenes innhold)
- Dybdeintervjuer med daglig leder/managing partner i alle fondene (se vedlegg 4 for intervjuguiden). I tillegg er fire styreledere i fondene blitt intervjuet.
- Gjennomgang av fondenes årsrapporter og utvalgte strateginotater
- Det er gjennomført intervjuer med sentrale personer i Innovasjon Norges fondsavdeling.
- Det er gjennomført telefonintervjuer med representanter for aktører som antas å ha mye kontakt med fondene, som utvalgte TTOer, inkubatorer, kunnskapssparker, venturefond og lignende. (se vedlegg 4 for intervjuguiden).
- I tillegg er det gjennomført korte telefonintervju med en del bedrifter som fondene har fattet stor interesse for, men som likevel ble valgt bort. Vi kaller denne undersøkelsen for "Close to selection Survey"
- Det er samlet inn sentral informasjon via excel-utfyllingsark om kjennetegn ved fondene og alle deres porteføljebedrifter.
- Det er hentet inn regnskapsdata for alle porteføljebedriftene over perioden 1997-2007 fra MENONs regnskapsdatabase med alle regnskapspliktige foretak i Norge.

- Det er også benyttet sekundærstatistikk fra: EVCA (European Venture Capital Association), som i hovedsak omhandler avkastning på investeringer i ulike typer aktive eierfond. MENONS historiske database over aktive eierfond er også benyttet.

2.3.2. Mer om datainnsamling og utvalg

Kvalitative intervjuer

For å få etablert en omfattende og god kjennskap til hvordan såkornfondene i Norge opererer og fungerer er det gjennomført en rekke semi-strukturerte kvalitative intervjuer med ulike aktører. Som vist i tabellen nedenfor har vi gjennomført dybdeintervjuer (i hovedsak besøksintervju) med 14 fondsforvaltere. Disse intervjuene har hatt en varighet på en til to timer. I tillegg har vi hatt mer ad-hoc baserte telefonintervjuer med fire styreformenn i fondene. Ettersom fondet Såkorninvest Innlandet gikk konkurs i 2007 har vi gjennomført et kortere og mer fokusert intervju med forvalteren der. I tillegg har vi intervjuet en rekke aktører i virkemiddelapparatet, som ledere for venturefond, inkubatorer, TTOer (Technology Transfer Offices) og næringshager. Det har vært gjennomført et dybdeintervju med fondsavdelingen i Innovasjon Norge. Det er også blitt gjennomført en kort intervjuundersøkelse rettet mot bedrifter som fondene har fattet stor interesse for, men valgt ikke å gå inn i.

Tabell 2-1 Gjennomførte kvalitative intervjuer

Målgruppe	Antall
Dybdeintervjuer med fondsforvaltere	14
Telefonintervjuer med ledere for inkubatorer, næringshager og TTOer	18
Dybdeintervju med Innovasjon Norge	1
Intervju med styreformenn i såkornfondene	4
"Close to selection survey" rettet mot bedrifter som fondene ikke gikk inn i	9

Spørreskjemaundersøkelsene

En viktig datakilde i denne evalueringen er de to spørreundersøkelser som ble sendt til

- (1) alle bedrifter med en tilknytning til et av såkornfondene og til
- (2) de fem største aksjonærene i hvert enkelt såkornfond.

Undersøkelsene ble gjennomført i perioden september-november 2008. Spørreskjemaundersøkelsene ble gjennomført ved hjelp av det webbaserte datainnsamlingsverktøyet QuestBack. E-postadresser ble framskaffet fra porteføljeforvalterne i hvert enkelt såkornfond. I de tilfeller der dette ikke var rapportert - særlig gjelder dette exiterte porteføljebedrifter - søkte vi opp e-post adresser på tidligere daglig leder via en omfattende søkeprosess på internett. Respondenter mottok en e-post med weblink til spørreskjemaet. For å få en så høy svarprosent som mulig ble det gjennomført flere purrerunder.

Det overordnede innholdet i spørreskjemaene ble utformet med utgangspunkt i evalueringens problemstillinger og videreutviklet ved hjelp av litteraturstudier, gjennom diskusjon med Innovasjon Norge, prosjektets referansegruppe og intervjuer med porteføljeforvalterne.

Et flertall av spørsmålene i spørreundersøkelsene er enten ja/nei spørsmål eller spørsmål der respondenten bes å gradere et utsagn i henhold til en skala fra 1 til 7, der 1 er uviktig/uenig/helt galt og 7 er svært viktig/ helt enig/helt riktig. I tolkningen av svar på graderte spørsmål har vi valgt å tolke en respons på 5-7 som høyt, 3-4 som middels, og 1-2 som lavt.

Tabellen nedenfor gir en oversikt over populasjonen og utvalget for de to gruppene respondenter, henholdsvis bedrifter og de fem største aksjonærene i hvert enkelt fond. Populasjonen er her antallet aktører som evalueringen ønsker å si noe om og omfatter 216 bedrifter og 71 aksjonærer (aksjonærer i de nyopprettede Midvest-fondene ble ikke kontaktet ettersom deres erfaringsperiode er begrenset). I tabellen under benyttes begrepet "identifiserbar populasjon" for å tydeliggjøre at vi ikke har funnet kontaktinformasjon til alle bedriftene i populasjonen. For aksjonærene var dette ikke noe problem. Av bedriftene svarte 39 prosent (66 bedrifter), mens 62 prosent (44) av aksjonærer svarte på undersøkelsen.

Tabell 2-2: Utvalg og antall svar i spørreundersøkelsene

Populasjon og utvalg	Porteføljeselskapene		Aksjonærer	
	Antall	Prosent	Antall	Prosent
Populasjon	216	100	71	100
Identifiserbar populasjon	171	79	71	100
Nettoutvalg	66	39	44	62

Antall svar på hvert enkelt spørsmål varierer mellom 60 og 66 i undersøkelsen rettet mot porteføljeselskapene og mellom 43 og 44 i aksjonærundersøkelsen. Med en såpass begrenset varians i svarprosent har vi valgt å ikke oppgi antall svar for hvert spørsmål utover i rapporten.

2.3.3. Vurdering av representativitet, validitet og reliabilitet

En responsrate på henholdsvis 39 prosent og 62 prosent i de to surveyene må betegnes som tilfredsstillende, men sammensetningen av populasjonene gir enkelte tydelige utfordringer med hensyn til representativitet og validitet.

Et metodisk problem i spørreundersøkelsen rettet mot porteføljeselskapene er at det i svært begrenset grad har vært mulig å få tilgang til gyldige e-post adresser til bedrifter som er inaktive. Bedrifter som er inaktive eller har gått konkurs har som regel ikke aktive e-post adresser. Svarene på bedriftsundersøkelsen er i all hovedsak fra bedrifter som er "aktive" og som fortsatt har en eller annen form for økonomisk aktivitet. En kvantitativ design som kun baserer seg på svar fra bedrifter som har "økonomisk aktivitet" står i fare for å kun rapportere synspunkt på såkornfondsordningen fra "vinnerbedriftene" eller de som har hatt god erfaring med såkornfondene. I alt er det svar fra fem bedrifter som er "inaktive". Dette er en opplagt kilde til skjevhet. En annen form for utvalgsskjevhet som går i motsatt retning er at "vinnerbedrifter" ofte selges til industrielle partnere og således opphører å eksistere som selvstendig organisasjoner med egne e-postadresser. Igjen har vi tilstrebet

å identifisere kontaktpersoner som kan svare for også disse "bedriftene". Vi har svar fra ti slike bedrifter.

For å undersøke den potensielle utvalgsskjevheten gjorde vi en "suksesskriterietest" på vårt utvalg av respondenter fra porteføljebedriftsundersøkelsen (66), og sammenlignet resultatet fra denne testen med resultatet fra den samme testen for alle porteføljebedriftene (216). Suksesskriteriet gikk ut på å identifisere de bedriftene som over en fire års periode etter såkornfondets første investering i selskapet hadde hatt en omsetningsvekst på minimum 500 prosent, samt en omsetning etter fire år på minst to millioner kroner. Det viste seg at andelen "suksessbedrifter" i respondentmassen i liten grad avvek fra andelen blant porteføljebedriftene som helhet. Dette er gir en indikasjon på at svarene til respondentene i utvalget ikke skulle ha noen underliggende tendens til å svare annerledes enn populasjonen av porteføljeselskaper som helhet.

En annen utfordring med det metodiske designet er at respondentene selv blir bedt om å vurdere sine aktiviteter og kvalifikasjoner, og at det mangler en klar kontrollgruppe av sammenlignbare aktører. Det ligger en klar egeninteresse for enkelte av våre respondenter i å rapportere positive effekter. Dette problemet gjelder ikke minst i tilknytning til intervjuene med fondsforvalterne, men også i noen grad spørreundersøkelsen rettet mot aksjonærene. En annen problemstilling knyttet til aksjonærundersøkelsen, relaterer seg til i hvilken grad aksjonærene er oppdatert på fondenes aktiviteter og i hvilken grad de er representative for alle aksjonærers syn. Vi har valgt å rette spørreundersøkelse mot de fem største aksjonærene i hvert fond fordi disse med stor sannsynlighet har hatt hyppigst kontakt med fondene, eksempelvis gjennom styredeltakelse. Enkelte av de større aksjonærene er også inne i flere fond. Vi har derfor bedt dem angi hvilket såkornfond det er de svarer for. I ettertid har noen av disse aksjonærene gitt uttrykk for at de ønsket å svare for alle sine investeringer. Dette kan potensielt ha bidratt til å påvirke resultatene.

I den såkalte "close to selection" undersøkelsen, er målsettingen å kartlegge hva som skjer med de prosjektene som blir vurdert som gode av fondene, men som likevel ikke blir tilført kapital. I undersøkelsen var målsettingen å finne 20 slike bedrifter, men det viste seg å være vanskelig å få disse aktørene til å delta. Det er trolig at de som har svart kan være bedrifter som har hatt en mer positiv utvikling enn andre, noe som trekker i retning av en skjevhet i utvalget.

I vår kartlegging av den økonomiske utviklingen til bedriftene foretar vi sammenligninger med bedrifter som ikke sorterer inn under ordningen. Det er imidlertid svært vanskelig å etablere en god kontrollgruppe i dette bedriftssegmentet, noe som gjelder i mange tilfeller der virkemidler rettet mot tidligfase bedriftsetableringer skal evalueres.

2.3.4. Skille mellom fondene i bølge 1 (etablert 1998-00) og bølge 2 (etablert 2006-08)

Gjennom hele rapporten forsøker vi å skille analysen for fondene i bølge 1 (seks fond etablert i perioden 1998-00) og fondene i bølge 2 (ni fond etablert i perioden 2006-08).¹ Det er hovedsaklig to grunner til dette: for det første er det kun bølge 1 fondene som har målbare resultater i form av utviklingen til porteføljeselskapene og eventuelle vellykkede avhendinger av eierskapet til disse. Fondene i bølge 2 hadde sine første investeringer så sent som i 2006, og kan derfor ikke måles på performance. For det andre har porteføljebedriftene i fondene i bølge 1 allerede lang erfaring med å forholde seg til såkornfondene, mens porteføljebedriftene i fondene i bølge 2 har nettopp gjort sine første investeringer.

Av denne grunn må vi også være varsomme med å skille svarene fra porteføljebedriftene mellom bølge 1 og 2. Er det slik at porteføljebedriftene i bølge 1 svarer annerledes enn porteføljebedriftene i bølge 2 fordi fondene i bølge 1 og bølge 2 skiller seg vesentlig fra hverandre, eller er svarene forskjellig utelukkende fordi porteføljebedriftene i bølge 1 er "lenger nede i veien" og har et større erfaringsgrunnlag å basere sine vurderinger på? Vi har testet denne "alderseffekten" hos porteføljebedriftene. Dette har vi gjort ved å foreta en regresjon på hvordan svarene fra spørreundersøkelsen for de nyere porteføljeselskapene i fondene i bølge 1 (2006-) avviker fra svarene fra de "gamle" porteføljebedriftene (1998-2005) i samme fond. Regresjonen viser at det for de fleste spørsmål er signifikant forskjell mellom svarene fra de "gamle" og de "nye" bølge 1 porteføljebedriftene. Dette indikerer at det er en tydelig alderseffekt. Men ikke for noen spørsmål er denne alderseffekten sterk nok til å fjerne forskjellene i respons mellom bedriftene som sorterer under fondene i 1. og 2. bølge. Der hvor alderseffekten er signifikant, fjerner den normalt mellom 1/3 og halvparten av avviket mellom porteføljeselskapene i bølge 1 og bølge 2.

Skille mellom landsdekkende, regionale og distriktsrettede fond

Vår kartlegging av fondenes investeringsaktivitet blir systematisk delt inn etter hva slags mandat fondene har. De nyere distriktsrette og landsdekkende fondene blir holdt fra hverandre, og tilsvarende blir de eldre regionale og landsdekkende fondene drøftet separat (se særlig kapittel 6).

2.3.5. Tilnærminger benyttet i evalueringens ulike hovedproblemstillinger

Ettersom evalueringen søker å belyse flere sentrale problemstillinger (de fem evalueringsspørsmålene), er det hensiktsmessig å gjøre rede for hvilke metodiske tilnærminger som anvendes under de ulike problemstillingene. I tabellen nedenfor går vi gjennom dette:

¹ I undersøkelsen rettet mot porteføljeselskapene opererer vi med 43 svar fra de som hører til fondene i bølge 1, og 29 svar fra de nyere. Dette gir 72 svar som er seks flere enn antall respondenter. Dett er et resultat av at seks av bedriftene er dobbelttalt fordi de har hatt begge typer fond inne.

Tabell 2-3 Metodiske tilnæringer til evalueringens hovedproblemstillinger

Hovedproblemstilling	Metodisk tilnærming
Avgrensning av begrepet såkornkapital og drøfting av kapitalformens rolle	Gjennomgang av relevant litteratur. Data som beskriver det norske bedriftsunivers
Behovet for såkornkapital med offentlig medvirkning	Drøfting av litteratur knyttet til markedssvikt. Data som beskriver unge vekstbedrifter. Gjennomgang av empirisk litteratur med fokus på kapitalmangel for tidligfasebedrifter. Bedriftssurveyet: Behov for kapital Aksjonærsurvey: Perspektiv på kapitalmangel Close to selection survey Dealflow-tall oppgitt fra fondene
Såkorfondenes måloppnåelse gitt retningslinjene	Bedriftssurvey Aksjonærsurvey Intervju med fondenes forvaltere Intervju med omliggende aktører Fondenes strateginotater og årsrapporter Regnskapsdata og annen økonomisk informasjon om porteføljebedriftene og fondene Tall fra andre kilder om avkastning
Vurdering av organisering og rammebetingelser har virket inn på måloppnåelsen	Dokumentasjon knyttet til retningslinjer og rammebetingelser Aspekter ved aksjonæravtaler mm

2.3.6. Nærmere om fondenes måloppnåelse og addisjonalitet

I vurderingen av i hvilken grad målene for såkornfundsordningene er realisert, gitt retningslinjene, har vi valgt å rette fokus mot fondenes evne til å fylle de fire verdikende eierrollene. Ved å fylle disse rollene vil myndighetene gjennom fondene kunne bidra med kapital, kompetanse og styring, som ellers ikke er tilgjengelig. Sagt med andre ord bidrar da fondene med addisjonalitet som igjen øker sannsynligheten for at flere bedrifter ender opp som vekstbedrifter med et betydelig verdiskapingsbidrag.

Begrepet addisjonalitet defineres som: *"En økning i ønsket type produksjon eller ønskede typer aktiviteter som ikke ville blitt realisert uten tilskuddet"* (SSØ; 2007, s.23). Graden av måloppnåelse relaterer primært til to typer addisjonalitet, som vi drøfter nedenfor.

Innsatsaddisjonalitet

Innsatsaddisjonalitet knytter seg til i hvilken grad et offentlig tiltak bidrar til å tilføre bedriftene relevante ressurser som ellers ikke ville vært tilgjengelig. En sentral form for innsatsaddisjonalitet i

denne evalueringen er spørsmålet om aksjonærene i såkornfondene (LPene) ville ha investert kapital i såkornfondene uten Innovasjon Norge sin såkornfondsordning. Hvis såkornfondenes aksjonærer ville skutt inn kapital i fondene selv uten Innovasjon Norges tilførsel av lånekapital, vil heller ikke såkornfondenes arbeid med å etablere nye virksomheter og prosjekter kunne regnes som addisjonal. En sentral evalueringsdimensjon i denne forbindelse er å avdekke om aksjonærene ville investert i såkornfondene uten Innovasjon Norge sin såkornfondsordning. Siden ett av formålene med ordningen er å utløse mer privat kapital til tidligfase innovative bedrifter, vil en vurdering av dette være sentralt i evalueringen. Men fondenes innsatsaddisjonalitet knyttet til kapital relaterer seg også til hvorvidt de klarer å tilføre de riktige bedriftene rett kapital til rett tid (kapitalstyring). I tillegg kommer spørsmålet om fondene har bidratt til å utløse annen kapital rettet mot porteføljefjeselskapene (såkalte koinvesteringer).

Innsatsaddisjonaliteten er også sentral i vurderingen av de andre rollene som fondene skal fylle. Klarer de å tilføre komplementære ressurser som ellers ikke er tilgjengelige (for eksempel markedsførings- og FoU-kompetanse)? Evner de å tilføre ressurser som gjør det mulig å drive effektiv selskapsstyring? Og bidrar de med kompetanse og beslutninger rundt seleksjon og salg som ellers ikke vil være tilgjengelig? I mange studier av innsatsaddisjonalitet er det primære siktemålet å avdekke hvorvidt et offentlig program stimulerer mottakerbedriftene til å øke sin FoU- og innovasjonsinnsats. Dette står også sentralt i denne evalueringen.

Resultataddisjonalitet

Høy innsatsaddisjonalitet gir i seg selv ikke noen garanti for at bedriftene vil oppnå høy vekst og lønnsomhet. I evalueringsstudier som legger **resultataddisjonalitet** til grunn er det imidlertid viktig å avdekke hvorvidt offentlige programmer, som såkornfondsordningen, bidrar til at nye bedrifter utvikler og realiserer vellykkede prosjekter og innovasjoner som uten offentlig kapital ikke hadde blitt realisert. Vekst i lønnsomhet, verdiskaping, omsetning og sysselsetting utgjør en type mål på resultataddisjonalitet. Tilsvarende vil suksessrik kommersialisering av nye innovasjoner og ikke minst lønnsomme bedriftssalg, som skaper avkastning i fondene, også sortere under resultataddisjonalitet.²

Evalueringen skal i hovedsak belyse faktorer som er avgjørende for realisering av såkornfondsordningens mål. Vurderinger av effekt og måloppnåelse, og hvordan såkornfondsprogrammets virker inn på dette, vil slik være en sentral del av evalueringen. Tabellen nedenfor viser målene til såkornfondsprogrammet, slik de kan avledes fra målsettingene presentert i kapittel 1. Her er de satt i sammenheng med relevante addisjonalitetsmål og tilhørende vurderingskriterier:

² *Adferdsaddisjonalitet* er en tredje type addisjonalitet som ofte drøftes i evalueringslitteraturen. Dette handler om i hvilken grad det oppstår forskjeller og endringer i bedrifters adferd som kan tilskrives en offentlig intervensjon. Med andre ord er fokuset rettet mot langvarige endringer i hvordan bedrifter organiserer sin aktivitet, herunder å utvikle bedrifters evne til kontinuerlig å endre sin adferd og kompetanse.

Tabell 2-4: Ordningens målsettinger og addisjonalitetsmål i evalueringen

Rolle	Type addisjonalitet	Bidrag	Målsetting
Kapitalstyring	Innsatsaddisjonalitet på fondsnivået	I hvilken grad private aktører investerer i såkornfond som følge av ordningen?	Justere for markedssvikt i såkornsegmentet
Alle rollene inkludert exit / salgskompetanse	Resultataddisjonalitet på fondsnivået	I hvilken grad har såkornfondordningen bidratt til å opprette kompetente forvaltningsmiljøer ?	Bidra til å opprette kompetente forvaltningsmiljø
Komplementære ressurser	Innsatsaddisjonalitet	I hvilken grad har såkornfondene tilført bedriftene nødvendig kompetanse og råd?	Bidra til å styrke bedriftenes kompetanse og strategi
Kapitalstyring og komplementære ressurser	Innsatsaddisjonalitet	I hvilken grad ville bedriftene investert i FoU dersom såkornfond ikke kom inn på eiersiden?	Bidra til å øke FoU-innsats
Kapitalstyring+ Komplementære ressurser	Resultataddisjonalitet	Hvilken betydning har såkornfondene hatt for nyskaping og innovasjon?	Utløse mer innovasjon
Alle rollene	Resultataddisjonalitet	I hvilken grad har såkornfondene bidratt til å realisere vekstbedrifter?	Bidra til å realisere vekstbedrifter
Alle rollene	Resultataddisjonalitet	I hvilken grad har såkornfondene bidratt til å øke verdiskapingen i bedriftene?	Bidra til å realisere verdiskaping
Alle rollene + exit/salgskompetanse	Resultataddisjonalitet	I hvilken grad har såkornfondene bidratt til å løfte avkastningen på fondets investeringer og å bidra til at staten får tilbakebetalt lånekapitalen?	Bidrag til å skape avkastning for fondets aksjonærer

I tabellen ovenfor har vi omtalt to målsettinger (de to øverste) som ikke direkte knytter seg til mål i forbindelse med bedriftene. Dette er målsettinger på fondsnivå, og knytter seg mer til fondenes rolle i kapital og kunnskapssystemet.

3. BEGREPET SÅKORNKAPITAL OG KAPITALFORMENS ROLLE

Såcornkapital omhandler den kapital som anvendes til drift og utvikling av bedrifter som befinner seg i såcornfasen. I modellfiguren i kapittel 2 er vi opptatt av å avgrense denne fasen med hensyn til prosjektets modenhet. Det er med andre ord både behov for å skille fasen fra de tidligere og senere faser. Det eksisterer en rekke definisjoner på såcornfasen. De fokuserer på ulike aktivitetsmål og til dels ulike faser i en bedrifts liv, men til felles for dem alle finner man et fokus rettet mot bedriftens tidligste faser. En viktig målsetting med denne evalueringen er å identifisere i hvilken grad såcornfondordningen bidrar med å tilføre kapital til bedrifter i såcornfasen. Da er det nødvendig å diskutere og forsøke å avgrense hva denne fasen inneholder av bedrifter.

3.1. INTERNASJONALE DEFINISJONER PÅ SÅKORNKAPITAL

I tabellen under presenterer vi ulike faser slik European Venture Capital Association definerer dem fra et investorperspektiv (oversatt til norsk).

Tabell 3-1 Ulike definisjoner av "tidligfase kapital"

Begrep	Definisjon
Såcorn	Finansiering av FoU, produktutvikling og initielle konsepter før virksomheten har nådd en oppstartsfasen.
Start-up	Kapital gjort tilgjengelig for selskaper som driver produktutvikling og initiell markedsføring. Selskapene kan være i en fase der bedriften etableres eller har vært etablert over noe tid. Bedriften har ennå ikke solgt produktet kommersielt.
Annen tidligfase	Kapital gjort tilgjengelig til selskaper har ferdigstilt produktutviklingsfasen og som har behov for ytterligere kapital for å komme på plass kommersiell produksjon og salg.

EVCA's definisjon retter seg med andre ord mot den tidligste fasen i en FoU-orientert bedrifts liv. Det er ikke en gang et krav at aktiviteten er organisert i en selskapsstruktur. Denne definisjonen forholder seg dog ikke til begrepet presåcorn som gjerne anvendes på kapital rettet mot FoU i en tidlig fase, gjerne utført ved universiteter og høyskoler. Dette skillet kommer vi tilbake til nedenfor.

Den amerikanske venturekapitaforeningen (NVCA) opererer med følgende faseforståelse:

A venture capitalist may invest before there is a real product or company organized (so called "seed investing"), or may provide capital to start up a company in its first or second stages of development known as "early stage investing."

NVCA vektlegger her at såcornkapitalen retter seg mot fasen før produktet er ferdigstilt eller bedriften er organisert. Hva man mener med organisert er uklart

I online-leksikonet Wikipedia gis følgende betraktning:

Seed funding involves a higher risk than normal venture capital funding since the investor does not see any existing project to evaluate for funding. Hence the investments made are usually lower (in the

tens-thousands to hundred-thousands of dollars) as against normal venture capital investment (in the hundred-thousands to millions of dollars), for similar levels of stake in the company.

Her har man vektlagt investeringenes risiko og omfang. Det presisere at såkornkapital som oftest utgjør et mindre beløp. For å få nærmere innsikt i hva kapitalformen innebærer har vi sett nærmere på en typisk definisjon benyttet av såkornfond. Det danske Seed Capital angir følgende:

SEED Capital invests in ambitious and visionary start-up companies who produce innovative, highly-technological, research-based or knowledge-based ideas that are at the forefront of technological and marketing development. We place great emphasis on the fact that the products need to target a growing and international market, and that a future or existing company demonstrates the ability to establish a qualified and proactive management. In return, we can offer to invest DKK 1-20 million in a company. The capital will typically be contributed as share capital.

Seed Capital, Danmark

Det interessante i denne målformuleringen er at man ikke fokuserer på produktet, men ideen. Igjen peker dette i retning av at såkornkapital retter seg mot den fase da produktet eller tjenesten ikke er ferdig utviklet ennå. Dette er med på å definere grensegangen mot de senere faser, men sier mindre om hvor tidlig i prosjektets liv man går inn med kapital. Vi retter derfor søkelys mot noen anvendte definisjoner på presåkorn-kapital.

I The Australian Pre-Seed Fund opererer man med følgende målgruppe:

The objectives of the Pre-Seed Fund (PSF) are to assist the commercialisation of Research and Development (R&D) activities undertaken by universities and public sector research agencies by providing finance and managerial advice.

Målgruppen defineres her både med hensyn til fase og institusjonell tilknytning. Denne forståelsen av presåkorn ligger nært opp til den som anvendes i de norske TTOene ved universiteter og høyskoler.

Michigan Pre-Seed Capital Fund I USA definerer seg som

an equity fund that supports high-tech start-up companies as they near commercial viability by providing access to early-stage capital to accelerate company development.

Her har man strukket presåkornbegrepet helt frem til produkter som er nær ved å kommersialiseres. Dette understøtter vår opplevelse av at såkornsegmentet anses som noe mer modent i USA enn i Europa.

Såkornfondordningene som evalueres i denne rapporten er underlagt ESAs godkjenning i henhold til EUs statstøtteregler. ESA har i denne sammenheng operert med EU-kommisjonens forståelse av såkornbegrepet:

"Seed capital is the small amount of initial capital required to fund the research and development necessary before a new company is set up". EFTA (2005a, 2005b, 2006a, 2006b)

Igjen ser vi at man har valgt den definisjon som er rettet mot den aller tidligste fasen i et FoU-prosjekts utvikling. Det er i denne sammenheng nødvendig å presisere at investeringsvirksomhet der investor og investeringsobjekt er to uavhengige aktører, krever at det etableres en form for

selskapsstruktur. Alle såkornfondene krever derfor at et selskap er (eller med en gang blir) opprettet før investeringene gjøres.

3.2. INVESTORENES EGNE PERSPEKTIVER PÅ SÅKORNKAPITAL

Investorenes forståelse av hva som ligger i såkornbegrepet bør også være retningsgivende for hvordan man bør forstå og avgrense denne kapitalformen. Fondsaksjonærene fikk spørsmål om hvilken oppfatning de hadde av hva såkornkapital er i forhold til en bedrifts utviklingsfaser. Langt de fleste mente dette knyttet seg til etableringsfasen og tidlig venture (se tabellen nedenfor for definisjon), mens vel 41 prosent sa dette gjaldt ide/utviklingsfasen.

Tabell 3-2 Aksjonærenes oppfatning av såkornkapital i forhold til utviklingsfaser (prosentandel som svarer ja)

Bedriftens utviklingsfase	% ja
Ide/utviklingsfasen (utviklingen av ideen og hvordan prosjektet/bedriften skal bli er det sentrale)	41,5
Etableringsfase (bedriften/prosjektet er nyetablert/i ferd med å bli etablert)	76,2
Tidlig venture (tidlig driftsfase men med etablert ledelse og en finansiell-strategisk plattform men uten betydelige salgsinntekter)	85,7
Venture (etablert driftsfase med betydelige salgsinntekter)	20,0
N = 40-44	

Responser trekker i retning av at aksjonærene har et litt annet perspektiv på såkornkapital, i det de inkluderer noe mer modne prosjekter. Aksjonærene fikk muligheten til å formulere med egne ord hvordan de forstår begrepet såkornkapital. Nedenfor er noen vurderinger rapportert:

- "Jeg definerer såkornkapital til å være risikokapital tilgjengelig for å kunne øke verdiskapningen i innovative bedrifter med stort vekstpotensial og høy risiko som ikke kan klare å skaffe kapital fra et typisk venture-selskap fordi bedriften må utvikles ytterligere 0,5 til 3 år".
- "Fra selskapet er etablert, til man har referansekunde og omsetning".
- "Såkornfasen er fra selskapsetablering (teknologi er verifisert) og fram til første faktura".
- "Det gjenstår teknologisk risiko i tillegg til markedsrisiko (venture)".
- "Såkornkapital skal benyttes i den fasen der konsept og forretningsidé er avklart, markedspotensialet synliggjort, men hvor gründer ikke kan reise tilstrekkelig kapital og kompetanse for å bringe caset over i venturefasen"
- "Selskaper som har en betydelig risiko for å ikke nå kommersialiseringsfasen og lønnsomhet.

Utsagnene bekrefter at aksjonærene ser på såkornkapital som en investeringsform der man fokuserer på aktiviteter fra teknologien er relativt langt utviklet – men ikke ferdig – til de første forsøk på kommersialisering. Vi anser dette som et hensiktsmessig og anvendelig perspektiv.

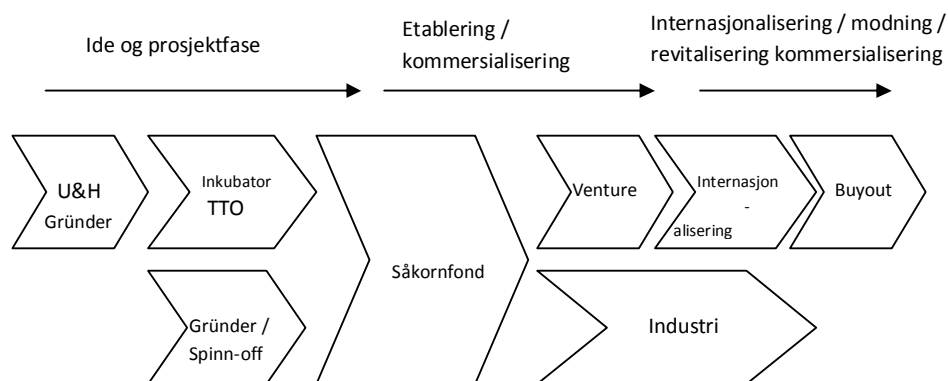
3.3. SÅKORNFOND OG PLASSERING INN MELLOM PRESÅKORN-KAPITAL OG VENTUREFOND.

Såkorndene har som målsetting å tilføre kapital til oppstartsbedrifter i Norge. Det settes et spesielt fokus på prosjekter som utvikles i forbindelse med FoU ved universiteter og høyskoler. I figuren nedenfor har vi illustrert hvilken rolle vi anser at såkorndene spiller i bedriftenes utviklingsfaser. Vi har særlig vært opptatt av å plassere såkorndene inn i systemet for organisert egenkapitaltilførsel til bedriftene.

Bedrifter og prosjekter har sitt utspring fra en rekke kilder. Private oppstartere eller gründere søker ofte ekstern kapital for å finansiere teknologiutvikling og videre vekst. En rekke prosjekter og bedrifter spinnes ut av eksisterende bedrifter, og mange kommer som resultat av forskning og utvikling ved universiteter, høyskoler og forskningsinstitutter. I det norske innovasjonssystemet har TTOer (Technology Transfer Offices) fått en viktig rolle som videreformidler av kommersialiserbare prosjekter med sitt utspring fra slike institusjoner. I tillegg finnes det en rekke mer eller mindre frittstående inkubatorer, næringshager, kunnskapsparke og lignende som også bidrar til å formidle prosjekter med kommersielt potensial.

Såkorndene får i dette perspektivet en viktig rolle som etterspørrere av unge lovende prosjekter og oppstartsbedrifter. Gjennom aktivt eierskap i bedriftene bidrar fondene til modning av bedriftene fra idé og prosjektfase til kommersialisering. Dermed blir såkorndene en tilbyder av mer modne og kommersialiserbare prosjekter rettet mot venture- og ekspansjonsfond, så vel som større bedrifter i inn- og utland. I noen få tilfeller løfter såkorndene bedriftene over til børsen. Det er med andre ord i en stafettbasert eierskapsordning at såkorndene vil fylle sin rolle best. Dette er illustrert i figuren nedenfor.

Figur 3-1 Såkorndenes plass i bedriftenes utviklingsfaser

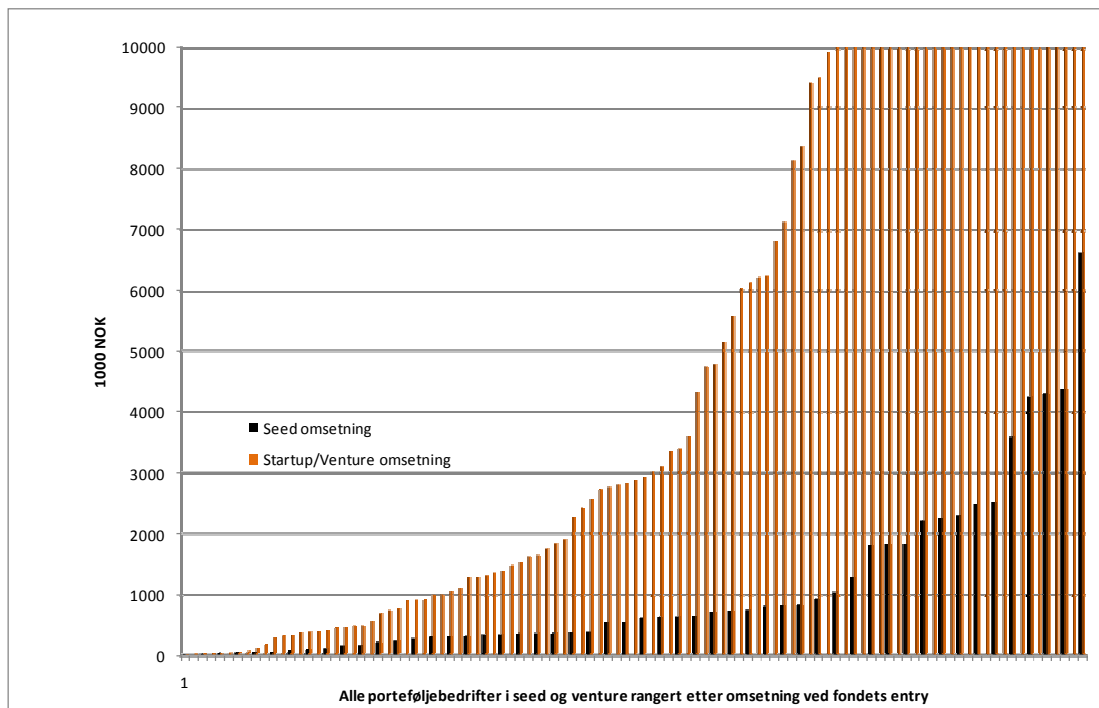


Erfaringsmessig tilføres hvert enkelt selskap betydelig større finansielle ressurser i såkorndefasen enn i de tidligste faser. Tilsvarende tilfører venturefond sine porteføljeselskaper større investeringer enn såkorndene, og ikke uventet velger de å gå inn i selskaper med en helt annen størrelses- og omsetningsprofil.

I figuren nedenfor viser vi en sammenligning av det norske venture-segmentet og seed-segmentet. Langs den horisontale aksene har vi sortert alle de norske porteføljebedriftene i henholdsvis seed- og

venturesegmentet etter bedriftens størrelse, målt som omsetning på entry-tidspunktet. Som vi ser av figuren har bedriftene som såkornfondene investerer i, betydelig mindre omsetning enn venturebedriftene. Dette er i tråd med hva slags type bedrifter en skulle forvente at såkornfondene går inn i.

Figur 3-2 Sammenligning av størrelse i seed og venture målt som omsetning ved entry tidspunktet



3.4. KORT OM BEDRIFTER I SÅKORNSEGMENTET I NORGE

I vår modellfigur i kapittel 2 inneholder søylen lengst til venstre alle bedrifter i Norge rangert etter modenhet eller størrelse. Nedenfor beskriver vi dette universet med hensyn til antall sysselsatte. Oversikt over antallet små, middelsstore og store foretak i det norske næringslivet viser at det i 2007 eksisterte cirka 326.100 foretak i Norge (SSB, 2008). Omtrent 61 prosent av disse hadde ingen ansatte, mens 31 prosent hadde fra og med en til og med ni ansatte. Store deler av det norske næringslivet består av mikroforetak (opp til fem ansatte) og små og middelsstore bedrifter (SMB) (Spilling et al, 1998). Kun 0,3 prosent av den norske foretakspopulasjonen består av foretak med 100 ansatte eller mer.

Tabell 3-3 Oversikt over foretakspopulasjonen i Norge med fordeling på størrelsesgrupper i 2007³

Ansatte	Antall bedrifter
Ingen ansatte	200 839
1-4 ansatte	75 865
5-9 ansatte	24 385
10-19 ansatte	14 073
20-49 ansatte	7 286
50-99 ansatte	1 995
100 - 249 ansatte	1 062
Totalt	326 108

Kilde: SSB, 2008, tabell 06102

Svært få såkornbedrifter vil ved oppstart ha noe særlig mer enn et par ansatte. Samtidig er det ikke naturlig for fondene å involvere seg i prosjekter der det ikke er noen personer som er fullt ut dedikert til prosjektet. Fokusgruppen av bedrifter med hensyn til antall ansatte bør derfor befinne seg i gruppen 1-4 ansatte. De aller fleste av disse bedriftene befinner seg i bransjer som såkornfond sjelden opererer i (for eksempel varehandel og jordbruk). En stor andel av disse bedriftene er også eldre småbedrifter som faller utenom fokusfeltet på grunn av modenhet. Det er derfor grunn til å hevde at antallet bedrifter som faller inn under såkornsegmentet (før man avklarer i hvilken grad det er snakk om innovative vekstbedrifter) bare utgjør en brøkdel av de angitte 76.000 bedriftene.

³ Unntatt primærnæringene og offentlig forvaltning

4. BEHOVET FOR SÅKORNKAPITAL MED OFFENTLIG MEDVIRKNING I NORGE

I modellen som presenteres i kapittel 2 har vi illustrert problemstillingen knyttet til mangelen på kapital i unge vekstbedrifter i søyle nummer to (figur 2-1). Gruppen potensielle vekstbedrifter innen såkornsegmentet er definert ut fra de som har potensial for å bli suksessrike vekstbedrifter, men som hindres på grunn av mangelen på kapital. Det er disse bedriftene som eventuelt skal tilføres kapital gjennom ordninger med offentlig medvirkning.

I følge OECD (2005) er *“Access to financing ... recognised to be a persistent obstacle to the survival and growth of SMEs including innovative SMEs”*. EU-kommisjonens White Paper om Financial Services Policy fra 2005 peker på det samme: *“A better functioning risk capital market is needed to promote new and innovative firms and to raise economic growth”*. Særlig er situasjonen vanskelig for unge teknologibedrifter med et stort internasjonalt markedspotensial, men med lang kommersialiseringsfase. En nylig publisert OECD-studie viste at den høye risikoprofilen på innovative småbedrifter, som for eksempel manglende ledelses- og organisasjonskompetanse, begrensede markedsrelasjoner og en stor andel immaterielle ressurser, gjør det svært vanskelig å skaffe finansiering fra banker og tradisjonelle investorer (OECD, 2005). Det hevdes her at årsaken er at det er vanskelig å vurdere vekst- og lønnsomhetspotensialet i slike bedrifter. De fremhever derfor at det er viktig å stimulere eiertyper som både har kompetanse til å vurdere bedriftenes forretningsidé, produkter og markedspotensial, og som er villig til å ta tilstrekkelig risiko.

I dette kapittelet foretar vi en drøfting av hvorvidt det faktisk er mangel på kapital til tidligfase vekstbedrifter i Norge. Vår drøfting utfyller tidligere utredninger (for eksempel NHD, 2002) ettersom vi retter søkelyset mot nyere norske kartlegginger, samt at vi anvender informasjonen fra undersøkelsene i denne evalueringen.

4.1. NOEN TEORETISKE BEGRUNNELSER FOR OFFENTLIG TILFØRSEL AV KAPITAL TIL TIDLIGFASEBEDRIFTER

Gompers og Lerner (1999) peker på fire problemer som reduserer kapitaltilgangen til unge innovative bedrifter: usikkerhet, asymmetrisk informasjon, høy andel immaterielle ressurser og spesifikke forhold i de relevante produkt- og finansmarkedene.

Usikkerhet i investeringer er et uttrykk for variasjon i forventede resultater. Jo større spredning, desto større usikkerhet. Det er stor usikkerhet forbundet med bedrifter i en tidlig fase. Før kommersialisering er det usikkert om teknologien fungerer (teknologisk risiko) og hvordan responsen i markedet vil bli (markedsrisiko). Det er også vanskelig å vurdere om konkurrentene i markedet vil møte den nye trusselen med mottiltak og om forretningsmodellen er fornuftig. Disse faktorene reduserer investorers vilje til å finansiere unge innovasjonsbedrifter.

Men mangel på kapital på grunn av risiko utgjør ikke en selvstendig begrunnelse for offentlig intervensjon. Fra et samfunnsøkonomisk perspektiv kan offentlig intervensjon i et marked kun være lønnsom dersom det eksisterer en markedssvik. En form for markedssvikt som ofte gjør seg gjeldende der tidligfasebedrifter er involvert, er nettopp asymmetrisk informasjon. For å evaluere vekst- og lønnsomhetspotensialet til en bedrift må man ha spesifikk informasjon om bedriftens

produkter, organisasjon og kompetanse, samt kunnskap om marked og konkurranseforhold. Gründere som både eier og driver bedriften har større forutsetninger for å besitte denne type informasjon. Dermed er det vanskelig for investorer å vurdere hvilke gründere som kommer med det beste prosjektet. Dette seleksjonsproblemet, som blant annet er beskrevet nærmere av Myers og Majluf (1984), kan føre til at kapitalmarkedet får trekk av et marked for "mandagsbiler".

Et tredje problem unge innovative bedrifter står overfor er at ressursene de besitter i stor grad er immaterielle. Teknologi, markedskunnskap og forretningsmodell er vanskeligere å beskrive og verdsette enn hva som er tilfellet med fysiske ressurser. Rigger, skip og eiendom er derfor langt enklere å finansiere enn kunnskapsbedrifter.

Gompers og Lerner's fjerde poeng; variasjoner i produkt- og finansmarkeder, er knyttet til temporære variasjoner i kapitalbehov og kapitaltilgang. For eksempel er det en generell oppfatning at tilgangen på kapital var svært god under dot.com-bølgen rundt årtusenskiftet, mens de påfølgende årene var preget av kapitaltørke. De siste to-tre årene har kapitaltilgangen igjen tatt seg kraftig opp. Det er sannsynlig at disse variasjonene slår kraftigere ut for unge innovative bedrifter enn for næringslivet generelt, blant annet fordi behovet for "frisk kapital" er større.

Unge vekstbedrifter er ofte svært FoU-intensive. Blant såkornfondenes porteføljeselskaper driver mer enn 80 prosent av bedriftene med FoU-intensive produkter og tjenester. Offentlige virkemidler rettet mot FoU og innovasjon i næringslivet er gjerne begrunnet med at det eksisterer en eller annen form for markedssvikt som det offentlige virkemiddelapparatet kan "korrigere". Hovedbudskapet i det klassiske markedssviktsargumentet, utviklet av Arrow (1962), er at private bedrifter ikke fullt ut kan internalisere de positive effektene av sine FoU investeringer. Derfor vil bedrifter investere mindre i FoU og innovasjon enn det som er samfunnsmessig optimalt. Ved å subsidiere FoU aktivitet i næringslivet kan virkemiddelapparatet imidlertid utløse innovasjonsaktivitet som ellers ikke ville blitt gjennomført. En nært beslektet begrunnelse for offentlig inngrep i FoU-markedet er at spesielt små og unge bedrifter kan ha vanskeligheter med å finansiere innovasjonsaktivitet over den løpende driften av selskapet sammenlignet med større bedrifter (Jääskeläinen, et al, 2007).

Begrunnelsene for offentlig intervensjon som er drøftet over tar utgangspunkt i markedssvikt. I innovasjonssystemlitteraturen fremføres det også argumenter for hvorfor det offentlige bør medvirke i slike markeder. Hovedbudskapet i dette perspektivet er at innovasjon er en systemisk interaksjonsprosess som involverer flere typer aktører. Virkemiddelapparatet bør i et slikt perspektiv ikke utelukkende fokusere på å korrigere for tradisjonell markedssvikt, men også sørge for at informasjon og kunnskap, som kan føre til mer innovasjon, spres blant markedsaktører gjennom interaksjon og samarbeid. Det fokuseres på hvordan kunnskap utvikles, tas i bruk og spres. Denne begrunnelsen for offentlig innovasjonsstøtte kan kalles for systemperspektivet (Kaloudis, 2003).

Det vil også være viktig ut i fra et systemperspektiv at offentlige satsninger og tiltak utvikler regionenes forutsetninger for å kommersialisere nye ideer og innovasjoner, og bygger innovasjonssystemer med evne og mulighet for å kommersialisere innovasjoner. I en situasjon der investeringer i såkorn og venture fond er forbundet med lav avkastning (som er tilfellet i store deler av Europa) kan offentlige virkemidler subsidiere kostnadene ved etableringen av slike fond fordi fondenes aktiviteter er forbundet med aktiviteter som har en samfunnsøkonomisk gevinst, for eksempel i form av tech-transfer fra universiteter og høyskoler eller læringseffekter, men som private investorer ikke selv tjener penger på (Jääskeläinen, et al, 2007).

Hvilken begrunnelse man skal legge til grunn i evalueringsoyemed er en viktig beslutning. Mens markedssviktsperspektivet er spesielt opptatt av om offentlig støtte bidrar til at bedrifter investerer mer i FoU og innovasjon, er systemsviktstradisjonen mer opptatt av om et offentlig program fører til mer samarbeid, interaksjon, læring mellom ulike typer aktører og utprøving av nye ideer. Selv om de to tradisjonene bygger på forskjellig teorigrunnlag er de mer utfyllende enn konkurrerende. Ifølge begge tradisjonene er en offentlig intervensjon velbegrunnet dersom offentlige støttemidler utløser en eller annen form for "meraktivitet" som ikke ville blitt utført eller igangsatt uten et offentlig program eller intervensjon. Hva denne "meraktiviteten" er vil imidlertid være til dels svært forskjellig i de to tradisjonene.

4.2. DET NORSKE UNIVERSET AV VEKSTFORETAK

Et foretak kan i all hovedsak skaffe seg kapital fra tre ulike typer kilder: (A) generere kapital fra egen drift, (B) få tilført ekstern egenkapital, og (C) få tilgang til lån (NHD,2002). For små og mellomstore bedrifter (SMB) er den vanligste kapitalkilden i all hovedsak egenkapital generert fra foretakets løpende drift. Egenfinansiering forutsetter imidlertid at foretaket har et overskudd å høste av, noe som utgjør en klar begrensning. Med ekstern egenkapital menes kapital der kapitaleiere, slik som større bedrifter, business angels, såkornfond og venturefond investerer i foretak i "bytte mot" eierskap. Lån og tilsvarende fremmedkapital tilføres gjerne fra banker og andre finansinstitusjoner, men også fra privatpersoner (familie og venner). Slike former for kapital er ofte viktige for små foretak (NHD, 2002).

Som diskutert innledningsvis er det grunn til å tro at det først og fremst er potensielle vekstforetak som står ovenfor svikt i kapitalmarkedet da investorer og kapitaleiere ikke ønsker å investere i innovative tidligfase bedrifter grunnet høy teknologisk usikkerhet og markedsrisiko⁴.

Men hvor mange slike vekstforetak eksisterer det egentlig? Sagt med andre ord: Hvor mange bedrifter finnes i gruppene realiserte og potensielle vekstbedrifter i modellen i kapittel 2?

Ifølge en undersøkelse blant nyregistreringer i Brønnøysundregisteret kan omtrent 90 prosent av alle nyregistrerte foretak kategoriseres som levebrødsforetak ut i fra gründernes vekstambisjoner (Borch et. al, 2002). Statistisk Sentralbyrå har nylig utarbeidet en nasjonal statistikk over antallet foretak som regnes som "vekstforetak" og "gaseller". Selv om slike tall ikke inkluderer de potensielle vekstforetakene (de som mangler kapital) så gir en slik oversikt over antallet vekstforetak og gaseller i det norske næringslivet en mulig pekepinn på hvor stort behovet for såkorn (og venture) kapital er.

For å få en oversikt over antallet vekstforetak og gaseller i den norske foretakspopulasjonen må man følge foretak over tid (Spilling et. al 1998).⁵ Samtidig er det slik at andelen "høyvekstforetak" og

⁴ Selv om levebrødsforetak er viktig for den samlede sysselsettingen så representerer slike foretak ofte ikke "noe nytt" i økonomisk forstand når det kommer til forhold som kommersialisering av radikale teknologiske ideer, innovasjoner, FoU og lignende (Spilling et al, 1998).

⁵ Ifølge en oversikt fra SSB ble det startet opp 35 537 nyetablerte foretak i 2001 i Norge. Av disse var 11 832 i drift i 2006, som gir en overlevelsesrate på omtrent 33 prosent De nyetablerte foretakene som ble etablert i 2001, og som var i live i 2006, sysselsatte nesten fire ganger så mange som alle nyetablerte foretak i 2001. Dette illustrerer at vekstforetak er en viktig kilde til fornying, økonomisk vekst og sysselsetting (Spilling et. al, 1998; Aldrich et. al, 1999; Schumpeter, 1934).

"gaseller" er svært lav. Et "høyvekstforetak" er i denne sammenheng definert som et foretak som over en periode på tre år har hatt en gjennomsnittlig årlig vekst på 20 prosent eller mer, og hatt minst ti ansatte i begynnelsen av vekstperioden. "Gaseller" er "høyvekstforetak" som er fire eller fem år gamle.

Av de totalt 35 537 foretakene som var nyetablerte i Norge i 2001 hadde 13,8 prosent en gjennomsnittlig årlig vekst på minst 20 prosent fra 2004 til 2007 målt i omsetning, mens bare 3,8 prosent var høyvekstforetak målt i ansatte. I forhold til evalueringen, er det spesielt vekst i omsetning som er viktig. Måler man "gaseller" i forhold til omsetning så tilsier statistikken at omtrent 0,6 prosent av de foretakene som ble etablert i 2001 kunne regnes som "gaseller" på et senere tidspunkt.

Disse enkle regnestykkene forteller oss at av de 35 537 nyetablerte foretakene i 2001 så kan 2 132 regnes som høyvekstforetak, mens 213 kan regnes som "gaseller" på et senere tidspunkt.

Hvis statistikken over forteller noe strukturelt om den norske foretakspopulasjonen og næringslivet, så vil en svært liten andel av de unge bedriftene bli høyvekstforetak. Statistikken til SSB fokuserer primært på bedrifter med betydelig sysselsetting. Sårkornkapital rettes gjerne mot noe mindre oppstartsbedrifter, men med større vekstpotensial. Tallene fra SSB matcher derfor ikke 100 prosent målgruppen for sårkornfondene. Likevel gir tallene en indikasjon på hvor få bedrifter det er som faller inn under det vi har betegnet som realiserte vekstbedrifter i sårkornsegmentet i kapittel 2. Tallene sier heller ingenting om hvor mange bedrifter som sorterer inn under gruppen potensielle vekstbedrifter. Dette ser vi nærmere på nedenfor.

4.3. EMPIRISKE STUDIER AV MANGEL PÅ KAPITAL TIL TIDLIGFASEBEDRIFTER I NORGE

Studien "Kapitalmarkedet for nyetablerte foretak (NHD, 2002)" fokuserer på kapitalmarkedet for gruppen av nyetablerte foretak med stort vekst- og verdiskapingspotensial. Rapporten beskriver både tilbudssiden og etterspørselssiden i Norge, samt at den referer til internasjonal litteratur på området. I rapporten påpekes det at to betingelser må være oppfylt for at man skal ha et reelt "finansieringsgap" (equity gap). For det første må det være tilfellet at bedriften ikke har fått kapital, for det andre må det være slik at bedriften burde ha hatt kapital. Kravet til at selskap burde ha hatt tilgang til kapital er at den forventede lønnsomheten står i forhold til risikoen for at kapital går tapt.

I rapporten beskrives det norske SMB-markedet på følgende måte:

"Markedet er for det første preget av asymmetrisk informasjon, forstått på den måte at etterspørselssiden og finansieringssiden har forskjellig informasjon om foretakets muligheter til suksess. For det andre er markedet preget av at majoriteten av SMB ikke har tilgang til en ordnet markeds plass for omsetning av risikokapitalinstrumenter. Dette fører til større informasjonsproblemer i førstehåndsmarkedet og lav likviditet i annenhåndsmarkedet. Begge forannevnte forhold kan gi opphav til feilallokering av kapital i samfunnsøkonomisk forstand".

Hvide og Mjøs (2007) finner ut fra et utvalg på 4 271 norske bedrifter, som startet opp i perioden 1994 - 2002, at 40 prosent av disse hadde ekstern egenkapital det første året de var i drift. 60 prosent av bedriftene er altså utelukkende finansiert med gründernes egenkapital, samt lån. Hvide

og Mjøs finner at den viktigste faktoren for hvorvidt etableringsbedriftene har ekstern egenkapitalfinansiering, avhenger hvor velstående grunnleggeren av bedriften er. I tråd med hva man ville forvente finner de at gründere i bedrifter med ekstern egenkapital er mindre velstående enn gründerne som ikke har eksterne eiere. Det synes imidlertid ikke som om den eksterne egenkapitalfinansieringen fullt ut kan oppveie mangelen på kapital hos gründeren selv ettersom bedriftene med ekstern egenkapitalfinansiering er signifikant mindre (målt i eiendeler eller omsetning) enn bedriftene uten eksterne eiere. Dette tyder på at bedriftene med ekstern egenkapitalfinansiering opplever begrensninger på ekstern egenkapitaltilførsel og kreditt.

Stamland, Rud og Mjøs (2008) fra SNF har blant annet studert om det er geografiske forskjeller i SMBenes behov for- og tilgang til kapital. Datamaterialet som er lagt til grunn er hovedsakelig regnskapsdata for norske bedrifter, samt en spørreundersøkelse sendt til næringspolitiske kontorer, fylkeskommuner og sparebanker (152 respondenter). Studien konkluderer med at det er mindre gjeldsfinansiering hos SMBer utenfor sentrale strøk, og at det er mulig at kreditttilgangen er svak i forhold til kredittbehovet utenfor sentrale områder. Studien gir imidlertid indikasjoner på at tilgangen på innsatsfaktorer og produktmarkeder har en større innvirkning på bedriftens lokalisering og vekst enn kapitalmarkedet har, hvilket tyder på at kredittbegrensningen i verste fall er moderat. Basert på spørreundersøkelsen finner de også indikasjoner på at SMBers tilgangen til egenkapital er vanskeligere enn til fremmedkapital. Dette indikerer i så fall at dersom det er mangel på lånekapital vil det også være mangel på egenkapital.

Selv om Stamland, Rud og Mjøs ikke hovedsakelig fokuserer på nyetablerte SMBer med vekstambisjoner, finner de at eldre bedrifter har høyere gjeldsgrad enn yngre, hvilket kan indikere en vanskeligere tilgang til gjeldsfinansiering i tidlige faser. Dette funnet samsvarer også med internasjonal litteratur. Blant andre rapporterer Carpenter og Petersen (2002) at median gjeldsgraden til små teknologibaserte foretak bare er seks prosent.

Sørheim og Isaksen (2008) ser på finansiering av nyetableringsbedrifter for et utvalg av 824 bedrifter som har blitt fulgt fra oppstart i 2002 til 2006. I utvalget var det 161 av bedriftene (19,5 prosent) som uttalte at de hadde vekstambisjoner. Av undersøkelsen kommer det frem at de selverklærte vekstbedriftene er mer aktive med å skaffe seg lån og egenkapital, at de har større sannsynlighet for å få tilbud om lån og egenkapital og at de har større sannsynlighet for å takke ja til lån og egenkapital. Det er også interessant at bedriftene med vekstambisjoner har signifikant mer egenkapital, lån og total kapital ved oppstartstidspunktet i 2002. Den forskjellen viser seg også å holde over tid. Sørheim og Isaksen finner ingen geografiske mønstre med hensyn til vekstambisjoner eller holdninger til finansiering. Forfatterne indikerer at mye av fortjenesten for dette må kunne henføres til den desentraliserte bankstrukturen i Norge med mange lokalt forankrede sparebanker. Basert på hovedfunnet om at bedrifter med vekstambisjoner faktisk vokser slutter Sørheim og Isaksen at det ikke synes å være verken noen nasjonal eller regional kapitalmangel for oppstartsbedrifter i Norge. Forfatterne påpeker imidlertid at konklusjonene må tas med et forbehold ettersom det studerte utvalget er lite og perioden hvor bedriftene ble fulgt var en høykonjunktur.

Reitan og Sørheim (2002) har gjort en spørreundersøkelse om tilgangen av finanskapital blant et utvalg på 269 SMBer. Omtrent 40 prosent av bedriftene i vekstfasen har aktivt søkt etter nye deleiere. Derimot har kun 13 prosent av bedriftene i modnings-/ tilbakegangsfasen aktivt søkt etter nye deleiere. Undersøkelsen viser også at bedrifter i utviklings-/etableringsfasen og vekstfasen som

aktivt har søkt etter nye deleiere/investorer de siste tre årene, i større grad lykkes med å få tak i dette enn bedrifter i modnings-/tilbakegangsfasen. Tabellen nedenfor viser andelen av bedrifter i utvalget som har fått inn en ekstern investor de siste tre årene (1999 - 2001)

Tabell 4-1 Tilgang på ekstern egenkapital for SMBer fordelt på fase

	Har fått investor	Antall respondenter
Utviklings-/etableringsfasen	73%	79
Vekstfasen	71%	102
Modnings-/tilbakegangsfasen	46%	100

Vi ser at det er en langt større andel blant bedriftene i utviklings- og etableringsfasen og vekstfasen som har fått inn investor i løpet av de tre siste årene. Likevel oppfattes tilgangen på finanskapital som dårligere av bedrifter i tidlige stadier av livssyklusen enn bedrifter i senere stadier. Dette skyldes at det eksterne finansieringsbehovet er større blant tidligfasebedriftene. I tillegg kan det være slik at mange av tidligfasebedriftene har fått tilgang på ekstern kapital, men at den ikke strekker til. Ellers konkluderer forfatterne med at det kan synes som om det er en viss mangel på eksterne eiere med erfaring og kompetanse i det norske markedet. Vi snakker dermed om mangel på kompetent kapital.

4.4. BEHOVET FOR SÅKORNKAPITAL MED OFFENTLIG MEDVIRKNING: RESULTATER FRA UNDERSØKELSENE

Vi retter nå søkelyset mot hvordan ulike aktører i *evaluering* ser på behovet for tilførsel av såkornkapital med offentlig medvirkning. Et sentralt spørsmål i denne sammenhengen er om antallet oppstartsbedrifter med betydelig vekst er "lavt" fordi potensielle vekstbedrifter ikke får kapital til å finansiere produktutvikling og markedsføring (kapitalmarkedssvikt), eller om det er slik at tilførselen av prosjekter og bedrifter med vekstpotensial er lavt. Sistnevnte åpner opp for at det ikke først og fremst er kapitalmarkedssvikt som er problemet, men heller at antallet "gode investeringscase" er lavt. Selv om det er svært vanskelig å si noe "håndfast" om dette, er det mulig å analysere såkornfondenes dealflow (begrepet avklares under). Sistnevnte sier noe om antallet bedrifter som i en tidlig fase aktivt søker risikokapital.

4.4.1. Etterspørselen etter såkornkapital:

Dealflow til såkornfondene

Dealflow er det begrepet fondsforvalterne bruker om antallet gründerprosjekter som såkornfondene har vurdert for mulig investering. I all hovedsak er dette gründerprosjekter i en tidligfase. Dealflow forteller noe om hvor mange gründerne som aktivt ønsker risikokapital finansiering av sin virksomhet.

Gjennom våre intervjuer med forvalterne i såkornfondene har vi innhentet informasjon om dealflow til hvert enkelt såkornfond siden oppstart av såkornfondsordningen. Vi har fått denne informasjonen fra elleve fond.⁶ I tabellen nedenfor gjengir vi fordelingen av dealflow etter kilde:

Tabell 4-2: Dealflow i fondene siden oppstart

Dealflow fra fond som har oppgitt kilde til prospektene	Antall	Prosent
Direkte fra Uogh-sektoren og forskningsinstitutter	293	14 %
Gjennom TTOer og inkubatorer	254	12 %
Fra selvstendige gründerne	1069	50 %
Fra industrielle spinn-offs	498	23 %
Totalt	2141	100 %
<hr/>		
Totalt for alle 11 fondene	3011	

Dealflowen domineres av prospekter fra gründerne, men det er viktig å merke seg at gründerne gjerne har utviklet prosjektene sine i større bedrifter og tatt med seg erfaringer og kunnskap fra disse. Industrielle spin-offs representerer i underkant av 25 prosent og her har vi altså en etablert link til et større foretak. De resterende prospektene kommer fra UoH-sektoren, TTOer og inkubatorer.

De elleve såkornfondene har siden oppstart hatt en samlet dealflow på 3 011. Dette gir en gjennomsnittlig dealflow på 273 siden oppstart av Innovasjon Norge sin såkornfondordning. Selv om man ved første øyekast skulle tro at såkornfondene har tiltrukket seg 3011 innovative gründerprosjekter med faktisk vekstpotensial siden oppstart av ordningen, så er dette neppe tilfellet.

Begrepet dealflow er vanskelig å definere på en operasjonell hensiktsmessig måte. De dealflow tallene vi har fått fra såkornfondene inkluderer "reelle", så vel som "mindre relevante", henvendelser fra bedrifter og gründerne. På bakgrunn av de intervjuene vi har gjort med fondsforvalterne kan man som en første tilnærming anta at hvert enkelt fond vurderer omtrent 100 reelle case hvert eneste år. Samtidig er det slik at flere av de samme casene går igjen hos de forskjellige fondene. Basert på tidligere erfaringer fra PE-bransjen er det grunn til å tro at hver enkelt case i gjennomsnitt blir vurdert av minst to fond. Dette skulle tilsi at det totale antallet unike reelle bedriftscase som såkornfondene har under vurdering per år er på omtrent 50 case per fond i gjennomsnitt. Det er ni såkornfond som investerer aktivt for tiden. Det skulle totalt tilsi en "reell" dealflow på 450 per år. Basert på de inntrykkene som fondsforvalterne selv sitter på, kan man noe raust anta at 1/3 av disse henvendelsene er fra oppstartsbedrifter med betydelig lønnsomt vekstpotensial. Dette skulle tilsi at

⁶ De to Midvest-fondene er ikke med fordi de først kom opp i februar 2008. Såkorninvest Innlandet har gått konkurs og det er derfor vanskelig å få tak i tall. Såkorninvest Midt-Norge har ikke levert.

det genereres grovt regnet 150 innovative prosjekter i en tidligfase med betydelig lønnsomt vekstpotensial som tilflytter såkornfondene. Det finnes naturligvis et betydelig antall tilsvarende cases med behov for kapital som ikke henvender seg til fondene, og som fondene selv ikke finner. De vil i stor grad søke seg til alternative investorer som business angels, corporate venture miljøer, enkelte større konsern og eventuelt venturefond som går inn i tidligere faser. Gjennomgangen av disse miljøene i NHD (2002) peker i retning av at disse miljøene er relativt små i Norge. I følge Kolvereid, Bullvåg og Åmo (2007) har man i Norge et betydelig antall uformelle investorer (4,4 prosent av den voksne befolkningen), men disse investerer svært lite sammenlignet med tilsvarende investorer i andre land.

Selv om man på ingen måte kan sette "to streker under svarene" på dealflow tallene i avsnittet over, så illustrerer dealflowen at det etableres relativt få oppstartsbedrifter per år i Norge med faktisk vekstpotensial.

I følge Isaksen (2006) er det en svært liten andel av oppstartsbedriftene som søker kontakt med investeringsmiljøer for tilgang på ny egenkapital. Færre enn tre prosent søker slik kontakt, men av de som gjorde dette i undersøkelsen, ble rundt 1/3 tildelt egenkapital.

4.4.2. Tilbud av såkornkapital

I vår bedriftssurvey ble bedriftslederne spurt om de hadde mangel på kapital da såkornfondet kom inn på eiersiden. 95 prosent av respondentene svarte ja på dette spørsmålet. Under forutsetning av at såkornfondene klarer å selektere ut bedrifter med vekstpotensial, indikerer dette resultatet at det er mangel på kapital til slike bedrifter i Norge. Samtidig er det viktig å være oppmerksom på at disse bedriftene har kommet i kontakt med fondene nettopp fordi de er på leting etter kapital. Man skulle dermed forvente en slik respons på dette spørsmålet.

"Close to selection" undersøkelse

Under forutsetning av at forvalterne av fondene besitter god kompetanse knyttet til seleksjon av bedrifter, er det av interesse å se nærmere på hva som skjer med de bedriftene som blir vurdert som marginalt for dårlige eller marginalt for dyre. Ut fra et lønnsomhetsperspektiv er dette bedrifter som bør få tilgang på kapital fra andre kilder. Dersom det er prisen som er avgjørende vil eierne kunne hente inn kapital til en marginalt lavere pris, og det vil ikke kunne betegnes som et uttrykk for kapitalmangel som følge av markedssvikt.

Med dette som bakgrunn gjennomførte vi en liten spørreundersøkelse rettet mot bedrifter som forvalterne av fondet selv har identifisert som case som oppfyller de kriterier vi krever for å få status som "close to selection" case. Vi kom i kontakt med totalt ni bedrifter. Alle unntatt en bedrift klarte å hente inn kapital fra andre steder. De fleste opplevde ikke denne prosessen som vanskelig. Enkelte fikk sågar høyere pris for sine aksjer hos andre investorer. Bedriftenes evne til å hente inn kapital fra alternative aktører er sterkt konjunkturavhengig. Vi anser det som sannsynlig at denne undersøkelsen er sterkt preget av den høyst positive konjunktursituasjonen i 2007, da disse bedriftene var ute etter kapital.

Fondsaksjonærenes vurderinger av markedssvikt

Som nevnt tidligere er det svært vanskelig å identifisere empirisk hvorvidt tidligfasebedrifter står ovenfor kapitalmarkedssvikt. For å undersøke dette nærmere hentet vi inn aksjonærenes

synspunkter på i hvilken grad slike bedrifter i Norge mangler kapital. Vi behandler med andre ord såkornfondenes aksjonærer som en "ekspertgruppe" i kraft av sin kunnskap og erfaring fra næringslivet og finansbransjen.

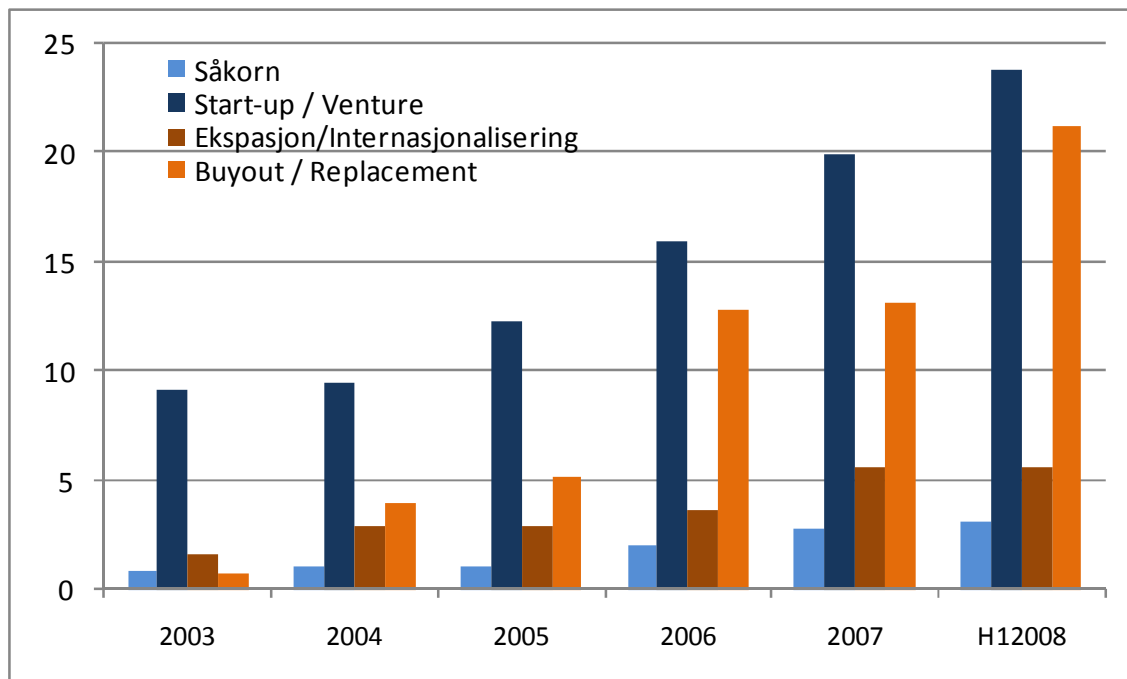
52,3 prosent av aksjonærene hevder at det er "mangel på kapital til innovative tidligfasebedrifter i sin region". Dette betyr at omtrent halvparten av aksjonærene mener at det er vanskelig for innovative tidligfase bedrifter å få tilgang til kapital i deres region. Svarene fra aksjonærene tyder derfor på at det eksisterer en regional kapitalmangel til innovative tidligfase bedrifter, men at denne kanskje ikke er like akutt i alle regioner. En marginalt større andel hevder at det eksisterer en landsdekkende kapitalmangel der innovative tidligfase bedrifter ikke får tilgang på kapital. Det er med andre ord ingen markante forskjeller i synet på disse to spørsmålene. Aksjonærenes respons må tolkes med varsomhet ettersom antall respondenter er begrenset. På den annen side er aksjonærene i såkornfondene en "ekspertgruppe" som har dyp kjennskap til hvordan kapitalmarkedet i deres region fungerer og er satt sammen. Deres synspunkter er derfor meget relevante.

4.5. AKTIVE EIERFONDS TILBUD AV KOMPETENT KAPITAL TIL SÅKORNSEGMENTET

Såkornfond betegnes sammen med venturefond og oppkjøpsfond som **aktive eierfond**. Fondene kobler kapital og forretningskompetanse rettet mot bedrifter utenfor børs. De norske aktive eierfondene representerer en relativt ung bransje som de siste årene har hatt en drivende vekst. I dag er størrelsen på markedet for aktivt eierskap i Norge på nivå med resten av Vest-Europa. Det norske markedet for aktivt eierskap besto i første halvår 2008 av mer enn 50 investeringselskap. De forvalter 110 fond som til sammen har mer enn NOK 50 milliarder i forvaltningskapital.

De aktive eierfondene deles opp i såkorn, venture, ekspansjon og buyout (NVCA 2008). Navnene reflekterer hvilken fase bedriftene de investerer i befinner seg. Mens såkornfondene bidrar med kapital i bedriftens første utviklingsfase, kan man si at buyout operer i den andre enden av bedriftens livsløp med fokus på modne selskap med potensial til å revitaliseres. I Norge er det Venture-segmentet som dominerer innenfor aktivt eierskap med nærmere halvparten av den totale forvaltningskapitalen. Figuren nedenfor viser hvordan forvaltningskapitalen til de aktive eierfondene har vokst siden 2003.

Figur 4-1 Fordeling av forvaltningskapital på fase for de aktive eierfondene (Milliarder NOK, 2003-H12008)



Søylen lengst til venstre representerer såkornfondene. Av de knappe NOK 3.5 milliarder som forvaltes i dette segmentet i 2008, står ordningene med ansvarlig lån fra Innovasjon Norge for over 90 prosent. Dette illustrerer at aktive eierfond rettet mot en så tidlig fase nærmest ikke ville eksistert uten slike ordninger. Det bør i denne sammenheng nevnes at flere venturefond også velger å gå inn i bedrifter som typisk sorterer inn under såkornsegmentet. Men tall for 2007 viser at hele tre av fire investeringer i såkornbedrifter ble gjort av de fondene som er med i såkornordningen.

4.6. AVSLUTTENDE VURDERING AV BEHOVET FOR SÅKORKAPITAL MED OFFENTLIG MEDVIRKNING I NORGE

Innovasjon Norges såkornfondsordning er et tiltak som er etablert med markedssvikt som teoretisk begrunnelse. Ordningen søker å korrigere for regionale og landsdekkende former for kapitalsvikt. Skal såkornfondsordningen regnes som addisjonal må ordningen korrigere for regional og landsdekkende kapitalmarkedssvikt rettet mot innovative tidligfasebedrifter.

Empirisk identifikasjon av markedssvikt er vanskelig. Dette viser ikke minst vår gjennomgang av den empiriske litteraturen som omtaler dette temaet. De studiene vi har gått gjennom, og som tar utgangspunkt i norske forhold, heller i retning av at det eksisterer imperfeksjoner i markedet for såkornkapital som bidrar til å generere et for lavt kapitaltilbud. Men studiene er ikke entydige. Analyser av problemstillingen preges fort av hvilken konjunktursituasjon man befinner seg i. Tilførsel av risikokapital til næringslivet er særlig konjunkturfølsom. Dette ser vi også i markedet for kapital gjennom aktive eierfond generelt. Investeringsaktiviteten følger i stor grad de realøkonomiske svingningene og utviklingen på børsen.

Et problem med litteraturen vi presenterer er at den i liten grad klarer å kartlegge tilfanget av potensielle vekstbedrifter. Dette er ikke overraskende ettersom slike bedrifter befinner seg i en hypotetisk tilstand. Dersom fremveksten av slike selskaper er lav, kan det tenkes at den drives av et begrenset tilfang av gode entreprenører og ideer. I evalueringen har vi tilnærmet oss denne problemstillingen ved å drøfte prosjekttilgangen som strømmer til såkornfondene gjennom såkalt dealflow. Våre dealflow-funn indikerer at det er et begrenset antall *potensielle vekstselskaper* ettersom antallet reelle case som tilbys såkornfondene, så vel som andre relevante investorer, er relativt lavt. Også tallene til Isaksen (2006) understøtter dette. Det er med andre ord indikasjoner på at etterspørselen etter såkornkapital er noe begrenset.

For å belyse tilbudet av kapital til såkornsegmentet har vi hentet inn aksjonærenes synspunkter på hvorvidt det er mangel på kapital i henholdsvis deres region og i Norge generelt. Over halvparten av aksjonærene hevder at innovative tidligfasebedrifter har problemer med å få tilgang til kapital. Analyser av de svarene vi har innhentet fra såkornbedriftene viser at det i svært stor grad er bedrifter med kapitalmangel som får tilgang til såkornkapital. Kapitaltilførsel fra såkornfondene har videre vært viktig for en stor andel av såkornbedriftene (se kapittel 7). Mange av bedriftene hevder at de ikke ville blitt etablert uten slik kapitaltilførsel.

For ytterligere å belyse spørsmålet om markedssvikt og behov for såkornkapital med offentlig medvirkning, har vi gjennomført en såkalt "close to selection" survey. Fordi de er blitt vurdert av fondene som marginale prosjekter, vil en eventuell mangel på kapital hos disse kunne indikere markedssvikt. Majoriteten av disse bedriftene hadde ikke problemer med å hente inn kapital fra andre steder. Undersøkelsen må også ses i lys av at de var ute etter kapital i en periode med høy økonomisk vekst og overskudd på kapital blant norske investorer.

En sentral indikator for tilgangen på kompetent såkornkapital finner man i mengden av kapital i såkornfond utenfor de ordningene som staten har initiert gjennom Innovasjon Norge. Av en total kapital i slike fond i Norge på rundt 3.5 milliarder NOK, står ordningene for 3.1 milliarder NOK. Man kan med andre ord slutte at dette tilbudet er svært begrenset. Når vi også vet at business angel segmentet er lite utviklet i Norge er det god grunn til å hevde at det er mangel på kompetansetung såkornkapital i Norge.

Når både etterspørsel etter og tilbud av kapital i tilknytning til såkornsegmentet er lav, står vi overfor en situasjon som kan betegnes som et tynt marked. I et slikt marked vil gjerne tilbydere og etterspørere ha vanskelig for å finne hverandre. Markedet fungerer ikke optimalt fordi det eksisterer tosidige informasjonsbarrierer. Som påpekt tidligere, er ikke kapital noen entydig innsatsfaktor i dette segmentet. For de potensielle vekstbedriftene kan det være vanskelig å finne hvilken investor som sitter på den rette kompetansen. Dette aspektet bidrar til å gjøre markedet enda tynnere. Slike markedsbetingelser preger og vanskeliggjør såkornfondenes utøvelse av selskapsseleksjon, som vi drøfter nærmere i kapittel 7.

5. FONDENES RAMMEBETINGELSER OG ORGANISERING

I kapittel 1 ga vi en rask oversikt over såkornfondene. I dette kapittelet går vi grundigere inn på hvordan fondene er organisert og under hva slags rammebetingelser de opererer. I rapportens neste del ser vi nærmere på grad av måloppnåelse, gitt disse rammebetingelsene. Det er derfor nødvendig å se på rammebetingelser og organisering først. I tabellen nedenfor presenteres noen sentrale kjennetegn ved fondene. Det er etablert til sammen 15 fond under ordningene som administreres av Innovasjon Norge.

Tabell 5-1 Sentrale kjennetegn ved fondene

Fondets navn	Forvalter	Etablert	Etablert	Investerings- mandat	Størrelse (mill kr)	Offentlig andel
Startfondet AS	Convexa AS	1998	Bølge 1	Landsdekkende	320	50 %
Såkorninvest Sør AS	Skagerak Venture Capital AS	1998	Bølge 1	Regional	106	50 %
Såkorninvest Nord AS (SINAS)	PronordAS	1998	Bølge 1	Regional	75	50 %
Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Leiv Eiriksson Nyskaping AS (LEN)	1998	Bølge 1	Regional	126	50 %
Såkorninvest Innlandet AS	Sikon Øst AS	2000	Bølge 1	Regional	60	50 %
Såkorninvest AS	Såkorninvest Management AS	1998	Bølge 1	Regional	88.5	50 %
All i bølge 1					775.5	388
Sarsia Seed AS	Sarsia Seed Management AS	2006	Bølge 2	Landsdekkende	333.5	50 %
Såkorninvest II AS	Såkorninvest Management AS	2006	Bølge 2	Landsdekkende	341	50 %
Proventure Seed AS	Proventure Management AS	2006	Bølge 2	Landsdekkende	335	50 %
Alliance Venture Polaris AS	Alliance Venture AS	2006	Bølge 2	Landsdekkende	339.4	50 %
KapNord Fond AS	Pronord AS	2006	Bølge 2	Distrikt	255	70 %
Fjord Invest SørVest AS	Fjord Invest AS	2006	Bølge 2	Distrikt	216	62 %
NorInnova Invest AS	NorInnova Forvaltning AS	2006	Bølge 2	Distrikt	272	64 %
Midvest I AS	Midvestor Management AS	2008	Bølge 2	Distrikt	179	68 %
Midvest II AS	Midvestor Management AS	2008	Bølge 2	Distrikt	75	50 %
Alle i bølge 2					2345.9	1320
Alle					3121.4	1708

Nærmere om fondene i første bølge

I perioden 1998-2000 (bølge 1) ble det etablert seks fond. Disse er oppført øverst i tabellen ovenfor. Ett av disse fondene er landsdekkende (Startfondet), men dekker spesielt Oslo-regionen. De resterende fem fondene har et regionalt investeringsmandat. Såkorninvest Nord har nedslagfelt i de tre nordligste fylkene, Såkorninvest Midt-Norge dekker Trøndelag og Møre og Romsdal,

Såkorninvest dekker Rogaland, Hordaland og Sogn og Fjordane, Såkorninvest Sør har mandat i Agder, Telemark, Buskerud og Vestfold, mens Såkorninvest Innlandet, som nå har opphørt, investerte i Hedmark og Oppland. De regionale fondene har ikke hatt noen begrensninger på hvor i regionen de har kunnet investere.

For fondene i bølge 1 ble det i utgangspunktet besluttet å etablere ett landsdekkende fond med en låneramme fra staten på 200 millioner NOK. Noe senere ble det besluttet at man skulle øremerke 40 millioner NOK til fire regionale fond. De fire første regionale fondene ble følgelig først satt opp med en forvaltingskapital på 20 millioner NOK hver, hvor halvparten kom fra staten i form av ansvarlig lånekapital.⁷ I 2000 ble det igangsatt tiltak for å øke forvaltningskapitalen. Målet var å hente inn 40 millioner NOK til hvert fond fra private og 40 millioner NOK som lånekapital fra staten. I det store og hele klarte man å foreta en omfattende kapitalutvidelse. I 2000 ble også Såkorn Innlandet etablert med en forvaltningskapital på 60 millioner NOK.

Nærmere om fondene i annen bølge

I perioden 2006-2008 (bølge 2), er det blitt etablert ni nye fond. Disse er oppført nederst i tabellen ovenfor. Fire av disse er landsdekkende, og er lagt til universitetsbyene Oslo, Stavanger, Bergen og Trondheim. De skal særlig fokusere på FoU-intensive foretak, herunder de som kommer fra UoGH-miljøene. De resterende fem fondene er distriktsrettede. I dette ligger det at de kun har mulighet til å investere i såkalte A, B og C- og i noen tilfeller D-kommuner. Av disse skal fondene Norinnova Invest og KapNor investere i de tre nordligste fylkene, mens de to Midvest-fondene har nedslagsfelt i Trønderlag og Møre og Romsdal. Fondet Fjordinvest Sørvest kan investere i de andre vestlandsfylkene og Agder.

De 15 fondene har (inkludert det nedlagte Såkorninvest Innlandet) har en samlet forvaltningskapital på 3.1 milliarder NOK der den statlige andelen utgjør 1.74 milliarder NOK (56 prosent av totalkapitalen). Drøye 45 prosent av kapitalen forvaltes av de regionale og distriktsrettede fondene. Det er viktig å merke seg at så mye som 75 prosent av kapitalen forvaltes i bølge 2 fondene der omfanget av investeringer fortsatt er moderat.

5.1. ORGANISERING AV FONDENE

Alle de 15 fondene er organisert som aksjeselskaper der private investorer innehar alle aksjene. De fleste styremedlemmene i fondene representerer eierne. Staten, gjennom Innovasjon Norge, tilfører fondene kapital gjennom ansvarlige lån og tapsfond som blir omtalt grundigere nedenfor. Frem til 2005 hadde Innovasjon Norge (tidligere SND) opp til to styreplasser i fondene. Etter 2005 har man kun valgt å kreve en observatørrolle i styret for å holde seg informert.

I dag forvaltes fondene utelukkende av selvstendige eksterne forvaltningsselskaper som fakturerer fondene for sine tjenester.⁸ Forvalterne gjennomfører alle oppgaver i fondet, alt fra å selektere,

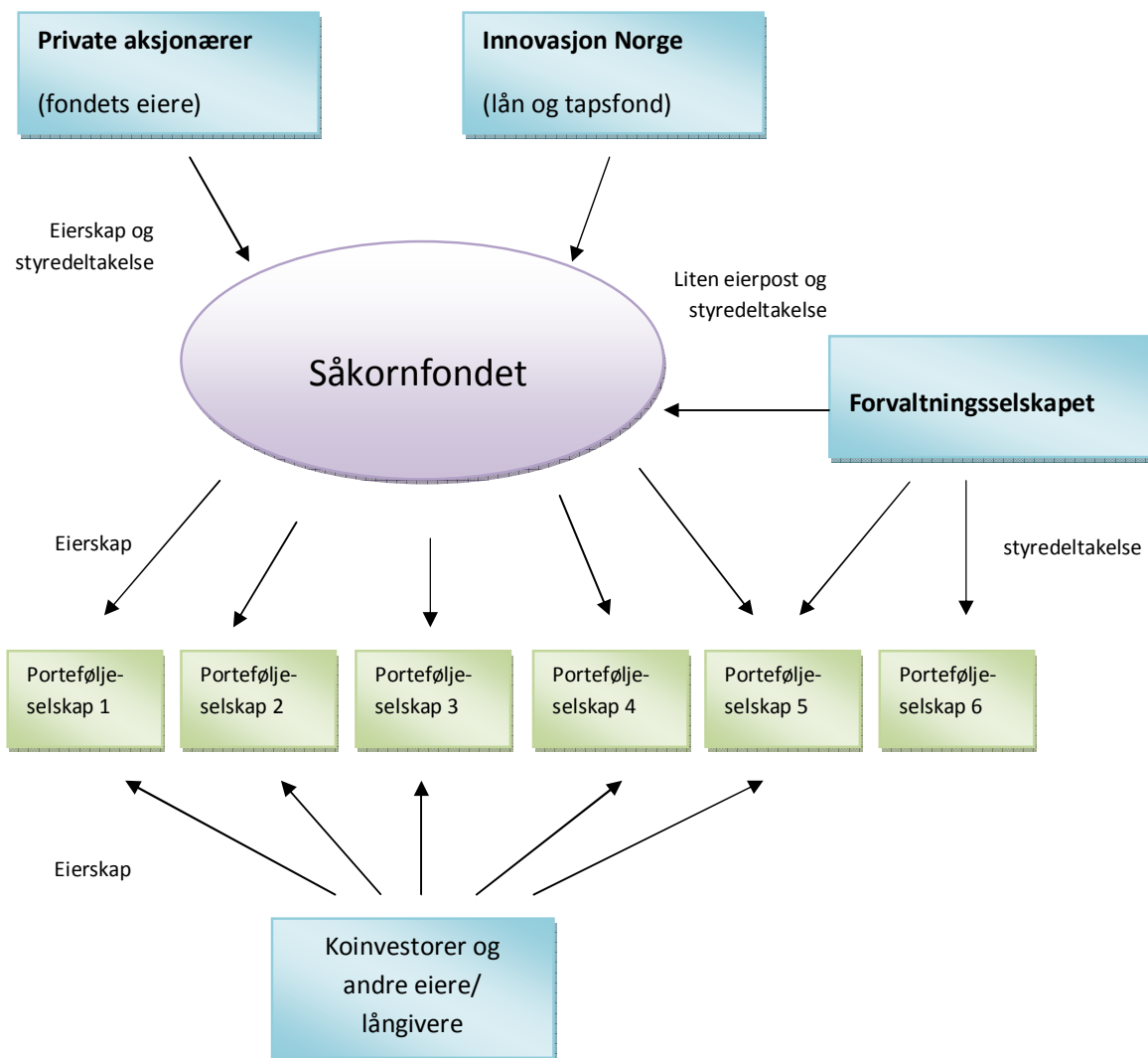
⁷ På dette tidspunktet ble Startfondets kapital redusert fra 200 til 160 millioner NOK.

⁸ I de seks fondene i Bølge1 valgte man opprinnelig å la forvalterne være ansatt i fondene, men dette har aksjonærene nå valgt å gå bort fra, dels for å få bedre styring med forvaltningskostnadene, dels for å styrke kompetansen gjennom å koble seg opp mot større eller mer etablerte forvaltningsmiljøer, og dels for å øke eiernes handlefrihet med hensyn til det å endre forvaltning.

investere i, forvalte og selge seg ut av porteføljeselskaper. Forvalterne sitter nesten uten unntak i selskapenes styre og mange forvaltere er gjerne også dypt involvert i den daglige driften i selskapene man har investert i.

I figuren nedenfor illustreres de ovennevnte aktørenes roller i tilknytning til såkornfondene. Her har vi også tatt med andre typer eiere i porteføljeselskapene for å komplettere bildet.

Figur 5-1 Organiseringsen av såkornfondene under Innovasjon Norges ordninger



5.2. FONDENES KAPITALSAMMENSETNING OG FINANSIELLE VILKÅR

Fond med både privat og statlig kapitaltilførsel kalles i faglitteraturen for hybridfond (OECD 1997). Staten, ved Innovasjon Norge, tilfører såkornfondet 50 prosent av kapitalen gjennom ansvarlig lånekapital (70 prosent for de fleste distriktsrettede fondene). En del av dette lånet representerer et tapsfond (12.5 prosent av totalkapitalen)⁹ som fondet fortløpende kan tære på når fondene har bokført tap på investeringer i et eller flere porteføljeselskaper. Fra statens side er det angitt at man

⁹For de distriktsrettede utgjør tapsfondet 25 prosent av de 70 prosent av fondet som er gitt i statlig lån.

forventer at tapsfondet benyttes fullt ut i alle fondene ettersom det er høyst sannsynlig at en så stor andel av investeringene vil gå tapt over tid. Private aktører går inn med 50 prosent av totalkapitalen (mindre andel i de distriktsrettede fondene), der egenkapital i form av aksjer normalt utgjør 12.5 prosent av totalkapitalen. Resten av den private kapitalen er lån på samme vilkår som statens lån. Den dominerende finansieringsmodellen er illustrert nedenfor:

Figur 5-2 Fondenes kapitalsammensetning



I alle fondene er det lagt opp til at lån og renter ikke behøver å betales inn før fondene termineres (opp til 15 år etter oppstart). Rentevilkårene avviker derimot noe mellom fondene. Renten i fondene i bølge 1 ble satt til 12-måneders pengemarkedsrente (NIBOR) + 3 prosent. For fondene i bølge 2 har man valgt å gi landsdekkende fondene et påslag på to prosent, mens de distriktsrettede er gitt et påslag på 0,5 prosent. Den lavere renten i bølge 2 kom som et tilsvar på at eierne i de første fondene så på rentevilkårene som høye.

Reglene rundt håndtering av tap og gevinster er basert på en symmetritankegang mellom staten og de private eierne. Dersom forvalterne velger å benytte tapsfondet i forbindelse med en full nedskrivning av en investering, må den private egenkapitalen i fondet skrives ned tilsvarende. Man deler med andre ord på nedskrivningen. På tilsvarende måte stilles det krav om at man ved realisering av gevinster, må tilbakeføre kapital (i form av nedbetaling av lån og renter) til Innovasjon Norge og eierne, med samme omfang.¹⁰ Slik sikrer staten seg at ikke de private eierne prioriterer seg selv fremfor staten ved tidlige gevinster.

Sammensetningen av lån og egenkapital i fondene gir de private eierne en potensiell gearing-effekt på sine investeringer, dersom fondene skulle oppnå positiv avkastning utover renten, noe vi kommer tilbake til i kapittel 7.

5.3. FORVALTNING OG INSENTIVERING

Som nevnt ovenfor forvaltes fondene i dag utelukkende av eksterne forvaltningsselskaper (managementselskaper). Forvaltningsselskapet fakturerer fondet for sine tjenester i henhold til avtale mellom fondets aksjonærer og forvaltningsselskapet. Honoraret er normalt satt til 2.5-2.75 prosent av den kommitterte kapitalen, men her har avtaleverket variert noe i mellom fondene og over tid, i lys av at nye forvaltere og nye avtaler har kommet på plass.¹¹ Forvaltningsselskapene besitter gjerne en

¹⁰ Det kreves kun tilbakebetaling dersom dette er nedfelt i fondets bestemmelser. Innovasjon Norge krever kun tilbakebetaling dersom det utbetales noe til investorene.

¹¹ Fire distriktsrettede fond fikk i 2008 en administrasjonsstøtte 0,9 millioner per fond.

liten eierandel (noen få prosent) i fondet. Dette er en vanlig måte å organisere forvaltningen av aktive eierfond på, ettersom en slik eierandel gir forvalterne incentiver til å unngå tap på sine investeringer i fondet. Som deleier eller partner i fondet med helt spesielle mandater, gis forvalterne navnet general partner (GP) mens de andre private eierne får navnet limited partner (LP). I tillegg til potensiell avkastning på egne investeringer, tilbys forvalterne en såkalt carry-avkastning. Denne tilsier at på all avkastning utover en angitt rentesats (vanligvis satt til renten på lånet) skal forvalterne ha 20 prosent. Dette gir forvalterne et sterkt insitament til å oppnå høyest mulig avkastning på fondets investeringer.

5.4. ANDRE RAMMEVILKÅR

Rammevilkårene for fondenes investeringsaktivitet er gitt fra NHD, Innovasjon Norge og EU/EFTA gjennom ESA, og omfatter blant annet følgende elementer:

- Fondene skal investere i bedrifter som befinner seg i såkornfasen. Med såkornkapital mener ESA: *“Seed capital is the small amount of initial capital required to fund the research and development necessary before a new company is set up”*. EFTA (2005a, 2005b). For de distriktsrettede fondene i annen bølge åpner man for en videre investeringsstrategi der fondene også kan gå inn i SMB-segmentet.
- Fondene er videre forhindret fra å investere i sektorer som skipsbygging, eiendom, finansselskaper og utleievirksomhet.
- Vilklårene setter også rammer for hvor mye som kan investeres i hvert porteføljeselskap. EUs statstøtteregler tilsier at man kan gå inn med 1.5 millioner EUR per investeringstransje, som det minst må være tolv måneders tidsslep mellom. Videre er det lagt inn regler om at maksimalt ti prosent av fondets kommitterte kapital kan investeres i ett enkelt selskap. Dette for å sikre risikospredning i fondet.
- Fondene skal i henhold til rammevilkårene være utformet som aksjeselskaper der eierne er private aktører. I fondene under bølge 1 er det satt en begrensning på eierandelene på 15 prosent. I de senere fondene er største tillatte eierandel på 25 prosent. Det har vært gitt dispensasjoner fra disse reglene.
- I rammevilkårene er det angitt regler for rapportering til Innovasjon Norge. Kravet er at man rapporterer hvert halvår, men en rekke fond produserer også omfattende kvartalsrapporter.

5.5. AKSJONÆRAVTALENE

Fondenes aktiviteter er også regulert gjennom den avtale som håndterer forholdet mellom forvaltningsselskapet og fondet gjennom dets eiere. Rapporteringsrutiner utgjør en sentral del av dette rammeverket.

- Avtaleverket setter rammer for hva slags beslutninger som må tas opp på styrenivå. Alle investerings- og salgs/avhendingsbeslutninger må styregodkjennes.

- Fondene har inngått avtaler om forvaltning med forvaltningsselskapet, som gjerne tar utgangspunkt i en angitt varighet. Fondet kan etter nærmere angitte kriterier velge å si opp forvaltningsavtalen.
- Avtaleverket setter også rammer for hva slags interesser og verv forvalterne kan ha utenfor fondet. Det er lagt inn sterke begrensninger med hensyn til styrerepresentasjon, deltidsarbeid og lignende utenfor fondets aktivitetsområde.
- I de nyere landsdekkende fondene er det gjennom avtaleverket lagt inn begrensninger med henhold til hvor mye overskudd forvaltningsselskapene kan bygge opp. Grensen er satt til om lag 250.000 per år.

5.6. INNOVASJON NORGES ROLLE OVERFOR FONDENE

Som nevnt tidligere er Innovasjon Norge satt til å forvalte såkornfondordningene for staten. Det vil med andre ord si at Innovasjon Norge skal forvalte låneporteføljen som er kanalisert til fondene. I tillegg har det vært Innovasjon Norges oppgave å påse at det ble opprettet fond som kunne forvalte de nye ordningene (bølge 2). Innovasjon Norge har observatørplass i en rekke av fondenes styre og får gjennom dette muligheten til å følge nært opp fondenes utvikling over tid.

NHD har utover dette forutsatt at Innovasjon Norge hjelper fondene til å etablere "best-practice" innen såkornforvaltning. NHD har særlig presisert at dette knytter seg til et ansvar for å bidra til at alle såkornfondene har samme regnskapspraksis, modeller for verdiberegning, due-dilligence-rutiner, investeringsnotater, aksjonæravtaler og regler for habilitet og etikk. Innovasjon Norge har også ansvar for kontinuerlig å overvåke den økonomiske utviklingen i fonden, gjennom å utvikle og forvalte et rapporteringssystem der fondene rapporterer inn sine aktiviteter.

Fondsavdelingen i Innovasjon Norge har i den senere tid satt av mer ressurser til å holde seg oppdatert om såkornfondordninger i andre land for lettere å kunne identifisere løsninger som fungerer andre steder. På denne måten kan fondsavdelingen styrke sin kartlegging av "best-practice" forvaltning.

Innovasjon Norge fungerer også som en møteplass for forvalterne gjennom arrangementer som tar opp aktuelle temaer og relevante problemstillinger. Fondsavdelingen vektlegger at slike møter er viktige og at behovet synes å være større enn det som tilbys i dag. Avdelingen holder også nær kontakt med det aktive eierfondsmiljøet i Norge for å følge med på utviklingstrekk og relevante bransjeproblemstillinger.

Sist, men ikke minst, jobber Innovasjon Norge inn mot fondene for å informere om relevante virkemidler rettet mot tidligfasebedrifter, samt aktuelle endringer i rammebetingelser som er av betydning for fondene.

Innovasjon Norges rolle diskuteres nærmere i kapittel 8 i forbindelse med vurderinger rundt retningslinjer, rammeverk og organisering

6. FONDENES INVESTERINGER OG MÅLOPPNÅELSE, GITT RAMMEVERK OG RETNINGSLINJER

Dette kapittelet er organisert på følgende måte. Først presenteres fondenes investeringsaktivitet. Dernest presenterer vi den økonomiske utviklingen i porteføljeselskapene med fokus på bedriftenes omsetning, verdiskaping og lønn/sysselsetting. Til slutt ser vi nærmere på fondenes evne til å oppnå avkastning på sine investeringer. Vi har valgt å rapportere måloppnåelse før vi går inn og vurderer såkornfondenes bidrag til måloppnåelse, nettopp for å ha resultatene i bakhodet

6.1. SÅKORNFONDENES INVESTERINGER

I tabellen nedenfor presenterer vi sentrale kjennetegn ved fondenes investeringer.

De 15 såkornfondene har så langt investert 857 millioner NOK av en total forvaltningskapital på drøye 3.1 milliarder NOK. Under 30 prosent av fondenes kapital er med andre ord investert. Av dette er 570 millioner NOK investert i de tidlige fondene. Avviket mellom kolonnen for størrelse og innbetalt kapital forteller hvor mye kapital eierne av fondet enda ikke har betalt inn. Avviket mellom innbetalt og investert kapital knytter seg i all hovedsak til forvaltningskostnadene.

Tabell 6-1 Kjennetegn ved fondenes investeringer

Fondets navn	Etablert	Etablert	Investerings-	Størrelse	Innbetalt	Investert	Antall
			mandat	(mill kr)	kap	kap	investeringer
					(mill kr)		
Startfondet AS	1998	Bølge 1	Landsdekkende	320	320	250 (est)	23
Såkorinvest Sør AS	1998	Bølge 1	Regional	106	95	91	32
Såkorinvest Nord AS (SINAS)	1998	Bølge 1	Regional	75	75	68	26
Såkorinvest Midt-Norge AS (SIM)	1998	Bølge 1	Regional	126	126	65	54
Såkorinvest Innlandet AS	2000	Bølge 1	Regional	60	60	38	18
Såkorinvest Vest AS	1998	Bølge 1	Regional	88.5	71	59	22
All i bølge 1				775.5	747	571	175
Sarsia Seed AS	2006	Bølge 2	Landsdekkende	333.5	54	24.2	9
Såkorinvest II AS	2006	Bølge 2	Landsdekkende	341	35	33	6
Proventure Seed AS	2006	Bølge 2	Landsdekkende	335	82	53	11
Alliance Venture Polaris AS	2006	Bølge 2	Landsdekkende	339.4	60	42	8
KapNord Fond AS	2006	Bølge 2	Distrikt	255	93	80.6	12
Fjord Invest SørVest AS	2006	Bølge 2	Distrikt	216	16.5	6.5	2
NorInnova Invest AS	2006	Bølge 2	Distrikt	272	54.2	47	9
Midvest I AS	2008	Bølge 2	Distrikt	179	0	0	1
Midvest II AS	2008	Bølge 2	Distrikt	75	0	0	0
Alle i bølge 2				2345.9	394.7	286.3	58
Alle				3121.4	1141.7	857.3	233

Det er så langt foretatt 233 investeringer (175 i bølge 1 og 58 i bølge 2). Antall investeringer i bølge 1 er størst fordi fondene har eksistert lengst og er fullinvestert. Men som vi kommer tilbake til nedenfor følger også de eldre og de nyere fondene ulik strategi med henhold til hvor mange selskap de velger å gå inn i. Blant investeringene er det 15 dobbelttelling der det har vært to eller flere såkornfond på eiersiden. Såkornfondene har følgelig investert i 216 bedrifter. Såkorinvest Midt-

Norge er det fondet som har valgt å foreta flest investeringer (54), mens de andre fondene i bølge 1 har lagt seg på en strategi der de har gått inn i fra 20-30 bedrifter. I de nyere fondene har man ennå et langt stykke igjen før fondene er fullinvestert. Samtidig er det viktig å merke seg at fondene opererer med ulik forvaltingskapital, noe som påvirker hvor store investeringer de kan foreta per selskap.

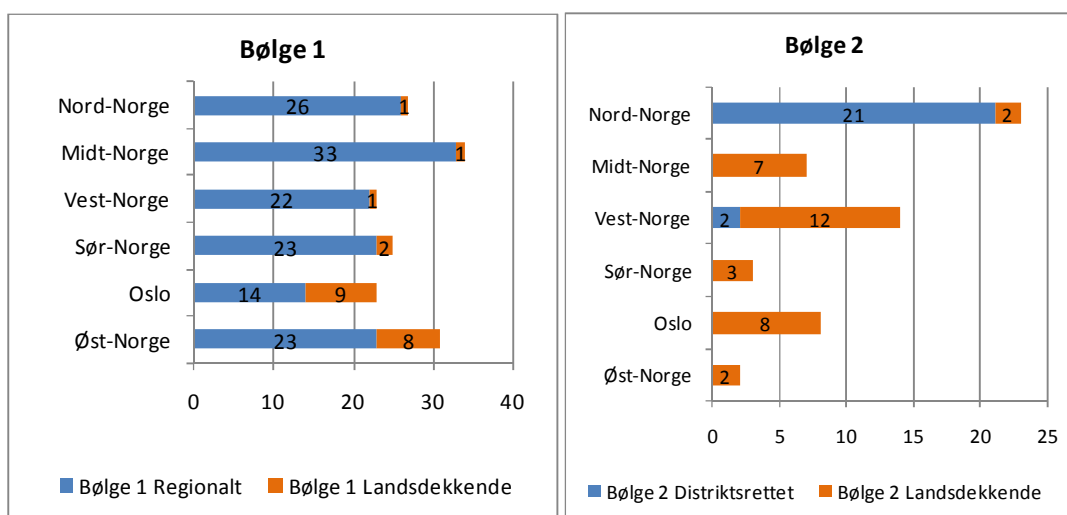
6.1.1. Investeringer fordelt på geografi

Den geografiske fordelingen av fondenes investeringer styres i stor grad av de tegningslinjer som er dratt opp for fondene. Det er likevel enkelte geografiske aspekter det er verd å se nærmere på:

Den geografiske fordelingen baserer seg på porteføljeselskapenes adresse. Investeringene i henhold til landsdeler¹² viser at fondene i bølge 1 har investert relativt jevnt ut over landet. Det landsdekkende fondet Startfondet har derimot gjort majoriteten av investeringer på Østlandet. Fondene i bølge 2 har hittil hatt flest investeringer i Nord-Norge, hvorav brorparten kommer fra distriktsrettede fond. Dette skyldes nok at de nordlige distriktsrettede fondene har vært tidlig ute med å investere, men samtidig har regionen blitt tilført relativt mye kapital. Også Vest-Norge har fått mange investeringer, men her knytter de fleste seg til fond med landsdekkende mandat. Det hittil er gjort få investeringer i Øst- og Sør-Norge i bølge 2.

Fordelingen av investeringer i antall kroner ligner på mønsteret for antall investeringer, dog med en større vekt på Oslo.

Figur 6-1 Antall investeringer fordelt på landsdel



Det bør nevnes at fondene med et landsdekkende mandat er representert med porteføljebedrifter i alle landsdeler. Dette er en indikasjon på de landsdekkende faktisk er nettopp landsdekkende, og at de synes å finne lovende selskaper over hele landet.

¹² Nord-Norge = Nordland, Troms og Finmark, Midt-Norge = Nord- og Sør Trøndelag, Vest-Norge = Møre og Romsdal, Sogn og Fjordane, Rogaland og Hordaland, Sør-Norge = Vest- og Aust Agder, Telemark, Vestfold og Buskerud, Oslo er separat, Øst-Norge = Østfold og Akershus

I distrikts- og regionalpolitisk sammenheng er sentrum – periferidimensjonen helt sentralt. For å vurdere såkornfondene i henhold til denne dimensjonen har vi tatt utgangspunkt i KRDs indeks over bo- og arbeidsmarkedsregioner. I denne indeksen er Norges 430 kommuner fordelt på fem regiontyper der blant annet folketall i største senter i regionen er kriterium for avgrensingen. For at kommunen skal falle inn under kategorien storbyregion så må for eksempel senteret ha mer enn 50 000 innbyggere, mens områder med spredt bosetting gjelder for kommuner hvor senteret har færre enn 1 000 innbyggere. Vi har gruppert de femregiontypene inn i to kategorier: En for de to mest sentrale og en for de tre mindre sentrale.

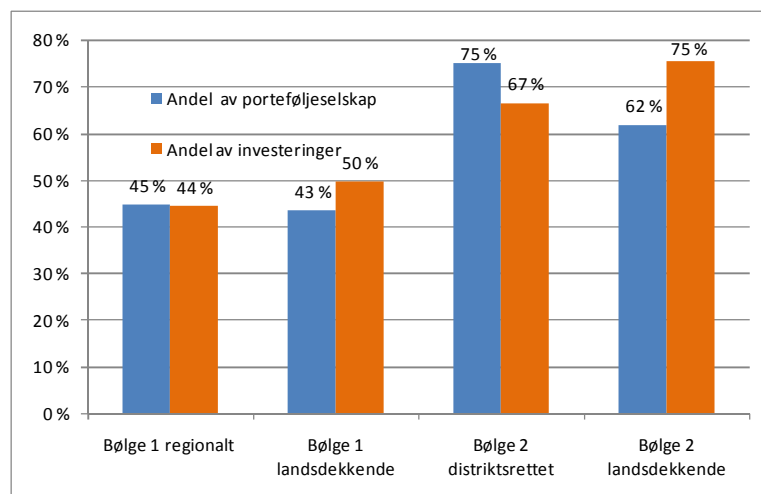
Tabell 6-2: Fordeling av investeringer i forhold til sentrums periferi

	Bølge 1		Bølge 2	
	Regionale	Landsdekkende	Distriktsrettede	Landsdekkende
Store og mellomstore byregioner	79 %	91 %	53 %	90 %
Småby, småsenter og områder med spredt bosetting	21 %	9 %	47 %	10 %
Totalt antall	139	22	19	29

Ikke uventet har de distriktsrettede fondene en høy andel investeringer i mindre sentrale kommuner. De regionale fondene i bølge 1 har derimot en lav andel investeringer i slike kommuner, og knappe ti prosent av de landsdekkende fondenes investeringer er blitt plassert i mindre sentrale områder.

Betydningen av geografisk nærhet i forvaltning av aktivt eierskap har vist seg å være stor. Jo større avstandene er, jo vanskeligere er det å følge opp bedriften tilstrekkelig tett. Man skulle derfor forvente at forvalterne tenderer til å investere i det fylket de holder til. I figuren nedenfor har belyst denne problemstillingen.

Figur 6-2 Andel av porteføljeselskap lokalisert i forvalterens fylke



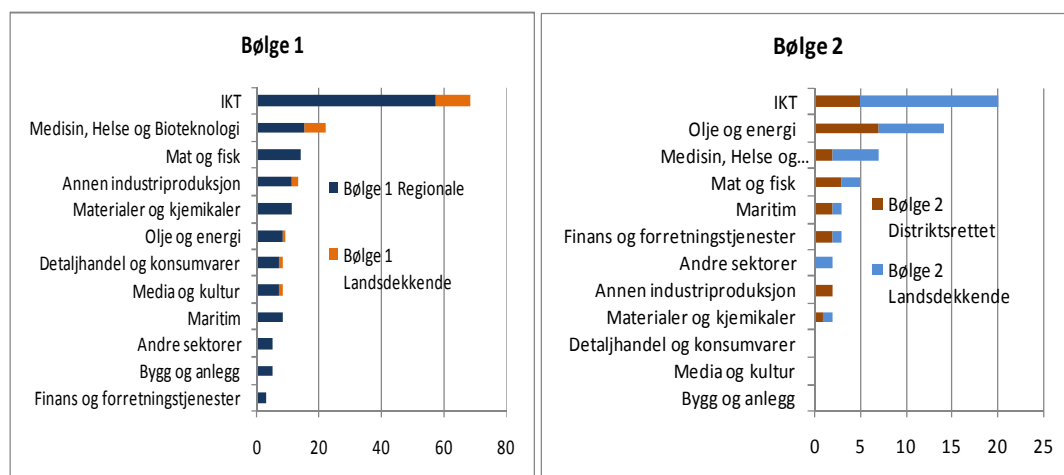
Vi ser en klar tendens til at de nye fondene fokuserer sterkere på eget fylke. Dette kan dels knytte seg til det store antallet investeringer i Nord-Norge der forvalterne holder til i Nordland og Tromsø, mens Finmark har hatt få investeringer.

6.1.2. Investeringer fordelt på næring

Informasjons- og kommunikasjonsteknologi (IKT) er den dominerende sektoren både for bølge 1 og bølge 2. De utgjør 38 prosent av det totale antall porteføljeinvesteringer. Sammensetningen av

næringsstrukturen i bølge 1 og 2 er stort sett den samme, med et unntak av at bølge 2 har større fokus på investeringer i olje og energi.¹³ Her har allerede bølge 2 gått forbi bølge 1 i antall investeringer med henholdsvis 14 og ni investeringer. Når det gjelder skillet mellom regionale/distriktsrettede og landsdekkende fond ser vi at IKT er dominerende i alle typer fond. Det mest markante skillet ser vi for investeringer i bedrifter som driver med mat og fisk, hvor distriktsrettede fond har sterkere fokus enn de landsdekkende.

Figur 6-3 Antall investeringer fordelt på næring



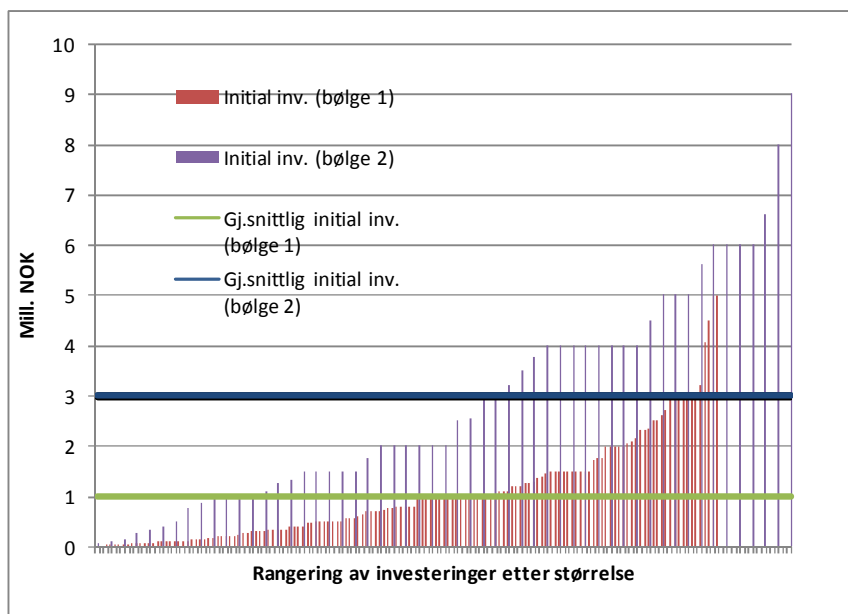
Tall for såkornfondenes investeringer i kroner fordelt på næring, viser at man har satset sterkt mot medisin, helse og bioteknologi (Life Science og Biotech) i bølge 1. I de nyere fondene dominerer IKT, som står for 62,5 prosent av de samlede investeringene. Enkelt investeringene i Life Science og Biotech har vært betraktelig større enn det vi normalt finner innen IKT. I bølge 1 var medianinvesteringen i IKT på NOK 0,5 millioner NOK, mens den for Life Science og Biotech var på 2,1 millioner NOK, altså mer enn fire ganger så stor.

6.1.3. Investeringenes størrelse

Investeringene i porteføljeselskapene er generelt større i fondene i bølge 2 enn i bølge 1. Dette kommer klart frem av figuren nedenfor hvor vi sammenligner størrelsen på initialinvesteringene. Her har vi tegnet inn alle investeringene som er gjort og rangert dem etter størrelsen på initialinvestering i selskapet. Mens den gjennomsnittlige initialinvesteringen for fondene i bølge 1 var på en million, er den tilsvarende for bølge 2 lik tre millioner. Vi ser også av figuren at de aller fleste av initial investeringene i bølge 2 (rundt 80 prosent) er større enn gjennomsnittsinvesteringen i bølge 1. Det er god grunn til å tro at denne forskjellen mellom de eldre og nyere fondene knytter seg til ulik strategi, men det faktum at de nye fondene er større kan også påvirke disse forskjellene.

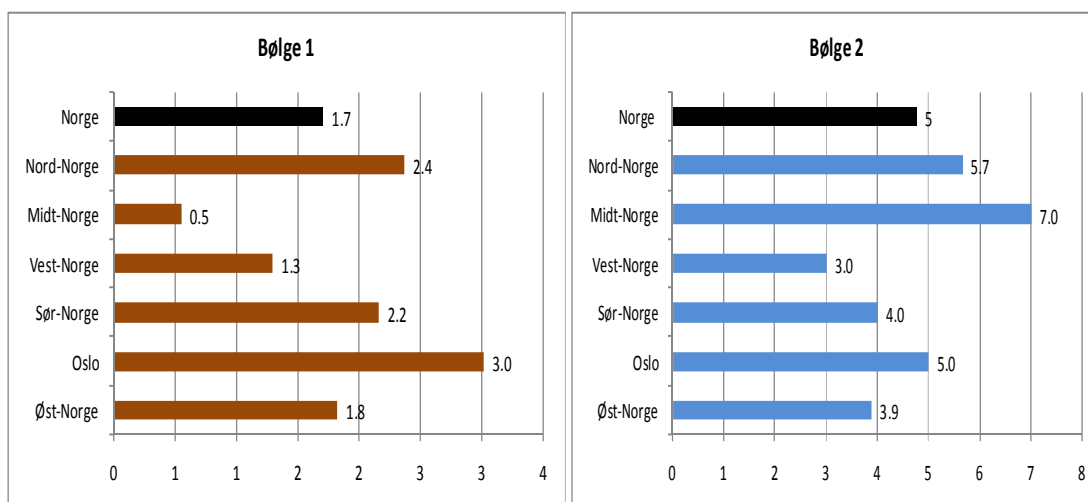
¹³ Vi anvender her samme næringsinndeling som man finner i Norsk Ventures aktivitetsanalyser rettet mot aktive eierfond (se NVCA, 2008).

Figur 6-4 Sammenligning av initialinvesteringer i bølge 1 og bølge 2



Investeringsstørrelse (totale investeringer per selskap) varierer mellom landsdelene. I figuren nedenfor ser vi at medianinvesteringen varierer fra tre millioner NOK i Oslo, til 0,5 millioner NOK i Midt-Norge i de eldre fondene. For Midt-Norges del endrer dette bildet seg markant når vi ser på fondene under bølge 2. Her er medianinvesteringen generelt betraktelig større. Dette til tross for at vi må anta at det vil gjøres ytterligere oppfølgingsinvesteringer i porteføljebedriftene under bølge 2, noe som isolert sett bidrar til enda høyere investeringstall. Ser vi på medianinvesteringen for de investeringene som er gjort i bølge 2 under ett er den på fem millioner, nærmere tre ganger så stor som for bølge 1.

Figur 6-5 Størrelse medianinvestering i porteføljebedrifter fordelt på landsdel (mill. NOK)



6.2. PORTEFØLJESELSKAPENES ØKONOMISKE UTVIKLING

Vi retter nå søkelys mot selskapenes økonomiske utvikling etter at såkornfondene har kommet inn på eiersiden. Statens målsettinger med såkornfondordningene, slik de er presentert i kapittel 1, knytter seg i stor grad til å drive frem vekstbedrifter gjennom å tilføre og utløse kapital til bedriftene som ellers ikke ville ha kommet på plass. For å kunne vurdere ordningenes resultataddisjonalitet er det derfor nødvendig å gå grundigere inn på vekstproblematikken. I evalueringsmodellen i kapittel 2, beveger vi oss nå langt til høyre i figur 2-1 for først å identifisere ordningens resultater. Deretter går vi nærmere inn på fondenes utøvelse av de fire eierrollene, for å identifisere hva som kan forklare resultatene.

Forhold som omhandler avkastning på investeringene behandles i neste kapittel. Med økonomisk utvikling mener vi utvikling i størrelser som omsetning, verdiskaping¹⁴, driftsresultat og lønn/sysselsetting. Historiske data for disse størrelsene er hentet inn fra MENONs bedriftsdatabase som inneholder regnskap for alle leveringspliktige selskap i Norge. Av ulike grunner mangler vi imidlertid regnskapsinformasjon for enkelte porteføljebedrifter. I tabellen nedenfor angir vi grunner til at regnskapsdata mangler. Til sammen har vi informasjon om 200 porteføljebedrifter.

Tabell 6-3 Oversikt over porteføljebedrifter og datatilgjengelighet

Antall investeringer	233
- Antall dobbel- og trippelinvesteringer	15
Antall porteføljeselskap	216
-Utenlandske selskap	3
-Norske ikke identifisert organiasjonsnummer	9
-Selskap med etableringsår 2008	4
Antall porteføljebedrifter med regnskapsinfo	200

Tabellen nedenfor viser omsetning, verdiskaping og sysselsetting for porteføljebedriftene som hadde virksomhet i 2007 (150 bedrifter). Porteføljebedriftene sysselsatte i regnskapsåret 2007 til sammen 1285 personer, og hadde i overkant av en milliard norske kroner i omsetning. Den samlede verdiskapingen var tolv millioner NOK. Den gjennomsnittlige bedriften i utvalget hadde en omsetning på 6.9 millioner NOK, ni sysselsatte og en verdiskaping på 80.000 NOK. Dette innebærer at den gjennomsnittlige bedriften hadde et betydelig negativt driftsresultat. Ser vi på mediantallene blant de aktive porteføljebedriftene i 2007, det vil si den midterste observasjonen i utvalget, hadde den en omsetning på 1.8 millioner NOK, to ansatte og 40 000 i verdiskaping. At mediantallene er lavere enn gjennomsnittet indikerer at utvalget er topptungt, det vil si at det er noen bedrifter med mange ansatte og stor omsetning som drar opp snittet.

¹⁴ Med verdiskaping mener vi summen av lønnskostnader og driftsresultat. Det er dette målet som er sammenlignbart med grunnlaget for BNP. Verdiskapingsmålet angir med andre ord hvor store verdier som tilføres alle selskapets stakeholders: De ansatte, eierne, kreditorer og staten gjennom skatter. I illustrasjonen over ser vi at også verdiskapingen utvikler seg over tid i form av en J-kurve.

Tabell 6-4 Sentrale økonomiske størrelser for fondenes porteføljeselskaper ved utgangen av 2007

		Antall bedrifter	Sum	Gjennomsnitt	Median
<i>Omsetning</i>	<i>Mill. Kr</i>	150	1041.7	6.9	1.8
<i>Verdiskaping</i>	<i>Mill. Kr</i>	150	11.91	0.08	0.04
<i>Sysselsetting</i>	<i>Antall</i>	150	1285	9	2

En analyse av utviklingen i bedriftenes aktivitet og verdiskaping må ta utgangspunkt i det faktum at vi studerer en portefølje av unge bedrifter der det forventes å ta mange år før virksomheten når tilfredsstillende omsetning og lønnsomhet. I faglitteraturen omtales denne utviklingen som **J-kurven**. Fra oppstartstidspunktet utvikler bedriften seg på følgende vis: Driftskostnadene blir gradvis høyere, men etter noen år flater kostnadsveksten ut. Omsetningen/driftsinntektene er lave eller lik 0 i flere år før man begynner med markedsarbeid og kommersialisering. Deretter tar omsetningen fart. Som følge av dette vil man i en periode oppleve betydelige og voksende driftsunderskudd. Først etter noen år vil man klare å kappe ned på underskuddene som følge av økt salg, før man til slutt når positive driftsresultater. Dermed står vi overfor et J-kurve mønster når vi ser på utviklingen i driftsresultatet og verdiskaping.

Erfaringer fra venturebransjen viser at bedrifter ofte blir solgt til nye eiere uten å ha positive driftsmarginer. Det er nettopp forventningen til overskudd og lønnsomhet som motiverer transaksjonen. En gjennomgang av de 42 salgene/avhendingene av selskaper i fondenes porteføljer, viser at 23 ble solgt mens de fortsatt hadde betydelige driftsunderskudd. Hvis vi kun fokuserer på salg til bedrifter (industrielle salg), var tilsvarende tall åtte av 16. De tre salgene som så langt er blitt vurdert som salg med betydelige gevinster (Wtek, Wellquip og Secustream), hadde alle et negativt driftsresultat i salgsåret. Dette forteller oss at driftsresultatet, så vel som verdiskaping i et gitt år, ikke nødvendigvis er noen god indikator for om investeringen i en bedrift er en suksess eller ikke, verken fra et bedriftsøkonomisk eller et samfunnsøkonomisk perspektiv. Det er viktigere å fokusere på bedriftenes evne til å vokse i form av omsetningsvekst, samt å studere forløpet i kostnadsutviklingen. Dersom en bedrift ikke klarer å vise til omsetningsvekst over en lang periode bør det ringe en varselampe. Tilsvarende er det bekymringsfullt dersom driftsunderskuddet fortsetter å vokse kraftig samtidig som inntektene vokser.

6.2.1. Utvikling i porteføljebedriftenes omsetning, lønnskostnader og driftsresultat

Som nevnt over er J-kurven særlig relevant for bedrifter som inngår i såkornfondenes porteføljer. Det kan derfor tenkes at veksten først kommer senere blant disse bedriftene. Følgelig utvider vi horisonten i vår mer detaljerte forløpsanalyse. Her tar vi tak i utviklingen i omsetning, lønnskostnader, driftsresultat og derav også verdiskaping i porteføljeselskapene fra det tidspunkt da såkornfondene gikk inn og opp til ti år etter. Fordi vi er avhengige av å kunne følge bedriftene over tid, har vi **ikke** inkludert de 57 selskapene som inngår i fondene fra bølge 2. Fra bølge 1 har vi regnskapsinformasjon knyttet til 163 av 176 bedrifter det er blitt investert i. Det er disse som danner grunnlaget for forløpsanalysen. Vi har vært opptatt av å se på hvordan den økonomiske aktiviteten har utviklet seg over tid i tre ulike grupper av bedrifter.

- Bedrifter som har gått konkurs eller blitt inaktive på andre måter, totalt 41 investeringer.
- Bedriftene som er solgt eller avhendet på annen måte, totalt 54 investeringer.
- Bedriftene som fortsatt inngår i fondenes porteføljer, totalt 68 investeringer.

Vi beskriver den økonomiske utviklingen for både gjennomsnitts- og medianbedriften i hver av de tre gruppene. Dette gjør vi for å sikre at ikke tallene for gjennomsnittsbedriftene preges av noen få ekstremverdier som skyver gjennomsnittet i en spesiell retning.

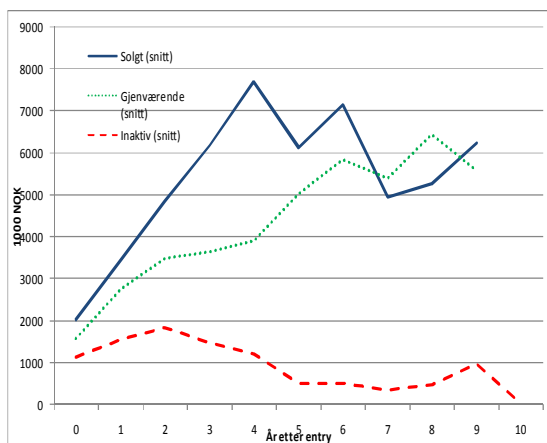
Utvikling i omsetning

I figuren nedenfor ser vi nærmere på utviklingen i omsetning. Verdien 1 på x-aksen forteller at det er ett år siden fondet gikk inn som investor i selskapet. Grafene under viser et ikke uventet bilde der bedriftene som etter hvert gjøres inaktive har lav omsetning fra første dag. Gjennomsnittsbedriften har på ingen tidspunkt mer enn to millioner i omsetning. Medianbedriften i denne gruppen holdes i live i fire år før den avslutter aktiviteten.

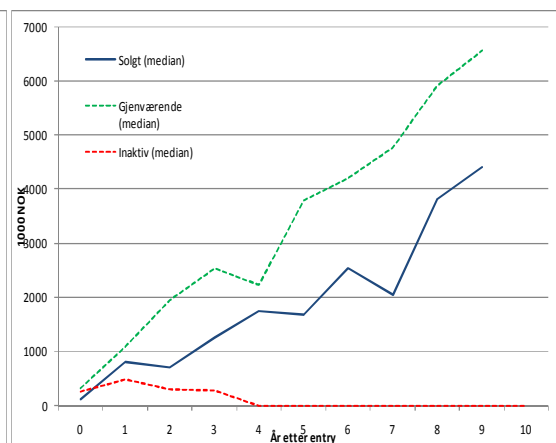
Bedriftene som blir solgt/avhendet og som fortsatt er igjen i porteføljene til de fem fondene har omsetningsvekst gjennom store deler av forløpsperioden, men viser svake tegn til mer dempet vekst på lengre sikt. Det er ikke entydig hvilken av de to gruppene som har høyest vekst. Gjennomsnittsbedriften blant de solgte har noe høyere omsetningsvekst enn den som representerer de gjenværende bedriftene, mens det er motsatt for medianbedriften. Dette indikerer at noen få av de solgte bedriftene har hatt en relativt sterk omsetningsvekst som trekker snittet opp. Men ser vi på den bedriften som ligger på topp ti0 prosent grensen, så er omsetningen etter åtte år også her relativt lik. Vi ser det derfor som rimelig å tolke at forskjellene ikke er betydelige.

Figur 6-6 Omsetning i gjennomsnitts- og medianbedriften (x år etter entry)

Gjennomsnitt



Median



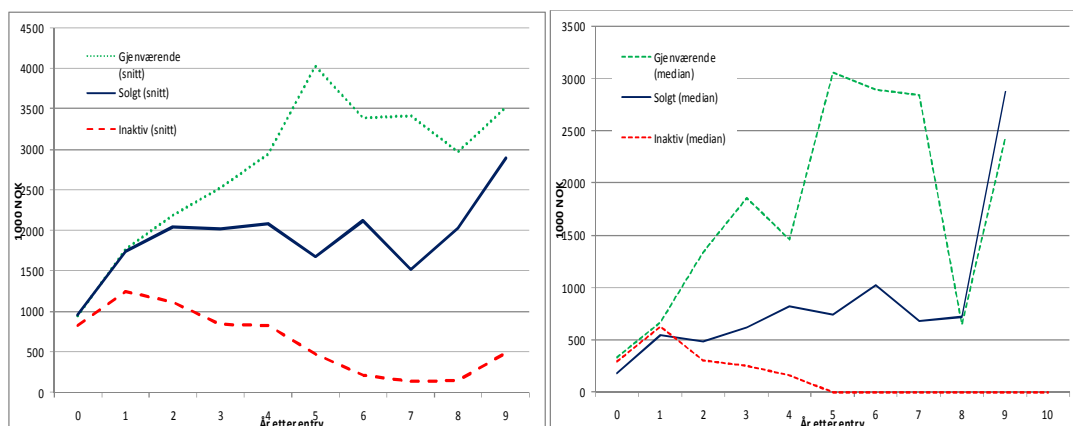
Utvikling i lønnskostnader

I figuren under ser vi nærmere på bedriftenes kostnadsutvikling målt i form av lønnskostnader. Det er verd å merke seg at denne variabelen korrelerer sterkt med utviklingen i sysselsetting. Det er derfor også mulig å resonnerer rundt sysselsettingsutvikling på bakgrunn av forløpet til lønnskostnadene.

Figur 6-7 Lønnskostnader i gjennomsnitts- og medianbedriften (x år etter entry)

Gjennomsnitt

Median



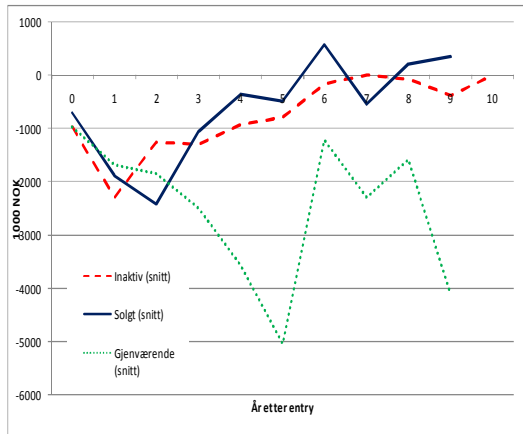
Kostnadsforløpet for bedriftene som blir inaktive følger samme mønster som omsetningen. Sammenlignet med bedriftene som overlever satses det initialt mindre i form av lønnskostnader. Samtidig er det viktig å legge merke til at disse bedriftene fortsetter å ha signifikante driftskostnader i en god del år etter at kostnadene har begynt å falle. Blant de overlevende bedriftene ser vi tydelige tegn til at lønnskostnadene er høyere i bedriftene som ikke er blitt solgt (dette gjelder både for gjennomsnitts og medianbedriftene). Det faktum at lønnskostnader og sysselsetting blant bedriftene som blir solgt/avhendet holdes relativt lavt over tid signaliserer at de etter salg ikke får et ekstra løft, snarere tvert om. Mange av disse bedriftene overlever som levebrødbedrifter med under ti ansatte.

Utvikling i driftsresultat

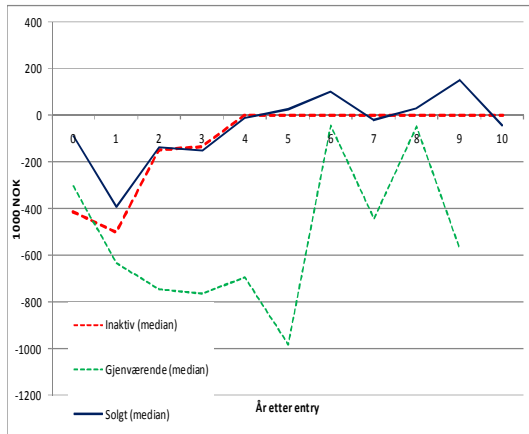
Driftsresultatet til bedriftene følger i stor grad utviklingen i omsetning og lønnskostnader, selv om andre driftskostnader også spiller en rolle her. Figuren nedenfor viser at forskjellene mellom bedriftene som overlever kommer enda sterkere til syne når vi ser på utviklingen i driftsresultat. Bedriftene som blir solgt/avhendet har gjennomgått en kortere (fire år) og grunnere J-kurvemønster (snittbedriften har størst driftsunderskudd rundt to millioner) og har kommet raskere opp på et positivt driftsresultat. Dette knytter seg ikke til høyere omsetningsvekst, men snarer til lavere kostnadsvekst. Det forteller med andre ord at ressursinnsatsen i form av ekstern kapitaltilførsel i bedriftens startfase, for å finansiere oppstart, har vært lavere i de bedriftene som har blitt solgt. I de gjenværende bedriftene er forløpet i større grad slik man forventer i en såkornsammenheng, med en dyp og relativt lang u-form i J-kurven. Det er viktig å merke seg at J-kurven viser tegn til forbedret driftsresultat når fondene har vært inne i fondene i over fem år.

Figur 6-8 Driftsresultat i gjennomsnitt og medianbedriften for antall år etter entry

Gjennomsnitt



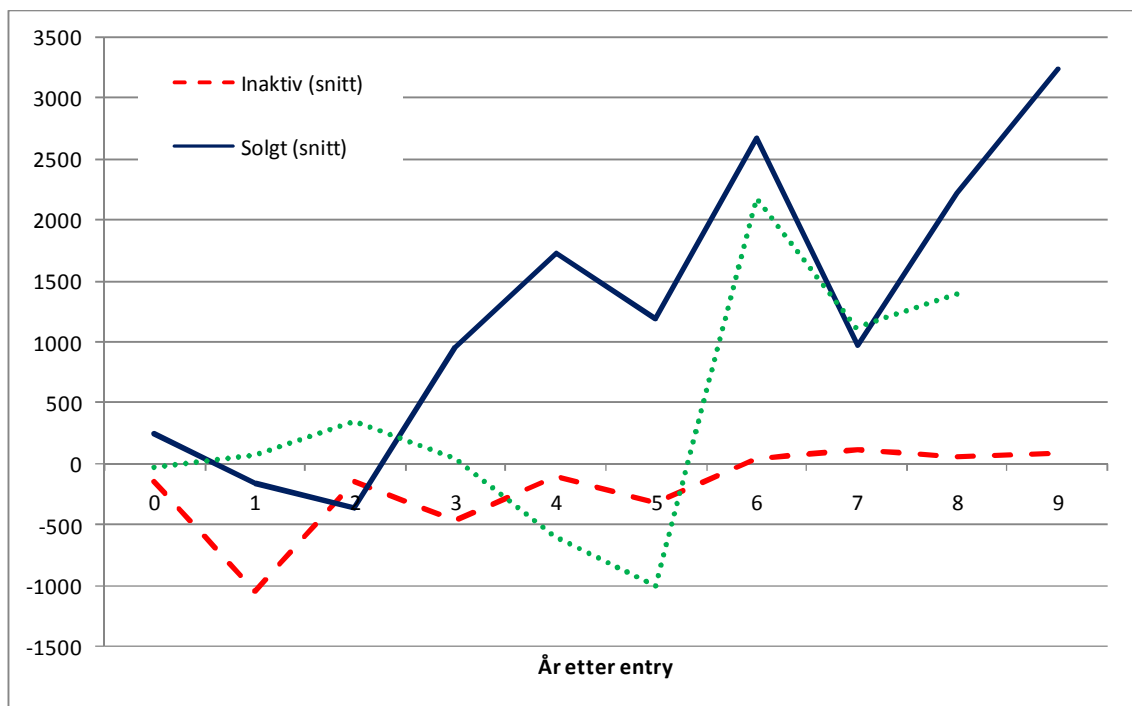
Median



Utvikling i porteføljebedriftenes verdiskaping

I figuren under presenterer vi utviklingen i verdiskaping for gjennomsnittsbidriften i porteføljene til fondene i bølge 1. Verdiskapingstallene følger som summen av utviklingen i selskapenes driftsresultat og lønnskostnader. Bedriftene som blir inaktive har liten og stort sett negativ verdiskaping. Bedriftene som blir solgt/avhendet starter ikke uventet ut med svært lav eller negativ verdiskaping, men kommer raskt over i en positiv fase. Å drive med negativt driftsresultat er kostnadskrevende og kan kun gjennomføres over tid dersom det tilføres kapital. For de gjenværende bedriftene er perioden med lav eller negativ verdiskaping lenger, men også disse kommer gradvis over i en fase med positive verdier.

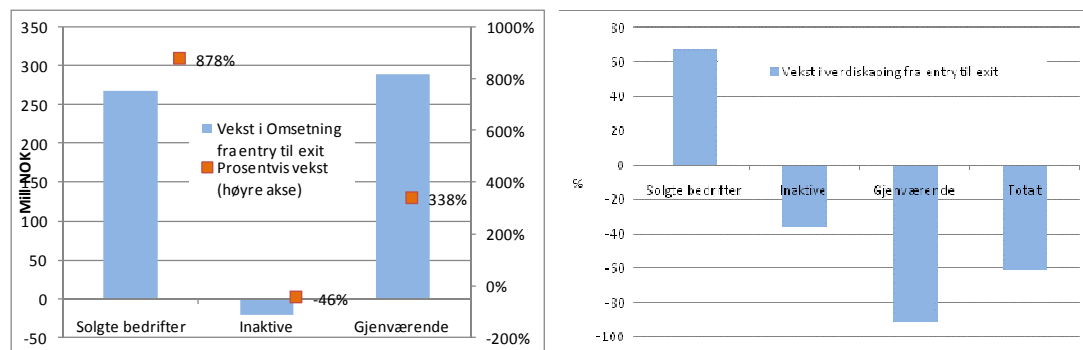
Figur 6-9 Verdiskaping i gjennomsnittsbidriften for antall år etter entry



Samlet vekst i porteføljebedriftenes omsetning og verdiskaping

Så langt har vi fulgt utviklingen i bedriftenes omsetning og verdiskaping gjennom deres livsløp etter at fondene kom inn på eiersiden. Det er naturlig også å spørre om hva som har skjedd med disse størrelsene i hele porteføljen fra det tidspunkt fondene gikk inn til det tidspunkt fondene gikk ut selskapene. I det tilfellet hvor selskapene fortsatt er inne i porteføljen (gjenværende) blir det naturlig å rapportere for økonomisk aktivitet i siste regnskapsår (2007).

Figur 6-10 Samlet vekst i omsetning og verdiskaping fra entry til exit i alle første bølge fondenes bedrifter

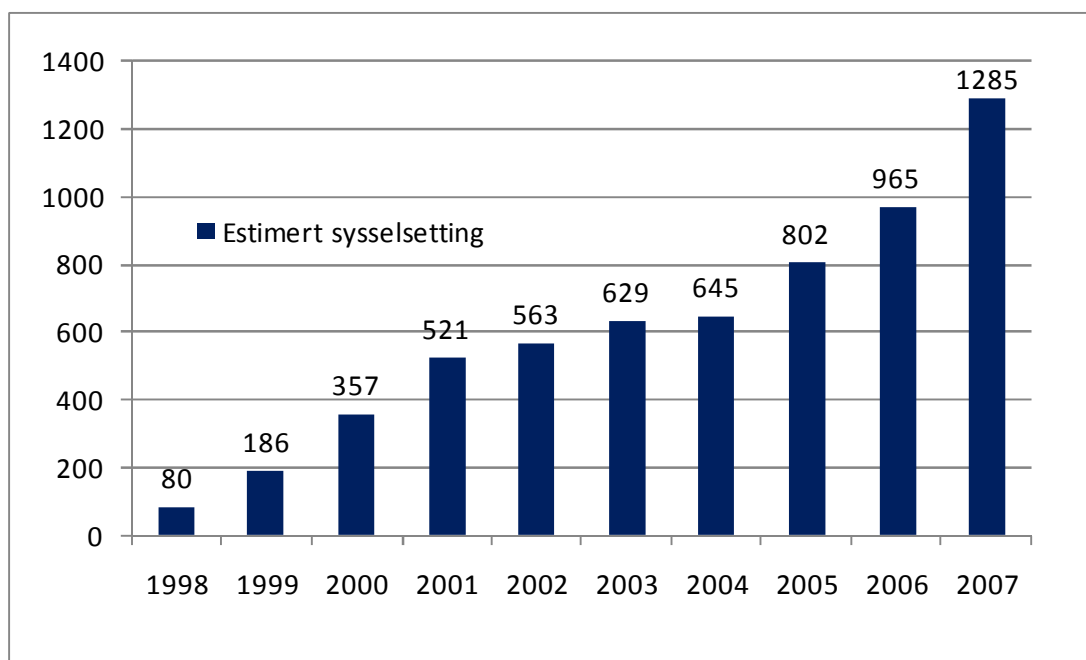


I venstre del av figuren ovenfor viser vi veksten i omsetning for de tre gruppene bedrifter (solgte, inaktive og gjenværende). Bedriftene som blir inaktive har negativ utvikling. I absolutte verdier har omsetningsveksten vært like stor i gruppen for solgte bedrifter som i de gjenværende bedriftene. Målt i prosent av omsetning ved entry, har de solgte bedriftene hatt en økning på opp mot 900 prosent mens den tilsvarende veksten for de gjenværende er betydelig lavere. I figurens andre del følger vi utviklingen i verdiskapingen fra entry til exit. Den er kun de solgte bedriftene som kan vise til positiv verdiskapingsvekst. De gjenværende bedriftene er i en fase der de fortsatt har svært høye kostnader relativt til inntektene. Sagt med andre ord befinner de seg fortsatt nede i J-kurven. Totalt har bedriftene i disse fondsporteføljene hatt en negativ verdiskapingsutvikling fra entry til exit (for bedrifter som ikke er exitert er verdiskapingen målt frem til 2007).

6.2.2. Sysselsettingsutvikling i porteføljebedriftene

Sysselsettingstallene i våre bedriftsdataer er ikke tilfredsstillende gode for de minste bedriftene. Vi har derfor ingen god historikk knyttet til sysselsettingsutviklingen i porteføljebedriftene basert på innrapporterte tall. Følgelig har vi estimert sysselsettingsutviklingen basert på utviklingen i lønnskostnader i selskapene. Estimater tar utgangspunkt i lønnskostnader per sysselsatt i 2007. Denne faktoren justerer vi med en lønnsvekst på tre prosent. Dermed får vi et forholdstall som gjør det mulig å anslå sysselsettingen tilbake til 1998 basert på tallene vi har fått oppgitt av fondene i 2007. Figuren nedenfor viser at sysselsettingen har økt fra under 100 i 1998 da de første investeringene ble gjort, til nærmere 1 300 ved utgangen av 2007.

Figur 6-11 Estimert sysselsetting i såkornfondenes porteføljeselskaper



6.2.3. Porteføljebedriftene sammenlignet med andre oppstartsbedrifter

Så langt har vi kun fokusert på såkornfondenes porteføljeselskaper. For å si noe mer håndfast om hvor god disse selskaperes økonomiske utvikling har vært, er vi nødt til å foreta sammenligninger med bedrifter som ikke har hatt såkornfond inne på eiersiden.

I tabellen nedenfor har vi rapportert omsetningsutviklingen til oppstartsbedrifter i Norge som ble startet opp i perioden 1998 - 2003. Dermed får vi med oss både bedrifter som gikk inn i en nedgangskonjunktur og som startet opp i en oppgang. Vi har fulgt dem i fire år og sett nærmere på hva som skjer med dem.

I tabellens øvre del viser vi omsetningsforløpet til alle såkornbedriftene som har eksistert i fire år. Disse sammenlignes med utviklingen til alle oppstartsbedrifter innen næringene Telecom, IT og industriproduksjon. Vi har valgt å se nærmere på disse næringene fordi det er særlig blant disse man finner det store antallet porteføljeselskaper fra bølge 1 som har vært tilstrekkelig lenge inne i porteføljene (fire år). På den horisontale akse angir vi hvilke størrelsesgruppe bedriften var i det første året, mens vi langs den vertikale akse identifiserer hvilken gruppe den var i etter fire år.

Blant såkornbedriftene med en omsetning mellom null og en millioner NOK det første året, var 18 prosent inaktive etter fire år. Det samme tallet for bedriftene vi sammenligner med er 28 prosent. Det er med andre ord tydelige tegn til at bedriftene i fondenes porteføljer har en høyere overlevelse. Går vi lenger ned ser vi at 36 prosent av såkornbedriftene blir værende i sin størrelsesgruppe etter fire år. Dette er i stor grad det samme som blant bedriftene vi sammenligner med. Porteføljebedriftene til såkornfondene klarer i noe større grad å klatre til størrelsesgruppene mellom en og 25 millioner NOK i omsetning. Dersom vi fokuserer på de bedriftene som i løpet av fire år har klart å klatre fra en omsetning på under en million NOK til over 25 millioner NOK, så finner vi ingen såkornbedrifter, men om lag en prosent av populasjonene ellers.

Tabell 6-5 Omsetningsutvikling oppstartsbedrifter fire år etter oppstart (1998-2003)

Utvikling i omsetning porteføljebedrifter fra initial investering (bølge 1)

		Omsetning ved initial investering			
		0-1 mill.	1-10 mill.	10-25 mill.	0-25 mill.
	Antall bedrifter	98	29	4	131
Omsetning 4 år etter	Inaktiv	19 %	17 %	0 %	18 %
	0-1 mill.	36 %	14 %	0 %	30 %
	1-10 mill.	40 %	55 %	50 %	44 %
	10-25 mill.	5 %	10 %	50 %	8 %
	25-50 mill.	0 %	0 %	0 %	0 %
	50-100 mill.	0 %	3 %	0 %	1 %
	100+	0 %	0 %	0 %	0 %

Industriproduksjon, Telecom, IT og Annen tjenesteyting (1998-2003)

		Omsetning etableringsår			
		0-1 mill.	1-10 mill.	10-25 mill.	0-25 mill.
	Antall bedrifter	15622	3867	392	19881
Omsetning 4 år etter	Inaktiv	30 %	21 %	22 %	28 %
	0-1 mill.	40 %	13 %	6 %	34 %
	1-10 mill.	25 %	50 %	8 %	30 %
	10-25 mill.	3 %	11 %	32 %	5 %
	25-50 mill.	1 %	3 %	20 %	2 %
	50-100 mill.	1 %	1 %	8 %	1 %
	100+	1 %	0 %	3 %	1 %

Mønsteret blant de bedriftene som starter opp med en omsetning på mellom en og ti millioner NOK er relativt likt for de to gruppene av bedrifter. Det er med andre ord lite som tyder på at såkornbedriftene skiller seg ut der. I den største oppstartskategorien (10-25 millioner NOK) er det få såkorncase og ingen som klarer å klatre. Blant bedriftene vi sammenligner med klarer over 30 prosent av disse bedriftene å klatre.

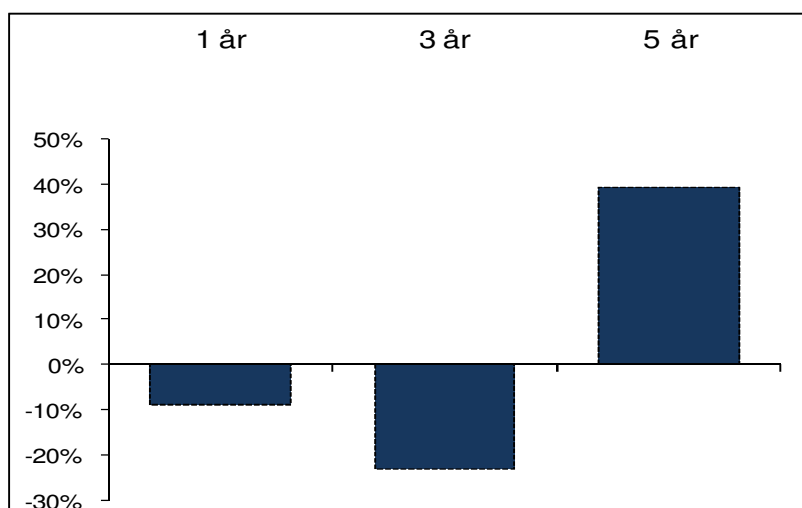
6.2.4. Verdiskapingsutviklingen i alle bedrifter med aktive eierfond i Norge

Ovenfor har vi vektlagt betydningen av at porteføljeselskapene tilføres tilstrekkelig med ressurser for å kunne oppnå langsiktig lønnsom vekst. Dette vil med andre ord si at bedriftene skal ha en tydelig J-kurve utvikling. Menon har i NVCA's 2008 årbok (2008) sett på verdiskapingsveksten for alle norske bedrifter som har hatt aktive eierfond på eiersiden og sammenlignet de med verdiskapingsveksten for norske bedrifter generelt¹⁵. Figuren under viser differansen i verdiskapingsvekst på en, tre og fem års sikt mellom porteføljebedrifter med aktive eierfond på eiersiden og bedrifter i økonomien generelt. For porteføljebedriftene er startåret identisk med "entry" året. Figuren viser at differansen i verdiskapingsvekst følger et typisk J-kurve mønster. På kort sikt (ett år) har porteføljeselskapene en dårligere verdiskapingsvekst enn andre bedrifter (ti prosent lavere). På mellomlang sikt (tre år) ser vi

¹⁵ For å komme frem til resultatene har vi brukt en multipl regressjonsanalyse hvor vi har kontrollert for hvilken næring bedriftene tilhører, størrelse, ikke organisk vekst blant porteføljebedrifter og konjunktursvingninger.

at denne trenden er forsterket. På lang sikt derimot (fem år) ser vi at bedriften med aktive eierfond har en langt høyere verdiskapingsvekst enn andre bedrifter¹⁶.

Figur 6-12 Differanse i verdiskapingsvekst: PE-porteføljebedrifter og bedrifter generelt



Kilde NVCA årbok 2008

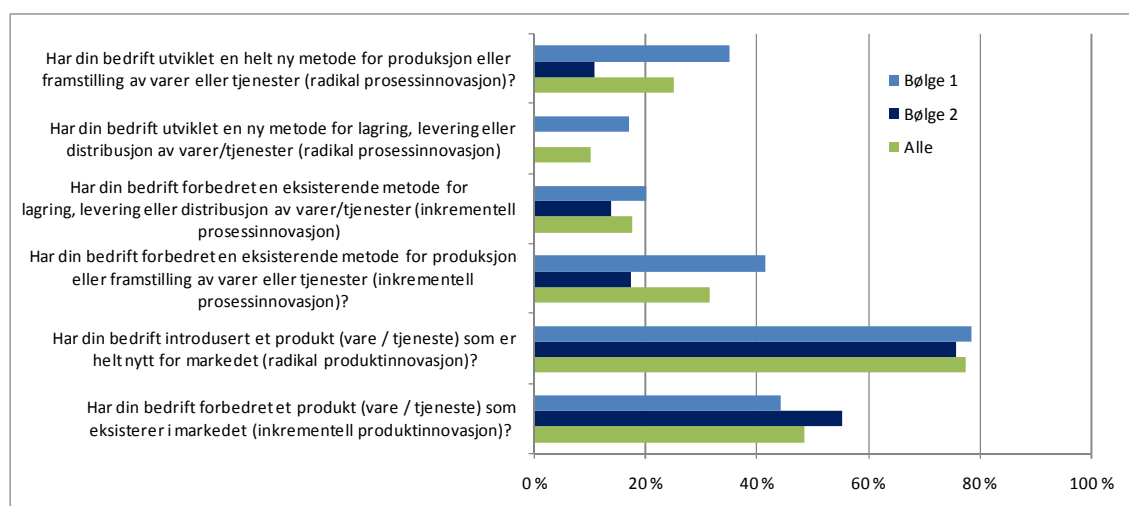
Studien viser at den lave veksten i verdiskaping hos porteføljebedriftene på kort og mellomlang sikt skyldes en negativ utvikling i *driftsresultat* de første tre årene. J-kurve mønsteret følger av at de aktive eierne fokuserer på å videreutvikle bedriften de første årene, noe som gir høye kostnader og negativ avkastning, for deretter å høste gevinstene av satsningen på noe lengre sikt.

6.2.5. Bedriftenes innovasjonsevne

Fra spørreundersøkelsen går det frem at såkornbedriftene generelt er svært innovative. Av våre 66 respondenter har 95 prosent av bedriftene gjort en innovasjon av en eller annen form. Til sammenligning viser SSBs innovasjonsstatistikk at kun 16 prosent av bedriftene med fem til ni ansatte har hatt innovasjon. Respondentene i spørreundersøkelsen rettet mot porteføljeselskapene oppgir at så mye som 80 prosent (320 av 405 millioner NOK) av omsetningen i 2007 kommer fra produkter og tjenester som kan knyttes opp til egne innovasjoner.

Figuren nedenfor viser hvilke typer innovasjoner som porteføljebedriftene er involvert i. Omtrent 80 prosent av bedriftene svarer bekræftende på at de har produsert en vare eller tjeneste som er helt nytt for markedet. Dette er en indikasjon på at et stort flertall av såkornbedriftene vektlegger radikal innovasjon og utvikler produkter og teknologi som ikke finnes fra før. Generelt viser figuren at bedriftene fokuserer på produktinnovasjon (de to nederste spørsmålene) Forskjellene mellom bedriftene i fondene i bølge 1 og bølge 2 er relativt små. Et viktig spørsmål i denne forbindelse er i hvilken grad såkornfondenes finansiering og kompetansetilførsel har vært viktig for realiseringen av innovasjoner. Med andre ord, i hvilken grad ordningen kan anses gi høy resultataddisjonalitet med hensyn til innovasjon. Dette kommer vi tilbake til i kapittel 7.

Figur 6-13 Bedriftens innovasjonsformer (andel som svarer ja):



6.2.6. Oppsummering knyttet til økonomisk utvikling

En vurdering av den økonomiske utviklingen retter søkelys mot det vi definerer som resultataddisjonalitet. I vår vurdering av den økonomiske utviklingen i porteføljeselskapene har vi presisert at selskaper i en tidlig fase nødvendigvis må gå gjennom en oppstartsperiode der omsetningen er svak eller ikke tilstede, samtidig som kostnadene er i sterk vekst som følge av behovet for ressurser til utvikling av produkter og tjenester, samt markedsintroduksjon. Dette mønsteret vil manifestere seg i en J-kurveformet utvikling i lønnsomhet og verdiskaping, som illustrerer at de i en relativt lang perioden vil ha negativ utvikling i disse størrelsene.

En stor andel av porteføljeselskapene evner ikke å utvikle seg til bedrifter med langsiktig lønnsom vekst. Dette gjelder både de som har blitt inaktive i løpet av eller etter at såkornfondene har vært inne (23 prosent av investeringene), brorparten av de som har blitt solgt (25 prosent), og en betydelig andel av de som er igjen i porteføljene. Våre tall fra bedriftsuniverset i Norge viser at andelen bedrifter som klarer å vokse betydelig innen en periode på noen år er begrenset.

Vår sammenligning av omsetningsvekst med andre bedrifter indikerer at såkornbedriftene lettere klarer å klatre opp til høyere størrelseskategorier. Men dette gjelder kun dersom man ser på andelen som beveger seg ett hakk opp. Dynamikken opp i de større størrelseskategoriene er større blant bedriftene uten såkornfinansiering. En horisont på fire år er kort og det må antas at en del av bedriftene vil ha en gunstigere utvikling på lengre sikt.

I vår forløpsanalyse har vi vist at bedriftene som har blitt solgt i stor grad utvikler seg som levebrødsforetak med moderat omsetning, lav vekst og greie driftsmarginer. Dette er et tydelig tegn på at en svært liten andel av de solgte selskapene kan betegnes som suksessfulle vekstbedrifter, noe som også er reflektert i det lave antallet lønnsomme salg.

I løpet av en tiårsperiode har under 50 prosent (55 prosent dersom vi tar med porteføljen i Innlandet) av bedriftene forsvunnet ut av porteføljen uten suksess. Det er vår holdning at dette er **et for lavt tall**. Aktivt eierskap i såkornfasen skal ta høyde for at mange bedrifter etter relativt kort tid ikke viser seg å ha livets rett. I grafene over forløpet til lønnskostnader i bedriftene som blir inaktive,

ser vi tydelige tegn til at kostnadene forsetter å løpe til tross for at bedriftene viser lav evne til vekst. Det er også et systematisk trekk at disse bedriftene har hatt en grunnere J-kurve. Begge disse mønstrene kan indikere at slike bedrifter har fått for lite investeringer i starten, og for mye tilførsel av ressurser etter hvert.

Bedriftene som er igjen fondene i bølge 1 viser et tydeligere og dypere J-kurvemønster. Vi ser også tydelige tegn til at lønnsomheten er på vei opp etter seks år, men de viser fortsatt betydelig usikkerhet knyttet til vekstbanen fremover.

6.3. SÅKORNFONDENES SELSKAPSEXIT OG AVKASTNING

Samtlige såkornfond er organisert i form av aksjeselskap der eierne er private aktører. Tanken bak såkalte hybridfond der fondene har private eiere, men får tilførsel av offentlig kapital, er at det private eierskapet sikrer at fondets fokus rettes mot høyest mulig avkastning på investeringene.

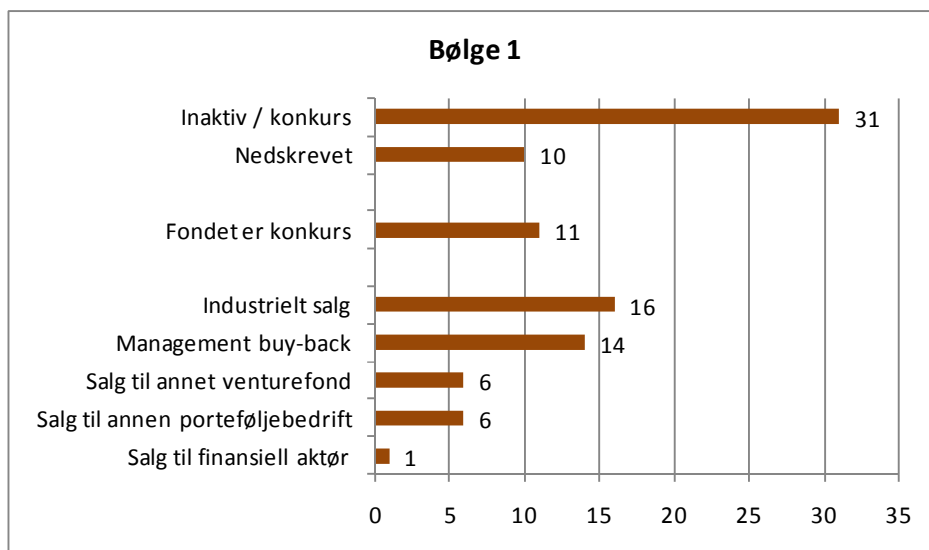
I evalueringen har vi hatt som mål å beskrive avkastningen i fondene, så langt dette er mulig. Fondene i bølge 2 har kun vært operative i drøye to år, og ettersom investeringshorisonten er opp til 15 år, vil det ikke være mulig å beregne relevante avkastningskrav. Fondene i bølge 2 har kun realisert ett salg. Følgelig vil avkastningsvurderingene kun relatere seg til bølge 1. Disse fondene har nå operert i ti år, og det gir tilstrekkelig lang vurderingshorisont. Avkastning i fondene er uløselig knyttet til omfanget av salg av porteføljeselskaper og hvilken pris man har fått for disse. For å evaluere avkastningen er det derfor innledningsvis nødvendig å se nærmere på hvordan fondene har gått ut av (exitert) sine porteføljeselskaper.

6.3.1. Antall salg/exit

Av selskapene som såkornfondene fra bølge 1 har investert i er 42 prosent fortsatt i porteføljen, mens de resterende 58 prosentene enten er solgt eller inaktive. Figuren under viser hvordan selskapene fra bølge 1, som har blitt exitert via salg og derfor er inaktivitet, er fordelt. Av de 95 selskapene hvor såkornfondet ikke lenger har eierandel, er 43 exitert via salg, 41 av selskapene er inaktive, mens elleve er i konkursboet til Såkorninvest Innlandet.¹⁷ Inaktiv betyr i realiteten at selskapet er konkurs eller nedlagt. For de bedriftene som har blitt exitert via salg (de fem nederste kategoriene i figuren nedenfor), er den mest vanlige utgangen at selskapet enten er kjøpt opp av en bedrift, et såkalt industrielt oppkjøp, eller at ledelse/grunder i selskapet kjøper (tilbake) aksjene.

¹⁷ Med inaktive mener vi enten at bedriften er konkurs eller at investeringen oppgis å være nedskrevet av fondet. I det siste tilfellet kan fortsatt bedriften være registrert som aktiv i bedriftsregisterne.

Figur 6-14 Oversikt over exit av såkornsekskapenes eierskap ved salg og konkurs



6.3.2. Nærmere om avkastning i fondene

Vi har belyst avkastingsspørsmålet for fondene på fire måter:

1. forvaltningsselskapene har rapportert relevante tall for å kunne beregne avkastning,
2. problemstillinger knyttet til avkastning i såkornfond er blitt drøftet med daglig leder i forvaltningsselskapet gjennom dybdeintervjuer,
3. aksjonærene er blitt spurt om de er fornøyd med den avkastning fondene har oppnådd så langt
4. vi har kartlagt forvaltningskostnader i fondene gjennom fondenes årsrapporter og regnskaper

Å beregne avkastningen i et fond som har investert i selskaper som ikke er listet på en børs er komplisert. Den del av porteføljen som er realisert gjennom salg av aksjer er det lett å forholde seg til. For de gjenværende selskapene i porteføljen er det derimot vanskelig å vite hvilke verdsettelsesmetode man skal anvende. Guiden med navnet "International Venture Capital and Private Equity Valuation Guidelines" skisserer hvordan man best vurderer verdien av urealiserte tidligfaseselskaper, men ofte må man anvende en betydelig grad av skjønn. Særlig gjelder dette dersom selskapene har negativt driftsresultat og lav omsetning de første årene, noe som er vanlig i såkornbedrifter. I en del selskaper i såkornfondenes porteføljer har man fått på plass en markedsbasert verddivurdering gjennom emisjoner, men i brorparten av selskapene i dagens residualporteføljer for fondene i bølge 1 har man heller ikke slike tall å basere seg på. Dersom dette er tilfellet kan man anvende ulike former for sammenligning med relativt like selskaper som har fått en faktisk vurdering (såkalt peer group valuation). Dersom dette heller ikke er mulig, anbefaler guiden at man anvender kostpris basert på fondets investeringer i selskapet, justert for eventuelle regnskapsmessige nedskrivninger.

6.3.3. Avkastning i aktive eierfond

Det avkastningsmålet man normalt anvender på aktive eierfond som opererer utenfor børser kalles Internal Rate of Return (IRR). Kort fortalt beregnes IRR ved å sammenligne den innbetalte kapitalen med summen av de realiserte verdiene (distributions) og den beregnede verdien på residualporteføljen (residualverdien) på et angitt tidspunkt. Deretter foretar man en renteberegning som identifiserer den årlige renten som vil gi en avkastning tilsvarende den beregnede gevinsten på den innbetalte kapitalen.

Tabell 6-6 Årlig avkastning i europeiske aktive eierfond fordelt på fase (%)

Årlig avkastning: Poolet IRR over X år

Fase	3 år	5 år	10 år	20 år
Såkorn/startup	2.3	-4.7	-1.1	0
Venture	6.9	1.2	7.1	8.5
Alle tidligfase	4.4	0.9	1.8	4.6
Buyouts	21.9	15.9	16.6	16.2
Alle Private Equity	17.1	11.5	11.5	11.9

Kilde: EVCA og Thomson (2008)

I følge EVCA og Thomson har avkastningen til aktive eierfond i Europa ligget på linje med eller marginalt høyere enn børsavkastningen gjennom de seneste 20 år.¹⁸

I tabellen ovenfor rapporteres IRR-tall for fond i Europa etter fase. Pooled IRR forteller at man ikke har vektet avkastningen med hensyn til fondenes størrelse, og antall år forteller at man beregner gjennomsnitt for de fond som man har data for de siste X år. Tabellen angir et tydelig fasebetinget mønster der avkastningen faller jo tidligere fondet går inn i bedriftene. Der de store oppkjøpsfondene klarer å oppnå en årlig avkastning på over 15 prosent, sliter såkornfondene med å gi positiv avkastning. Dette er det viktig å feste seg ved når man studerer avkastningen i de norske såkornfondene.

Ettersom det eksisterer få såkornfond i Norge utenom såkornfondordningen, blir det vanskelig å lage et sammenligningsgrunnlag for ordningen i Norge. Vi har valgt å rapportere IRR for tolv venturefond som ble etablert i perioden 1998 til 2002 og som fortsatt opererer (se tabellen nedenfor). En rekke av disse fondene (eksempelvis Viking, Northzone og Teknoinvest) har valgt å gå inn i selskaper i svært tidlig fase og som antas å ha et langt forløp før de kan realiseres. Slike investeringer ligner med andre ord på det man finner i såkornfondene. Den gjennomsnittlige avkastningen er sterkt preget av noen få svært høye avkastningstall. Det er derfor mer hensiktsmessig å benytte mediantallet, som peker i retning av at de norske venturefondene har en avkastning på linje med de europeiske.

¹⁸ Det bør nevnes i denne sammenheng at undersøkelsene av avkastning som Thomson har gjennomført i en årrekke, har hatt en tendens til å være overrepresentert av de bedre fondene. De dårligste fondene vegrer seg ofte for å rapportere sine resultater på denne måten. Dette har også MENON erfart i sammenheng med sine kartlegginger av avkastningen i slike fond i Norge.

Tabell 6-7 Avkastning i norske venturefond

Avkastning i norske venturefond etablert 1998-2002

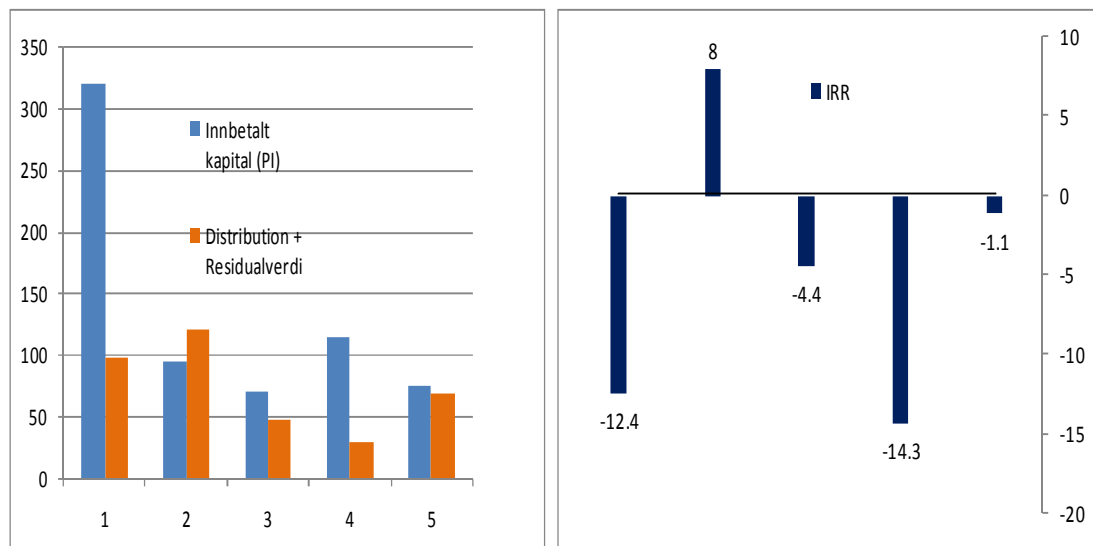
Gjennomsnitt (pooled)	13.7
Median	9.5
Antall	12

Kilde: MENON Business Economics /NVCA

6.3.4. Beregnet avkastning i såkornfondene (bølge 1)

I evalueringen har vi fått oppgitt IRR for ett av fondene i bølge 1. For tre fond har vi hentet inn tall for beregnet residualverdi fra oppgavene som ble levert inn fra forvalterne, mens vi i ett tilfelle har måttet benytte oss av tall fra siste års årsberetning. Det sjette fondet (Såkorninvest Innlandet) ble slått konkurs i 2007 og vi har derfor ikke rapportert tall for dette fondet. Som nevnt over knytter det seg stor usikkerhet til hvordan man skal verdsette en residualportefølje i såkornfasen. Derfor har vi i aksjonær-surveyet spurt eierne i fondene i bølge 1 om de er fornøyd med måten forvalterne beregner avkastning på. Så mange som åtte av ni er fornøyd med rapporteringen. I lys av dette legger vi til grunn at fondenes verdsetting er rimelig.

Figur 6-15 Innbetalt kapital, beregnet verdi og avkastning for fondene i bølge 1



I figuren ovenfor rapporteres følgende: I venstre vindu oppgis verdien på innbetalt kapital til de fem fondene, samt verdien på utbetalt kapital og residualverdien på porteføljen. På bakgrunn av disse tallene beregner vi i høyre vindu fondenes IRR. Det er kun Såkorninvest Sør som kan vise til utbetaling av kapital til eierne gjennom selskapssalg med betydelig avkastning. Fire av fem fond har over tiårsperioden 1998-2008 hatt negativ avkastning på porteføljen. For to av fondene er de beregnede tapene betydelige.

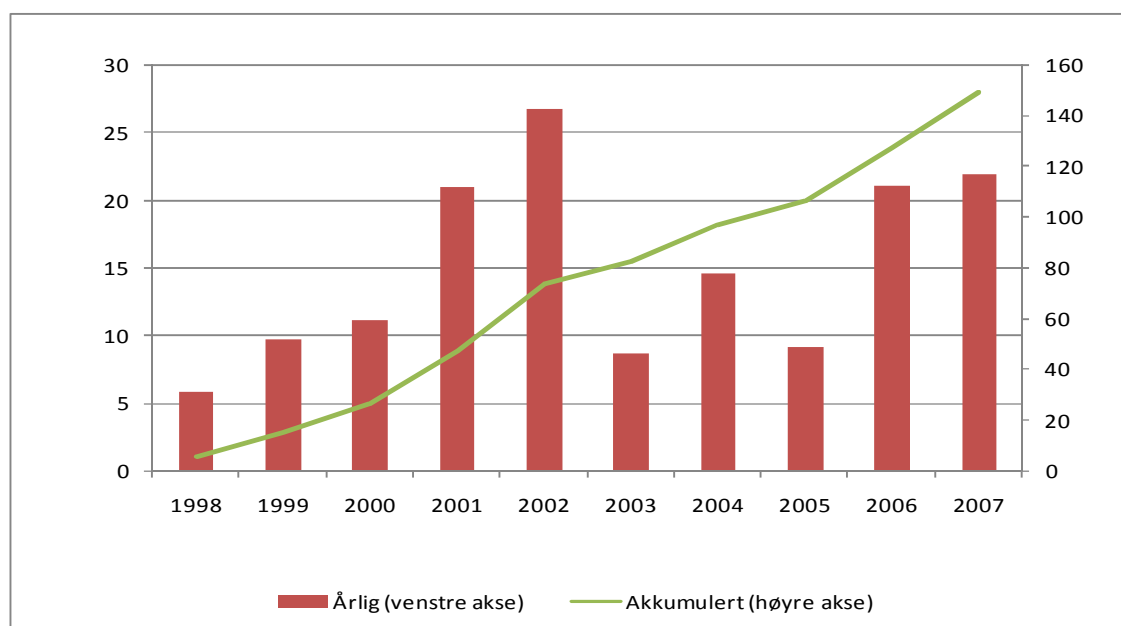
I intervju med forvalterne fra bølge 1 sier tre av fem at de ikke forventer at fondet vil oppnå en betydelig positiv avkastning, men at det fortsatt finnes et potensial i enkelte prosjekter som kan løfte avkastningen signifikant fra dagens nivå. Styreformann i ett av fondene med dårligst avkastning anser det som mulig å komme ut uten tap til slutt. I Såkorninvest Sør knytter det seg store forventninger til selskapet Metallkraft, mens selskaper som Lytix Biopharma og Ortogenics anses som cases med betydelig potensial i SINAS.

Ni aksjonærer har utalt seg om de er fornøyd eller ikke med den avkastning som fondene fra bølge 1 har oppnådd så langt. Kun en er fornøyd, mens resten enten er misfornøyd eller mener at det fortsatt er for tidlig å si noe.

6.3.5. Forvaltningskostnader

Forvaltningskostnader utgjør en betydelig andel av kostnadene i fond av denne typen, noe som bidrar til å trekke ned avkastningen i fondene. I utgangspunktet har man stort sett operert med et forvaltningshonorar på 2.5 prosent av kommitert kapital, men fordi man i disse fondene har byttet ut management og endret avtaleverket over tid, har man klart å inngå løsninger som har bidratt til å redusere de løpende forvaltningskostnadene. Vi har benyttet regnskapsdata for fondene for å beregne de årlige og akkumulerte forvaltningskostnadene.

Figur 6-16 Estimerte årlige forvaltningskostnader for fondene i bølge 1 (mill. NOK)



Tallene i figuren ovenfor angir et mønster der forvaltningskostnadene vokser raskt de første fem årene for deretter å avdempes signifikant. Dette forløpet relaterer seg til fremforhandlingen av nye forvaltningsavtaler i brorparten av fondene. Med en innbetalt kapital på 747 millioner NOK i disse fondene, blir det estimerte årlige gjennomsnittlige forvaltningshonoraret på rundt 1.9 prosent. Hvis man derimot anvender avviket mellom investert kapital og innbetalt kapital (se tabell 6.1) og neddiskonterer over ti år, ender vi med et effektivt forvaltningshonorar på 2.1 prosent. Sammenlignet med aktive eierfond generelt, er ikke dette et høyt tall.

6.3.6. Konkursen i Såkorninvest Innlandet

Våren 2007 valgte styret i Såkorninvest Innlandet AS å erklære selskapet konkurs. Fondet hadde da eksistert i knappe syv år, og hadde investert i 18 porteføljeselskaper. Fondet hadde etter våre beregninger investert knappe 40 millioner NOK av en kommitert kapital på 60 millioner NOK. Da fondet ble meldt konkurs eksisterte det midler i boet til å drifte forvaltningen i noe mer enn ett år til.

Fondet hadde i lengre tid forsøkt å reise ytterligere kapital for å kunne bidra til å følge opp porteføljeselskapene med ytterligere oppfølgingsinvesteringer. Nye eiere viste interesse, men stilte som krav at lån gjennom Innovasjon Norge skulle nullstilles. Da dette ikke lot seg gjøre valgte interessentene å takke nei. Styret i fondet så da på kapitalsituasjonen som så anstrengt at de heller ville bringe fondet til opphør. Både fra styrets og fra forvalternes side er det blitt presisert at fondets størrelse var for lite til å gjennomføre investeringer som over tid skal kunne bidra til positiv avkastning for fondet som helhet. Enkelte av fondets investeringer har hatt en svært positiv utvikling etter at fondet ble nedlagt/solgte seg ut. Ett av selskapene har også blitt plukket opp av fondene i bølge 2.

Konkursen gir tydelige signaler om at såkornfond må ha en viss størrelse, slik at man har mulighet til å drive oppfølgingsinvesteringer over lang tid, og samtidig unngå å bli utvannet av andre aksjonærer. I følge våre tall valgte forvalterne av Såkorninvest Innlandet å investere en uvanlig stor andel av kapitalen som oppstartsinvestering. Lite ble værende igjen til oppfølging av selskapene. Samtidig forteller konkursen at man må holde antallet porteføljeselskap på et håndterlig nivå. Såkorninvest Innlandet hadde et forvalterteam som var av begrenset størrelse, og det kan stilles spørsmål om de hadde tilstrekkelig med ressurser til å følge opp alle sine investeringer. Sist, men ikke minst, forteller erfaringene fra konkursen at det er helt avgjørende at man som fond og forvalter fører et reelt og operativt likviditetsbudsjett og regnskap, slik at man ikke kommer opp i den situasjon der man ikke lenger kan avlønnse forvalterne.

6.3.7. Vurdering av avkastning i porteføljene

En vurdering av fondenes avkastning kan kun baseres på de fondene som hører inn under bølge 1, ettersom avkastningstall på unge porteføljer i aktive eierfond er vanskelig å estimere. Våre beregninger viser at alle fondene med unntak av ett har hatt til dels betydelig negativ avkastning. Negativ avkastning er i seg selv ikke overraskende, sett i lys av de erfaringer man har med tilsvarende investeringsfond i andre europeiske land. Det gjennomsnittlige såkornfondet i Europa opererer med en avkastning på rundt null prosent. For de seks fondene samlet (inkludert Innlandet der all aksjekapital er tapt) vil både et aritmetisk og et vektet gjennomsnitt gi en avkastning som er betydelig lavere enn det man finner i tallene for europeiske fond.¹⁹ Vi fastslår derfor at avkastningen på fonden har vært lavere enn forventet.

Den lave avkastningen kommer delvis som en følge av det lave antallet salg med betydelig gevinst. Kun to av 175 investeringer oppnår en slik status, noe som utgjør drøye en prosent av investeringene. Også erfaringen fra venturefond viser at man kun kan forvente en avkastning på en liten andel av porteføljene. I såkornsegmentet må man med andre ord belage seg på at et svært lite

¹⁹ Det kan ikke argumenteres med at tallene er svake fordi fondene ennå ikke har nådd en fase der realisasjoner drar opp totalverdien (TVPI), ettersom de europeiske tallene også inkluderer fond i ulike faser. Vi ser liten grunn til at det er når fondene er ti år gamle at den beregnede verdien er på sitt laveste.

antall selskaper skal stå for nærmest hele avkastningen. Når dette er sagt skal vi nevne at det fortsatt befinner seg en håndfull bedrifter i disse porteføljene som forvalterne fremhevet som prosjekter med stort oppsidepotensial. Noen av dem er også allerede i dag verdsatt svært høyt gjennom markedsrettede emisjoner, men dette er stort sett tatt med i beregningene av avkastning gjennom verdien på residualporteføljen.

Man skal være bevisst på at disse fondene startet opp og gjennomførte et stort antall investeringer i IT-bransjen rett før IT-boblen sprakk. Dette kan ha vært med på å dra ned avkastningen i fondene, ettersom mange av bedriftene mistet mye av den markedsmessige trekkraften som IT-boomen gav. Hadde man unngått denne nedgangskonjunkturen ville man sannsynligvis oppnådd flere tidlige salg. Samtidig bør ikke dette forbeholdet knyttet til eksterne faktorer flagges for høyt ettersom norske venturefond, som startet opp i perioden 1998 – 2002, har vist en betydelig høyere avkastning enn såkornfondene (se tabell 6-7). I et konjunkturperspektiv er det viktig å ta inn over seg at man nå gjennom de nærmeste årene høyst sannsynlig vil slite med å finne aktører som er villige til å kjøpe selskap til den prisen man har operert med de seneste tre til fire årene. Dette vil kunne påvirke fondenes langsiktige lønnsomhet i negativ retning.

7. EN VURDERING AV FONDENES ARBEID MED Å NÅ MÅLSETTINGENE

I forrige kapittel ble det foretatt en vurdering av porteføljeselskapenes økonomiske utvikling og vekst i de tidligere fondene, samt en drøftning av avkastning i disse fondene. Disse to elementene står sentralt i myndighetenes målsetting med såkornfondordningen og i aksjonærenes målsetting. Som beskrevet i tabell 2-3 i kapittel 2 inngår disse elementene som sentrale mål for ordningens resultataddisjonalitet. Drøftingen peker at ordningen gjennom de tidlige fondene har slitt med å fremdrive tilfredsstillende resultataddisjonalitet. Tre sentrale spørsmål må drøftes i denne sammenheng:

1. Kan den relativt lave graden av resultataddisjonalitet knyttes til hvordan de tidlige fondene har arbeidet og i hvilken grad de har fylt de fire verdiøkende eierrollene?
2. Opererer de nyere fondene i bølge 2 med en annen strategi, og er det noe disse fondene kan lære av de erfaringer man har høstet i de tidligere fondene?
3. Finnes det egenskaper ved fondenes retningslinjer og organisering som gjennom forbedringer kan bidra til større grad av resultataddisjonalitet?

De to første spørsmålene drøftes i dette kapitlet, mens det siste behandles i neste kapittel. Som beskrevet i kapittel 2, har vi valgt å belyse fondenes arbeid gjennom å drøfte deres evne til å fylle de fire eierrollene, noe som står sentralt for alle aktive eiere. På denne måten tilfører man bedriftene kompetent kapital. Gjennom å fylle disse rollene vil fondene kunne tilføre bedriftene viktig ressurs og kompetanse som ellers ikke ville vært tilgjengelig. Dermed oppnår man en høy grad av innsatsaddisjonalitet. I dette kapitlet går vi derfor gjennom såkornfondenes forvaltingsstrategi og kompetanse, slik den fremkommer gjennom intervjuer med forvalterne, spørreundersøkelsene rettet mot aksjonærer og daglig ledere i porteføljeselskapene, strateginotater fra forvalterne, intervjuer med utvalgte styreledere og relaterte aktører.

7.1. DEN AKTIVE EIERFONDSMODELLEN

Ordningene med såkornfond i Norge har mange fellestrekk med det man betegner som aktive eierfond. Aktive eierfond fokuserer på investeringer utenfor børs og har tilstrekkelig kapital til å kunne investere i et større antall selskaper. Ideen bak aktive eierfond er at de skal ha tilstrekkelig seleksjonskompetanse til å velge gode ideene fremfor dårlige. Aktive eierfond er som regel svært spesialiserte. Mange av dem retter seg mot bestemte næringer, bestemte regioner og bestemte utviklingsfaser og bedriftsstørrelser, eksempelvis såkornsegmentet. I tillegg har forvalterne av de aktive eierfondene ofte bakgrunn fra bransjene de retter seg mot.

Som for andre typer investeringer bidrar fondering av investeringskapital til at investeringene kan diversifiseres bedre enn det den enkelte investor har mulighet til på egen hånd. Fondering er derfor spesielt viktig i aktive eierfond ettersom risikoen knyttet til det enkelte selskap er stor. En annen fordel med å samle investeringskapital fra flere investorer i et fond er at det blir mer kostnadseffektivt å benytte seg av profesjonelle forvaltere, noe som gir gevinster.

Det er imidlertid ingen automatikk i at aktive eierfond bidrar til innovasjon og vekst. Kaplan og Schoar (2005) har vist at det er store stabile avkastningsforskjeller mellom de beste og dårligste aktørene.²⁰ Dette indikerer at de aktive eierfondenes prestasjonsforskjeller i stor grad er basert på kompetansefortrinn som vanskelig lar seg kopiere, for eksempel seleksjonskompetanse, komplementære ressurser, nettverk, strategisk kompetanse og omdømme.

Langsiktig perspektiv på eierskap

Et sentralt kjennetegn ved de aktive eierfondene er deres langsiktige investeringsperspektiv, vanligvis et sted mellom fem og ti år. Aktive eierfond tilfører i gjennomsnitt sine bedrifter mer kapital gjennom oppfølgingsinvesteringer enn gjennom initielle investeringer. Dette er nettopp fordi bedriftene har behov for kapitaltilførsel i lange perioder, og eierne har bedre styring med bedriftene ved å porsjonere ut kapitalen over tid, enn å finansiere hele utviklingen på en gang.

Å bygge en bedrift som skal operere effektivt i et marked, er som regel svært tidkrevende. Man må finne personer som har relevant kompetanse og som passer inn i organisasjonen, etablere leverandør- og kunderelasjoner, utvikle IT- og informasjonssystemer, velge produksjons-, distribusjons-, markedsførings- og salgsmetoder, sørge for at aktivitetene koordineres og utvikle rutiner som gjør at arbeidsprosessene utføres stadig mer effektivt. Det er ofte stor usikkerhet knyttet til nøyaktig hvor lang tid det vil ta før bedriften har nådd et nivå som gjør det naturlig å la bedriften bli overtatt av de neste eierne. Den langsiktige modellen for eierskap gjør at de aktive eierne har fleksibilitet i forhold til når de skal selge bedriften.

Faser av aktivt eierskap

Aktive eierfond har spesialisert seg på bestemte faser i bedrifters utvikling og har dermed mulighet til å bygge opp en ressursbase som er spesielt tilpasset de utfordringer bedrifter står overfor i denne fasen. Dette illustreres av at aktive eierfond gjerne sorteres etter bedrifters utviklingsfase; såkorn, venture, ekspansjon og omstilling.

7.2. FORVALTERNES GENERELLE RESSURSER

Såkornfondenes egne ressurser bestemmes av forvalterkompetansen, den kompetanse som styret og eierne av fondet besitter, og ikke minst fondets forvaltingskapital. Det er først når fondets kapital kobles med forvalterkompetanse og forvaltningsstrategier at man kan forvente at kapitalen gir avkastning. Som illustrert i modellen i kapittel 2, er det først når kapital kobles med seleksjonskompetanse slik som, evne til å styre kapitalen, evne til å tilføre bedriftene komplementær ressurser og utførelse av corporate governance, at man oppnår vekst og avkastning.

7.2.1. Fondenes finansielle ressurser

Fondenes finansielle ressurser er grundig beskrevet i kapittel 5. Med unntak av Start-fondet, har de andre fondene i bølge 1 (de regionale) begrenset med kapital til forvaltning. Fondene i bølge 2 har en betydelig større forvaltingskapital (fra 216 millioner NOK i Fjord Invest Sørvest til 333 millioner NOK i

²⁰ Dette skiller aktive eierfond fra andre typer kapitalforvaltning hvor avkastning tenderer til å konvertere relativt raskt mot gjennomsnittet (Lerner, Schoar og Wong, 2004).

de fire landsdekkende fondene).²¹ Med et relativt likt forvaltingshonorar åpner størrelsen i de nye fondene for et større forvaltningsmiljø ettersom man har høyere avlønningsevne. Under intervjuene ble forvalterne spurt om de opplevde forvaltingskapitalen som tilstrekkelig. Alle forvalterne fra bølge 1 ser på kapitalen som for liten. De påpeker særlig at det er problematisk med hensynet til forvaltingskostnadene. Hos de nyere fondene er holdningen delt. Både blant de landsdekkende og de distriktsrettede fondene i bølge 2 finner vi forvaltere som ser på kapitalen som for liten. Også enkelte aksjonærer og styreformenn har uoppfordret pekt på at fondets størrelse er kritisk for effektiv og kompetent styring og forvaltning av et såkornfond.

Som nevnt i kapittel 5 har de nyere fondene en øvre grense for hvor mye som kan investeres i hvert enkelt porteføljeselskap.²² Hverken regelen for hvor mye som kan investeres i hver transje (1.5 millioner EUR) eller regelen om at maksimalt ti prosent av forvaltingskapitalen kan kanaliseres til ett selskap blir sett på som nevneverdig problematisk. Når forvalterne konfronteres med mulige utvanning av deres eierandeler i porteføljeselskapene over tid, blir de heller ikke spesielt bekymret. De av forvalterne i de eldre fondene som har fulgt porteføljeselskap gjennom flere markedsrettede emisjoner ser derimot betydelige problemer med faren for utvanning i de av selskapene som skal skape avkastning for fondet.

7.2.2. Forvaltningsmiljøene

Fondene i bølge 1 har i dag i gjennomsnitt 2.8 forvaltere, mot 5.3 forvaltere i de nye fondene. Dette reflekterer i stor grad fondenes størrelse, og påvirker samtidig forvalternes evne til å dekke alle nødvendige kompetanseområder. Fondene har dobbelt så mange ansatte med økonomisk administrativ utdanning enn med teknologisk bakgrunn. Omtrent halvparten av fondene har omfattende industriell erfaring. I alle fond, med unntak av ett, har man forvaltere med ledelseserfaring fra næringslivet. Omfanget av forvaltere som har vært med på å starte opp en egen bedrift (gründererfaring) varierer betydelig mellom fondene. Denne kompetansen blir gjerne betegnet som verdifull fordi man har forståelse for situasjonen til den som sitter på den andre siden av bordet. Det er interessant å se at i de nye fire landsdekkende fondene har alle tre eller flere forvaltere med slik bakgrunn, mens denne kompetansen er sjeldnere i de regionale/distriktsrettede fondene (både bølge 1 og 2).

I intervjuene med forvalterne ble de spurt om perspektiv på forvaltning av ulike typer kompetanse gjennom hele fondets levetid. Forvalterne presiserer at de er opptatt av å sikre at alle fasespesifikke kompetanser ivaretas, men fremhever at forvalterne hver for seg stort sett har alle disse kompetansene inne. Ingen av fondene, verken i bølge 1 eller 2 har en skriftlig nedfelt kompetansestrategi som skal ivareta disse aspektene. Men særlig i de nyere landsdekkende fondene har man tenkt relativt grundig gjennom situasjonen.²³

²¹ Ett av Midvest-fondene er på 74,8 millioner NOK, men fordi det forvaltes av samme miljø som det andre Midvest-fondet er det rimelig å betegne kapitalen som større.

²² I de eldre fondene var dette en mindre relevant problemstilling ettersom de var betraktelig mindre i størrelse.

²³ Såkorninvest Sør har håndtert denne problemstillingen gjennom å opprette et nytt venturefond som interagerer nært med såkornfondet. Dermed kan man dele på de fasespesifikke ressursene, noe som er særlig relevant dersom fondene kommer opp på ulike tidspunkt. Alliance Venture opererer med noe av den samme

I perioden frem til 2002 ble det foretatt en rekke endringer i forvaltningen av fondene i bølge 1 av litt sammensatte grunner. Noen av fondene hadde for høye forvaltingskostnader og måtte justere for dette. Noen trengte sterkere kompetanse og nettverk rettet mot innhenting av kapital i emisjonsrundene i 2000, mens noen fond så behovet for et sterkere og mer kompetent forvaltermiljø, noe man oppnådde gjennom eksempelvis sammenslåing av mindre fond. I enkelte fond var den opprinnelige kompetansen for lite kommersielt orientert, og dette var i seg selv en grunn til forvalterskifte. Etter 2002 har forvaltningen vært mer stabil.

7.3. SELEKSJON

Fondenes langsiktige avkastning er avhengig av at seleksjon av porteføljeselskap er godt gjennomtenkt med hensyn til hva slags såkornelskaper det er mulig å bringe frem til suksessfulle vekstbedrifter og lønnsomme salg. I kapittel 3 drøftet vi begrepet såkornkapital og forsøkte å avgrense den gruppen av bedrifter som faller inn under denne kategorien. Såkornfondene har selv lang praksis fra det å selektere bedrifter inn til sine fond. Et sentralt spørsmål er da om fondene faktisk selekterer i det segmentet som vi har beskrevet som såkornsegmentet. Et sentralt element i denne sammenhengen er hvor modne selskaper de går inn i, hvor mange selskaper de investerer i, samt andre kjennetegn som FoU-intensitet i bedriftene de retter søkelys mot. I kapittel 4 ble det påpekt at markedet for såkornkapital er preget av lav etterspørsel og lavt tilbud av kapital, og at dette vanskeliggjør søke- og seleksjonsfasen for investorer. Man skulle derfor forvente at fondene velger å gå relativt bredt ut i sin søken etter gode case.

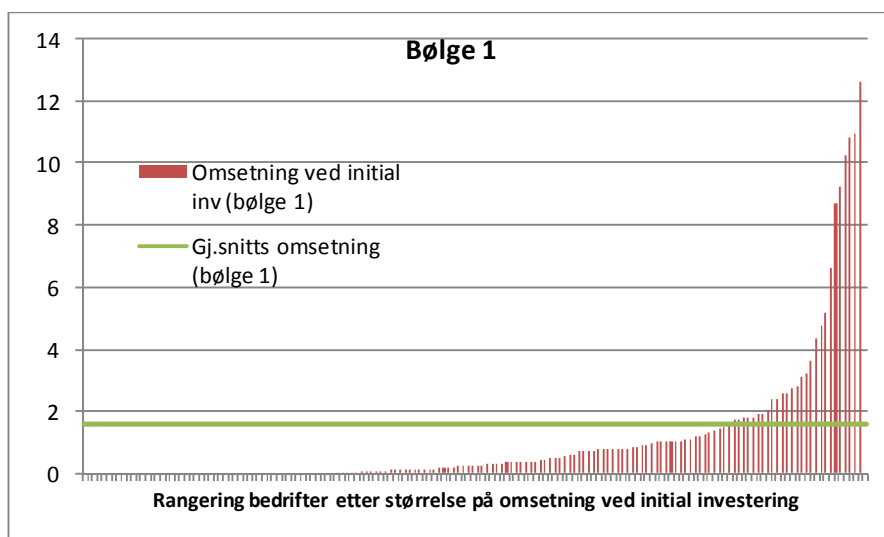
I evalueringsmodellen i kapittel 2 fremgår det at såkornfondene bør søke å identifisere de potensielle vekstbedriftene som mangler kapital, og samtidig unngå å investere i de realiserbare vekstbedriftene, som likevel vil få tilførsel av nødvendig kapital fra et annet sted. Å gjennomføre denne type screening er svært vanskelig, og fondene er heller ikke gitt insentiver til denne type seleksjon. Det er derfor grunn til å forvente at såkornfondene søker etter investeringscase blant begge typer vekstbedrifter, men at de forsøker å unngå de uten vekstpotensial.

7.3.1. Bedriftenes størrelse ved førstegangsinvestering

I figuren under har vi rangert bedriftene etter deres omsetning på det tidspunktet såkornfondet gikk inn (gjelder kun bølge 1). Figuren viser at flertallet av selskapene hadde svært liten, og som oftest null i omsetning. Kun en liten andel av selskapene hadde over to millioner i omsetning ved investeringstidspunktet.

tankegangen, mens Sarsia er forhindret fra å utnytte disse mulighetene i interaksjon med venturefondet fordi de startet opp parallelt og er begge aktive i investeringsfasen.

Figur 7-1 Rangering porteføljebedrifters omsetning ved initial investering (mill. NOK)



Mønsteret for investeringene i de nyere fondene ser annerledes ut. Selv om også disse i hovedsak har investert i bedrifter med omsetning på under en million (to av tre), er andelen med bedrifter med større omsetning større sammenlignet med bølge 1. Til en viss grad kan dette tilskrives de distriktsrettede fondenes satsning inn i SMB-segmentet.

7.3.2. Forvalternes perspektiver på seleksjon og såkornsegmentet

Forvalternes perspektiver på hvor tidlig man bør gå inn i prosjekter er relativt ensartet. På spørsmål om de krever at prosjektet har ferdigstilt et "proof of concept" eller at testing eller en ferdig prototype må være på plass, sier samtlige (14 forvaltere) nei. De er i utgangspunktet villige til å gå inn i prosjekter som må etableres av fondet, så lenge teknologien eller konseptet er godt nok. Dette bildet gir et konsistent bilde med det vi finner i tabell v1-3 i vedlegg 1. En majoritet av porteføljeselskapene ble etablert ett år før eller samme år som fondet gikk inn.

Forvalterne peker på at de helst ser at det eksisterer en AS struktur. Hvis ikke, ordnes dette opp i med det første, for å legge til rett for ønskede eierskapsformer. Enkeltmannsforetak, ANS og lignende er uaktuelle selskapsformer.

Med unntak av ett forvaltningsmiljø, er alle åpne for å gå inn i selskap som allerede har etablert en fungerende ledelse som dekker sentrale funksjoner som salg, logistikk, finans og strategi. Når slike ressurser er på plass har man gjerne beveget seg over i en fase som betegnes som tidligfase venture. De fleste forvalterne ser på dette som en stor fordel ettersom det letter det initiale arbeidet som ligger i aktiv eierskapsutøvelse i en tidlig fase. To forvaltere sier at man med slike ressurser på plass øker sannsynligheten for en tidlig exit. Disse svarene gir et inntrykk av at forvalterne opererer med en vid definisjon av såkornbegrepet, og at de i sin seleksjon gjerne beveger både seg ned i pre-såkorn og lengre opp i mer modne segmenter.

Selskapets størrelse og alder blir i utgangspunktet ikke sett på som noe investeringskriterie for forvalterne av såkornfondene. Med unntak av forvalterne i de nye distriktsrettede fondene,

presiseres det at man i hovedsak ser på nye prosjekter med lav eller ingen omsetning. Forvalterne i de nyere distriktsrettede fondene legger tydelig vekt på at antallet potensielle investeringscase kan være større innen SMB-segmentet (hvor de har mandat til å investere), der restrukturering av virksomheten er viktigste verdidriver.

7.3.3. Bedriftenes syn på egen fase og modning ved fondets inntreden

I bedriftsspørreundersøkelsen rapporterer vel tolv prosent av bedriftene at de var i en ide-/utviklingsfase da såkornfondet gikk inn med kapital første gang. Majoriteten av førstegangsinvesteringene, omtrent 81 prosent, skjedde i bedrifter som enten var i en etableringsfase (bedriften/prosjektet var nyetablert/i ferd med å bli etablert) eller tidlig venture fase (tidlig driftsfase, men med etablert ledelse og en finansiell-strategisk plattform, men uten betydelige salgsinntekter). Ingen av bedriftene mente de var i en venture-fase eller at de var modne bedrifter. Det var imidlertid vel seks prosent av bedriftene som mente de var i en ekspansjonsfase (etablert driftsfase der bedriften har fokus på nye geografiske markeder og/eller forretningsområder). Dette mønsteret bekrefter i stor grad de opplysninger som har fremkommet gjennom intervjuer med forvalterne.

7.3.4. Antall selskap i porteføljen

Hva som er det optimale antall selskaper i en portefølje der man vet at mange selskaper vil ende med nedleggelse, er et av de mest kompliserte og viktigste strategiske spørsmålene som forvalterne stilles overfor. På den ene side må man ha et tilstrekkelig antall for å spre risiko, men dersom det er for mange klarer man ikke å følge opp selskapene gjennom aktivt eierskap. Samtidig må det være konsistens mellom antall selskaper og hvor mye man forventer å måtte investere i selskapene i ulike faser. Det er derfor viktig at forvalterne opererer med en gjennomtenkt strategi på dette området.

I kapittel 6 har vi vist at fondene har fulgt varierende praksis med henhold til hvor store investeringer som gjøres i hvert selskap. I bølge 1 fondene har man, med unntak av Startfondet, valgt å gå inn med relativt små investeringer (to til tre millioner NOK). I Såkorn Midt-Norge har man valgt å investere enda bredere, med et snitt på i rundt en million kroner per selskap. I Startfondet og fondene i bølge 2 ligger investeringene per selskap mye høyere. Det er også viktig å merke seg at de nyere fondene kun har vært operative i to år. Derfor må man forvente at investeringene per selskap vil fortsette å vokse ytterligere over tid.

Forvalterne av de regionale fondene i bølge 1 gir klart uttrykk for at man har gått inn i for mange selskaper, noe som har bidratt til at man ikke har hatt tilstrekkelig mulighet til å følge opp med mer kapital etter hvert som behovene har meldt seg. I Såkorninvest Midt-Norge presiseres det at man har fulgt en strategi som i større grad ligner en inkubator med fokus på etableringsstøtte. Den store spredningen av små investeringer på mange porteføljeselskaper har trolig vært medvirkende til at antall suksessfulle case har vært lavt.

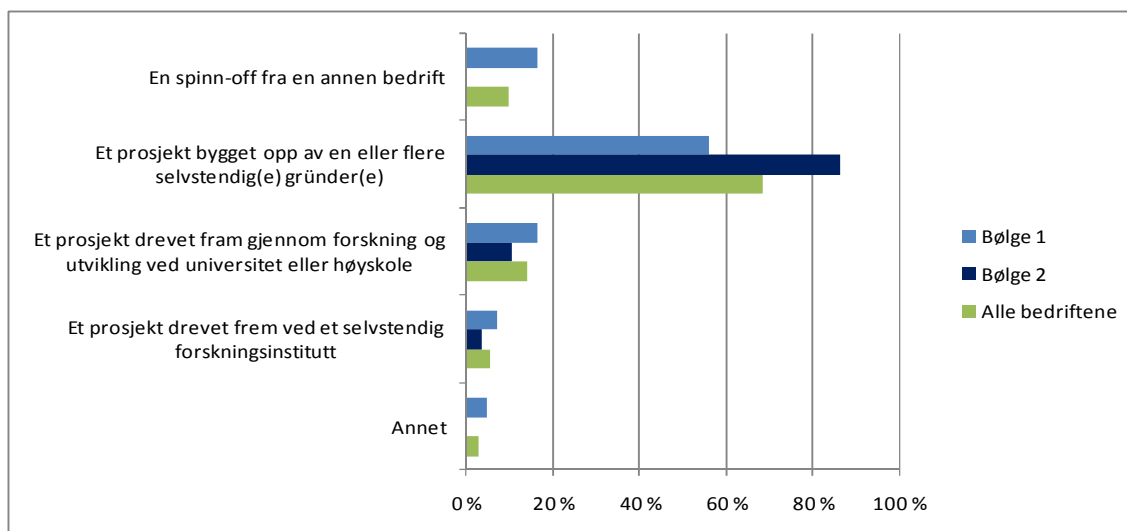
Fondene i bølge 2 er relativt symmetriske med hensyn til størrelse på forvaltingskapitalen. Forvalterne gir uttrykk for at antallet porteføljeselskap antas å komme til å ligge rundt 30, muligens noe i underkant. Dette er noe færre cases enn forvalterne i utgangspunktet hadde planlagt, og bygger på en økt forståelse for at mange av prosjektene som hentes inn i såkornfasen blir kapitalkrevende. Med en forvaltningskapital på 300 millioner NOK, skulle dette tilsi en

gjennomsnittsinvestering på godt over syv millioner kroner, når man trekker fra forvaltningskostnader.

7.3.5. Hvor finner fondene porteføljeselskapene?

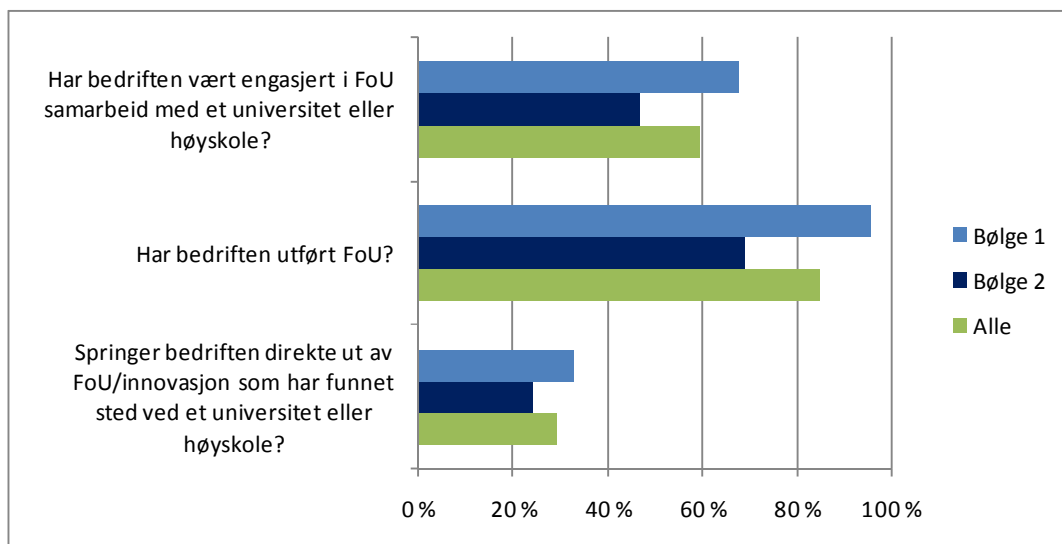
I figuren under ser vi nærmere på hvor såkornbedriftene har sitt opphav. Her ser vi at det dominerende utspringet for bedriftene er gründerdrevne prosjekter. Denne andelen er særlig stor blant bedriftene som sorterer under de nye fondene. Dette betyr at det typiske prosjektet som fanger fondenes interesse er FoU-rettete gründerprosjekter utenfor UogH-systemet. Det er bare en liten andel som springer direkte ut fra industrielle virksomheter. Men sannsynligvis har mange av gründerne sin bakgrunn fra andre bedrifter, og har derfor mange likhetstrekk med en bedriftsbasert spinn-off. Slår vi sammen prosjektene som selekteres fra UogH-miljøene og de selvstendige forskningsinstituttene, utgjør disse til sammen rundt 20 prosent. Dette tallet ligger om lag på linje med den andelen slike prosjekter utgjør av den totale dealflow som møter fondene. Det synes med andre ord ikke å være betydelig høyere kvalitet blant disse prosjektene i dealflowen.

Figur 7-2 Hva startet din bedrift opp fra (prosentandel som svarer ja):



I figuren under ser vi at over 80 prosent av bedriftene i fondenes porteføljer har utført FoU. Denne andelen ligger høyt over det man finner blant småbedrifter ellers. Tallene er noe lavere for bedriftene i de nyere fondene enn i de eldre. Selv om andelen bedrifter fra UogH-sektoren er relativt lav, har over 50 prosent av bedriftene hatt FoU-samarbeid med disse miljøene, så koblingene mot disse miljøene er sterke. Bedriftene i bølge 2 fondens porteføljer synes også å være noe sjeldnere involvert i koblinger opp mot UoH-sektoren. Såkornfondene har med andre ord i all hovedsak søkt etter FoU-rettete tidligfasebedrifter, noe som er i overensstemmelse med ordningens målsetting.

Figur 7-3 Om bedriftens FoU aktiviteter (prosentandel som svarer ja):



Porteføljeselskapene som har svart på spørreundersøkelsen har oppgitt at de i 2007 hadde 194 FoU-ansatte (rundt 3.5 FoU-ansatt per bedrift). I følge vår bedriftsdatabase sysselsatte disse bedriftene 461 personer. Dette innebærer at drøye 40 prosent av de ansatte i såkornbedriftene er engasjert i FoU.

7.3.6. Forholdet til universiteter og høyskoler, samt FORNY-enheter

Siden 2003 har det vært lovbestemt at all kommersialisering av aktiviteter som springer ut fra forskning ved universiteter og høyskoler først skal vurderes kanalisert gjennom kommersialiseringsenheter eller TTOer. Også før dette spilte slike enheter en sentral rolle i arbeidet med å koble forskning i UoH-sektoren med næringslivet. Disse enhetene har siden 1995 blitt tildelt midler fra Forskningsrådet under FORNY-programmet for å bidra til å etablere oppstartsbedrifter med betydelig kommersialiseringspotensial.²⁵ Det er gjerne slike bedrifter som betegnes som "Pre-såkorn". Fordi enhetene er UoH-sektorens vindu for kommersialisering ut mot næringslivet, har det vært rettet mye fokus mot hvordan samspillet mellom FORNY-enhetene og såkornfondene fungerer. I et faseperspektiv er det naturlig å forvente at såkornfondene søker i dealflowen blant bedriftene fra disse enhetene.

Gjennom telefonintervjuer har syv FORNY-enheter blitt kontaktet med spørsmål om deres perspektiver rundt såkornfondenes rolle. Enhetene svarer svært ulikt når det kommer til hvorvidt fondene har tilstrekkelig kompetanse knyttet til UoH-basert forskning og teknologi. På spørsmål om det er ønskelig å bruke Såkornfond som exit-mulighet, svarer fem av syv at de ikke lenger ser på dette som realistisk. På spørsmål om hva de oppfatter som den viktigste forskjellen mellom såkornfond og venturefond, svarer seks av syv at de opplever at såkornfondene ligner alt for mye på venturefond. Enkelte peker på at inngangsprisen som såkornfondene opererer med er for lav. Samtlige FORNY-aktører mener at det er behov for såkornfond, men brorparten hevder at dagens fond går for sent inn, og tar for liten risiko. På spørsmål om såkornfondene vier TTOer og inkubatorer

²⁵ Vi snakker her om enheter som Birkeland Innovasjon, Bioparken, Campus Kjeller, NTNU TTO og Norinnova.

nok oppmerksomhet svarer de fleste at kontakten er god og at fondenes kunnskap om TTOer og FORNY-aktører er tilfredsstillende.

Fondsforvalterne har blitt intervjuet om deres forhold til TTOer, inkubatorer og UogH-miljøet. Om lag halvparten av forvalterne vurderer at kontakten med TTOer og inkubatorer kunne vært bedre. De forvalterne som er fornøyd med kontakten er de som ligger nært opp til TTOer og inkubatorer geografisk og institusjonelt. Forvalterne er stort sett fornøyd med hvor mye dealflow som kommer fra TTOer/ FORNY-enheter, og en del av dem påpeker at prospektene fra disse aktørene er av en betydelig bedre kvalitet enn det som kommer fra næringshager og industriinkubatorer. Det ble i flere sammenhenger påpekt at det kan synes som om mange forskningsresultater utviklet ved universiteter og høyskoler ikke når ut til næringslivet og at det eksisterer hindre tidlig på veien som ikke er håndtert tilstrekkelig godt.

FORNY-bedrifter i såkornfondenes porteføljer

For å komplettere bildet av forholdet mellom såkornfondene og FORNY-enhetene og derigjennom UoH-sektoren, har vi fremskaffet en oversikt over alle FORNY-etableringer tilbake til 1995. Disse har vi så koblet opp mot vår såkorndatabase gjennom organisasjonsnummer. Våre funn er rapportert i tabellen her.

Tabell 7-1 FORNY-etableringer og såkornfondene

Antall FORNY-etableringer (1995-2006)	304
Såkornfond bedrifter (1998-2007)	218
Antall som har gått videre fra FORNY til såkornfond	51
I prosent av FORNY-etableringer	17 %
Andel av såkorn-bedrifter som kommer fra FORNY	23 %

Kilde: MENON Business Economics og Norges forskningsråd

I underkant av 20 prosent av alle FORNY-etableringene er blitt plukket opp av såkornfondene. Vi anser dette som en relativt høy andel, noe som nyanserer bildet av den svake koblingen mellom UogH-sektoren gjennom FORNY og såkornfondene. 41 av disse bedriftene gikk inn i de eldre bølge 1 fondene, mens ti har fått investeringer gjennom de nyere fondene. Så langt er det altså en tendens til at de nye fondene investerer i noe færre FORNY-case, noe som sannsynligvis henger sammen med at fondet Såkorninvest Midt-Norge i Trondheim valgte å gå inn i et stort antall slike prosjekter i perioden 2000-2005.

7.4. KAPITALSTYRING

I dette kapitlet kartlegger vi hvilken betydning kapitaltilførsel fra såkornfondene har hatt for porteføljeselskapene. Vi gjør dette dels gjennom å identifisere hvor mye den statlige kapitaltilførselen har løftet frem av privat kapital, og dels gjennom å kartlegge kapitaltilførselens betydning for bedriftene gjennom spørreundersøkelsen. Her vil bedriftenes vurdering av hvor viktig de mener såkornkapitalen har vært for utvikling av egen bedrift stå sentralt. Bedriftenes egen vurdering av hvilken innsatsaddisjonalitet kapitaltilførselen har hatt for deres bedrift er i denne sammenheng svært viktig.

7.4.1. Kapitaladdisjonalitet

En sentral målsetting for såkornfondordningene er å bidra til å utløse privat investeringskapital rettet mot oppstartsbedrifter med betydelig vekstpotensial, som ellers ikke ville fått den nødvendige kapitaltilførselen. Alle fondene som har fått tildelt et mandat under ordningen har klart å hente inn tilstrekkelig med lånekapital til å matche den offentlige tilførselen av ansvarlig lånekapital. Noen av fondene fortalte at de slet med å løfte inn med tilstrekkelig privat kapital, og pekte på at de hadde fått mye igjen for å legge mer arbeid i en investeringsmodell/strategi som kunne presenteres for potensielle investorer. Men i lys av at alle fondene har nådd disse målene er det grunn til å hevde at fondene gjennomgående har hatt suksess med å hente inn privat kapital.

Vi ba såkornfondene om å oppgi hvor store investeringer de hadde gjort, samt oppgi verdien på de investeringer som andre investorer har gått inn med i forbindelse med såkornfondets kapitaltilførsel. Denne formen for investering kalles gjerne koinvestering, og det antas at slike ressurser vanskeligere hadde funnet veien til bedriftene dersom ikke såkornfondene hadde tatt en sentral rolle i investeringsrunden. Koinvesteringer kan både gjennomføres i forbindelse med en initialinvestering i bedriften og i senere runder gjennom emisjoner. Tre av fondene i bølge 2 har lagt opp en strategi der man i all hovedsak skal gå inn i nye selskaper sammen med en annen investor (koinvestor). Koinvestering sammen med eksempelvis en industriell aktør eller andre typer investorer som har god kjennskap til selskapets bransje bidrar både til å kvalitetssikre investeringen og å redusere den finansielle belastningen til fondet. Forvalterne hevder at en slik strategi også kan gjøre det lettere å gjennomføre en exit i fremtiden. I lys av finanskrisen og dårligere tilgang på ekstern kapital påpeker enkelte forvaltere at koinvesteringsstrategien må legges på et noe mindre ambisiøst nivå.

I figuren nedenfor har vi rapportert omfanget av statlig kapitaltilførsel, de private aksjonærenes investeringer, samt koinvesteringer i ti av såkornfondene. Det vi betegner som multiplikatoren forteller hvor mye privat kapital som tilføres bedriftene som følge av en krone tilført av statlig kapital. Multiplikatoren ligger nært opp til fire.²⁶ Hver krone som tilføres ordningen gjennom statlig ansvarlig lånekapital utløser med andre ord fire kroner i private investeringer.

²⁶ I Wassum (2003) ble tallet anslått til 5.8. Vi har ingen klare indikasjoner på hvorfor våre tall er noe lavere, men dette kan knyttes til at mange av fondene vi ser på er relativt unge.

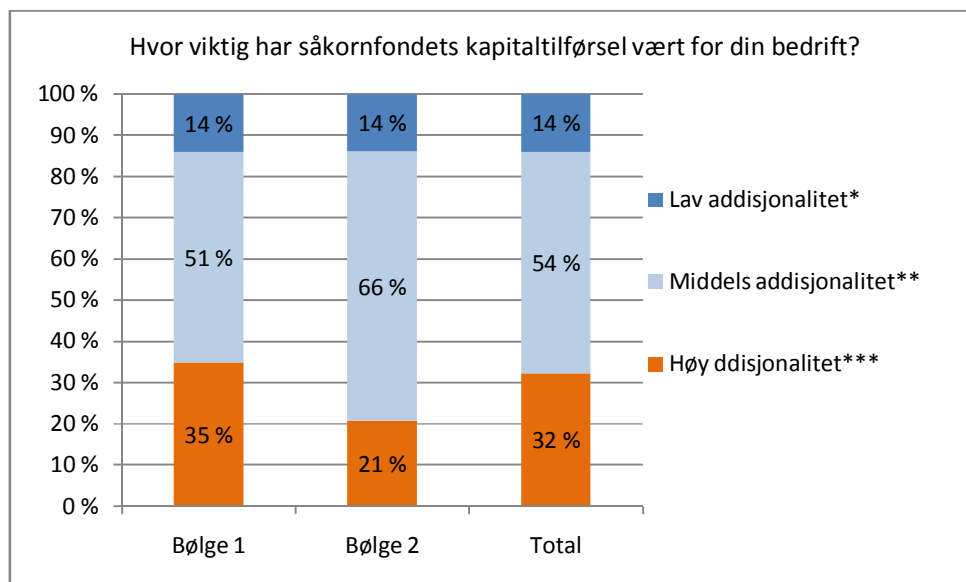
Figur 7-4 Kapitaladdisjonalitet i ti av såkornfondene

(A)	Statlig tilførsel av kapital gjennom ansvarlige lån	509
(B)	Fondenes investeringer	775
(C)	Koinvesteringer	1708
(B+C-A)	Totale Investeringer - statlig kapital	1973
(B+C-A)/A	Multiplikatoren	3.9

7.4.2. Bedriftenes vurdering av kapitaltilførsel fra såkornfondene

I dette avsnittet analyserer vi de svarene såkornfondsbedriftene har gitt på spørsmål knyttet til hvilken betydning kapitaltilførsel fra såkornfondene har hatt. En relevant dimensjon i så måte er i hvilken grad bedriften ville blitt etablert uten slik kapitaltilførsel. Dette ser vi nærmere på i figuren under. Hele 86 prosent av bedriftene hevder at såkornfondenes kapitaltilførsel har gitt middels eller høy addisjonalitet. I dette ligger det at bedriften enten ikke vil blitt realisert eller at den ville blitt etablert i en betydelig mindre skala og/eller betydelig forsinket. Ordningen oppleves som noe mer addisjonal blant bølge 2 bedriftene sammenlignet med bølge 1 bedriftene.

Figur 7-5 Betydningen av kapitaltilførsel fra såkornfondene for bedriftene



* Bedriften ville blitt gjennomført i samme eller større skala, på samme eller tidligere tidspunkt

**Bedriften ville blitt gjennomført i en mer begrenset skala og/eller på et senere tidspunkt

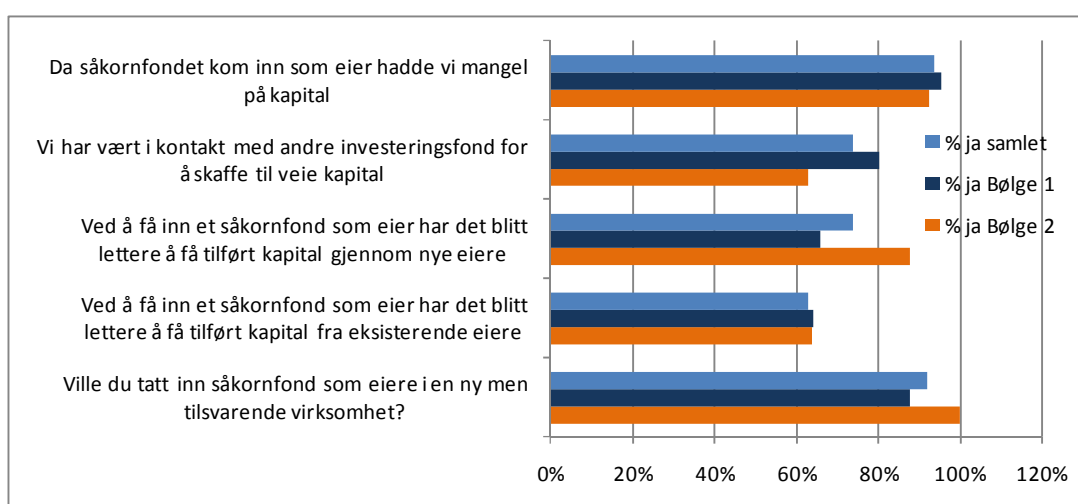
***Bedriften ville enten ikke blitt gjennomført eller blitt utsatt på ubestemt tid

Spørsmålet om hvorvidt porteføljeselskapene hadde mangel på kapital da såkornfondene kom inn på eiersiden, står helt sentralt i denne evalueringen. Dersom selskapene svarer at de ikke hadde

mangel, vil ikke ordningen være innsatsaddisjonal. I figuren nedenfor ser vi ikke uventet at omtrent 95 prosent av de daglige lederne i selskapene svarer at deres bedrift hadde kapitalmangel da såkornfondet kom inn på eiersiden. Det er heller ikke slik at bedriftene fikk et tilfeldig tilbud fra fondene og sa ja. Over 70 prosent av bedriftene hadde tidligere vært i kontakt med andre investeringsfond for og skaffe til veie kapital. De var med andre ord på aktiv leting etter finansiering. Ordningen ser dermed ut til og "treffe målgruppen godt".

Som beskrevet ovenfor, synes fondenes investeringer også å utløse ytterligere kapital gjennom koinvesteringer. I figuren under får vi dette bildet bekreftet, ettersom porteføljebedriftene mener at fondene som eiere har gjort det lettere å få inn kapital fra både eksisterende og nye eiere. Man kan med andre ord hevde at det å få såkornfond inn på eiersiden har gitt et kvalitetstempel på bedriften. Langs denne dimensjonen har derfor ordningen vist høy grad av innsatsaddisjonalitet.

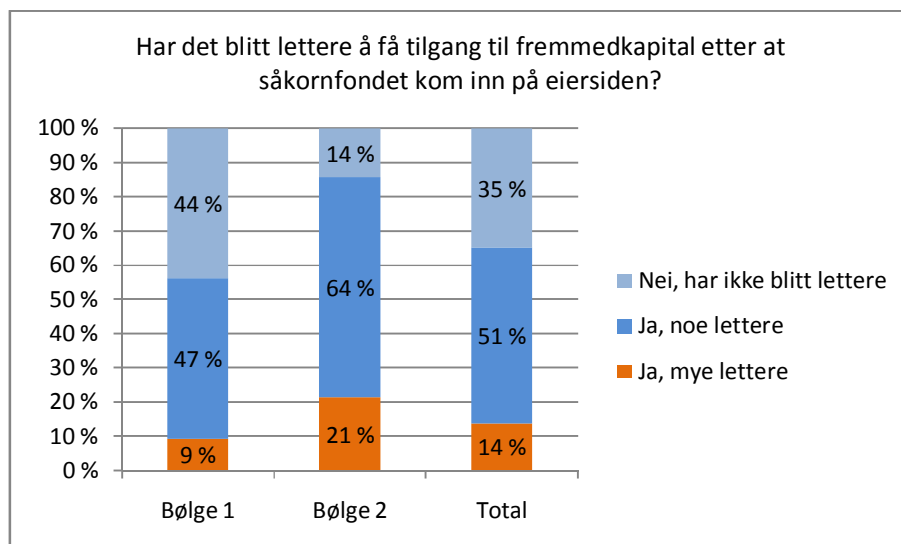
Figur 7-6 Betydningen av såkornfondenes inntreden



Med dette som bakgrunn er det av interesse å merke seg at omtrent 95 prosent av porteføljeselskapene ville tatt inn såkornfond som eiere i en ny, men tilsvarende virksomhet. Dette spørsmålet er i stor grad en "syretest" på i hvilken grad porteføljeselskapene har vurdert såkornfondenes bidrag som positivt. Figuren viser videre at det er en tendens til at fondene i bølge 2 bidrar mest positivt i så måte. Så godt som 100 prosent av bedriftene i fondene bølge 2 svarer at de ville tatt inn såkornfond i en ny, men tilsvarende virksomhet.

I figuren over kartla vi også bedriftenes opplevelse av tilgang på annen egenkapital etter at såkornfondene kom inn på eiersiden. Selv om bruk av fremmedkapital er et sjeldnere virkemiddel blant tidligfasebedrifter, er det en betydelig andel bedrifter som også benytter seg av slik kapital. Bedriftsspørreundersøkelsen viser at såkornfondene kan være en pådriver for og også tilføre fremmedkapital til deres porteføljebedrifter (se figuren under).

Figur 7-7 Tilgang på fremmedkapital:



Hvis man ekskluderer de som ikke har forsøkt å hente inn ytterligere kapital viser svarene fra porteføljebedriftene at omtrent 65 prosent av bedriftene hevder at det har blitt enklere å få tilgang til fremmedkapital etter at et såkornfond kom inn på eiersiden i bedriften. Bedrifter i fondene i bølge 2 har i langt mindre grad forsøkt å få tilgang til fremmedkapital etter at såkornfondene kom inn på eiersiden. Dette har naturlig nok sammenheng med at bølge 2 investeringene har skjedd senere i tid.

Egen- og fremmedkapital er ikke på langt nær de eneste finansieringskildene som porteføljeselskapene har tilgang til. Det eksisterer også en rekke ulike offentlige virkemidler som er rettet inn mot å stimulere til entreprenørskap og innovasjon blant unge og små bedrifter i det norske innovasjonssystemet (såkalt soft money). Forvalterne i de nyere fondene legger i sin investeringsstrategi til grunn at bedriftene bør tildeles slike midler. Flere av forvalterne presiserte at denne typen støtte er helt sentral i bedriftens tidligste faser. Opp mot 80 prosent av porteføljeselskapene har benyttet seg av SkatteFUNN, og en svært høy andel har også blitt tildelt en eller annen form for finansiering fra Innovasjon Norge. IFU/OFU-støtte er et mindre benyttet virkemiddel (rundt 25 prosent av bedriftene), noe som kan indikere at bedriftene ikke har kommet langt nok til å involvere seg så vidt tungt inn mot kundegrupper. Mindre enn 25 prosent av bedriftene har benyttet seg av finansiering gjennom inkubatorprogrammer og gjennom fylkeskommunen. Forskjellene mellom porteføljeselskaper i fond i bølge 1 og bølge 2 er i denne sammenheng relativt små.

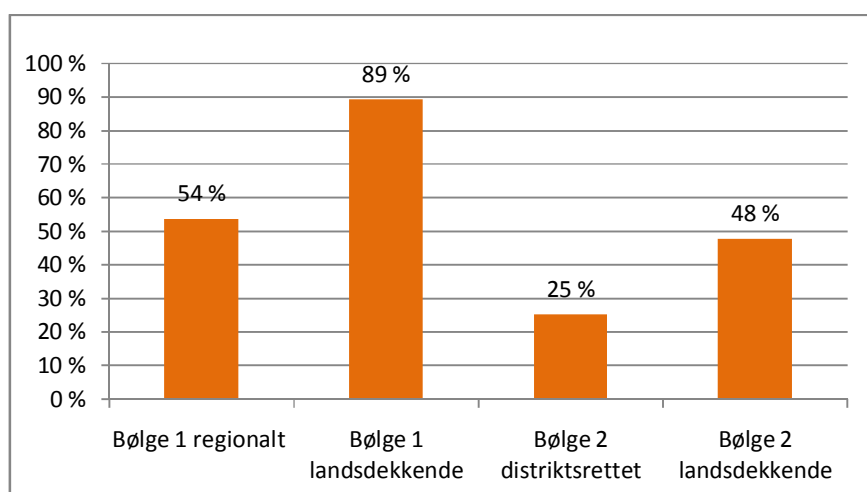
7.4.3. Strategi for oppfølgingsinvesteringer

Såkornfondene står foran en lang periode med aktivt eierskap i de aller fleste porteføljeselskapene. I kapittel 6 viste vi at en stor andel av selskapene som de eldre fondene gikk inn i rundt årtusensskifte, fortsatt er i deres porteføljer. I mange tilfeller snakker vi om en investeringshorisont på over ti år. Teknologitunge og FoU-intensive tidligfasebedrifter står gjerne overfor en lang utviklingsperiode med store kostnader. I så måte er det avgjørende at eierne klarer å følge opp selskapene med ytterligere egenkapital ved behov. En strategi for håndtering av oppfølgingsinvesteringer er derfor vel så sentral som selve seleksjonen. Man må forvente at de selskapene som viser seg å ha et langsiktig potensial, vil kreve store kapitalressurser med hensyn til oppfølging. Det er derfor grunn til å forvente at

oppfølgingsinvesteringene vil utgjøre en markant større andel av totalinvesteringene enn oppstartsinvesteringene.

I figuren nedenfor viser vi oppfølgingsinvesteringenes andel i ulike typer fond. Forskjellene er store og preges av fondenes størrelse. I det landsdekkende fondet i bølge 1 er denne andelen betydelig høyere enn i de regionale fondene, hvor oppfølging har stått for litt over halvparten av investeringene (54 prosent). Dette tallet er oppsiktsvekkende lavt, og antas å være en av grunnene til den svake økonomiske utviklingen i porteføljebedriftene. I de nyere landsdekkende fondene, som ikke har hatt noe særlig tid til å drive oppfølgingsinvesteringer, ser vi at andelen allerede nærmer seg andelen for de regionale fondene. Dette indikerer at de nye fondene har lagt seg på en helt annen strategi når det gjelder kapitalstyring. De nye distriktsrettede fondene har ikke kommet langt nok til å drive markante oppfølgingsinvesteringer.

Figur 7-8 Oppfølgingsinvesteringer som andel av investeringer totalt



I større grad enn de eldre fondene opererer de nyere fondene med strategier der investeringene gjøres i trinn eller transjer basert på bedriftens evne til å nå milepæler. På denne måten går fondene inn i en avtale med ledelsen og de andre eierne om at fondet har en opsjon på å ta større eierposter, men at dersom målene ikke oppnås har man en åpning for å stoppe videre tilførsel av kapital.

Fondenes størrelse er avgjørende for i hvilken grad disse skal klare å fylle rollen som kapitalstyrer. Jo større kapitalbase, jo lettere er det for fondene å følge opp hver enkelt bedrift. De regionale fondene i bølge 1 har en forvaltningskapital som er mye lavere enn de landsdekkende og nyere fondene. Dette har sannsynligvis preget evnen til å følge opp selskapene gjennom tilførsel av kapital. Samtidig har fondene i bølge 1 selv bidratt til å begrense oppfølgingsmuligheten gjennom å spre investeringene ut over et stort antall selskap. Som nevnt under drøftingen av seleksjon, synes strategien til de nyere fondene å være mer gjennomtenkt med hensyn til forvaltningskapital per investering.

I vilkårene for såkornfondene, slik de i utgangspunktet ble fremlagt og godkjent av ESA, var det kun lov å tilføre selskapene ny kapital gjennom oppfølgingsinvesteringer dersom bedriften hadde frembrakt en ny teknologi eller et nytt produkt. Potensielle aksjonærer reagerte på denne begrensningen og hevdet at kriteriet ville sette en stopper for privat finansiering. Dette er et klart uttrykk for at aksjonærene er opptatt av at man ikke legger for sterke føringer på hvor store

investeringene i selskapene kan være. Samtidig rapporterer de fleste aksjonærene at størrelsen på enkeltinvesteringene ikke er avgjørende for om de ville gått inn med mer kapital i fondet.

7.4.4. Bidrag til utvikling av regionale forvaltningsmiljøer

I kapittel 2 har vi ført opp fondenes evne til å videreutvikle regional forvaltningskompetanse som en egen målsetting. Så langt vi har sett er ikke denne målsettingen nedfelt i de skriv vi har gått gjennom, men gjennom de regionale og distriktsrettede mandatene er det naturlig å forvente at fondene skal bidra til det regionale kapitalforvaltningsmiljøet gjennom å øke kunnskapen og spre erfaringene. Som vi har viste i kapittel 4, er miljøene for aktiv og kompetent forvaltning av tidligfasebedrifter av en begrenset størrelse i Norge. I områdene utenfor Oslo finnes det nesten ikke slike miljøer utenom såkornfondene som analyseres i denne evalueringen. Det er derfor høyst sannsynlig at alle fondene har bidratt til å styrke forvaltningsmiljøene i interaksjon med lokale og regionale aksjonærer, banker, bedrifter og myndigheter. I mange av byene der det nå er lokalisert fond, ville det rett og slett ikke eksistert slike miljøer.

7.5. TILFØRSEL AV KOMPLEMENTÆRE RESSURSER

Begrepet **kompetent kapital** knytter seg direkte til utøvelsen av de fire eierrollene, der ikke minst tilførselen av komplementære ressurser spiller en vesentlig rolle. Såkornfondene er en mulig kilde til kompetent kapital, hvis fondene besitter relevant forretningsmessig kompetanse og nettverk på områder som er relevante for bedriften, og de samtidig makter å overføre denne kompetansen til porteføljeselskapene. Såkornfondenes kompetanse kan vurderes i lys av både aksjonærenes erfaringer, porteføljeselskapenes erfaringer, samt forvalternes egne perspektiver.

Det er stor variasjon med hensyn til fondenes kompetansesammensetning og erfaringsbakgrunn. Forvalternes erfaring fra finansiell virksomhet, som bank, forsikring, megling og corporate finance, er gode eksempler på dette. Ett av fondene har ingen denne bakgrunnen, mens staben domineres totalt av finansfolk i enkelte andre fond. Med unntak av det ene fondet har alle miljøene minst en person som innehar denne sentrale kompetansen.

Erfaringer fra FoU-arbeid og akademisk karriere er det så mange som fem fond som mangler. Vi har også fått inntrykk av at dette ikke oppleves som like sentralt. Fondene har i liten grad satset på å hente inn forvaltere som har erfaring fra markedsføring og salg. Særlig en forvalter pekte på at denne typen kompetanse er helt prekær i den fasen der selskapene skal ut og kommersialisere sine varer og tjenester. Andre hevder at dette er en type kompetanse som først og fremst bør ligge i selskapene.

7.5.1. Aksjonærenes syn på forvalternes kompetanse

I tabellen nedenfor gjengir vi aksjonærenes (fondets eiere) syn på forvalternes kompetanse. Omtrent 95 prosent av alle aksjonærene vurderer det slik at såkornfondene har tilstrekkelig kompetanse på "finansiell styring". Over 80 prosent av aksjonærene vurderer det slik at såkornfondene har tilstrekkelig kompetanse når det kommer til "utøvelse av aktivt eierskap i små bedrifter", "innovasjon, entreprenørskap og forskningsbasert nyskaping" og "oversikt over det distriktsrettede næringslivet". Dette er kompetanseområder som er viktig for såkornfondenes seleksjon, og for såkornfondenes evner til å styre de ikke-finansielle sidene av såkornbedriftenes virksomhet. Aksjonærenes vurderinger av såkornfondenes kompetanse må på disse områdene sies å være god.

Tabell 7-2 Vurdering av fondsforvalternes kompetanse

Opplever du at fondsforvalterne har tilstrekkelig kompetanse knyttet til...	% ja
Finansiell styring	95,2
Oversikt over det regionale næringslivet	83,3
Innovasjon, entreprenørskap og forskningsbasert næringsvirksomhet	82,9
Utøvelse av aktivt eierskap i små bedrifter	81,4
Oppkjøp, sammenslåinger og corporate finance transaksjoner	65,1
Industrielle nettverk, operativ virksomhet og markedsføring	61,9
Salg av bedrift / exit	57,5

Aksjonærene vurderer det imidlertid slik at fondene i noe mindre grad har kompetanse på forhold som gjelder oppkjøp, restrukturering og exit, kompetanseområder som i stor grad berører fondenes muligheter og evne til å skape økonomiske verdier for aksjonærene. Dette kommer vi tilbake til i vår vurdering av fondenes exit-kompetanse.

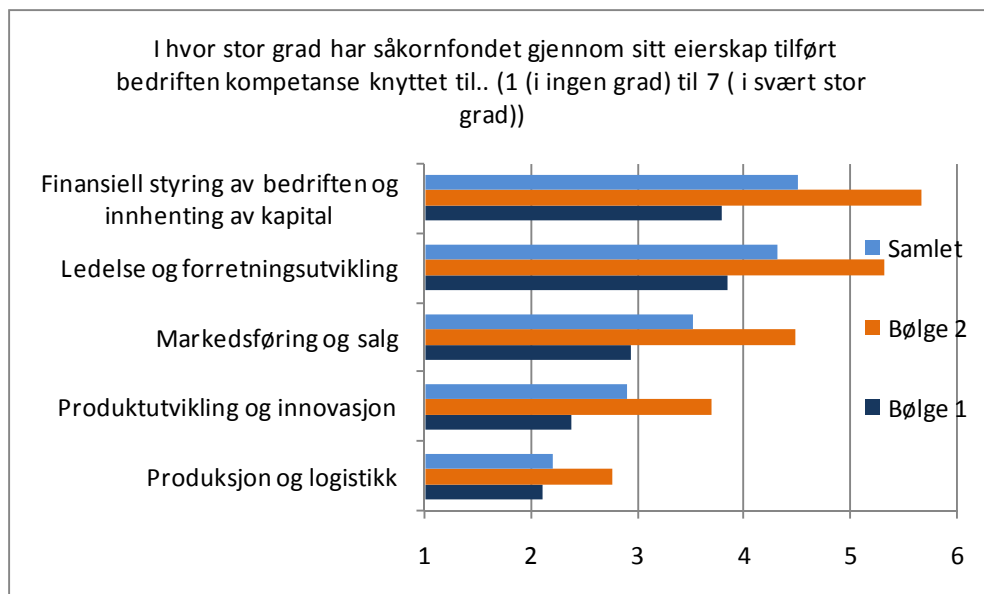
7.5.2. Tilførsel av komplementære ressurser til porteføljeselskapene

I figuren under ser vi nærmere på hva slags kompetanse og komplementære ressurser, bedriftene selv mener at de har blitt tilført gjennom interaksjon med såkornfondene. Bedriftene er bedt om å vurdere dette langs flere akser som anses som viktige for å skape og utvikle innovative vekstbedrifter. På en skala fra en til syv der syv er et uttrykk for høyeste grad av kompetansetilførsel står verdiene tre og fire for en "middels grad" av kompetanseoverføring fra såkornfond til bedrift.

Såkornfondene tilfører bedriftene omfattende kompetanse på områdene "ledelse og forretningsutvikling" og "finansiell styring av bedriften og innhenting av kapital". Dette samsvarer godt med de signaler forvalterne selv gir. På disse områdene synes derfor ordningen å bidra med høy grad av innsatsaddisjonalitet.

Figur 7-9 Overføring av kompetanse fra såkornfondene

Gjennomsnittsresponser: Skala fra en (i ingen grad) til syv (i svært stor grad)



Samlet har bedriftene opplevd middels grad av innsatsaddisjonalitet med hensyn til tilførsel av kompetanse på "markedsføring og salg" (snitt på omtrent 3,5). Men her har bedriftene i fondene i bølge 2 betraktelig bedre erfaringer. Når det gjelder bedriftenes evne til å utvikle nye produkter, samt lansere nye innovasjoner, er dette områder som bedriftene selv vurderer fondene til å være av lav til middels betydning (snitt på omtrent 2,9). Porteføljeselskapene opplever med andre ord ikke såkornfondenes direkte bidrag til FoU- og innovasjonsprosessen som sentral. Det samme gjelder området "produksjon og logistikk".

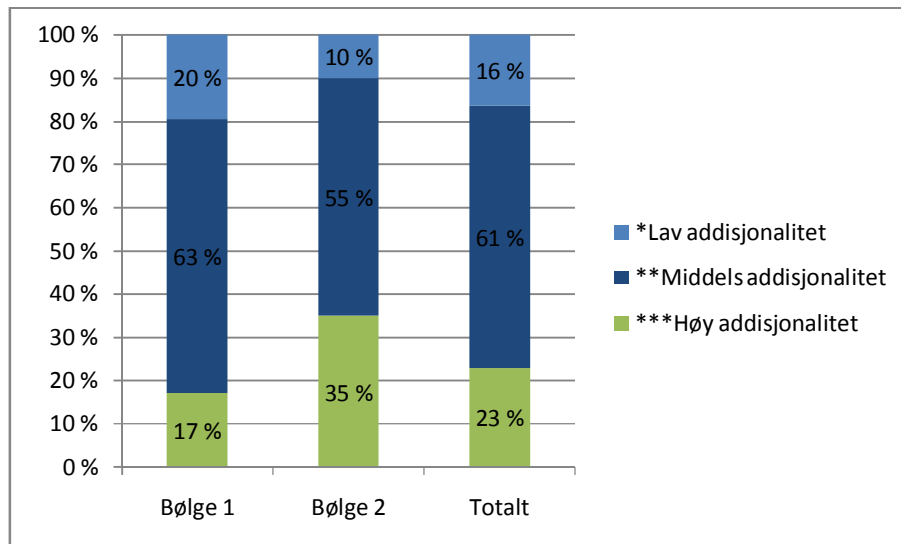
Det er viktig å merke seg at det her er gjennomgående store forskjeller mellom fondene under bølge 1 og bølge 2. Porteføljeselskapene i bølge 2 vurderer såkornfondene langt mer positivt sammenlignet med bedriftene i bølge 1. Selv om noe av dette kan forklares med ulikheter i bedriftenes alder og fase, så er det grunn til å tro at bølge 2 fondene i noe større grad har klart å tilføre bedriftene komplementære ressurser.

7.5.3. Såkornkapitalens konsekvenser for FoU i porteføljeselskapene

I lys av at porteføljeselskapene ser på såkornfondenes FoU- og innovasjonsrelaterte kompetanse som relativt begrenset, ser vi det som interessant å gå litt nærmere inn på hvordan såkornfondene bidrar til FoU- og innovasjonsprosessen. En sentral målsetting med såkornfondordningene er at de bidrar til å utløse mer FoU i oppstartsbedrifter. Ikke minst gjelder dette de landsdekkende fondene. Vi har derfor rettet søkelys mot hvor viktig kapitaltilførselen har vært for FoU-virkksomheten i bedriftene.

På spørsmål om hva som ville skjedd med FoU-aktiviteten dersom finansieringen gjennom såkornfond ikke hadde kommet på plass, svarer bedriftslederne i all hovedsak at aktivitetene ville blitt gjennomført, men i en mer begrenset skala. Under ti prosent sier at FoU-aktivitetene ikke ville blitt gjennomført. Med dette som bakgrunn kommer det tydelig frem at såkornfondordningen har bidratt til betydelig innsatsaddisjonalitet på FoU-området.

Figur 7-10 Hva ville skjedd med FoU aktiviteten dersom din bedrift ikke hadde fått såkornfinansiering? (Prosentandel som svarer ja)



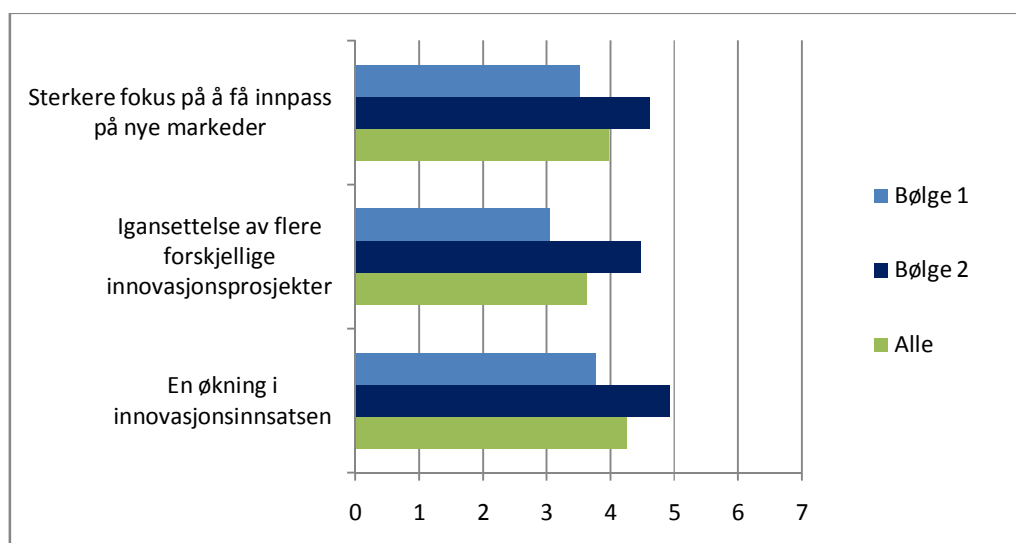
* FoU-arbeidet ville blitt gjennomført i samme skala

**FoU-arbeidet ville blitt gjennomført i en mer begrenset skala.

***FoU-arbeidet ville ikke blitt gjennomført eller utsatt på ubestemt tid

I figuren under ser vi at finansieringen fra såkornfondene blir vurdert til å ha betydning for både igangsettelse av innovative prosjekter, hvor mye innovasjonsinnsats man legger i disse prosjektene og satsning på å etablere seg i nye markeder. Også langs disse dimensjonene er det betydelige avvik mellom de to bølgene. Hos bedriftene som sorterer under de eldste fondene anses fondenes bidrag å gi middels addisjonalitet, mens det i de nyere fondene vurderes noe høyere.

Figur 7-11 I hvilken grad har finansiering og andre bidrag fra såkornfondet påvirket din bedrift: Gjennomsnittsrespons: 1 (ingen påvirkning) til 7 (stor påvirkning)



7.6. EIERSTYRING / CORPORATE GOVERNANCE

Eierstyring eller "corporate governance" handler i all hovedsak om å utøve sitt eierskap slik at ledelsen og de ansatte handler i henhold til de målsettinger som eierne opererer med. Eksterne eierne holder normalt kontakt med bedriftens ledelse gjennom styret, men når bedriftene er små og eierne er aktive ser man ofte at eierne har hyppigere kontakt direkte med ledelsen. Ikke sjelden går eierne inn i bedriften og utfører ledelsesarbeid der det trengs og kompetansen matcher. Alle fondene sitter som styrerepresentanter i sine porteføljeselskaper.

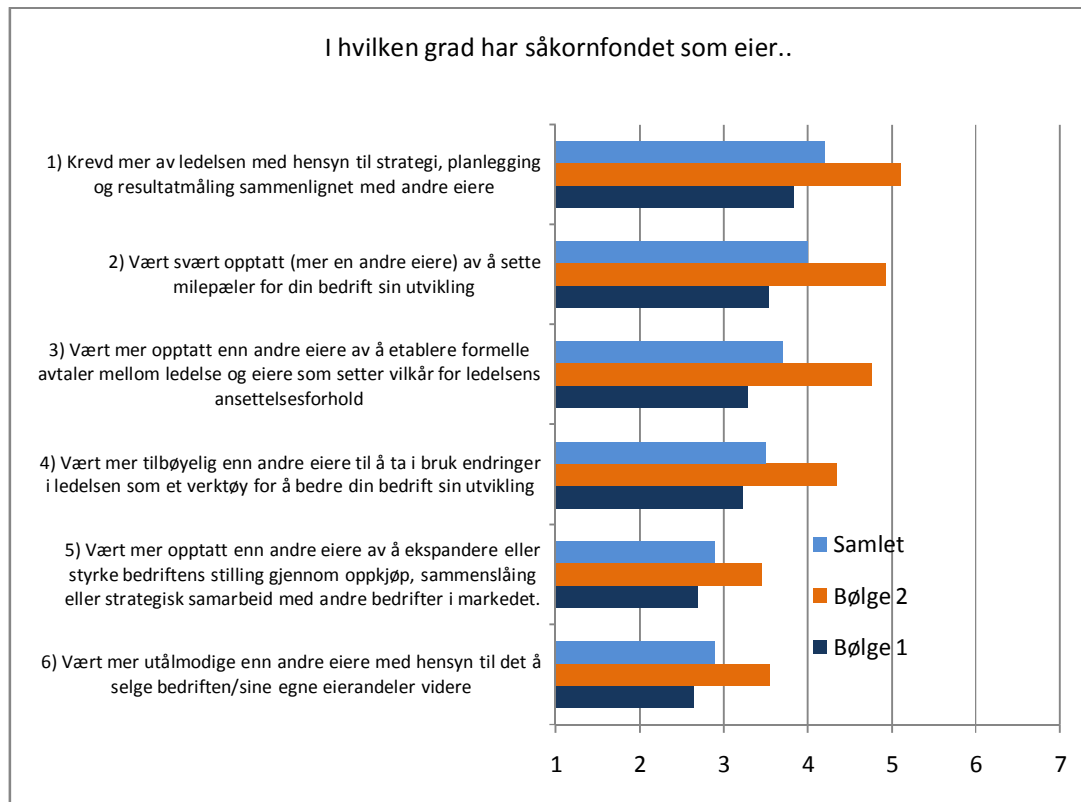
Eierstyring handler også om insentivering av ledelsen og de ansatte. Eierne benytter seg av belønningssystemer som gjør det attraktivt for folk i bedriften å handle etter eiernes målsettinger. Dette gjøres gjennom ulike typer insentivavtaler, som opsjonsavtaler og lignende.

Nedenfor rapporterer vi hvordan daglig leder i porteføljeselskapene opplever fondsforvalternes eierstyring. For å danne et relevant sammenligningsgrunnlag, har vi i mange sammenhenger bedt dem om å sammenligne fondenes atferd med andre eieres atferd. Responsen som er gjengitt i figuren under peker i retning av at bedriftene med de tidlige fondene som eier ikke ser på fondene som mer aktive enn andre eiere. Det er et viktig signal om at fondsforvalterne ikke har viet dem nok oppmerksomhet, noe som antas å knytte seg til det store antall porteføljebedrifter per forvalter i disse fondene. Alemany og Marti (2006) finner indikasjoner på at dette antallet påvirker resultatene i bedriftene negativt.

Det er en svak tendens til at bedriftene oppfatter såkornfondene som noe mer aktive i forhold til det å kreve mer av ledelsen med hensyn til strategi, planlegging og resultatmåling, samt å sette milepæler for bedriftens utvikling. På den annen side vurderer bedriftene det slik at såkornfondene i noe mindre grad enn andre eiere har vært tilbøyelig til å ta i bruk endringer i ledelsen som et verktøy for å bedre bedriftens resultater. Tilsvarende anses ikke såkornfondene å være mer utålmodige enn andre eiere med hensyn til det å selge bedriften/eierandeler videre. Vi ser også her at såkornfondene i bølge 2 anses å spille en betydelig mer aktiv rolle langs alle dimensjoner.

Figur 7-12 Såkornfondet som eier:

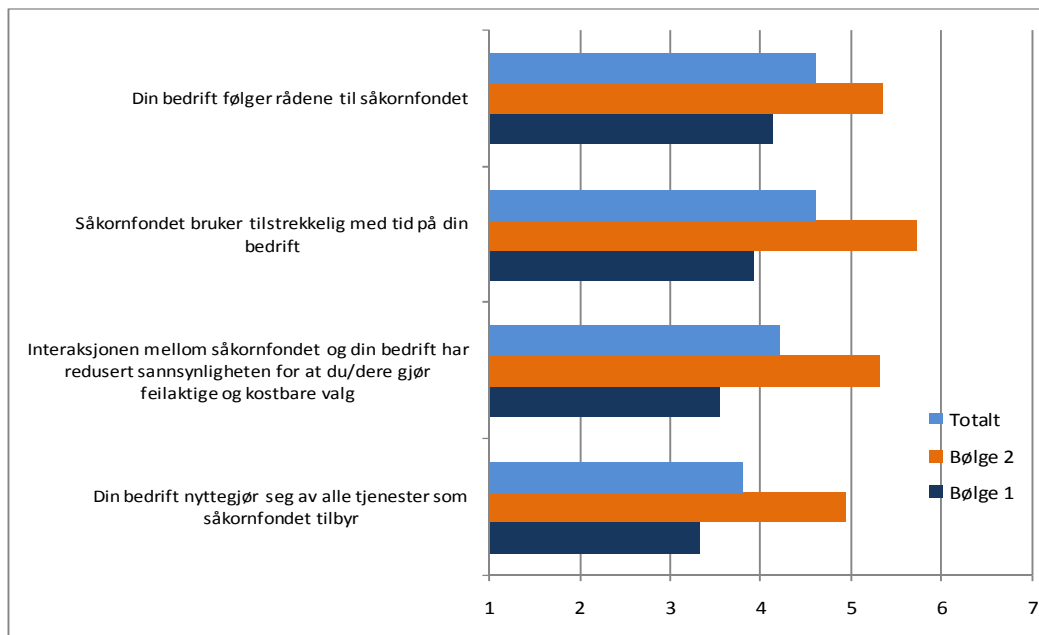
Gjennomsnittsrespons: Skala fra 1 (helt uenig) til 7 (helt enig)



Porteføljeselskapenes svar overrasker noe. I aktive eierfond er det å foreta endringer i ledelsen et ofte brukt virkemiddel for å implementere strategier som er i overensstemmelse med eiernes ønsker (Grünfeld og Jakobsen, 2007). Samtidig skulle man forvente at såkornfondene (i det minste i de eldre fondene) er mer opptatt av bedriftssalg enn andre eiere ettersom fondene begynner å nærme seg tid for terminering. Resultatene indikerer at forvalterne i noe større grad burde satse mer ressurser på salgsfokuset.

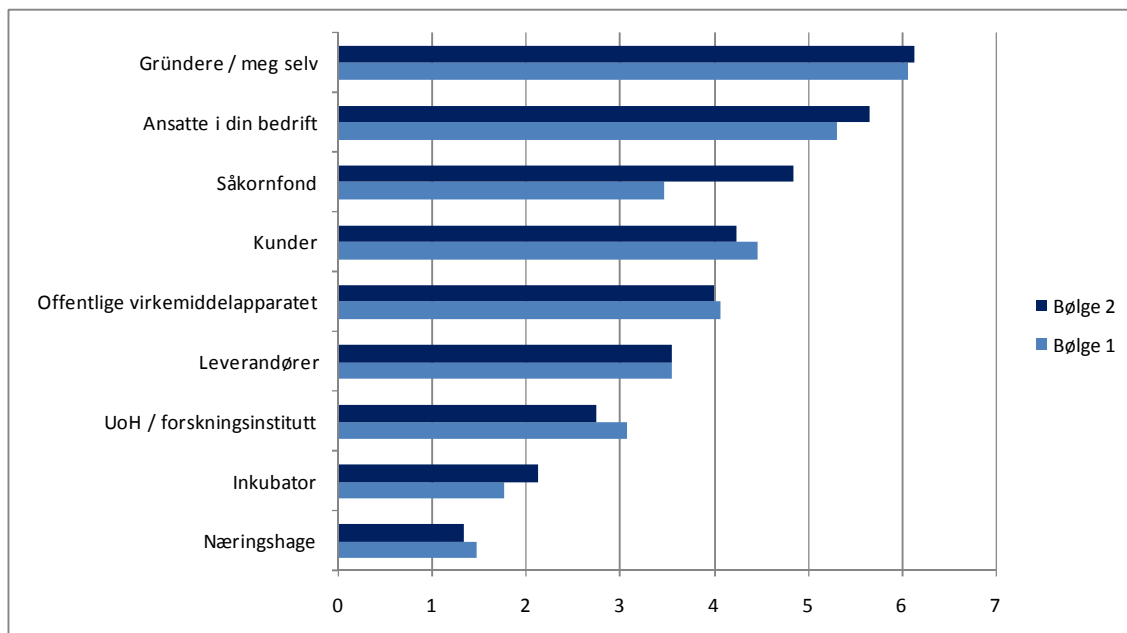
Vi har videre gått inn på samspillet mellom såkornfondet og porteføljeselskapet. I figuren nedenfor får vi bekreftet bildet av at de eldre såkornfondene har satt av begrenset med tid til porteføljeselskapene, ettersom vurderingen her har en score på under fire. I figuren ser vi at disse bedriftene også bare i en begrenset grad har valgt å følge og nyttiggjøre seg av rådene og tjenestene til såkornfondene. Bedriftene i bølge 2 er derimot langt mer positive i sin vurdering av såkornfondene. Som diskutert i metodekapittelet kan en del av denne forskjellen forklares med at bølge 2 bedriftene er yngre enn bølge 1 bedriftene og har mindre erfaring med å ha såkornfond inne på eiersiden over lang tid. Forskjellene kan imidlertid ikke fullt ut forklares med forskjell i alder og erfaring med såkornfond.

Figur 7-13 Porteføljeselskaperenes vurdering av interaksjon med såkornfondene:
Gjennomsnittsrespons: Skala fra 1 (helt uenig) til 7 (helt enig)



For å danne et bilde av hvor viktig og aktive såkornfondene er som eiere i forbindelse med utvikling og kommersialisering av bedriftenes produkter og tjenester, ba vi daglig leder i porteføljebedriften om å angi/ rangere ulike aktørers viktighet. Det er aktørene internt i bedriftene som vurderes å ha størst effekt, deretter kommer de nye såkornfondene. Det er i seg selv et tydelig signal på at disse fondene er svært aktive som eiere. De eldre såkornfondene rangerer lenger ned (femte plass). Her blir både kunder og det offentlige virkemiddelapparatet vurdert som viktigere for utvikling og kommersialisering. Nederst på rangeringen finner vi inkubatorer og næringshager.

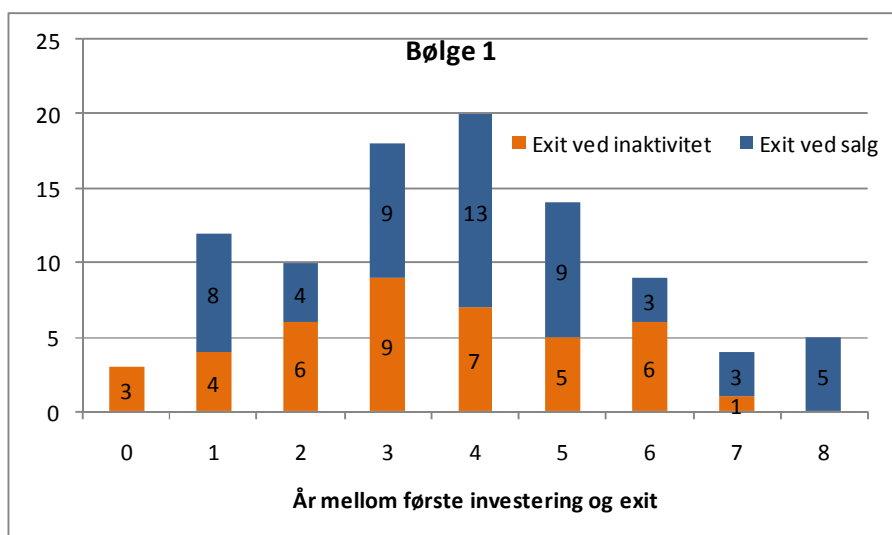
Figur 7-14: I hvilken grad har følgende aktører bidratt til å utvikle og kommersialisere produktet/tjenesten/teknologien som din bedrift arbeider med?
(1 (helt uenig) til 7 (helt enig))



7.6.1. Verdien av å avslutte forholdet til porteføljeselskaper med lav vekstevne

Figuren nedenfor viser antall exiterte selskaper for fondene i bølge 1 som en funksjon av hvor lenge såkornfondet har hatt eierandel i selskapet. For selskaper som faller ut av porteføljene på grunn av inaktivitet/konkurs er det en jevn fordeling med hensyn til hvor lenge de blir i porteføljen.

Figur 7-15 Antall exits fordelt på type exit og fondets investeringstid



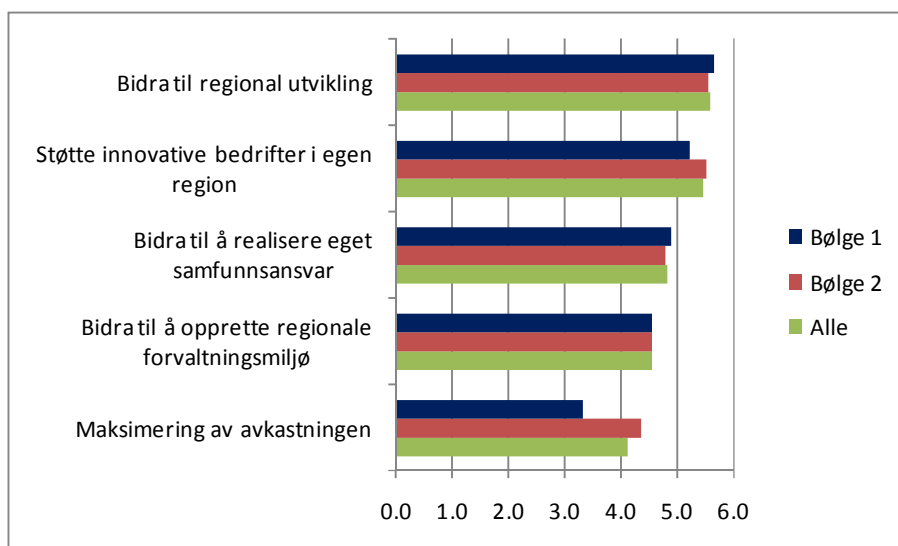
Det eksisterer med andre ord et stort antall bedrifter i de eldre fondenes porteføljer som ikke har vist vekstevne på lang tid. I venturebransjen er det beskrevet som et generelt problem at forvalterne får et såpass nært forhold til bedriftene og deres ledelse, at det svekker forvalternes evne og vilje til å

avslutte et investeringsprosjekt i tide. Mange av bedriftene blir værende igjen i porteføljen uten at de tildeles særlig store finansielle ressurser. Derimot krever de fortsatt menneskelige ressurser gjennom styredeltakelse og andre henvendelser. Vi har fått et distinkt inntrykk av at dette blir et gradvis større problem etter som tiden går, og at dersom man ikke avslutter prosjektene, tappes forvalterne for dyrebar tid og ressurser. Da svekkes evnen til å fylle rollen for eierstyring i de bedriftene som faktisk har vekstevne. Vi ser det som høyst sannsynlig at dette problemet har vært tilstede blant de eldre fondene.

7.6.2. Eiernes faktiske interesser

Et sentralt poeng i forbindelse med insentivering knytter seg til eiernes faktiske preferanser. Fordi man har valgt en modell der eierne er private, er det lett å anta at eierne ønsker at fondet skal forvaltes for å oppnå høyest mulig avkastning. Men man skal være klar over at fondene har trukket til seg mange lokale aksjonærer som også kan operere med andre målsettinger. I figuren nedenfor ser vi at maksimering av avkastning faktisk rangerer lavest av de foreslåtte målsettingene, både i fondene i bølge 1 og 2. Den målsettingen som gis størst tilslutning er bidrag til regional utvikling. En vurdering av såkornfondordningen der avkastningsfokus står sentralt må ta disse eierpreferansene inn i bildet.

Figur 7-2 Hvor viktige var de følgende forholdene for å investere i såkornfondet



Det er en kjensgjerning at mange av investorene i fondene har lokale / regionale / samfunnsorienterte perspektiver på sine investeringer. Lokale banker kan eksempelvis være opptatt av å etablere flere forvaltningsmiljøer i regionen og å utvikle næringslivet generelt. Store konsern kan ha ulike former for policy-orienterte motiver bak sine investeringer som til syvende og sist gir høyere avkastning i eget selskap. Det vil virke ødeleggende, både for andre aksjonærer, forvalterne og ordningens track-record dersom slike preferanser får dominere i fondets styre (se OECD 1997). I intervjuene med forvalterne fikk vi stort sett inntrykk av at styremedlemmene var tilstrekkelig kommersielt orientert. Det er likevel naturlig å stille spørsmål om hva styrene har bidratt med for å løfte avkastningen i enkelte av de tidlige fondene.

7.7. HÅNTERING AV BEDRIFTSSALG OG EXIT

Aksjonærenes svar i tabell 7-2 vitner om at en stor andel av aksjonærene er usikre på om fondene har den nødvendige "exit kompetansen" for å kunne sikre aksjonærene tilstrekkelig avkastning. Aksjonærenes svar tyder på at såkornfondene her står overfor et forbedringspotensial.

Det har vært lettere å identifisere en strategi for exit i de nyere fondene, selv om denne heller ikke her er tydelig formulert. Forvalterne av fondene i bølge 2 er åpne for å endre forvalterteamet for å hente inn sterkere exit-kompetanse etter hvert, men legger også vekt på at en transisjon mot exit-fasen gjøres enklere dersom man får på bena et nytt fond om noen år. Da får man mulighet til å benytte den allerede utviklede seleksjons- og styringskompetansen i et nytt fond, mens nye forvaltere med sterkere exit-kompetanse kommer inn i det eksisterende fondet.

Det er særlig exit-kompetansen som de eldre fondene mangler. Ett av disse fondene har jobbet mye for å finne en løsning på dette, men har slitt med å finne en person med denne typen kompetanse som er villig til å gå inn på heltid som forvalter i fondet. Exit-kompetanse er sterkt relatert til industrielle og finansielle nettverk, samt erfaring fra corporate finance-aktivitet rettet mot miljøer som er transaksjonsrettede. I et annet fond i bølge 1 har forvalterne nå rettet nærmest all oppmerksomhet mot noen få selskaper som de anser som mest sannsynlige exit-case med suksess. Daglig leder i dette fondet forteller at han bruker tre til fire dager i uken ute i disse selskapene. Nærmest alle ressurser er med andre ord dedikert til disse porteføljeselskapene.

Et av de nyere landsdekkende fondene peker på at man må fokusere på exit når den strategiske verdien på selskapet er størst. Den strategiske verdien er ikke nødvendigvis knyttet til bedriftens lønnsomhet på salgstidspunktet, men kan like gjerne være størst når man har brutt noen teknologiske barrierer eller vist markedsinteresse. Forvalterne fremhever at fondet må investere ressurser i å formidle denne verdien på best mulig måte. Først da får man til en suksessfull exit i et såkornfond.

I mange av de nye fondene er det lagt inn en begrensning på hvor mye kapital i form av overskudd som kan bygges opp i forvaltningsselskapet. Tallet ligger på rundt 250.000. Forvalterne peker på at dette kravet kan redusere forvalternes fleksibilitet i fremtiden når det kommer til innhenting av mer spisset kompetanse, eksempelvis knyttet til exit. Forvalterne ser på dette som et reelt problem.

Både forvaltere i fondene i bølge 1 og bølge 2 ser fordelene av et tidlig salg med betydelig gevinst, og flere forvaltere i de nyere fondene jobber eksplisitt mot å finne case som har et slikt potensial. Vi har ikke gått nærmere inn på strategiske spørsmål om hvordan prising og størrelse på eierandeler i slike case kan være forenlig med såkornfondenes struktur og mandat.

Enkelte av forvalterne har reflektert rundt hvor mange salg med betydelig gevinst man kan forvente å ha. Det er vanskelig å trekke noen klare konklusjoner rundt forvalternes forventninger, men flere av de nye forvalterne rapporterer at man må få gjennom tre til fire slike salg dersom fondet skal gi tilfredsstillende avkastning. Dette innebærer at 10-20 prosent av investeringene må komme ut på den andre siden som solide salgssuksesser. I kapitlene om økonomisk utvikling og avkastning viser vi at dette forventede tallet er svært høyt i forhold til hva vi faktisk observerer.

De fleste forvalterne gir uttrykk for at et salg i form av en IPO (børsintroduksjon) er ønskelig, men ikke realistisk. Derfor fremstår et industrielt salg som det mest relevante og avkastningsmessig mest lønnsomme.

7.8. OPPSUMMERING OG LÆRINGSPOTENSIAL

I evalueringen har vi kartlagt et omfattende materiale som belyser hvordan såkornfondene utøver sin forvaltning innefor de rammer som er gitt utenfra. Ikke minst har evalueringen trukket frem erfaringer fra de tidligere fondene som kan komme til nytte for de nyere fondenes forvaltning gjennom årene som kommer. Nedenfor presenterer vi en liste over erfaringer og funn som vi ser som relevante for fondenes videre arbeid med å nå sine målsettinger. Vi sorterer gjennomgangen i henhold til de fire eierrollene, men rollenes nære og gjensidige avhengighet gjør at de omtales mange steder.

Seleksjon

Vår gjennomgang av fondenes seleksjonsprosesser viser at de går inn i relativt små og unge bedrifter. En høyandel av bedriftene er mindre enn ett år gamle og nærmere halvparten ble etablert samme år som fondet gikk inn. I så måte synes fondene i hovedsak å rette sitt fokus mot det som defineres som såkornsegmentet.

Samtidig har de eldre fonden valgt å gå inn i et stort antall selskaper. Analysen viser at fondene bør begrense antallet porteføljeselskaper. Dette er viktig både med hensyn til **kapitalstyring** og **eierstyring**. Det er høy sannsynlighet for at denne strategien har vært medvirkende til å holde bedriftsveksten og avkastningen nede. Med færre selskaper og mer kapital per selskap får man i større grad mulighet til å følge opp investeringene over tid. Samtidig spres forvalternes innsats på færre selskap, noe som styrker evnen til å drive aktivt eierskap gjennom eierstyring. Det er også viktig å fremheve at antall porteføljeselskap ikke må bli for lavt, for å sikre nødvendig porteføljediversifisering. Det kommer klart frem at fondene i bølge 2 har lagt seg på en annen strategi med hensyn til seleksjon, med færre bedrifter i porteføljen.

I kapittel 4 fremhevet vi det potensielle problemet knyttet til mangel på gode investeringsprosjekter som tilflyter såkornfondene. Såkalte tynne markeder gjør søke- og matcheprosessen vanskelig. Det er derfor viktig at fondene ikke blir pålagt eller pålegger seg selv unødvendige begrensninger med hensyn til hvor de kan investere. Samtidig er det helt avgjørende at fondene utnytter sin nisjekompetanse (for eksempel bransje) når de selekterer. Gjennom intervjuene så vi tegn til at noen av de nyere landsdekkende fondene har sterkere fokus på å utnytte disse **komplementære ressursene** i seleksjonen.

Kapitalstyring

Vi har vist at fondene har hatt suksess med å få på plass tilstrekkelig privat kapital. I tillegg kan de vise til omfattende innsatsaddisjonalitet ettersom en krone investert fra statens side, utløser fire kroner i private investeringer. Den kapital som er blitt tilført porteføljeselskapene synes også å ha bidratt med høy addisjonalitet, ettersom mange bedrifter ikke ville ha eksistert uten denne typen kapital. Som nevnt over har mange av fondene slitt med ikke å kunne følge opp sine porteføljeselskaper gjennom oppfølgingsinvesteringer. Dette problemet kan løses ved å begrense

antall seleksjoner, eller å være bedre til å avslutte mindre lønnsomme prosjekter tidligere, slik at kapitalen konsentreres til de bedriftene som kan gi størst avkastning på oppfølgingsinvesteringene. Erfaringer fra de tidligere fondene har nettopp vist at det har vært en tendens til å hope seg opp et betydelig antall porteføljeselskaper med liten sannsynlighet for vekst og lønnsomhet. Dette påvirker også fondenes evne til å drive aktiv **eierstyring** over tid.

Eierstyring

På eierstyringssiden er det store forskjeller i hvordan porteføljeselskapene opplever samspillet med forvalterne. De som sorterer inn under de eldre fondene har gjennomgående opplevd at forvalterne er mindre aktive som eiere og at de i mindre grad avviker fra andre type eiere med hensyn til hva slags krav de stiller som eier. Forvalterne i de nyere fondene oppleves som mer aktive og som viktigere bidragsytere til bedriftens utvikling og innovasjon. Det er faktisk bare ledelsen og de ansatte som oppleves som viktigere. Den aktive eierfundsmodellen krever nettopp denne typen interaksjon mellom fondet og ledelsen. Vi anser det derfor som sannsynlig at dette kan bidra til å løfte porteføljeselskapenes vekst og på sikt også de senere fondenes avkastning.

Igjen vil vi fremheve at det å beholde mange selskaper i porteføljen med lavt vekst- og salgspotensial også kan stjele oppmerksomhet fra forvalterne og bidra til redusert langsiktig avkastning. Vi tror det er gunstig dersom forvalterne raskest mulig foretar en avgjørende beslutning om ikke å følge disse selskapene videre. Alle ressurser (både **kapital** og **komplementære**) må settes inn på de selskapene som kan gi høy vekst og lønnsomhet på sikt. Dette er en viktig lærdom for alle såkornfondene og er tradisjonelt en vanskelig problemstilling å håndtere.

Eierstyring handler i stor grad om å få ledelsen og de ansatte til å dra i den retning som eierne ønsker. Men de egentlige eierne er aksjonærene i fondene. Det er derfor viktig å relatere eierstyringen til deres preferanser. Vi har vist at aksjonærene opererer med mange motiver bak sitt eierskap i fondene, og at avkastning ikke er det viktigste. Dette kan være med på å underminere eiermodellens funksjon, noe vi kommer tilbake til i neste kapittel. **Tilførsel av komplementære ressurser**

Bedriftenes opplevelse av tilførsel av komplementære ressurser varierer betydelig mellom kompetanseområder. Fondene anses som viktige ressurser knyttet til finansiell styring og forretningsstrategiske beslutninger, men mindre viktige nå det kommer til markedsføring, produksjon, logistikk og teknologi/innovasjon. Dette henger også nært opp til den kompetanseprofil som fondsforvalterne har. Igjen er det slik at de eldre fondene skårer noe lavere på tilførsel av slike ressurser enn de nyere, noe som sannsynligvis også henger sammen med hvor aktivt fondene går inn i hvert enkelt selskap, ref **eierstyring**. Undersøkelsen viser at fondene i noe mindre grad fyller rollen med å tilføre markedsrettet kompetanse. Dette kan være uheldig, særlig i fondets senere faser der en gryende kommersialiseringsprosess står sentralt i arbeidet med mange porteføljeselskaper. Mangel på denne typen kompetanse kan i ytterste konsekvens påvirke fondets avkastning gjennom mindre sannsynlighet for salg.

Bedriftssalg og exit

I intervjuene vi har gjort med forvalterne av fondene har vi fått et distinkt inntrykk av at man forventer at en relativt stor andel av investeringene vil lede til lønnsomme salg. Tall hentet fra

MENON-databasen over aktive eierfond i Norge viser at svært få investeringer når dette målet, også i de mer modne segmentene innen venture. Det kan være nødvendig for både de eldre og de nyere fondene å ta inn over ser at trakten bedriftene skal gjennom for å oppnå suksess er trangere enn man tror.

Analysen viser at det å skape avkastning er den største utfordringen for fondene og forvalterne. Det er ikke nok at man klarer å bidra til å bygge selskaper med omfattende vekstpotensial og solid utvikling gjennom flere år. Forvalterne må også klare å håndtere et lønnsomt salg. Dette krever det vi kaller exit-kompetanse. Det kan se ut til at de tidligere fondene ikke har hatt tilstrekkelig fokus på dette, og de fleste nyere fondene har ennå ikke rettet fokus mot denne kompetansen. Vi tror det er nødvendig for alle fondene å dreie oppmerksomheten mot dette så fort som mulig. Jo tidligere man får til lønnsomme salg, jo letter blir det å opprettholde motivasjonen og arbeidsviljen, både blant forvalterne, fondets eiere og daglige leder i andre porteføljeselskaper som ser at modellen virker.

8. VURDERING AV RAMMEVILKÅR OG ORGANISERING I LYS AV FONDENES MÅLOPPNÅELSE

I de foregående kapitlene har vi vurdert graden av måloppnåelse i fondene. Ordningen synes bare i begrenset grad å oppnå de målsettinger som kan knyttes til å identifisere riktig type bedrifter. Fondene går inn i de bedriftssegmenter som er tiltenkt, men har i de tidligere år gått inn i for mange bedrifter. Gjennom såkornfondene finner vi at ordningen har klart å tilføre potensielle vekstbedrifter kapital og relevant kompetanse (innsatsaddisjonalitet) som ellers ikke ville ha kommet på plass. Den økonomiske utviklingen i porteføljeselskapene i de eldre fondene har derimot ikke vært fullt ut tilfredsstillende. Vi har også konkludert med at avkastningen på fondene i bølge 1 ikke er tilfredsstillende (resultataddisjonalitet). I kapittel 7 har vi identifisert tegn til forvaltingsstrategiske valg som sannsynligvis har bidratt til å redusere avkastningen. Fordi det særlig synes å være problemer med å oppnå tilstrekkelig høy avkastning i fondene (noe som ikke er unikt for såkornfond i Norge), velger vi primært å relatere diskusjonen av fondenes rammevilkår og organisering opp mot fondenes evne til å skape vekst og avkastning i porteføljeselskapene.

Fondenes rammevilkår og organisering er behandlet i kapittel 5. Før vi går inn på de områder der vi mener å ha identifisert svakheter ved rammevilkårene og organiseringen, vil vi presisere at strukturen bak rammeverket og organiseringen i det store og hele følger en modell som er fornuftig for å fremskaffe kompetent kapital til innovative og vekstorienterte oppstartsbedrifter, og som ivaretar private aksjonærers søken etter høyest mulig avkastning. Vår gjennomgang av såkornfondordninger i andre land i vedlegg 2, viser til dels betydelige forskjeller i utforming, men den nyeste norske ordningen (bølge 2) samsvarer i størst grad med den mest vanlige modellen for private aktive eierfond som har evne til å skape god avkastning.

I faglitteraturen (se for eksempel Gilson, 2003) er det pekt på en rekke problemer knyttet til helstatlige fond med direkte eierskap i private bedrifter. Hybrid²⁷ fond av den typen Innovasjon Norge

²⁷ Se for eksempel Jääskeläinen, Maula og Murray (2007)

opererer med synes å løse flere av disse problemene. Dette kommer vi tilbake til i våre anbefalinger til ny ordning.

Nesten alle aksjonærer mener at offentlige støttede såkornfond av den typen Innovasjon Norge har iverksatt er en god løsning på svikt i kapitalmarkedet for oppstartsbedrifter. Svarene fra såkornfondenes aksjonærer styrker en slik antagelse om at Innovasjon Norge sin såkornfondsordning korrigerer for markedssvikt.

8.1. FONDENES STØRRELSE

I kapittel 7 presenterte vi perspektiver knyttet til størrelsen på forvaltingskapitalen. De fleste forvalterne i de nyere fondene ser på fondets størrelse som tilstrekkelig, mens forvalterne av de eldre fondene er entydige på at forvaltingskapitalen er for liten. Dette skillet kommer som en naturlig konsekvens av at fondene i bølge 2 ble betydelig større, noe som reflekterer at man hadde gjennomgått en læringsprosess ved etableringen av disse fondene. Spørsmålet blir da om de nyere fondene er tilstrekkelig store. I denne sammenheng må man ta med i betraktningen at forvaltningsmiljøene som ble valgt for de nye fondene i noen grad allerede hadde fond under forvaltning, noe som tillater at miljøet kan være noe større enn det ett enkelt fond tillater. Men fondene og miljøene var i utgangspunktet små. For noen av fondene, som Midvest og Proventure Seed var det ikke etablert forvaltningsmiljøer på forhånd, og da er det kun det ene fondet som skal finansiere forvaltningen. I ordningene forvaltet av Enterprise Capital (for nærmere omtale se vedlegg 2), har man i mange tilfeller valgt å tildele forvaltingsmandater til miljøer som er større, noe som kan bidra til at man får en sterkere og mer variert kompetansetilførsel.²⁸ Med en større forvaltningskapital kan man finansiere et større team og derigjennom gjøre forvaltningen mer kompetent og lønnsom.

Et annet aspekt som er relevant for fondets størrelse knytter seg til risikospredning. I kapittel 4 og 6 har vi dokumentert og drøftet hvor trang overlevelsestrakten er for porteføljeselskap i dette segmentet. Dersom man gjennomsnittlig klarer å bringe frem fem prosent av porteføljeselskapene til en exit med betydelig gevinst (man snakker da gjerne om multipler på godt over fem), så vil en strategi der fondet går inn som eier i 30 selskaper, normalt gi en til to slike exiter. Men i mange tilfeller vil man ende opp uten svært lønnsomme salg. For å øke sannsynligheten for at fondet kommer ut med en rimelig avkastning, bør man derfor vurdere større fond med flere investeringer. Gjennomgangen i tidligere kapitler viser at det ikke er noen god løsning å kun spre investeringene ut over et større antall case. Da vil man fort havne opp i en situasjon der forvalterne spres på for mange selskap og fondets evne til å drive aktive og nødvendige oppfølgingsinvesteringer strupes.

Et alternativ til større fond er at man tildeler de eksisterende forvaltningsmiljøene kapital til nye fond etter at det første fondet er ferdig med sin investeringsfase. Denne løsningen kommer vi tilbake til i anbefalingen.

²⁸ Vi er klar over at miljøer som opererer med flere fond må ha tydelige skillelinjer mellom forvalterne av de ulike fondene for å sikre seg mot interessekonflikter, men erfaringer fra aktive eierfond i er modne faser tilsier at miljøets størrelse der forvaltningsteamet er plassert kan være avgjørende for teamets performance.

8.2. RISIKOAVLASTNING OG RENTE PÅ STATLIGE LÅN

Så Kornfondordningens risikoavlastning er ivaretatt gjennom tapsfondet som normalt utgjør 12.5 prosent av totalkapitalen og 25 prosent av det ansvarlige lånet gitt av Innovasjon Norge. Det er generell enighet om at tapsfondet vil bli benyttet fullt ut i samtlige fond ettersom man må forvente at denne andelen av kapitalen vil gå tapt.

Forvalterne gir tydelige tilbakemeldinger på at tapsfondet har vært helt avgjørende for å få private aksjonærer til å vise interesse. Enkelte hevder at fondene aldri ville kommet opp uten denne risikoavlastningen.

Fra aksjonærenes side sier 36 av 44 (82 prosent) at det ikke hadde vært aktuelt å gå inn som aksjonær i et tilsvarende såkornfond dersom Innovasjon Norge ikke hadde stilt ansvarlig lånekapital og et tapsfond til rådighet. På spørsmål om de ville gått inn med et høyere beløp i fondet hvis fondet hadde hatt større andel offentlig medfinansiering, sier halvparten ja og halvparten nei. Aksjonærene ble gitt mulighet til å kommentere dette ytterligere. Alle forvalterne av fond i bølge 1 er misfornøyd med rentevilkårene på Innovasjon Norges lån (NIBOR + 3 prosent). Også enkelte av forvalterne av de nyere fondene er skeptiske til rentenivået. Vi har ikke spurt aksjonærene eksplisitt om rentevilkårene.

Et tapsfond på 12.5 prosent av kommitert kapital er i realiteten en lav risikoavlastning målt i hvor stor årlig avkastning man kan avse som følge av at tapsfondet er på plass. Vi har beregnet denne til rundt en prosent, noe som må anses som lite i en aktivklasse der risikopremien gjerne anses å være svært stor. I tillegg må man ta med i beregningen at man låser sin kapital i opp til 15 år. Litt avhengig av den private investorens kapitalbase, soliditet og diskonteringsrate, gir dette en høy likviditetspremie på investeringen som det må kompenseres for i form av forventet avkastning. Samlet gir dette grunn til å argumentere for at risikoavlastningsfaktoren i dagens ordninger er for lav. I prinsippet mener vi at avlastningen burde dobles, men her støter man fort på begrensninger knyttet til statstøtterediktivet i EU.

Det er blitt løftet frem at dagens ordning med tapsfond kan gi uønskede insentiver til å nedskrive kapitalen i utvalgte selskaper for fort, for å kunne nyttiggjøre seg av fondet. I vår diskusjon rundt økonomiske resultater har vi pekt på faren for at fondene ikke slipper dårlige selskaper fort nok. Med dette problemet som bakgrunn, kan man hevde at denne effekten faktisk er gunstig for fondets avkastning på sikt, noe som også gavner myndighetene ettersom dette øker sannsynligheten for full tilbakebetaling av lån og renter.

I våre intervjuer med forvalterne har det kommet frem at rentenivået på det ansvarlige lånet er for høyt. Særlig gjelder dette fondene i bølge 1. Vi anser denne innvendingen som betimelig. En rente på NIBOR + 3 prosent er å anse som høyt og vanskelig å betjene for fond med en relativ lav forventet avkastning. I perioder der NIBOR er lav vil en rentemargin på tre prosent fremstå som høyt for aksjonærene. I perioder der NIBOR er høy, vil også et påslag på tre prosent bli en stor mer belastning for fondet. Vi har ikke hatt ressurser til å gå gjennom rentevilkårene i et større antall såkornfondordninger i andre land, men kjenner til at de engelske ordningene som sorterer inn under Enterprise Capital, har som utgangspunkt at lånerenten er satt til fastrente på 4.5 prosent. Det bør dog bemerkes i denne sammenhengen at håndhevingen av EUs statstøtterregulativ er basert på en

helhetsvurdering av ordningene, og at det ikke automatisk blir akseptert at man plukker de mest gunstige vilkårene fra ordninger i andre land.

8.3. ORGANISERING FOR OPTIMAL KOMPETANSESTRATEGI

Vi har særlig i kapittel 7 pekt på at fondene synes å mangle tilstrekkelige ressurser for å håndtere en fase der fokuset rettes mot salg av aksjer i porteføljeselskapene, såkalt exitkompetanse. En kompetanse av denne typen er ikke noe fondene nødvendigvis behøver å ha tilgjengelig gjennom hele fondets levetid. Det er tilstrekkelig at man henter den inn en stund etter at investeringsfasen er avsluttet. Det bør ikke legges skjul på at denne typen kompetanse er vanskelig tilgjengelig og kostbar. Ressurspersoner som har erfaring med selskapstransaksjoner av denne typen har ofte lang fartstid fra finansnæringen med nære kontakter inn mot industri og andre relevante næringer. Fondene kan i prinsippet hente slik kompetanse eksternt gjennom å benytte seg av ulike corporate finance miljøer, men disse miljøene vil ikke kunne jobbe tett med fondet i en lengre fase i søken etter gode kjøperkandidater. I fond som forvalter mer modne selskap er det vanlig å ha med seg denne kompetansen på mer permanent basis, og dette bør også såkornfondene etterstrebe.

Flere av fondene er i dag organisert med avtaler der det er lagt et tak på hvor stort overskuddet kan bli i forvaltningsselskapet. Taket er lavt da det ligger på rundt 250.000 NOK. Dette hindrer forvaltningsselskapet i å legge seg opp reserver som på et senere tidspunkt kan anvendes til å hente inn den typen kompetanse som er beskrevet ovenfor. Overskuddstaket er ment å hindre at forvalterne sitter igjen med store avlønninger i form av utbytte fra forvaltningsselskapet, men vi ser ingen grunn til at ikke forvalterne i stedet kan hente ut denne avlønnen i form av lønnsutbetalinger. Følgelig vil denne begrensningen ikke ha den funksjon den er beregnet for, og samtidig reduseres forvaltningsselskapets fleksibilitet i senere år.

8.4. RAMMEVILKÅR FOR STØRRELSEN PÅ INVESTERINGENE

Som beskrevet i kapittel 5 har fondene en begrensning på hvor mye de kan investere i hvert selskap (ti prosent av forvaltingskapitalen) og hvor mye de kan investere i hver transje (1.5 millioner EUR). De fleste forvalterne anser ikke dette som et vesentlig problem. Tanken bak ti prosent regelen knytter seg først og fremst til aksjonærenes ønske om å sikre seg at man får en tilstrekkelig risikospredning, mens notifiseringskravet knyttet til transjer skal sikre at man ikke tilfører enkeltelskaper for mye statlig kapital. I samtaler med norske venturefond har vi fått inntrykk av at ti prosent regelen er vanlig, men ett fond som også opererer hyppig inn mot såkornsegmentet gav klare signaler om at kravet ble svært problematisk da fokuset i fondet ble rettet mot det ene caset som bidro til god avkastning på fondet. Problemene knyttet seg til utvanning av eierandeler. Dette fondet har en forvaltningskapital på rundt 250 millioner NOK. Når fondene blir betydelig større antas det at dette problemet ikke er like åpenbart. Utvanningsproblematikken er også erfart i dagens såkornfond, men da i et fond med betydelig lavere forvaltningskapital.

Det er på det rene at såkornfondene må stå lenge inne som eier i selskapene de går inn i. De kan få med seg eksempelvis venturefond på veien, men må sannsynligvis stå sammen med dem helt til endelig exit. Dette betyr at såkornfondene må ha mulighet til å operere som et venturefond i den senere fasen av fondets livsløp. Da kreves det også at man kan være med på nye emisjonsrunder

uten å bli vannet ut. Det krever at man har mulighet til å allokere større kapitalverdier til ett enkelt selskap. På bakgrunn av dette mener vi at dette kravet kan fremstå som uhensiktsmessig.

8.5. GEOGRAFISK BEGRENSEDE MANDATER

De nye distriktsrettede såkornfondene har kun lov til å investere i såkalte A, B og C kommuner. Dermed mister de muligheten til å investere i selskaper i større byer. Forvalterne gir uttrykk for at dette kan være med på at de mister tilgang til gode case som de ellers ville hatt en god kompetansematch med, men innfinner seg med sitt mandat. Norge er et lite land, og vi har påvist at antallet oppstartsbedrifter med betydelig vekstpotensial er begrenset. De distriktsrettede fondene kan og vil gå inn i et mer modent segment for å utvide investeringsuniverset. Når man beveger seg inn i dette segmentet er det ofte behov for å tenke i retning av å være med på kjøp for sammenslåinger (add-ons). Sannsynligheten er da stor for at dette vil involvere bedrifter utenfor virkemiddelsonen. Dette må avklares nærmere.

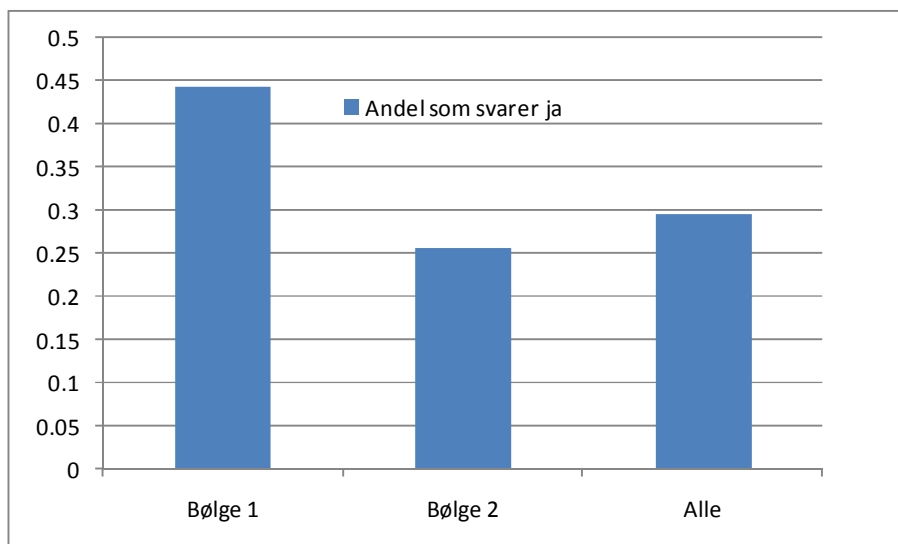
Med større fond vil man kunne operere med landsdekkende mandater, men ha målsettinger om geografisk og distriktsorientert spredning i porteføljen. Det vil gi et mindre begrenset mandat i et bedriftsunivers som i utgangspunktet er relativt begrenset, gitt landets størrelse.

8.6. INSENTIVERING AV FORVALTERE

I kapittel 5 har vi gått gjennom hvordan forvalterne er avlønnnet og hva slags insentivsystem som er iverksatt for at aksjonærenes interesser skal ivaretas. Forvalterne avlønnnes på tre måter. De henter ut et fast honorar, såkalt management fee (enten et fast årlig beløp eller en fast andel av kommitert eller innhentet kapital). Videre har de små eiendeler i fondet som de kan hente ut gevinster fra gjennom utbytte. Til sist har de en såkalt carry-avtale, som tilsier at forvalterne får 20 prosent av all avkastning over et gitt avkastningsnivå (hurdle).

Alle forvaltere unntatt en er fornøyd med den insentivordningen de opererer under. Den som er misfornøyd operer i et lite fond der muligheten til å avlønne forvalterne har blitt begrenset over tid av likviditetsmessige grunner. Aksjonærene rapporterer at de er noe mer avmålte i synet på hvorvidt honoraret er rimelig. Kun 25 av aksjonærene i de senere fondene ser på dette som høyt, mens nærmere 45 prosent har samme perspektiv i de eldre fondene (se figur nedenfor).

Figur 8-1 Ser du som aksjonær på forvaltingshonoraret som høyt?



60 prosent av aksjonærene som har respondert mener det er riktig å honorere forvaltere av såkornfond på samme nivå som forvaltere av børsrettede investeringsfond. Dette svaret er uavhengig av hvilken bølge av fond aksjonæren er knyttet til.

8.7. OPTIMAL SELSKAPSTRUKTUR FOR FONDENE

Fondene er satt opp som aksjeselskap der de private investorene (LP) sammen med forvaltningsselskapet (GP) eier 100 prosent av aksjene. Staten er med andre ord ikke inne på eiersiden. Forvalterne har varierende erfaringer med denne modellen. Blant de nyere fondene har fire forvaltningsmiljøer vært opptatt av at aksjeselskapsformen ikke egner seg til fond med lang investeringshorisont og lav likviditet. Det pekes på at man med AS modellen påfører aksjonærene en ekstrakostnad på opp mot 30 millioner NOK gjennom en 15 års horisont, på et fond på 300 millioner NOK. Forvalterne har foreslått å omgjøre selskapene til KS, ansvarlige selskaper (ANS) eller indre selskaper (IS). Særlig KS-strukturen er hyppig anvendt i aktive eierfond.

Årsaken til ekstrakostnadene er kompleks, men høyst reell. Fordi fondene har en lang periode med kun driftsutgifter, har man ingen inntekter å føre kostnadene mot. Når man kommer inn i salgsfasen vil fremførbare driftskostnader ikke kunne føres mot salgsinntektene fordi disse er unntatt skatt så lenge inntektene holdes i selskapssfæren. Dersom eierne av fondet har driftsinntekter i eierselskaper, vil man i en KS, eller ANS- struktur kunne føre driftskostnadene i fondet opp til eiernes selskap og få fradrag for dem der. Dette er en helt normal selskapsstruktur og innebærer ingen form for skatteplanlegging. Det bør derfor være naturlig å vurdere om fond som driver langsiktige investeringer i oppstartselskaper med tanke på å fylle et samfunnsøkonomisk ulønnsomt kapitalrom, bør operere med en selskapsstruktur som er mer passende for aktiviteten.

8.8. BRUK AV ANDRE OFFENTLIGE VIRKEMIDLER

Blant forvalterne av de nyere fondene pekte fire på det potensialet som ligger i det offentlige systemet for tildeling av finansiell midler til oppstartsforetak og FoU-intensive virksomheter. Ett av forvaltningsmiljøene ga uttrykk for at alle porteføljeselskap dras gjennom en prosess der man henter

ut så mye som mulig gjennom denne typen støtte. Fordi slike tilskudd, som gjerne betegnes som "soft money", primært anvendes i bedriftenes tidlige faser, vil ESA-kravet om at summen av slik støtte og investeringer ikke overgår et angitt beløp per år, sjelden få relevans. Vi fikk ingen tilbakemeldinger fra intervjuene om at dette blir ansett som et vesentlig problem, men en gav uttrykk for at det kan bli problematisk i fremtiden.

8.9. SÅKORNFONDSORDNINGENS PLESS I FORHOLD TIL ANDRE RELEVANTE VIRKEMIDLER MED OFFENTLIG MEDVIRKNING

Såkorfondordningene er på ingen måte de eneste ordningene med offentlig medvirkning som er rettet mot selskaper i tidlig fase med behov for kapital. Rammevilkårene for såkorfondene må derfor ses i lys av andre ordninger som kan tenkes å utfylle den rolle fondene spiller. I dette kapittelet går vi raskt gjennom andre ordninger og peker på i hvilken grad de fyller samme funksjon.

8.9.1. Investinor AS

Investinor AS er et nylig opprettet investeringsfond som er et heleid datterselskap av Innovasjon Norge. Fondet forvalter en egenkapital på 2,2 milliarder NOK, hvorav 500 millioner NOK skal investeres i marin sektor. Fondet skal bidra til økt verdiskaping gjennom å tilby risikovillig kapital til internasjonalt orienterte konkurransedyktige bedrifter i tidlig fase, fortrinnsvis venture, men fondet kan også bevege seg opp i ekspansjonssegmentet. Dette innebærer at fondet ikke vil bevege seg inn i like tidlige segmenter som såkorfondene.

Fondet skal ha hele landet som investeringsområde og skal fortrinnsvis investere i sektorer hvor Norge står sterkt, og hvor det er vekstpotensial internasjonalt. Prioriterte sektorer er energi, miljø, reiseliv, marin og maritim. Fondet kan foreta investeringer i form av aksjer eller ansvarlige lån, med en maksimal eierandel på 49 prosent. Fondet vil investere gjennom kapitalutvidelse. Det skal ikke ta over aksjeposter. Fondet er derfor ikke en naturlig overtaker av såkorfondenes eierandeler, men det kan koinvestere med såkorfondene, eller få andre til å overta aksjene til såkorfondene gjennom syndikering.

8.9.2. Argentum fondsinvesteringer AS

Argentum er statlig investeringsfond som retter seg mot aktive eierskapsfond. Mens Innovasjon Norge retter seg mot såkorfondene, er Argentum fokusert mot de mer modne segmentene blant de aktive eierfondene. Argentum er organisert som et fond-i-fond, hvilket betyr at de går inn i de aktive eierfondene som investor. De operer med andre ord i armlengdes avstand fra fondene ved ikke å være involvert i fondenes direkteinvesteringer. En av begrensningene på Argentums investeringer er at det skal være majoritet av private eierandeler i fondet.

Målsetningen til Argentum er først og fremst å sørge for en høy avkastning på statens midler. Ordningen innebærer ingen form for subsidier, og investeringene er utelukkende basert på kommersielle vilkår på linje med andre investorer. Imidlertid er tanken at Argentum gjennom rollen som investor indirekte kan bidra til at norske aktive eierfond får muligheten til å utvikle sin kompetanse innen aktivt eierskap, samt at det kan trekke utenlandske investormiljøer til Norge. Når det er sagt har Argentum ikke bare investeringer i Norge, men tar også eierandeler i aktive eierfond i andre nordiske land. Med bakgrunn i deres faseperspektiv er de irrelevante som virkemiddel i såkornordningen.

8.9.3. Andre offentlige virkemidler rettet mot entreprenørskap og innovasjon i tidligfasebedrifter

To særlig sentrale institusjoner og organisasjoner som arbeider for å fremme entreprenørskapsaktiviteter i tidligfasesegmentet er Innovasjon Norge og Selskapet for industrivekst (SIVA). SkatteFUNN-ordningen kan også tas med her da virkemiddelet ikke bare benyttes av veletablerte bedrifter, men også i stor grad benyttes av små og nyetablerte bedrifter.²⁹ Det er viktig å være oppmerksom på at tilførsel av kapital fra disse kildene faller inn under reglene for akkumulering av støtte i EUs statsstøtteregelverk.

Innovasjon Norge

Gjennom Innovasjon Norge finnes en rekke virkemidler rettet mot å etablere i ulike faser og situasjoner. De fleste av disse er landsdekkende, men det kan være knyttet begrensninger til bruken av noen av disse i forhold til distriktspolitisk virkeområde.

Stipend til etablerere og oppfinnere: Ordningen med stipend til etablerere og oppfinnere gjelder for hele landet og for alle næringer, unntatt offentlig virksomhet og landbruk. Ordningen omfatter etablerer-, inkubator-, oppfinner- og bygdeutviklingsstipend. Stipendmidlene kan bevilges til utviklingsfasen og etableringsfasen i etableringsprosessen.

NyVekst: Innovasjon Norge introduserer en ny finansieringstjeneste i 2008 med navnet NyVekst. Finansieringstjenesten retter seg inn mot vekst etablerere, det vil si nye bedrifter med et særskilt vekstpotensial i nasjonale og internasjonale markeder. I motsetning til de fleste andre støtteordninger i Innovasjon Norge, som er rettet mot fysiske/myke investeringer, kan NyVekst også gi støtte til visse driftsutgifter. Bedriftene må være lokalisert i det distriktspolitiske virkeområdet sone III og IV. Ordningen er innrettet mot nye/unge bedrifter (yngre enn fem år) som har et betydelig vekstpotensial. Ordningen kan under angitte vilkår anvendes av såkornfondenes porteføljeselskaper.

SkatteFUNN

SkatteFUNN-ordningen har som hovedmål om å "øke næringslivets FoU innsats og nyskaping gjennom mer systematisk FoU-arbeid" og erstattet den tidligere FUNN-ordningen som ble avsluttet ved utgangen av 2001. Fra 2002 rettet den seg mot foretak som oppfylte minst to av følgende tre kriterier:

- virksomhet med mindre enn 80 millioner NOK i salgsinntekt
- virksomhet med mindre enn 40 millioner NOK i balanse
- virksomhet med færre enn 100 ansatte

I 2003 ble ordningen tilpasset EØS-regelverket og utvidet til å gjelde alle norske bedrifter. Virksomheter som er større enn EUs SMB-definisjon, får imidlertid lavere prosentvis skattefradrag enn bedrifter som kommer inn under denne definisjonen (henholdsvis 18 prosent og 20 prosent). For at et prosjekt skal godkjennes under ordningen, må det ha som mål "å fremskaffe ny kunnskap, informasjon eller erfaring som antas å være til nytte for bedriften i forbindelse med utvikling av nye

²⁹ Se: Alsos med fler (2007)

eller bedre produkter, tjenester eller produksjonsmåter". Ordningen omfatter også "virksomhet der resultatene fra industriell forskning omsettes i en plan, et prosjekt eller et utkast til nye forbedrede produkter, produksjonsprosesser eller tjenester, samt utvikling av en første prototype eller pilotprosjekt som ikke kan utnyttes kommersielt". Virksomheten skal med andre ord ha form av et forsknings- og/eller utviklingsprosjekt.

Selskapet for industrivekst - SIVA

SIVA er en nasjonal aktør som skaper verdiskapingsmiljø i distriktene gjennom å etablere og forbedre nasjonal infrastruktur for nyskaping og innovasjon. De fleste forskningsparker, kunnskapsparker, inkubatorer og næringshager er med i SIVA-nettverket.

Andre nasjonale aktører og tiltak

CONNECT er en nettverksorganisasjon som skal bidra til etablering og utvikling av nye vekstforetak i Norge ved å koble gründere og entreprenører med kompetanse og kapital. Målet er en raskere kommersialisering av vekstbedrifter for derved å skape flere levedyktige bedrifter og arbeidsplasser. CONNECT er basert på frivillig deltakelse og gratis innsats i nettverket. Driften finansieres gjennom medlemsavgifter, sponsorinntekter og avgifter for aktiviteter. CONNECT tilbyr ulike tjenester som et ekspertpanel som hjelper entreprenøren med å identifisere muligheter, løse problemer og gi praktiske råd. I tillegg er det et møtested for entreprenører/vekstbedrifter som søker finansiering og for investorer som leter etter mulige objekter, et møtested for entreprenører/vekstbedrifter og etablerte, større bedrifter innenfor samme bransje, samt investorer veiledning til gründere/entreprenører tilpasset det enkelte prosjekt og frokost og lunsjmøter med aktuelle temaer og interessante foredragsholdere.

Seedforum Norway er en stiftelse som kobler etablerere og bedrifter som har gode ideer med investorer. Seed Forum fungerer som et bindeledd og arrangerer en rekke møteplasser rundt omkring i Norge og internasjonalt. Den enkelte etablerer eller bedrift går gjennom en prosess med nominering, utvelgelse og trening. Disse får til slutt presentert sine forretningscases direkte ovenfor kvalifiserte investorer. Seed Forum ble startet i Norge i 2002. De har ekspandert til andre land og har i dag et internasjonalt fundament.

8.9.4. Såkornsfondsordningens plass i virkemiddelsystemet

Oversikten over viser at det foregår en relativt omfattende aktivitet rettet mot selskaper i tidlig fase. Det synes med andre ord å være forholdsvis stor aktivitet og bevissthet om entreprenørskap og innovasjon i forhold til det å skape arbeidsplasser og vekst/utvikling både nasjonalt, og regionalt. Samtidig er det ingen av virkemidlene som i særlig grad ligner såkornfondordningen. De virkemidlene som er relevante for denne typen selskaper tilfører betydelig mindre kapital til bedriftene og er i mindre grad koblet opp mot eierkompetanse. Samtidig ser vi at de ordningene som har mulighet til å tilføre vekstbedrifter mer omfattende og kompetent kapital, ikke fokuserer på såkornbedrifter. Det er derfor god grunn til å hevde at såkornfondordningen dekker et virkeområde som ikke er håndtert tilfredsstillende gjennom andre virkemidler.

8.10. INNOVASJON NORGES ROLLE

Innovasjon Norges rolle i forbindelse med såkornfondordningene er omtalt i kapittel 5. De ansvarsområdene som knytter seg til den rene forvaltning av statens låneportefølje er det liten grunn til å feste seg nærmere ved. Dette er oppgaver som må ivaretas fortløpende og som allerede er godt innarbeidet i organisasjonen. Gjennom løpende rapportering fra fondene holdes Innovasjon Norge og Nærings- og handelsdepartementet oppdatert på den økonomiske utviklingen, noe som igjen gjør det mulig å følge tapsrisikoen i porteføljene. Fra fondsforvalterne og aksjonærene har vi fått inntrykk av at rapporteringssystemet fungerer godt og at det dekker de nødvendige aspekter ved den løpende aktiviteten.

Innovasjon Norges oppgaver med hensyn til å identifisere og informere om "best practice" innen såkornforvaltning er i noe mindre grad avklart. I den seneste tid har Innovasjon Norge satt av betydelige ressurser til å styrke sin innsikt i såkornfondordninger i andre land, samt å bygge nettverk i utlandet med den hensikt å informere om fondene i Norge. Dette arbeidet må anses som et steg i retning av å etablere en kunnskapsbase for "best practice". Dette arbeidet virker verdifullt og vil kunne benyttes som grunnlagserfaringer i møte med såkornfondenes utfordringer.

Vår erfaring fra å gå gjennom regnskapene til fondene tilbake til 1998 viser at fondene har operert med til dels svært ulike former for regnskapsføring. Ikke minst gjelder dette føring av nedskrivninger, tap og driftskostnader knyttet til forvaltningshonorarer. Å sammenligne tall på tvers av fondene var på ingen måte trivielt. På bakgrunn av dette vurderer vi det som sterkt ønskelig at Innovasjon Norge tar på seg ansvaret for at regnskapsrutinene harmoniseres enda sterkere på tvers av fondene.

Innovasjon Norge bør også bygge enda sterkere kompetanse knyttet til verdivurdering. Organisasjonen bør påse at fondene i størst mulig grad følger den internasjonale standarden for verdivurdering i venture og private equity-industrien (IPEVCG). I denne sammenheng kan Innovasjon Norge ta på seg rollen som arrangør av seminarer som formidler denne standarden.

Dersom Innovasjon Norge skal ta på seg rollen som "best-practice" formidler av forvaltningsstrategiske prinsipper, kreves det en betydelig økning av ressurser til den avdelingen som står for forvaltningen. Argentum har i stor grad tatt på seg denne rollen for fond som opererer i en senere fase, men Argentum har et betydelig større antall ansatte og større finansielle ressurser til å dekke disse oppgavene. Det er også på det rene at denne typen formidling krever en kompetanse som hviler på omfattende egenerfaring fra forvaltning av såkornfond. For å kunne tiltrekke seg denne typen kompetanse kreves det at organisasjonen evner å tilby konkurransedyktige avlønningvilkår. Et alternativ kan i denne sammenheng være å flytte forvaltningsenheten ut av Innovasjon Norge.

9. AVSLUTNING MED INNSPILL TIL FORBEDRINGER OG FREMTIDIGE ORDNINGER

Denne evalueringen har rettet søkelys mot såkornfondordningene med offentlig medvirkning i Norge. Vi har vurdert i hvilken grad det er behov for slike ordninger og i hvilken grad de eksisterende ordningene har klart å nå de målsettinger som myndighetene har lagt til grunn for ordningene.

Kartleggingen av mulig svikt i markedet for såkornkapital rettet mot innovative vekstbedrifter viser at det både er et begrenset tilfang av slike bedrifter som etterspør kapital og et begrenset tilbud av såkornkapital. Dermed blir markedene tynne og det blir vanskelig for gründer og investor å finne hverandre. Såkornfondordningene bidrar etter vår mening til å dempe denne imperfeksjonen gjennom tilførsel av fondenes kapital og stimulans til ytterligere private investeringer.

Videre viser evalueringen at fondene som ble etablert i første bølge (1998-2000) i begrenset grad har klart å drive frem vekstbedrifter. Avkastningen i fondene har heller ikke vist seg tilfredsstillende.

Analysen av hvordan fondene jobber for å oppnå målene viser at de eldre fondene har vist svakheter når det kommer til seleksjonsstrategi. Det at man har satset på for mange bedrifter med en for lav forvaltningskapital, har ført til at man heller ikke har klart å styre kapitalen på en tilfredsstillende måte. Dette kan også ha bidratt til at eierstyringen har blitt for ufokuset.

Analysen viser videre at de nyere fondene som ble etablert i perioden (2006-2008) i stor grad har valgt en annen forvaltningsstrategi der man satser på større investeringer per porteføljeselskap. Ettersom fondenes forvaltningskapital er betydelig større, har man også hatt mulighet til å bygge større forvaltningsteam. Dette gir mulighet for en rikere tilførsel av komplementære ressurser og dermed et potensial for høyere vekst og lønnsomhet i porteføljeselskapene. Analysen peker i retning av at man har beveget seg i riktig retning gjennom etableringen av de nyere fondene.

Gjennomgangen av rammeverket rundt og organiseringen av fondene viser at det er et potensial for forbedringer som antas å kunne styrke både avkastning i fondene og vekst i bedriftene. Samtidig er det viktig å være oppmerksom på at såkornfond i internasjonal sammenheng kan vise til svak avkastning. Man bør derfor ikke stille med for høye forventninger til denne aktivaklassen. Man kan faktisk sette spørsmålsteget ved om rene avkastningsmotive er forenelige med investeringer i dette segmentet. Vi vil likevel fremheve potensialet i slike investeringsfond og deres bidrag til å styrke kompetansen rundt aktivt eierskap i tidligfasebedrifter. Denne kompetansen er relativt underutviklet i Norge.

I vurderingen av hvorvidt dagens rammevilkår og organisering er utformet slik at de fremmer fondenes målsettinger har vi pekt på enkelte aspekter som trekker i retning av at endringer bør vurderes. Enkelte av disse endringene blir ikke berørt av bestemmelser i EØS-avtaleverket om statstøtte. Enkelte endringer mener vi vil kunne aksepteres innenfor dette regelverket. Vi har følgende innspill til mulige endringer i eksisterende såkornfondordninger som kan vurderes.

- En overgang til en fastrente for de fondene som i dag opererer med en rentefot på NIBOR +2 prosent og NIBOR +3 prosent.
- Fjerning av taket for oppbygging av overskudd i forvaltningsselskapene.

- Dersom aksjonærene ser det som ønskelig, bør det åpnes for å omgjøre selskapsformen i fondene til et KS eller subsidiært et ansvarlig selskap (ANS).
- En økning av maksimalandelen som kan kanaliseres til en enkelt investering.
- Det bør i tillegg vurderes å igangsette ordninger som øker kontakten mellom fondene for å styrke kunnskapsutvekslingen og identifisere best-practice løsninger.
- Innovasjon Norges rolle som forvalter av statens interesser i såkornfondordningen vil kunne styrkes dersom man tilfører mer ressurser til å følge opp "best-practice"-formidling innen enkelte områder.

Innspill til en ny ordning for såkornfond med offentlig medvirkning

Vi har påvist mangel på tilførsel av **kompetent** kapital til oppstartsbedrifter i Norge. Tilbudssiden på dette området er helt marginal når man ser bort fra de offentlig støttede ordningene. Det eksisterer et betydelig antall inkubatorer, TTOer, næringshager og kunnskapsparker, men svært få av disse har noe kapital av betydning for å utvikle selskapene hele veien frem til en markedsintroduksjon, og kompetansen til disse enhetene er mer rettet mot pre-såkorn. Vi har sett en gryende tendens til etablering av private investeringsmiljøer som går inn i selskapene i en tidlig fase. Her finner vi selskaper som Kistefos, Skatec, IKM, Statkraft og Statoil New Energy, men miljøene er små. Vi ser derfor et tydelig behov for en statlig ordning i likhet med i de fleste andre utviklede land.

I NHDs eierskapsmelding (NHD, 2006) har man pekt på at man vil vurdere om såkornfinansiering bør skje gjennom bruk av egenkapital tilført i en fond-i-fond struktur, tuftet på samme prinsipp som Argentum. I utgangspunktet spiller Innovasjon Norge denne rollen i dag, men uten å bruke egenkapitalverktøyet og uten å ha muligheten til å tilføre lån til nye fond over tid. Argentum har vist en imponerende evne til å oppnå høy avkastning som investor i mer modne segmenter for aktive eierfond. Dette må i all hovedsak tilskrives at fond-i-fondet har utviklet en solid seleksjonskompetanse på fonds nivå. Problemet med å anvende en Argentum-modell i såkornsegmentet er at det sjelden eller aldri dukker opp et privat initiert såkornfond som et statlig fond-i-fond kan vurdere om skal bli tildelt egenkapital. Dette aspektet gjør det vanskelig å benytte et fond-i-fond som virkemiddel slik det er utformet i Argentums tilfelle.

En ren statlig løsning med direkteinvesteringer i bedriftene vil vi heller ikke anbefale. En slik løsning vil kunne presse ut private investeringer. Det er nettopp kapitaladdisjonaliteten i de offentlige ordningene som er viktig. En ren statlig ordning vil også kunne være sårbar for politiske endringer, og vil fort kunne komme under press for at andre målsettinger enn innovasjon, vekst og avkastning.

I Wassum (2003) blir det anbefalt at man lar staten komme inn på eiersiden i fondene. Argumentet for dette relaterer seg til at staten vil få bedre innflytelse over fondene, og at denne formen for eierskap er mer dynamisk enn lånekapital. Vi har problemer med å forstå rasjonale bak dette poenget. Ikke desto mindre kan man argumentere for at dersom private investorer vegrer seg for å investere utover et visst volum, og det samtidig er behov for å oppnå en viss størrelse på fondene, kan staten gå inn på eiersiden for å sikre fondets størrelse.

Vår vurdering av fondenes størrelse trekker i retning av at nye ordninger må baseres på større fond. Dette perspektivet understøttes også av OECD (2008) der det skrives at:

“The tension between the need to build scale in venture funds (to build big enough portfolios for risk taking and to afford good-quality investment analysis) and the pressures of regional policy is not new. ... The current and planned multiplication of small funds, many of them regional, risks renewing these problems. ...The problems which arise when small regional funds simply try to operate below critical mass –in terms both of analytical capacity and the absolute amount of money in the funds – have been experienced in other countries, notably Finland. In Finland the approach has been to leave management of regional fund collections to private sector managers, effectively raising the analytical critical mass”. (p 139-140).

På bakgrunn av evalueringens funn og de muligheter som gis gjennom eksisterende rammeverk synes en modifisert videreføring av dagens ordning, der man i tillegg til bruk av ansvarlig lånekapital også anvender egenkapital (B-aksjer uten påvirkningsrett), å være hensiktsmessig. I lys av diskusjonen rundt størrelsen på fondet, vurderes det som formålstjenelig å opprette en fondsstruktur som er større en de nyeste fondene. For å opprettholde omfanget av tilførsel av statlig kapital til dette formålet kan man etablere en ny ordning med en kapitaltilførsel på samme nivå som den vi finner for de ni fondene i bølge 2 (opprettet 2006-2008) på om lag 1.5 milliarder NOK.

Vi ser det som hensiktsmessig å opprette tre fond (hver med 500 millioner NOK i forvaltningskapital) der maksimum ett av fondene legges til Oslo. Samtlige fond bør ha et landsdekkende investeringsmandat for å sikre et størst mulig prosjekttilfang. Geografisk nærhet til næringslivet oppleves som svært viktig i fond som driver aktivt eierskap. Det er derfor vesentlig at fondene har forvaltere/forvaltningsmiljøer med regional nærhet. En måte å sikre dette på er gjennom å organisere forvaltningen med regionale satellitter som både i investeringsfasen og oppfølgingsfasen dekker særlige områder i landet. Samtidig er det viktig at disse regionale satellittene har hyppig kontakt med hele forvaltningsteamet for å sikre tilførsel av kompetanse og nødvendig sparring. Regional tilstedeværelse er også ansett som nødvendig for å sikre nær kontakt med investorer og koinvestorer i fondets etableringsfase. En rekke regionale kapitalkilder fokuserer primært på næringsvirksomhet med regional tilknytning.

De eksisterende forvaltningsmiljøene bør få søke om å forvalte slike mandater på lik linje med andre forvaltningsmiljøer, så lenge deres såkornfond er fullinvestert.³⁰ De eksisterende miljøene kan også fungere som regionale representanter/satellitter for fondene. En slik rolle vil være omfattende og vil kunne bidra til å ivareta de eksisterende såkornmiljøene der forvaltningsselskapene ikke får tildelt et nytt fond.

For å sikre tilstrekkelig kapitaltilførsel kan det være et poeng å operere med en modell der staten sikrer at fondet når en minimumstørrelse gjennom tilførsel av både lånekapital og egenkapital. Jo større den private interessen er, jo lavere blir den statlige egenkapitalen. På denne måten kan staten gå inn med egenkapital for å sikre at fondet kommer opp. Skulle den private interessen bli stor, vil den statlige eierandelen bli liten, noe som sikrer at man ikke presser ut privat investeringskapital. Resterende rammevilkår og prinsipper for organisering foreslås å følge de anbefalte prinsipper, slik de er skissert i dagens ordninger med de endringer vi forslår.

³⁰ Med fullinvestert menes det vanligvis at over 50 prosent av midlene i fondet er investert. Da har fondene normalt ikke fokus på å hente inn nye porteføljeselskaper.

REFERANSER

Johnson A., E. Deiaci, K. Carlsson og F. Cheffert (2008): EFFEKTANALYS AV "OFFENTLIG SÅDDFINANSIERING" 1994 – 2004, NUTEKS og VINNOVAS såddfinansieringsstöd., SISTER.

Aleman, L. og J. Marti (2006): Do Venture Capitalists' characteristics affect the performance of the firms they back? Working paper - January 2006, Facultad CC. Económicas y Empresariales, Universidad Complutense, Madrid

Alsos et al. (2008): Evaluering av SkatteFUNNs adferdsaddisjonalitet, Publikasjonsnummer 2007-13 Nordlandsforskning.

Kaloudis, A. (2003): Ringvirkninger av direkte virkemidler for innovasjonspolitik : en drøfting, STEP-rapport R03/2003.

Arrow, K. (1962): The Economic Implications of Learning by Doing, *American Economic Review*.

Borch et al. (2002): Kapitalmarkedet for nyetablerte foretak – en studie av etterspørsel- og tilbudssiden, KPB-rapport nr. 1/2002.

Buisseret T. J., Cameron H. og Georghiou L. (1995): "What difference does it make? Additionality in the public support of R&D in large firms", *International Journal of Technology Management*, Vol.10, Nos 4/5/6 pp. 587-600.

Carpenter, R. E. og B. C. Petersen (2002): Capital market imperfections, hi-tech investment, and new equity financing, *Economic Journal*, vol. 112, s. 54-72

EFTA (2005a): EFTA surveillance authority decision of 15 July 2005 regarding a notification of a new risk capital scheme: Nationwide seed capital investment companies, EFTA, Brussels.

EFTA (2005b): EFTA surveillance authority decision of 15 July 2005 regarding a notification of a new risk capital scheme: Regional seed capital investment companies, EFTA, Brussels.

EFTA (2006a): EFTA surveillance authority decision of 8 March 2006 regarding a notification of an amendment to the nationwide seed capital scheme, EFTA surveillance authority, Brussels.

EFTA (2006b): EFTA surveillance authority decision of 8 March 2006 regarding a notification of an amendment of the regional seed capital scheme, EFTA surveillance authority, Brussels.

Gilson, R.J. (2003): Engineering a venture capital market: lessons from the American experience. *Stanford LawReview*55 (4), 1067–1103.

Gompers, P. og J. Lerner (1999): *The Venture Capital Cycle*, MIT press, Cambridge, Massachusetts

Grünfeld, L. A. og E. W. Jakobsen (2006): Hvem eier Norge? Eierskap og verdiskaping i et grenseløst næringsliv, Universitetsforlaget, Oslo.

Grünfeld, L. A. og E. W. Jakobsen (2007): Private Equity: Kompetent kapital med samfunnsøkonomiske gevinster, *Norsk Økonomisk Tidsskrift*, 2007, 121(1), s39-54.

- Hackett, S. M. og D. M. Dilts (2004): A Systematic Review of Business Incubation Research, *The Journal of Technology Transfer*, Volume 29, Number 1 / January, 2004, Pages 55-92.
- Innst. S. nr. 283 for 2002-2003, (2002): Innstilling fra næringskomiteen om virkemidler for et innovativt og nyskapende næringsliv og om forslag fra stortingsrepresentantene Inge Ryan, Øystein Djupedal, Ingvild Vaggen Malvik og Heidi Sørensen om opprettelse av et fond for nyetableringer og innovasjon basert på miljøteknologi
- Isaksen, E. J. (2006): Early business performance. Initial factors effecting new business outcomes. Doktoravhandling, Handelshøgskolen i Bodø.
- Jääskeläinen, M., M. Maula og G. Murray (2007): Profit Distribution and Compensation Structures in Publicly and Privately Funded Hybrid Venture Capital Funds, *Research Policy* 36 (2007) 913–929
- Kaplan, J. og A. Schoar (2005): Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows, *The Journal of Finance*, Volume 60 Issue 4, Pages 1791 - 1823
- Kenney, M., Han, K. & Tanaka, S. (2003): "The Globalization of Venture Capital: The Cases of Taiwan and Japan." In Anthony Bartzokas and Sunil Mani (Eds.) *Financial Systems, Corporate Investment in Innovation and Venture Capital* (Cheltenham: UK and Northampton, MA: Edward Elgar): 52-84
- Kolvereid, L., E. Bullvåg og B. W. Åmo (2007): Entreprenørskap i Norge, Global Entrepreneurship Monitor, Høgskolen i Bodø
- Lerner, J. ,A. Schoar og Wong (2004): "The illiquidity puzzle: theory and evidence from private equity," *Journal of Financial Economics*, vol. 72(1), 3-40
- Norsk Investorforum (2006): Fra ide til kommersialisering, Rapport nr. 4/1996, Norsk Investorforum
- Maula, M.V.J. og Murray, G.C., (2003): Finnish Industry Investment Ltd.: An International Evaluation, Publications 1/2003. Ministry of Trade and Industry, Helsinki
- MENON Business Economics (2008a): Full focus on investment: The 2007 NVCA Activity Survey, in NVCA yearbook 2008, NVCA Oslo, p.60-70
- MENON Business Economics (2008b): Capital working for economic growth: Economic impact on the Norwegian economy, in NVCA yearbook 2008, NVCA Oslo, p73-81
- Meyer, T. (2007): "The Public Sector's Role in the Promotion of Venture Capital Markets" (August 31, 2007). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1019988>
- Mjøs, A. og H. Hvide (2007): Start-up Financing: Outside Equity, working paper, NHH, Bergen.
- Mohr, L. B. (1995): Impact analysis for program evaluation, Sage, Thousand Oaks
- Nærings- og handelsdepartementet (2002): Kapitalmarkedet for nyetablerte foretak, NHD, Oslo
- NVCA (2008): NVCA yearbook 2008, Oslo
- OECD (1997): Government Venture Capital for Technology-Based Firms, OCDE/GD(97)201. Organization for Economic Cooperation and Development, Paris.

- OECD (2005): SME and Entrepreneurship Outlook, Organization for Economic Cooperation and Development, Paris
- OECD (2008): OECD Reviews of Innovation Policy – NORWAY, *OECD, Paris*
- Reitan, B. og R. Sørheim (2002): Betydningen av eksterne eiere og private investorer – finansielle vilkår for små og mellomstore bedrifter,
- Sandmoutvalget (2004): Kapitaltilgang og økonomisk utvikling. Rapport fra ekspertgruppe som har vurdert Norges kapitalstyrke. Finansdepartementet.
- Schumpeter, J. A. (1934): *The Theory of Economic Development*. Cambridge: Harvard University Press. First published in German, 1912. Wallsten, 2000;
- Sørheim R. og Isaksen (2008): Unge bedrifters kapitalbehov og det offentliges rolle, notat på oppdrag for Kommunal- og regionaldepartementet
- Spilling, O.R. (1998): The urban-rural dimension of new firm formation. In R. Donckels and A. Miettinen (eds.) *Entrepreneurship and SME research: on its way to the next millennium*, Aldershot, Ashgate.
- Spilling, O. R. (2006): *Entreprenørskap på norsk. 2. utgave*. Fagbokforlaget, Bergen
- SSØ (2006): Mål- og resultatstyring i staten. En veileder i resultatmåling. Senter for statlig økonomistyring.
- SSØ (2007): Veileder: Evaluering av statlige tilskuddsordninger. Senter for statlig økonomistyring.
- St.meld. nr. 7 (2008-2009): Innovasjonsmeldingen: Et nyskapende og bærekraftig Norge, Nærings- og handelsdepartementet, Oslo.
- St. prp. Nr. 1 (1996-97): Den kongelige proposisjon om statsbudsjettet medregnet folketrygden for budsjetterterminen 1. januar - 31. desember 1997
- St.prp. nr. 1 (2002-2003), Den kongelige proposisjon om statsbudsjettet medregnet folketrygden for budsjetterterminen 1. januar - 31. desember 2003
- St.prp. nr. 51 (2002-2003), Virkemidler for et innovativt og nyskapende næringsliv
- St.prp.nr. 1 (1997-98), 1997, FOR BUDSJETTERMINEN 1998
- Stamland, T., L. Rud og A. Mjøs (2008): Kapitaltilgangen for SMB i ulike deler av landet. SNF-rapport nr. 15/08,
- Wassum Investment Consulting (2003): Evaluering av såkornordningen, Rapport for Nærings- og handelsdepartementet.

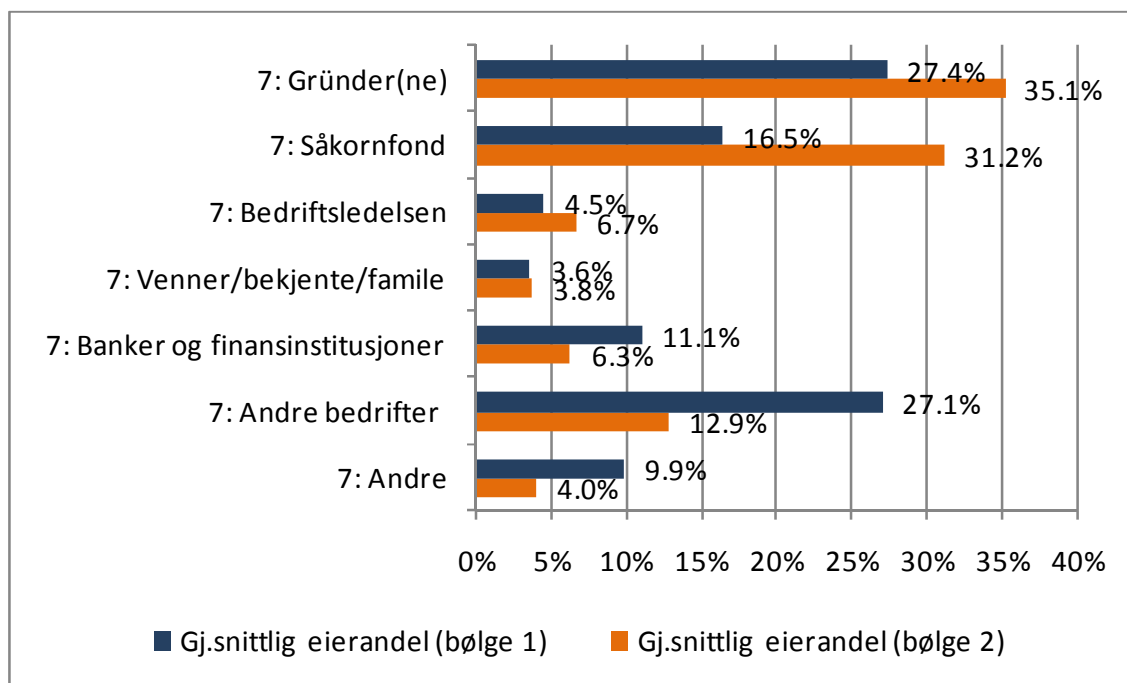
VEDLEGG 1: FLERE OPPLYSNINGER OM FOND OG BEDRIFTER

Eiersammensetning i porteføljebedriftene

I et av spørsmålene i spørreskjema ble porteføljebedriftene bedt om å angi eierstrukturen i porteføljebedriften. Figuren under viser den gjennomsnittlige eierfordelingen blant porteføljebedriftene under fondene i bølge 1 og bølge 2. Av figuren nedenfor ser vi generelt at gründer(ne), såkornfondene og "andre bedrifter" besitter de største eierandelene. Blant fondene i bølge 1 er eierandelen til gründer(ne), såkornfondene og bedriftsledelsen (ekskludert gründer(ne)) lavere enn for bedriftene i bølge 2. Dette er ikke overraskende at vi ser dette mønsteret med tanke på at porteføljebedriftene i bølge 1 er eldre enn i bølge 2. Etter hvert som bedriften modnes og har behov for ytterligere kapitalinnsprøytninger er det vanlig at de opprinnelig og til dels mindre kapitalsterke eiernes andeler blir vannet ut. Av nettopp denne grunn er det derfor noe overraskende at venner, bekjente og familie fortsatt har en like stor eierandel i bedriftene under bølge 1 som bedriftene i bølge 2.

Vi ser av figuren under at for de mer modne bedriftene i bølge 1 er det et større innslag av banker, finansinstitusjoner og andre bedrifter på eiersiden.

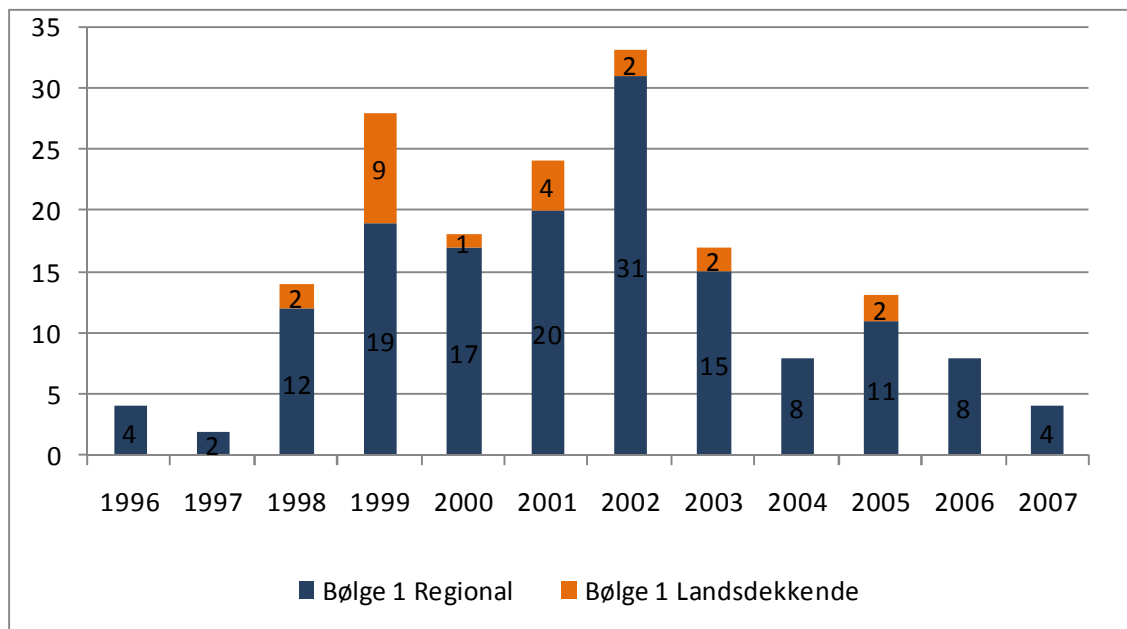
Figur v1-1 Eiersammensetning i porteføljebedriftene



Kjennetegn ved porteføljebedriftene og fondenes investeringsaktivitet

Fra neste figur går det frem at såkornfondene i bølge 1 hadde sine første investeringer i 1996, hvorav investeringsaktiviteten var størst i årene fra 1999-2002(31).

Figur v1-2 Antall investeringer over tid for fondene i bølge 1



Porteføljebedriftenes alder og størrelse ved initial investering

I evalueringen har vi benyttet oss av vår bedriftsdatabase for å finne alderen på porteføljebedriftene ved såkornfondets første investering i bedriften. Ser vi på bølge 1 først, er det helt klart at fondene har fulgt mandatet om at de skal gå inn i bedriftene i en tidlig fase. Faktisk er 45 prosent av investeringene for både de regionale og de landsdekkende fondene i bølge 1 gjort i bedriften det samme året som bedriften ble etablert. Henholdsvis 70 prosent og 90 prosent av de regionale og landsdekkende bølge 1-investeringene ble gjort før bedriften var tre år gammel.

Bølge 2 fondene har så langt også gått tidlig inn, dog med noe flere senere investeringer enn bølge 1 fondene. 30 prosent av investeringene til både de distriktsrettede og landsdekkende fondene gjøres i bedriftens etableringsår, mens henholdsvis 47 prosent og 68 prosent av de distriktsrettede og landsdekkende bølge 2-investeringene ble gjort før bedriften var tre år gammel. At de distriktsrettede fondene i bølge 2 har en noe bredere hale med hensyn på hensyn på bedriftens alder er en naturlig konsekvens av at disse har investeringsmandat til å gå inn i SMB-segmentet hvor bedriftene er mer modne.

³¹ Investeringer over tid for bølge 1 avviker fra totaltallene fordi det er 2 selskap hvor entry-tidspunkt er ukjent.

Tabell v1-3 Alder bedrift ved såkornfondets første investering (prosentvis fordeling)

Alder bedrift ved investering	Bølge 1		Bølge 2	
	Regionale	Landsdekkende	Distriktsrettede	Landsdekkende
0	45%	45%	30%	29%
1	13%	32%	13%	24%
2	12%	14%	4%	15%
3	6%	0%	0%	0%
4	6%	0%	9%	6%
5	2%	0%	4%	3%
6	1%	0%	13%	0%
7	2%	0%	4%	3%
8	2%	5%	4%	6%
9	1%	0%	4%	12%
10+	11%	5%	13%	3%
Sum	100%	100%	100%	100%

VEDLEGG 2: SÅKORNFOND MED OFFENTLIG MEDVIRKNING I ANDRE LAND

Så Korn i Sverige

”Styrelsen för teknisk utveckling” utviklet siden slutten på 1960 tallet et såkalt produktutviklingsstøtte med klare innslag av såkornfinansiering. Ordningen ble videreført av NUTEK og har siden 1995 blitt kalt såkornfinansiering. Aktiviteten i Sverige for å stimulere små og mellomstore bedrifter har således en relativt lang historie.

Hensikten med såkornfinansieringsprogrammet var at: ”finansiera utveckling av tekniska produktidéer med stor tillväxtpotential i en inledande fas”. Støtte kunne søkes for prosjekter som var teknisk nyskapende og hvor målet var å utvikle nye produkter, prosesser, metoder og system som hadde potensialet for å bli kommersielt betydningsfulle. Støttens hovedfokus var på denne bakgrunn den innledende fasen (såkornfasen). Ordningen beskrives slik for perioden 1994-2004³²:

”Programmet hade främst arbetat med lån med villkorlig återbetalningsskyldighet. Därutöver hade kapital mot royalty respektive projektförsäkring erbjudits, det senare antalsmässigt i mycket liten omfattning. I ringa omfattning hade bidrag, främst för förstudier upp till ca 300 000 SEK beviljats. Det förväntades också att det skulle finnas en medfinansiering upp till minst 50 procent av kostnaderna kunde ske av antingen kontanter eller naturainsatser. Två andra kriterier som de sökande skulle uppfylla var att företaget inte skulle ha fler än 250 anställda och att det inte skulle ägas till mer än 25 procent av ett större företag. Dessa krav återfinns i EUs statsstödsregler.

Såddfinansieringen var oftast den första externa finansieringen i företaget och den skedde på ett tidigt stadium i utvecklingsarbetet. Projektaktiviteterna kunde vara verifisering av tekniken, prototypframtagningar mm, men sällan att projektet finansierades fram till marknadsintroduktion. En typisk såddfinansiering låg strax under en miljon kronor (eksklusive förstudier) men sällan över tre miljoner kronor. Företaget fanns ofta i en region med teknisk/medicinsk högskola eller hade haft kontakter med högskolemiljö. Projektägarna hade akademisk utbildning, inte sällan på forskarnivå, kunde sitt teknikområde och hade ett relevant nätverk”.

Så Korn i Danmark³³

Det danske utviklingsfondet; Vækstfondet, ble startet i 1992 og er et finansieringsfond eid av den danske stat. Fondet investerer med egenkapital eller lån i partnerskap med private investorer. Formålet er å utvikle virksomheter som skal skape arbeidsplasser, inntjening og eksport. Det generelle målet er å skape Europas beste marked for innovasjonsfinansiering. Fondet har ingen fastsatt årsbudsjett, men kapitalbasen er på 300 millioner EUR. Vækstfondet er inndelt i seks ulike forretningsområder: Vekstkapital, partnerkapital, startkapital, vekstauksjon, fondskapital og regional kapital.

³² Johnson, A, E. Deiacio, K. Carlsson & F. Cheffert, SISTER.

³³ <http://www.vf.dk/>

Forretningsområdet *Vækstkapital* investerer egenkapital i unge virksomheter med mulighet til å oppnå betydelig internasjonal vekst. Vækstkapital investerer på tvers av industrier, men særlig med fokus på og kompetanse innenfor IT, Medisinsk teknologi, clean tech og industriell teknologi. Investeringene ligger i intervallet 5–25 millioner DKK. Porteføljen inneholder omkring 30 virksomheter.

Forretningsområdet *Partnerkapital* investerer egenkapital på like vilkår med business angels. Aktiv business angel som er en del av fondets nettverk, kan presentere og formidle kontakt mellom disse og interessante investeringsmuligheter. Målgruppen er innovative virksomheter, som har et utprøvd konsept. Det er ikke et spesifikt bransjefokus for investeringene, som ligger i størrelsesordenen DKK 3-10 millioner. Forretningsområdet ble lansert i 2007 og har investert i seks virksomheter.

Forretningsområdet *Startkapital* (tidligere kalt Need Driven Ventures) investerer egenkapital i oppstartsteam, som fokuserer på å utvikle løsninger til kundebehov, som ikke allerede er dekket av ferdige produkter eller services. Investeringene ligger i størrelsesordenen 4-10 millioner DKK med mulighet for senere å følge opp med investeringer på opp til 30 millioner DKK. Forretningsområdet ble lansert i 2007.

Forretningsområdet *Vækstkaution* tilbyr kausjon som dekker 75 prosent av enkeltlån fra finansinstitusjoner til mindre virksomheder. Målgruppen omfatter eierskiftevirksomheter, investeringer i eksisterende virksomheder og iverksettere. Kausjonene dekker lån på opp til fem mill. DKK, og porteføljen omfatter mere end 900 virksomheter.

Forretningsområdet *Kom-i-gang-lån* administrerer kausjoner på 75% pluss rådgivning for oppstartsbedrifter i alle bransjer som oppnår lån fra utvalgte finansieringskilder. Kausjonene dekker lån og kreditter opp til en mill. DKK. Porteføljen er på mer enn 450 virksomheter.

Fondskapital investerer i fond som forventer å reise minst 500 mill. DKK til investeringer i unoterte virksomheter med globalt vekstpotensial. Porteføljen er på 19 fond som vi har gitt et samlet investeringstilsagn på 3,8 milliarder DKK. Fondene har mere enn 9 milliarder DKK i kapital under forvaltning og har investert i mere enn 150 virksomheter. Ordningen ligger nært opp til det statlige fond i fondet Argentum AS i Norge.

Forretningsområdet *Regionalkapital* investerer egenkapital i regionale investeringsselskaper som fokuserer på å finansiere og utvikle vekstvirksomheter innenfor en av de danske regionene. Kapitalgrunnlaget for investeringsselskapene er på 100–200 millioner DKK. Porteføljen har i dag to selskaper, [Industri Invest Syd](#) og [Vækst-Invest Nordjylland](#), som fokuserer på vekstvirksomheter i henholdsvis den syddanske og nordjyske region. Samtidig står Regionalkapital for avtalen med [CONNECT Denmark](#) om et sparringsforløp over tre år med 200-300 regionale virksomheder. Regionalkapital står også for kontakten til de fem [regionale væksthuse](#), som Vækstfondet har et nært samarbeid med.

Såkorn i Finland

Det nasjonale såkornfinansieringsprogrammet ivaretas av Finnvera Ab gjennom datterselskapet Avera som administrerer fondet Seed Fond Vera Ab. Seed Fond Vera Ab ble etablert i 2005 og er et landsdekkende såkornsfond for bedrifter i en tidlig fase. Fondet er en del av Handels- og industriministeriets fornyelsesstrategi for såkornfinansiering av nye innovasjonsbedrifter og for servicesystemet. Riksdagen bevilget i 2005 et lån på 11,5 millioner EUR som kapital i fondet. Målet er å øke fondets kapital i kommende år.

Som kapitalplasserer kompletterer Seed Fond Vera Ab finansmarkedet og konsentrerer seg om å finansiere bedrifter i der øvrige private eller offentlige aktører savnes. Hensikten med fondets virksomhet er å fylle finansieringsbehovet som forekommer mellom finansiering av produktutviklingsvirksomhet og privat kapitalplasseringsvirksomhet. Fondet investerer hovedsakelig i tidligfase teknologibedrifter og i teknologiintensive eller innovative servicebedrifter. Bedriftene bør ha potensial for å utvikles til vekstbedrifter.

Fondet har ikke egne ansatte. Den praktiske virksomheten ivaretas av Veraventure Ab sammen med Finnvera Abps regionalkontor og teknologisentraler. Veraventure Ab deltar aktivt i porteføljebedriftene gjennom deltakelse i styret. Fondet investerer alltid slik at de får en eierposisjon i bedriftene. Ofte ligger eierandelen på mellom 10 og 40 prosent. Såkornfinansieringen kan variere på mellom EUR 50-100 tusen, men vanligvis ligger en investering på omkring 250 000 EUR. Utover dette kan det anvende opsjons- og kapital lån. Ofte komplementeres investeringen med finansiering fra andre myndigheter eller organisasjoner.

Såkorn i UK

Såkornordningen i Storbritannia gjennomføres via det som heter Enterprise Capital Funds (ECFs). Hensikten med ordningen er å tette mangelen på risikovillig egenkapital ("equity gap") for små- og mellomstore bedrifter. Mangelen oppstår når levedyktige bedrifter har problemer med å få tilgang til egenkapital i en vekstfase. Måten ordningen er ment til å bidra til å avhjelpe dette er for det første at ved å tilby risikoavlastning til private koinvestorer, og for det andre ved at økt tilgangen risikovillig tidligfasekapital fra staten skal senke barrierene for å starte forvaltningsselskap innen såkornsegmentet.

Det kan investeres inntil 2 millioner £ per selskap som fondet går inn i. Det er ingen grense for hvor stort et ECF fond kan være, men myndighetene vil ikke bidra med mer enn 25 millioner £ per fond. Fondet kan både finansiere selskapene med egenkapital og/eller mesanin-lån. Myndighetene stå for inntil to tredjedeler av fondets kapital, resten skal komme fra private investorer.

I det fondet har dekket alle utgifter og krav, inkludert forvaltnings kostnader, skal kapitalen tilbakebetales investorene i følgende rekkefølge:

- 1) Fastrente på myndighetenes innskutte kapital på 4.5 prosent
- 2) Tilbakebetaling av innskutt kapital til myndigheter og private investorer
- 3) Utdeling av utbytte til private investorer, myndigheter og eventuell suksessbonus ("carried interest") til forvalterne

Det er ikke spesifisert fra myndighetene hvordan punkt 2 og 3 skal utføres. Forvalterne må selv spesifisere i søkeprosessen betingelsene for tilbakebetaling av kapitalen (punkt 2) og hvordan fordelingen av utbytte skal være mellom private investorer og myndighetene skal være (punkt 3). Hva som blir avtalen her vil komme frem som et resultat av konkurransen mellom forvaltermiljøene om å få ECF-status. Betingelsene for tilbakebetaling av kapital skal i midlertidig ikke favorisere de private investorene. Under punkt 3 vil man få en risikjustering for de private investorene, ved at fordelingen av utbytte kan justeres til fordel for de private investorene (utover de garanterte 4.5 prosent, jf. punkt 1) slik at oppsiden blir større. Andre forhold, som blant annet hvilken investeringsstrategi fondet har tenkt seg, størrelse på forvaltningsgodtgjørelse, hvor stor andel av kapitalen som kommer fra private investor og hvilken andel av overskuddet myndighetene spesifiseres også i den enkelte søknad, vil derfor variere mellom de ulike ECFene.

ECF-programmet startet i 2006-2007 da forvaltningen av de første fem fondene ble utlyst. Siden da har det vært ytterligere to runder med utlysninger. Per i dag er det syv Enterprise Capital Fund til ulike forvaltningsmiljøer i Storbritannia. Den siste runden utlysninger startet i april 2008, og det legges opp til ytterligere to utlysningsrunder de neste årene med midler til tre fond i hver runde. Selve ansvaret for programmet og utlysningsprosessen er fra og med den tredje runden delegert fra myndighetene ved "Department for Business Enterprise & Regulatory Reform" til den frittstående etaten Capital for Enterprise Limited. Et spesielt kjennetegn ved utlysningsrundene er at det ikke er noen formell tidsfrist for å søke, dette kalles såkalt "open ended" utlysning. Selve runden kan derfor vare over et år. Måten anbudsrunder organiseres på er at forvaltningsmiljøene må melde sin interesse innen en bestemt dato. Deretter når Capital for Enterprise har fått inn søknader de mener kvalifiserer for ECF-status, gir de en tidsfrist på minimum to måneder til å levere inn en søknad for de som på forhånd hadde meldt sin interesse.

Såkorn i Israel

Yozma, som betyr initiativ på hebraisk, ble etablert i 1993 som en del av den offentlige såkorn/venture-ordningen i Israel. Ordningen har fått stor internasjonal oppmerksomhet, og blir sett på som en modell til etterfølgelse både for offentlig involvering i finansiering av nyetablerte bedrifter og for å skape et grunnlag for etablering av fondsforvaltningsmiljøer (Kenney (2004), Meyer (2007)).

I 1993 fikk Yozma ansvar for USD 100 millioner i offentlig kapital med målsetning om å skape et nasjonalt miljø for forvaltning og investering i tidligfasebedrifter. Yozma skulle operere som et fond-i-fond og midlene ble fordelt på 10 private fond i størrelseskategorien 20-25 millioner USD hvor Yozma bidro med 40 prosent av kapitalen mens de private investorene sto for 60 prosent (Israel Venture Association). I tillegg til dette beholdt Yozma 20 millioner USD som de direkteinvesterte i selskaper på egen hånd via fondet Yozma I.

Et av hovedkjennetegnene til ordningen var at fondene siktet mot å hente inn kapital fra *utenlandske investorer*. Ved å involvere utenlandske investorer er det påpekt at man fikk en gunstig kunnskapsflyt som la til rette for at de Israelske fondene kunne få innsikt i "best practice" innen internasjonal fondsforvaltning (Meyer 2007).

Et annet kjennetegn ved Yozma-fondene er at de hadde en insentivstruktur som ga de private investorene en stor oppside. Rent praktisk var dette organisert slik at de private investorene hadde en kontraktfestet rett (men ingen plikt) til å kjøpe ut det offentlige andel av fondet innen fem år.

Prisen for andelen var lik det investerte beløpet, pluss en (bestemt) nominell avkastning, samt syv prosent av overskuddet fra de porteføljeselskapene som fondet var investert i på det tidspunktet opsjonen ble realisert. Et viktig kjennetegn ved denne modellen er at det gir en god incentivering av investorene til å følge opp porteføljebedriftene ekstra nøye. Yozma-fondene hadde imidlertid ingen avlastning for nedsiderisikoen, slik som for eksempel tapsfondet i den Norske såkornordningen. Ordningen viste seg å bli en suksess hvorav ni av de ti fondene valgte å benytte seg av kjøpsopsjonen (Israel Venture Association). I 1997 ble Yozma privatisert, og myndighetene gikk ut av ordningen (Yozma, 2002).

Mens Yozma-programmet hadde større fokus mot venture-segmentet (flere av selskapene ble exitert via børsnotering) finnes det i dag en annen israelsk ordning, det offentlige Hezkek-fondet, som retter seg utelukkende mot såkornsegmentet. Hezkek-fondet koinvesterer med andre seed-fond i bedrifter (Israel Life Science Industry). Taket på disse investeringene er ca. 1.1. millioner USD per bedrift over en to års periode. Strukturen i Hezkek-ordningen minner mye om Yozma, blant annet med stor oppside for de private investorene ved at de kan kjøpe ut myndighetenes eierandel de første syv årene etter at bedriften er kjøpt. Myndighetenes eierposter i fondet har heller ingen stemmerett.

Såkorn i USA

US Small Business Administration (SBA) er det Amerikanske motstykket til den Norske såkornordningen. Ordningen ble etablert i 1953, og er et privat – offentlig samarbeid, dels med kommersielle banker og dels med organisasjoner som skal bistå små og mellomstore bedrifter. Hovedoppgaven til SBA er å garantere for lån gitt fra private banker eller andre institusjoner til små og mellomstore bedrifter (SMB). Andelen av garantibeløpet som SBA garanterer for bedriften varierer fra 50 til 85 prosent av totale lån avhengig av hvilket låneprogram det gjelder, mens det maksimale lånebeløpet varierer fra 250 – 500 tusen USD. SBA legger altså til rette for at småbedrifter skal få lettere tilgang til lånekapital ved å avlaste långiver for deler av risikoen knyttet til at låntaker ikke klarer å behandle lånet. Renten på lånet settes i en forhandlingsposisjon mellom långiver og låntaker, men SBA har satt et tak i forhold til påslag på foliorenten (prime rate) for hva långiver kan ta. Siden 1953 har nærmere 20 millioner bedrifter mottatt indirekte eller direkte finansiell støtte via SBA-programmer (US SBA 2007). I dag består låneporteføljen hvor SBA er delgarantist av 219 000 lån til en verdi av mer enn USD 45 milliarder. Dette gjør SBA til den største enkeltstående garantisten for amerikanske foretak. SBA har også et venturekapitalprogram. I perioden 1959 – 2002 bidro denne ordningen med å skaffe til veie 37.7 milliarder USD til 90 000 bedrifter (US SBA 2003). Denne ordningen utgjorde 8 prosent av all amerikansk venturefinansiering og 64 prosent av all såkornfinansiering i åtteårsperioden fra 1994-2002. Det er imidlertid verdt å merke seg her at mindre enn ti milliarder (25 prosent) av disse midlene var garantert for av SBA.

Såkorn i Skottland

Scottish Enterprise som har en tilsvarende rolle som Innovasjon Norge, har to ordninger som retter seg mot finansiering av tidligfasebedrifter. Ett av tiltakene er The Scottish Co-Investment Fund (SCF), som er et fond som koinvesterer i tidligfasebedrifter sammen med private investorer, såkalte "business angels"-nettverk. Fondet ble i 2002 tildelt 20 millioner£ av det britiske næringsdepartementet, og har som mandat at det skal koinvestere med private investorer på kommersielle vilkår. Finansiering fra SCF innebærer således ingen eksplisitte elementer av risikoavlastning for medinvestorene. Modellen følger en fond-i-fond struktur hvor SFC tildeler midler

til utvalgte miljøer, som igjen investerer både sin egen og SFCs kapital i utvalgte tidligfaseselskaper. Taket på investeringer i et enkelt selskap er på en halv million pund. En slik fond-i-fond modell for seed-investeringer synes å passe spesielt godt i Skottland som er kjent for å ha et de største og mest velfungerende business angels nettverk i verden. I 2007 kunne Scottish Enterprise rapportere at i løpet ordningens tre første år hadde SFC gjort 162 koinvesteringer i 99 selskap, hvorav den private kapitalen utgjorde 54.4 millioner £, mens det offentlige hadde investert 23 millioner £.

Scottish Enterprise er også ansvarlig for det offentlig finansierte såkornfondet, Scottish Seed Fund (SSF), som gir finansiell støtte til tidligfasebedrifter som blir antatt å ha vekstpotensial. Vekstpotensialet måles ved evnen til å komme med nye produkter, tilnærme seg nye markeder eller økende sysselsetting. SSF er begrenset til å gi lån og egenkapital på mellom 20 – 100 tusen £ per selskap de velger å støtte. For at SSF skal kunne investere må det minst være en annen ekstern privat investor på eiersiden, for eksempel business angel, samt at minst 50 prosent av selskapets finansiering må komme fra private kilder. Fondet har mandat til å kunne investere i selskap som har mindre enn 250 ansatte, omsetning på mindre enn 24 millioner £ og en netto bokført verdi på mindre enn 16 millioner £. Selskapet må også i hovedsak være lokalisert i Skottland.

Oppsummerende kommentarer

Selv om de rent praktiske og organisatoriske løsningene er forskjellige finnes det flere likhetstrekk mellom de internasjonale såkornsordningene. Programmene er i hovedsak rettet inn mot høyteknologibedrifter med potensial for vekst selv om bredden i valg av bransjer synes å variere. De fleste ordningene synes å en tydelig risikofonds karakter. På mange måter synes de å forsøke å imitere hvordan private risikokapitalister arbeider gjennom såkalte hybrid-strukturer. De nordiske landene synes å være tydelige eksempler på denne tilnærmingen. Offentlige midler tildeles en såkornsorganisasjon som fordeler dette videre til såkornfond som på sin side ivaretar selve investeringene. Investeringen gjøres for å oppnå avkastning og et ønske om å kunne påvirke og overvåke porteføljebedriftens virksomhet for eksempel gjennom styredeltakelse.

VEDLEGG 3: PORTEFØLJEBEDRIFTER OG INTERVJUOBJEKTER

Tabell v3-1: Investeringer av såkornfondene med navn på porteføljeselskapet

Bølge 1			
Porteføljeselskap	Fondets navn	Porteføljeselskap	Fondets navn
Advanced Biopolymers	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Intellisearch AS	Start-fondet AS
Aquacon	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	LABS2 AS	Start-fondet AS
Boost Communication	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	NetTrans Services AS	Start-fondet AS
Capstone	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Net Professionals	Start-fondet AS
Comex	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Newsbases AS	Start-fondet AS
Complex Flow Design	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	NorDiag ASA	Start-fondet AS
Crusin as	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Nordic Energy Services AS	Start-fondet AS
Cyberlab	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Norwec AS	Start-fondet AS
Dossier	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Numerical Objects AS	Start-fondet AS
Fifty-Four point Seven	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	OCAS	Start-fondet AS
FurnArt	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	On Time AS	Start-fondet AS
G-Flow	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Radionor AS	Start-fondet AS
GellyFeed	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Sensit AS	Start-fondet AS
Geoprobng	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Silence AS	Start-fondet AS
GinTel	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	SonoWand AS	Start-fondet AS

Gründer AS	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Balholm Mosteri AS	SåkorninVest AS
HumanKapital	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Biosense Lab. AS	SåkorninVest AS
Impermeable	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Coastshell AS	SåkorninVest AS
InfoTrans	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Coretrek AS	SåkorninVest AS
Infofinder	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Donar/Netpower AS	SåkorninVest AS
Innovasjonsmarkedet	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Food Story AS	SåkorninVest AS
Internet Learning System	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Glass-ski by Mossmann AS	SåkorninVest AS
Isocare	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Hystad Elektronikk AS	SåkorninVest AS
Iwmac	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Info Vital AS	SåkorninVest AS
Karrierevalg	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Isosilicon AS	SåkorninVest AS
Kerananor	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Maximus AS	SåkorninVest AS
KlappMedia	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Mole Genetics AS	SåkorninVest AS
Kognita	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	NorDiag ASA	SåkorninVest AS
Kvalito IT	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Nordic Sounds Ltd	SåkorninVest AS
LingIT	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Norsk Grunder AS	SåkorninVest AS
Lodic	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Novel Diagnostics ASA	SåkorninVest AS
Ludens	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Onix Software AS	SåkorninVest AS
Marine Aquaculture Systems	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	PlasmAcute AS	SåkorninVest AS
Market Audit	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Seabi AS	SåkorninVest AS
Mediline	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Sjaastad AS	SåkorninVest AS
NHI	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Thermonor AS	SåkorninVest AS
NewIndex	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Vestlandsskjell AS	SåkorninVest AS
Newtron Line	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Aentera Network	Såkorninvest Sør AS
NBTL	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Alubag	Såkorninvest Sør AS
Orkel	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Antikorrosjonsprosjekt	Såkorninvest Sør AS
PPM	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Arphiola	Såkorninvest Sør AS
PrediChem	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Bark Media	Såkorninvest Sør AS
Prodoc	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Conbouy	Såkorninvest Sør AS
Pronavis	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Confidence Mediadesign	Såkorninvest Sør AS
Romkunst	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Digimaker	Såkorninvest Sør AS
Sentech	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Go To Scandinavia	Såkorninvest Sør AS
Small Turbine Partner	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Gobex	Såkorninvest Sør AS
Smart Motor	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Gründer AS	Såkorninvest Sør AS
Sonowand	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	High Density Devices	Såkorninvest Sør AS
Sydvest Programvare	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Integrasco	Såkorninvest Sør AS
TMI	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Intermedium	Såkorninvest Sør AS
Trondheim Filter Company	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Interpoint	Såkorninvest Sør AS
Ventiq	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Isosilicon	Såkorninvest Sør AS
WeatherOne	Såkorninvest Midt-Norge AS (SIM)	Medicom	Såkorninvest Sør AS
Arena Norge AS	Såkorninvest Nord AS (SINAS)	Metallkraft	Såkorninvest Sør AS
ArtNor AS	Såkorninvest Nord AS (SINAS)	Mobile Nordic	Såkorninvest Sør AS
AutoSim AS	Såkorninvest Nord AS (SINAS)	Moonscape	Såkorninvest Sør AS
Avicom AS	Såkorninvest Nord AS (SINAS)	Neo Technology	Såkorninvest Sør AS
Backwinder AS	Såkorninvest Nord AS (SINAS)	Nordic Ceramics	Såkorninvest Sør AS
Concero AS	Såkorninvest Nord AS (SINAS)	Norsk Hummer	Såkorninvest Sør AS
Dental Innova AS	Såkorninvest Nord AS (SINAS)	Objectsoft	Såkorninvest Sør AS
Dualog AS	Såkorninvest Nord AS (SINAS)	Post Cost Controlsys	Såkorninvest Sør AS
Fall Stop AS	Såkorninvest Nord AS (SINAS)	Protura	Såkorninvest Sør AS
Fisknett AS	Såkorninvest Nord AS (SINAS)	Seminar Point	Såkorninvest Sør AS
Fjord Marin Holding ASA	Såkorninvest Nord AS (SINAS)	UFIS Airport Solutions	Såkorninvest Sør AS
Helgelandstorsk AS	Såkorninvest Nord AS (SINAS)	Ufis Invest	Såkorninvest Sør AS
Igene Inc.	Såkorninvest Nord AS (SINAS)	Wellquip	Såkorninvest Sør AS
Imed AS	Såkorninvest Nord AS (SINAS)	Wtek	Såkorninvest Sør AS
Jufo AS	Såkorninvest Nord AS (SINAS)	eAccount	Såkorninvest Sør AS
Lofilab AS	Såkorninvest Nord AS (SINAS)	Biehead AS	Såkorninvest Innlandet AS
Lofitorsk AS	Såkorninvest Nord AS (SINAS)	Bio Sophia AS	Såkorninvest Innlandet AS
Lytix Biopharma AS	Såkorninvest Nord AS (SINAS)	DAT AS	Såkorninvest Innlandet AS
Marin Fisk Holding AS	Såkorninvest Nord AS (SINAS)	Fiberprodukt AS	Såkorninvest Innlandet AS

Norsk Nettgymnas AS	Såkorinvest Nord AS (SINAS)	GTM AS	Såkorinvest Innlandet AS
Norsk Test AS	Såkorinvest Nord AS (SINAS)	Glasitt AS	Såkorinvest Innlandet AS
Orthogenics AS	Såkorinvest Nord AS (SINAS)	Hontas	Såkorinvest Innlandet AS
ProBio ASA	Såkorinvest Nord AS (SINAS)	Junglemap AS	Såkorinvest Innlandet AS
Safe Drive AS	Såkorinvest Nord AS (SINAS)	Less AS	Såkorinvest Innlandet AS
Storfjord torsk AS	Såkorinvest Nord AS (SINAS)	Lillehammer Ysteri AS	Såkorinvest Innlandet AS
Well Diagnostics AS	Såkorinvest Nord AS (SINAS)	Microfon AS	Såkorinvest Innlandet AS
Algene Biotech AS	Start-fondet AS	Prevent Techn AS	Såkorinvest Innlandet AS
Biosense Lab. AS	Start-fondet AS	ProfVet International AS	Såkorinvest Innlandet AS
Convergent AS	Start-fondet AS	Puretech Norge AS	Såkorinvest Innlandet AS
Cyberwatcher AS	Start-fondet AS	Rally VM Invest AS	Såkorinvest Innlandet AS
EAT International AS	Start-fondet AS	Regnbueserien AS	Såkorinvest Innlandet AS
FileFlow AS	Start-fondet AS	Ringsaker Takelementer AS	Såkorinvest Innlandet AS
Gentian AS	Start-fondet AS	Volusense AS	Såkorinvest Innlandet AS
Gründer AS	Start-fondet AS		
Bølge 2			
Porteføljeselskap	Fondets navn	Porteføljeselskap	Fondets navn
ArtsPages AS	Alliance Venture Polaris AS	Obexcode AS	Norinnova Invest AS
Bmenu AS	Alliance Venture Polaris AS	Orthogenics AS	Norinnova Invest AS
Multiplan AS	Alliance Venture Polaris AS	SnapTV AS	Norinnova Invest AS
Never.no AS	Alliance Venture Polaris AS	Active DSP	Proventure Seed AS
Novelda AS	Alliance Venture Polaris AS	Aptomar	Proventure Seed AS
Optosense AS	Alliance Venture Polaris AS	Artic Silicon Devices	Proventure Seed AS
Owera AS	Alliance Venture Polaris AS	Cinevision	Proventure Seed AS
Ping Communication AS	Alliance Venture Polaris AS	Emtek	Proventure Seed AS
Bionordic AS	Fjord Invest Sørvest AS (Fjord)	New Index	Proventure Seed AS
Vik Industrier AS	Fjord Invest Sørvest AS (Fjord)	Optosense	Proventure Seed AS
Creative Visual Group	KapNord Fond AS	Secustream Technologies	Proventure Seed AS
Fish Ex	KapNord Fond AS	SnapTV	Proventure Seed AS
Gigante Salmon	KapNord Fond AS	Volve	Proventure Seed AS
Grytåga Settefisk	KapNord Fond AS	Wireless Safety	Proventure Seed AS
Havtind AS	KapNord Fond AS	Avexxin AS	Sarsia Seed AS
Nor Supply AS	KapNord Fond AS	Blue Limit AS	Sarsia Seed AS
North Energy	KapNord Fond AS	ENSO AS	Sarsia Seed AS
Onshore Group Nordland	KapNord Fond AS	Medstorm Innovation AS	Sarsia Seed AS
Pitch Oil AS	KapNord Fond AS	ScreenCancer AS	Sarsia Seed AS
Prosjektservice AS	KapNord Fond AS	Seafarm Products AS	Sarsia Seed AS
Stella Polaris	KapNord Fond AS	Sorbwater Tecology AS	Sarsia Seed AS
Trade Analytics	KapNord Fond AS	Volusense AS	Sarsia Seed AS
Salsnes Filter AS	Midvest 1	WindSim AS	Sarsia Seed AS
2K Tools AS	Norinnova Invest AS	2K Tools AS	Såkorinvest 2
Arena Norge AS	Norinnova Invest AS	Angle Wind AS	Såkorinvest 2
Dualog AS	Norinnova Invest AS	Perennial Bioenergy AS	Såkorinvest 2
Helgelandstorsk AS	Norinnova Invest AS	Screen Cancer AS	Såkorinvest 2
Lofitorsk AS	Norinnova Invest AS	Turbinova	Såkorinvest 2
Lytix Biopharma AS	Norinnova Invest AS	Viking Intervention Technology AS	Såkorinvest 2

Tabell v3-2: Oversikt respondenter i porteføljeselskapsurvey

Bølge 1			
Porteføljeselskap	Fondets navn	Porteføljeselskap	Fondets navn
Aquacon	Såkorinvest Midt-Norge AS (SIM)	Convergent AS	Start-fondet AS
Comex	Såkorinvest Midt-Norge AS (SIM)	Cyberwatcher AS	Start-fondet AS
Crusin as	Såkorinvest Midt-Norge AS (SIM)	NetTrans Services AS	Start-fondet AS
Fifty-Four point Seven	Såkorinvest Midt-Norge AS (SIM)	Nordic Energy Services AS	Start-fondet AS

Impermeable	Såkorinvest Midt-Norge AS (SIM)	OCAS	Start-fondet AS
Iwmac	Såkorinvest Midt-Norge AS (SIM)	Glass-ski by Mossmann AS	Såkorinvest AS
LingIT	Såkorinvest Midt-Norge AS (SIM)	Isosilicon AS	Såkorinvest AS
NewIndex	Såkorinvest Midt-Norge AS (SIM)	Mole Genetics AS	Såkorinvest AS
PPM	Såkorinvest Midt-Norge AS (SIM)	NorDiag ASA	Såkorinvest AS
Pronavis	Såkorinvest Midt-Norge AS (SIM)	Novel Diagnostics ASA	Såkorinvest AS
WeatherOne	Såkorinvest Midt-Norge AS (SIM)	Onix Software AS	Såkorinvest AS
Arena Norge AS	Såkorinvest Nord AS (SINAS)	Bark Media	Såkorinvest AS
Dental Innova AS	Såkorinvest Nord AS (SINAS)	Gobex	Såkorinvest AS
Fisknett AS	Såkorinvest Nord AS (SINAS)	High Density Devices	Såkorinvest AS
Fjord Marin Holding ASA	Såkorinvest Nord AS (SINAS)	Integrasco	Såkorinvest AS
Helgelandstorsk AS	Såkorinvest Nord AS (SINAS)	Intermedium	Såkorinvest AS
Imed AS	Såkorinvest Nord AS (SINAS)	Metallkraft	Såkorinvest AS
Lofilab AS	Såkorinvest Nord AS (SINAS)	Neo Technology	Såkorinvest AS
Lytix Biopharma AS	Såkorinvest Nord AS (SINAS)	Nordic Ceramics	Såkorinvest AS
Orthogenics AS	Såkorinvest Nord AS (SINAS)	Norsk Hummer	Såkorinvest AS
ProBio ASA	Såkorinvest Nord AS (SINAS)	Wellquip	Såkorinvest AS
Algene Biotech AS	Start-fondet AS		
Bølge 2			
Porteføljeselskap	Fondets navn	Porteføljeselskap	Fondets navn
ArtsPages AS	Alliance Venture Polaris AS	Artic Silicon Devices	Proventure Seed AS
Bmenu AS	Alliance Venture Polaris AS	Emtek	Proventure Seed AS
Never.no AS	Alliance Venture Polaris AS	New Index	Proventure Seed AS
Novelda AS	Alliance Venture Polaris AS	Optosense	Proventure Seed AS
Optosense AS	Alliance Venture Polaris AS	Secustream Technologies	Proventure Seed AS
Ping Communication AS	Alliance Venture Polaris AS	Wireless Safety	Proventure Seed AS
Gigante Salmon	KapNord Fond AS	ENSO AS	Sarsia Seed AS
Grytåga Settefisk	KapNord Fond AS	ScreenCancer AS	Sarsia Seed AS
Onshore Group Nordland	KapNord Fond AS	Volusense AS	Sarsia Seed AS
Stella Polaris	KapNord Fond AS	2K Tools AS	Såkorinvest 2
2K Tools AS	Norinnova Invest AS	Angle Wind AS	Såkorinvest 2
Arena Norge AS	Norinnova Invest AS	Perennial Bioenergy AS	Såkorinvest 2
Helgelandstorsk AS	Norinnova Invest AS	Screen Cancer AS	Såkorinvest 2
Obexcode AS	Norinnova Invest AS	Turbinova	Såkorinvest 2
Orthogenics AS	Norinnova Invest AS		

Tabell v3-3: Antall respondenter i aksjonærsurvey fordelt på fond og bølge

Bølge 1			
Fondets navn	Antall svar	Fondets navn	Antall svar
Start-fondet AS	2	Såkorinvest Midt-Norge AS (SIM)	2
Såkorinvest Sør AS	4	Såkorinvest Innlandet AS	0
Såkorinvest Nord AS (SINAS)	1	Såkorinvest AS	0
Bølge 2			
Fondets navn	Antall svar	Fondets navn	Antall svar

Sarsia Seed AS	5	Fjord Invest Sørvest AS (Fjord)	2
Såkorinvest 2	7	Norinnova Invest AS	4
Proventure Seed AS	7	Midvest 1	1
Alliance Venture Polaris AS	4	Midvest 2	0
KapNord Fond AS	4		

Tabell v3-4: Intervjuede daglige ledere fra forvaltningsselskap

Bølge 1		
Fondets navn	Daglig leder forvaltningsselskap	Forvaltningsselskap
Start-fondet AS	Jon Frode Vaksvik	Convexa AS
Såkorinvest Sør AS	Erik Tønnesen	Skagerak Venture Capital AS
Såkorinvest Nord AS (SINAS)	Kristin Ingebrigtsen	PronordAS
Såkorinvest Midt-Norge AS (SIM)	Malvin Villabø	Leiv Eiriksson Nyskaping AS (LEN)
Såkorinvest Innlandet AS	Asbjørn Bjørnstad	Sikon Øst AS
Såkorinvest AS	Tor Albert Ersdal	Såkorinvest Management AS
Bølge 2		
Fondets navn	Daglig leder forvaltningsselskap	Forvaltningsselskap
Sarsia Seed AS	Sveinung Hole	Sarsia Seed Management AS
Såkorinvest 2	John Peter Hernes	Såkorinvest Management AS
Proventure Seed AS	Herbjørn Skjærvold	Proventure Management AS
Alliance Venture Polaris AS	Jan-Erik Hareid	Alliance Venture AS
KapNord Fond AS	Eirik Sørsgård	Pronord AS
Fjord Invest Sørvest AS (Fjord)	Aud Ingrid Espeland	Fjord Invest AS
Norinnova Invest AS	Karl-Johan Jakola	Norinnova Forvaltning AS
Midvest 1	Thomas Gjeving	Midvestor Management AS
Midvest 2	Thomas Gjeving	Midvestor Management AS

Tabell v3-5: Intervjuede inkubatorer, TTOer og næringsparker

Inkubator/TTO/Næringspark	Kontaktperson	Inkubator/TTO/Næringspark	Kontaktperson
Connect Norge/Sørlandet	Birger Eckhoff	Atheno AS	Sylvi Røssland Sørffonn
Bioparken	Ann Kristin Hageløkken	Venture Lab	Thorvald H. Steen
Seedforum	Steinar H. Korsmo	Kunnskapsparken i Bodø	Eirik Pedersen
Campus Kjeller	Vidar Sannerhagen	Birkeland	Cathrine Myhre
Connect Vest	Solveig Holm	NTNU TTO	Karl Klingheim
Forskningsparken i Narvik	Leif Gunnar Hansen	Viking Venture	Jostein Vik
Knudtson Senteret	Margareth Reitan	Kistefos Venture	Dag Sørdsdal

Tabell v3-6: Intervjuede styreformenn fra fondene

Bølge 1	
Styreformann	Fondetsnavn
Tor Alfheim	Start-fondet AS
Trond Fidje	Såkorinvest Innlandet AS
Bølge 2	

Styreformann	Fondetsnavn
Bjørn Bjorå	Proventure Seed AS
Jan Einar Greve	Sarsia Seed AS

Tabell v3-6 Utfyllingsskjema med finansiell informasjon hentet inn fra såkornfondene

Detaljer om såkornfondet	Detaljer om hvert av porteføljeselskapene
Name of management company	Org number
Year of establishment	Company name
Year of expected termination	Company Adresse
Phase	Name of CEO (daglig leder) in the company
Main sectoral focus	e-mail address to CEO
Total capital raised (Mill. NOK)	Company Tel. Number
Total capital paid in (Mill. NOK)	
Investors by type (% share of raised capital)	Year of first (initial) investment
General partners (captives)	Industry
Mother company	Industry code (NACE)
Banks	Company's present phase
Pension funds	Initial investment (mill NOK)
Insurance companies	Initial share (%)
Argentum	
Other fund-in-funds	Total capital invested (mill 2007 NOK)
Other financial actors (e.g. Acta mutual funds)	Maximum ownership share during investm. period (%)
Non-financial firms (e.g. Orkla, Aker, Hydro)	Number of follow-up investments
Personal investors (e.g. Hagen, Rasmussen)	
Government investors	Total divestments at market value, proceeds (mill 2007 NOK)
Academic institutions	
Others	Type of (largest) divestment
Total	Year of complete exit
	Ownership share July 2008 (%)
Name of 5 largest investors	
Investor 1	Co-investors (syndication)
Investor 2	Investment through your other funds (mill 2007 NOK)
Investor 3	
Investor 4	Number of employees at present
Investor 5	
Geography (% share of raised capital by location)	
Norwegian	
Nordic (excl. Norway)	
European (excl. Nordic)	
Rest of the world	
Total	
Dealflow	
Total dealflow (number of companies assessed since fund start)	
Dealflow directly from University/research sector (number)	
Dealflow through TTOs and incubators	
Dealflow from entrepreneurs (gründere)	
Dealflow from industrial spin-offs	
Investments	

Number of portfolio companies in the fund as of July 2008 Total number of companies over the whole investment period (incl. exits)	
Total capital invested (mill NOK)	
Distributions (to investors), mill NOK as of July 2008	
Residual value (net of management fee and carried interest), mill NOK	
IRR (net of management fee and carried interest), %	
Size of Innovasjon Norge loan (Mill NOK)	
Down payments on Innovasjon Norge loan (mill NOK)	
Interest on Innovasjon Norge loan payed in (mill NOK)	
Draw down of Innovasjon Norge tapsfond (%: max 25%)	
Management fee (%)	
Carry rate (%)	
Hurdle rate (%)	

VEDLEGG 4: INTERVJUGUIDER

Guide for strukturerte intervjuer med daglig leder i såkornfondene

Kort om fondet og forvalteren

1. Navn på daglig leder, navn og yrke til styremedlemmer. Fondets organisasjonsform
2. Forvaltningsselskapets navn, daglig leder.

Forvaltningshistorikk

1. Hvem forvaltet fondet fra starten av?
2. Dersom det har vært et skifte, hvorfor?

Om forvalterne

1. Antall forvaltere i fondet og forvaltningsselskapet
2. Antall med økonomisk/ administrativ utdanning, teknologisk utdanning, annen utdanning.
3. Har noen av dere (HVOR MANGE?)
 - Omfattende industriell erfaring /nettverk
 - Tidligere vært med på å etablere en bedrift
 - Ledelserfaring fra næringslivet

- Erfaring fra FoU-arbeid og akademisk karriere
- Finans-bakgrunn
- Omfattende erfaring fra markedsføring, kommersialisering, branding, distribusjon og salgssamarbeid/nettverk

Investeringsmandat og strategi

1. Hvordan definerer dere såkorn?
 - a. Defineres begrepet som enheter som er ferdige med "proof of concept", testing, utvikling av prototyp?
 - b. Som før et operativt management er på plass med kompetanse knyttet til strategi, HR, finans og kommersialisering.
 - c. At en selskapsstruktur må være på plass (AS / ENK / ANS)
 - d. Knytter seg til selskapets størrelse (oms) eller alder
2. Kun for de distriktsrettede fondene: Dere har mulighet til å gå inn i senere fase. Har dere inntrykk av at det er lettere å sikre avkastning på mer modne investeringer?
3. Kun for de distriktsrettede fondene: Opplevs det som problematisk at dere ikke kan gå utenfor den geografiske sonen? Hvor ofte møter dere gode investerings-case som dere ikke kan bli med på pga dette?
4. Kun de landsdekkende fondene: Hvordan ser den geografiske fordelingen ut i deres investeringer? Er geografisk nærhet til selskapene et viktig aspekt?
5. Kun de landsdekkende fondene: Opplevs FoU-kravet og lave investeringsrammer som et problem? Hvor ofte møter dere på gode investeringscase som er NO TOUCH?
6. Opererer dere med ett eller flere sektorfokus? Er eventuelt denne fokuseringen knyttet til forvalternes eller styremedlemmenes forretningskompetanse?
7. Exit strategi
 - a. Eksisterer det en eksplisitt exit-strategi for alle selskapene
 - b. Inneholder denne en konkret arbeidsplan med
 - i. Milepeler
 - ii. Ansvarsfordeling mellom personer i selskapets ledelse, styre og eventuelt personer i såkornfondet?
 - iii. Hva skjer dersom strategien ikke følges?

Dealflow

1. Hvor stor har dealflowen vært gjennom hele fondets levetid?
 - a. Antall vurderinger totalt
 - b. Antall selskap/prosjekter der dere har foretatt en DD
 - c. Antall vurderinger som kommer fra
 - i. Organiserte tilbydere: TTOer, inkubatorer, nærings- og kunnskapsparke, Connect Norge, Venture Lab

- ii. Andre tilbydere: Gründere, industrielle spinnofts (med/uten mor), direkte fra forskningsmiljøene (U&H)
 - iii. Egne søk: Gjennom egen bransjekunnskap, søk i databaser (proff), bransjeforeninger, kjennskap gjennom andre eksisterende porteføljeselskaper i fondet.
2. Geografisk fordeling på dealflow
- Landsdekkende: Utenfor eller innefor Bergen, Trondheim, Tromsø, Oslo, Stavanger
 - Distriktsrettet: By / land

Forvaltningsstrategi

1. Plan for avvikling / terminering. Hva gjør dere med residualporteføljen?
2. Hva gjør man med IN hvis ikke lånet er innfridd?
3. Hvordan løses spørsmål knyttet til en eventuell tvungen terminering / konkurs ved avslutning pga utestående gjeld?

Håndtering av kompetanse i fondets ulike faser

- Reising av kapital
- Leting
- Kjøp
- Forvaltning
- Exit
- Terminering av fond

Rapportering til aksjonærene: Hvor ofte og hva? Hvilke ønsker fra aksjonærene er det særlig vanskelig å svare på?

Reguleringer av og insentivering i fondet

Hvordan ser dere på fondets størrelse sett i lys av de målsettinger som er satt opp. Er fondet for lite / for stort?

Hvordan ser dere på kravet om at alle investeringsbeslutninger må tas opp i styret?

Hvordan ser dere på kravene til rapportering til Innovasjon Norge?

Hvordan opplever dere som forvaltere at det er lagt inn begrensinger i bruk av andre offentlige virkemidler?

Hvordan ser dere på insentiveringsstrukturen rettet mot dere som forvaltere?

Forvaltningshonorar, hurdle og carry?

Betydning for å hente inn tilstrekkelig gode folk?

Forholdet til TTOer, inkubatorer, UoH-miljøet og PE

Vil du hevde at dere i fondet kommuniserer godt og ofte med TTOer og inkubatorer?

I hvilken grad har dere direkte kontakt med forskere i UoH miljøene?

Er TTOene, inkubatorene og næringshagene godt nok representert i deal-flowen?

Opplever dere VC-miljøet som en viktig konkurrent i kjøpe-fasen?

Opplever dere VC-miljøene som sentrale miljøer å finne en exit-løsning hos?

Hvor ligger den største forskjellen i kompetanse mellom dere og TTO/inkubator/næringshage på den ene siden og VC/PE-miljøet på den andre siden?

Close to selection case:

Finne to cases som fondet har sagt nei til men som var marginalt for dårlige, eventuelt marginalt for dyre.

Addisjonalitet:

Hva ville skjedd med fondet uten "støtte" fra Innovasjon Norge

- a. Ville investert i andre typer bedrifter?
- b. Ville fondet blitt opprettet uansett? Med en annen profil?

På hvilke områder er det særlig behov for kompetansen deres?

- Finans
- Produktutvikling
- Strategi og ledelse
- Markedsføring og logistikk
- Human Resources
- Annet

Guide for intervjuer med daglig leder i inkubatorer, TTO, næringshage

- 1) **Om inkubatoren /TTOen / næringsparken**
 - a. Når ble dere etablert
 - b. Hvor mange ansatte har dere?
 - c. Hvor mange prosjekter har dere i porteføljen i dag.
 - d. Hvor mange prosjekter har dere vært knyttet opp til gjennom de siste 5 årene?
 - e. Har dere et bransjefokus (hvilke(n) branje er dette)
 - f. Forvalter dere investeringskapital? Eventuelt hvor mye?
 - g. Får dere støtte fra Innovasjon Norge? Eventuelt hvor mye?
 - h. Får dere støtte fra andre offentlige aktører? Eventuelt hvor mye?

- 2) **Kjennskap til såkornfondene i Norge og Innovasjon Norges rolle i disse fondene**
 - a. Har du hørt om såkornfondordningen i Norge der IN stiller med ansvarlig lånekapital?
 - b. Hvor mange såkornfond har du hørt om (0, 1-5, 5-10, flere enn 10)?
 - c. Vet du hvor mye kapital som forvaltes av disse fondene?
 - d. Har bedriftene som dere er knyttet opp til kjennskap til såkornfondene?

- 3) **Omfanget av kontakt med såkornfondene**
 - a. Har dere hatt kontakt med en eller flere SF
 - b. Hva har denne kontakten handlet om konkret
 - c. Er det hovedsakelig SFene som tar kontakt med dere eller omvendt?
 - i. Har dere sent prospekter / oppgaver til SF for å etablere interesse for deres prosjekter?
 - ii. Har dere oversikt over hvor mange slike prospekter (deal flow) dere har oversent?
 - d. Har dere overført /exitert/ solgt prosjekter til SF. Eventuelt hvor mange?
 - e. Er det ønskelig å bruke SF som exit-mulighet. Hvis Ja/Nei, hvorfor.
 - i. Hva er det beste alternativet til SF som exit/transfermulighet for dere? Eks: Business Angels, Lokal industri, VC-fond, bedriftens ledelse.
 - f. Hvor mange prosjekter har dere totalt løftet videre og ut av inkubatoren/TTOen de siste 5 årene.

- 4) **Om såkornfondenes rolle og behovet for såkornkapital**
 - a. Hva er ditt inntrykk av forskjellen mellom såkornfond og Venture-fond?
 - b. Er det behov for SF i det norske kapitalmarkedet for oppstartsbedrifter eller er det kapital nok gjennom andre kilder.
 - c. Går SF inn med kapital tidlig nok i prosjektene, eller fokuserer de for sent i bedriftens lifssykel?
 - d. Er SFene først og fremst fokusert mot univsitets og høyskolemiljøene?
 - i. Vier dew nok oppmerksomhet til kunnskaps- og næringsparkene / inkubatorene?

- e. Er det viktig med den distriktsrettede dimensjonen. Er det like lett å snakke med de landsdekkende aktørene?

5) Om såkornfondenes kompetanse

- a. Finnes det en overlapp i kompetanse og fokus mellom dere og SFene?
- b. Sitter SFene på kunnskap og erfaring som dere ikke disponerer hos dere?
Hva gjelder dette særlig?
 - i. Har de tilstrekkelig kompetanse knyttet til teknologi og Uogh-forskning
 - ii. Har de tilstrekkelig kunnskap om inkubatorer, næringsparker og TTOer
 - iii. Har de tilstrekkelig kompetanse knyttet til finansielle spørsmål?
 - iv. Har de tilstrekkelig kompetanse knyttet til markeds/kommersialiseringsspørsmål?
 - v. Har de tilstrekkelig kompetanse knyttet til Management-og HR spørsmål?
 - vi. Har de nok industriell erfaring?

6) Hvis du skulle peke på forbedringer i ordningen for såkornfond og deres forhold til din institusjon, hva ville det være?