

# Evaluering av Såkornordningen

4. desember 2003

*Utarbeidet for*  
Nærings-og Handelsdepartementet

*Utarbeidet av*  
Wassum Investment Consulting AS

Wassum Investment Consulting AS  
Postboks 1164 Sentrum  
5811 BERGEN  
Telefon + 47 55 56 88 12

Tor Sydnes                      tor.sydnes@wassum.com  
Kristin L. Halvorsen        kristin.l.halvorsen@wassum.com

## Innholdsfortegnelse

|          |  |           |
|----------|--|-----------|
| <b>1</b> | <b>SAMMENDRAG .....</b>  | <b>3</b>  |
| 1.1      | BESKRIVELSE .....  | 3         |
| 1.2      | ANALYSE .....  | 4         |
| 1.3      | HOVEDKONKLUSJON .....  | 6         |
| 1.4      | ANBEFALINGER .....   | 6         |
| <b>2</b> | <b>INNLEDNING .....</b>  | <b>8</b>  |
| 2.1      | BAKGRUNN .....   | 8         |
| 2.2      | EVALUERING AV ORDNINGEN .....  | 8         |
| 2.3      | OVERSIKT OVER RAPPORTEN .....  | 9         |
| 2.4      | FREM GANGSMÅTE – TILNÆRMING .....  | 9         |
| 2.5      | AVGRENSNINGER .....  | 10        |
| 2.6      | MARKEDET FOR RISIKOKAPITAL I NORGE .....   | 10        |
| 2.7      | LIVSSYKLUS .....   | 11        |
| 2.8      | INTERNASJONAL DEFINISJON AV SÅKORNFOND .....   | 12        |
| 2.9      | FORVALTERKOMPETANSE .....  | 13        |
| <b>3</b> | <b>SÅKORNORDNINGEN.....</b>  | <b>15</b> |
| 3.1      | BAKGRUNNEN FOR ETABLERINGEN AV ORDNINGEN I NORGE.....                                    | 15        |
| 3.2      | MARKEDSUTVIKLINGEN FOR RISIKOKAPITAL .....   | 15        |
| 3.3      | ORGANISERING OG RAMMEVILKÅR .....  | 18        |
| 3.4      | BESKRIVELSE AV SÅKORNFONDENE.....  | 20        |
| 3.5      | GJENNOMFØRTE PROSJEKTER I FONDENE .....  | 24        |
| 3.6      | FORDELING AV INVESTERINGENE .....  | 26        |
| 3.7      | INVESTERINGSUTFALL.....  | 29        |
| <b>4</b> | <b>ANALYSE AV SÅKORNORDNINGEN.....</b>   | <b>32</b> |
| 4.1      | TILFØRSEL AV PRIVAT KAPITAL .....  | 32        |
| 4.2      | KOMPETANSETILFØRSEL .....  | 34        |
| 4.3      | PROSJEKTENES FASE OG RISIKO.....   | 38        |
| 4.4      | LÅNEBETINGELSER OG STATENS RISIKOAVLASTINGSMODELL.....                                   | 41        |
| 4.5      | FONDENES STØRRELSE .....   | 44        |
| 4.6      | GEOGRAFISK AVGRENSING AV FONDENES VIRKEOMRÅDE OG LOKALISERING AV<br>ADMINISTRASJON ..... | 47        |
| 4.7      | FORHOLDET TIL FORNY .....  | 48        |
| 4.8      | SND SOM FORVALTER AV STATENS RISIKOKAPITAL.....  | 48        |
| <b>5</b> | <b>KONKLUSJON OG ANBEFALING.....</b>   | <b>50</b> |
| 5.1      | KONKLUSJON .....   | 50        |
| 5.2      | ANBEFALING.....  | 52        |
| 5.3      | FORSLAG TIL ENDRING AV DAGENS MODELL.....  | 53        |

### VEDLEGG

- VEDLEGG 1 Konkurransgrunnlaget
- VEDLEGG 2 Spørsmålsformular såkornfond
- VEDLEGG 3 Spørsmålsformular porteføljebedrifter
- VEDLEGG 4 Spørsmålsformular investorer

## 1 Sammendrag

Såkornordningen ble etablert som et samarbeidsprosjekt mellom Nærings- og handelsdepartementet (NHD), Statens Nærings- og distriktsutviklingsfond (SND) og Norsk Investorforum i 1997. Ordningen innebærer at staten deltar i finansieringen av såkornfond gjennom tilførsel av ansvarlig lånekapital. Aksjekapitalen skal ytes av private investorer.

Såkornordningen har nå eksistert i en 5 års periode og det er bevilget ytterligere midler fra myndighetene til såkornfond. NHD foretar regelmessig en gjennomgang av sine næringsrettede virkemidler med henblikk på å utforme næringspolitikken så effektivt som mulig. Denne evalueringen er et ledd i en slik prosess.

Såkornordningen skal stimulere til private investeringer i bedrifter i tidlig fase. Den skal utløse privat kapital, bedriftene det investeres i skal tilføres kompetanse og investeringene skal gjøres i tidlig fase.

En bedrifts livssyklus går fra idefase, via produktutvikling, testing, etablering av forretningskonsept, prototyp og testsalg frem til kommersialisering og fullskala produksjon.

Bedriftene har størst problemer med finansiering i fasen fra teknologiutviklingen kommer i gang og kapitalbehovet melder seg, frem til man har fått noen testsalg og sannsynlighet for å lykkes med kommersialisering. I denne fasen er bedriftens cash flow negativ og risikoen for eventuelle investorer høyest. Desto tidligere i denne fasen en bedrift eller et prosjekt befinner seg, desto høyere er risikoen for at prosjektet aldri vil lykkes. Såkornordningen skal avhjelpe bedrifters finansiering i denne fasen.

### 1.1 Beskrivelse

De første såkorninvesteringene ble gjort i 1998 og 1999, på slutten av et tiår med rekordstigning på verdens aksjebørser og optimistiske markedsaktører. I perioden fram til 2003 har finansmarkedene opplevd store verdisvingninger. Denne markedsutviklingen er en viktig bakgrunn når såkornordningen skal vurderes.

Såkornfondene (investeringsselskaper) gjør investeringer i porteføljebedrifter (innovative bedrifter i tidlig fase). Fondene har private aksjonærer som også kan være aksjonær i porteføljebedriftene. Fondene forutsettes å ha et godt kompetansenettverk og skal oppsøke prosjekter bl.a. gjennom kontakt med forskningsmiljøer, SND og FORNY- programmet.

Statens engasjement i såkornordningen er underlagt Nærings- og handelsdepartementet. NHD har gitt SND som oppgave å forvalte statens eierskap.

Det er i dag 6 såkornfond. Med unntak av START-fondet som er landsdekkende ble de øvrige fondene tildelt regionale virksomhetsområder, inndelt etter fylker.

Oversikt over antall investeringer og investert beløp (mill. Kr.)

| Fond        | Investert beløp | Antall investeringer | Gj.snitt størrelse |
|-------------|-----------------|----------------------|--------------------|
| Startfondet | 227             | 22                   | 10,3               |
| Midt-Norge  | 53,1            | 53                   | 1                  |
| Sør         | 21,4            | 15                   | 1,4                |
| Nord        | 29,4            | 22                   | 1,4                |
| Innlandet   | 28,7            | 15                   | 1,9                |
| Vest        | 36,1            | 13                   | 2,8                |
| Sum         | 396             | 140                  | 2,8                |

Prosjekttilgangen til såkornfondene har vært god. De mottar i sum ca. 600 henvendelser årlig og antall henvendelser under ordningen frem til i dag utgjør ca. 3000. I alt 2250 prosjekter er vurdert siden ordningen ble etablert i 1998.

Investeringene fordeler seg geografisk som følger: Østlandsregionen 46 %, Sørlandet 9 %, Vestlandet 15 %, Innlandet 7 %, Midt-Norge 16 % og Nord-Norge 7 %. Fondene har tendens til å investere i det fylket der fondet er lokalisert. 58 % av investeringene er i fylkene Oslo, Akershus og Trøndelag.

Bransjemessig finner vi følgende fordeling på de største sektorene: IKT (Informasjon og kommunikasjonsteknologi) 42 %, Bioteknologi og helse 17 %, Marin 8 % og Offshore 6 %.

Av opprinnelig 140 bedrifter i porteføljene er 22 avviklet og avskrevet med til sammen kr. 70 mill.

## 1.2 Analyse

Analysen fokuserer på tre hovedområder; tilførsel av privat kapital, kompetansetilførsel og investeringsfase. I tillegg ser vi nærmere på ordningens rammebetingelser.

Såkornfondenes samlede investering i porteføljebedrifter er kr. 396 millioner. Privat kapital fra øvrige investorer i porteføljebedriftene er ca. kr. 947 millioner. Statens investering utgjør 50 % av sum investert beløp fra såkornfondene. Dette tallfester statens "investering" til kr.198 millioner, mens den samlede tilførselen av privat kapital fra andre investorer utgjør kr. 1.145 millioner. Tilførsel av privat kapital er med dette i størrelsesorden 5,8 ganger statens investering (brutto).

Av private investeringer på totalt Kr. 1.145 mill. viser undersøkelsen at ca. kr. 950 mill. er investert som en direkte følge av såkornordningen. Ser man dette i forhold til statens "investering" i såkornfondet på kr. 198 millioner gir dette en samlet multiplikator på 4,8.

Et viktig mål for såkornordningen er kompetansetilførsel til bedriftene. De viktigste bidragsyterne til slik tilførsel er administrasjonen (forvalterne) av fondet,

styremedlemmer og deres personlige nettverk. Kompetansen tilføres i første rekke ved at ovennevnte personer tar på seg styreoppdrag i bedriftene. Styrearbeidet er i perioder meget intensivt og personene blir i perioder langt mer involvert i driften enn styreposisjoner normalt innebærer. I en del tilfeller blir kompetanse også tilført gjennom konsulentoppdrag for bedriftene og ved at personer i fondets administrasjon går inn i bedriftene og gir støtte til daglig leder på viktige områder. Det viser seg at det i praksis må være en tilstrekkelig nærhet mellom investeringen og ressurspersonen for å få til en utveksling på kompetanse.

SND hadde som en av sine oppgaver å etablere såkalte Såkornutvalg. Dette har ikke blitt gjort. Mangel på slike utvalg ikke har hatt nevneverdig betydning for såkornfondenes måloppnåelse.

Undersøkelsen viser at det er bygget forvalterkompetanse i ordningen. I starten var denne imidlertid mangelfull. Midler ble tildelt de ulike såkornselskapene/regionene først. Deretter har det vært opp til investorene og styret i fondene å velge egnede forvaltere. Det ble fra statens side ikke definert krav til egenskaper hos forvalter og flere av fondene har hatt en noe turbulent oppstartperiode med til dels store utskiftninger. I tillegg har de ulike regionene valg forvaltningsløsninger som avviker til del betydelig.

Evalueringen skal undersøke om såkornfondene har investert i bedrifter i riktig fase ("såkornfasen") og om fondene derved har tatt den risiko de var forutsatt å ta. Det er ikke gitt en entydig og klar definisjon av hvilken "fase" i bedriftenes livssyklus såkornfondene skal investere i. De formuleringer som er gitt både i bakgrunns materialet i proposisjonene og i avtalen med såkornfondene gir rom for en forholdsvis vid tolkning. I forhold til internasjonale definisjoner av såkornfinansiering, såkalt seed financing, har ikke såkornfondene, med noen unntak, investert i "riktig fase".

I gjennomgangen av de ulike fondenes porteføljer fremkommer det ganske store forskjeller i hvilken "fase" fondene investerer i prosjektene og to fond, Start og Midt-Norge, har langt på vei investert i tidligere fase enn de øvrige.

Basert på såkornordningens forutsetninger, slik de var formulert av regjeringen i 1997 – 1998 og den avtale NHD gjorde med fondene er det likevel vår konklusjon at fondene har tatt den forutsatte risiko og investert i henhold til de mandater som ble gitt.

Undersøkelsen viser at flere av fondene er for små. Dette kan dels gå på kapasitet i forhold til hvor store prosjekter fondene kan delta i, dels på kostnadene knyttet til forvaltning av fondene og dels på størrelse på fondenes administrasjon (forvaltningsteam). Det bør etableres større fond eller et samarbeid mellom flere fond for å bøte på noen av disse problemene.

SND har fått oppgaven som sentral administrator av statens eierskap i såkornordningen fra NHD. SND har ikke tatt en sterk rolle som "administrator" av statens engasjement og har ikke etablert klare og effektive krav til rapportering fra fondene. Det er ikke etablert periodiske rapporteringsrutiner utover årlig regnskapsrapportering. Det finnes ingen avtale som regulerer SNDs oppgaver og NHD har derved ikke stilt detaljerte krav til hvordan SND skulle gjennomføre denne oppgaven.

Det anbefales at man i en fremtidig modell stiller tydeligere krav til oppfølgingen av såkornfondene og sørger for at det legges til rette for en tettere oppfølging og rapportering

På lokalt nivå har samarbeidet med SND fungert godt. SND har dels tilført såkornfondene konkrete prosjekter og dels samarbeidet med såkornfondene om finansiering av bedrifter.

### **1.3 Hovedkonklusjon**

Såkornordningen har fungert etter sin målsetning. Staten har gjennom den stimulans såkornordningen har representert oppnådd god tilførsel av privat kapital og bedriftene har blitt tilført relevant kompetanse. Det er for tidlig å si om ordningen har ført til vekstkraftige, innovative bedrifter som kan bedre landets konkurransevne.

Det er fortsatt et behov for å stimulere til denne typen tidlig finansiering av bedrifter i Norge. Undersøkelsen viser at såkornfondenes investering i stor grad har vært helt avgjørende for bedriftene, også i de sentrale områdene som Oslo og Trondheim.

Dersom staten fortsatt ønsker å bruke næringsrettede virkemidler for å stimulere til slike mål som såkornordningen har hatt, er det vår anbefaling at staten fortsetter såkornordningen og tildeler nye midler til slike formål. Undersøkelsen har også vist at selv om staten kan være tilfreds med såkornordningen, så er de private investorene i ordningen ikke like fornøyd.

### **1.4 Anbefalinger**

Det er en klar tilbakemelding fra samtlige fond, fra fondene styreformenn og fra investorene i fondene at den eksisterende modell for statens risikoavlastning ikke kan kopieres i en eventuell ny etablering av såkornfond med deltakelse fra private investorer.

Staten bør gå inn som aksjonær i såkornfondene. På denne måten får staten bedre innflytelse over fondenes virksomhet og 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, anbefales 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 virkelig tidlig fase (seed), knyttet til innovative og kunnskapsbaserte prosjekter med betydelig internasjonalt vekstpotensiale 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 vekstpotensiale 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.

## 2 Innledning

### 2.1 Bakgrunn

Såkornordningen ble etablert som et samarbeidsprosjekt mellom Nærings –og handelsdepartementet (NHD), Statens Nærings- og distriktsutviklingsfond (SND) og Norsk Investorforum i 1997. Ordningen innebærer at staten deltar i finansieringen av investeringsselskaper (aksjeselskaper, kalt såkornfond), gjennom tilførsel av ansvarlig lånekapital. Aksjekapitalen skal ytes av private investorer.

Markedet for risikokapital til nyetablerte bedrifter i Norge er vurdert som forholdsvis begrenset og ordningen ble etablert for å stimulere til private investeringer i nyskappingsbedrifter. Såkornfinansieringen skal ytes til bedrifter i hele landet, uavhengig av hvor de er initiert og det er en forutsetning at fondene investerer i bedrifter i tidlig fase.

### 2.2 Evaluering av ordningen

Såkornordningen har nå eksistert i en 5 års periode og det er bevilget ytterligere midler fra norske myndigheter til såkornfond. NHD foretar regelmessig en gjennomgang av sine næringsrettede virkemidler med henblikk på å utforme næringspolitikken så effektivt som mulig. Denne evalueringen er et ledd i en slik prosess.

Etter en anbudskonkurranse ble Wassum Investment Consulting AS (Wassum) valgt til å gjennomføre evalueringen. Oppdraget er utførlig beskrevet i konkurransegrunnlaget for evaluering av såkornordningen. Dette er i sin helhet inntatt i Vedlegg 1.

Wassum har i denne rapporten foretatt en kartlegging og vurdering av såkornordningen og dens rammevilkår.

Det er i første rekke tre hovedområder som belyses;

- **Kompetanse**  
Har ordningen ført til at porteføljebedriftene er tilført nødvendig kompetanse?
- **Tilførsel av privat kapital**  
Har ordningen stimulert til private investeringer i tillegg til statens og hva er omfanget på de private investeringene?
- **Risiko og fase**  
Har såkornfondene investert i prosjekter i tidlig fase og tatt den risiko de var forutsatt å ta?

I tillegg gjøres en vurdering av ordningens rammevilkår og hvilken virkning disse har hatt.

Avslutningsvis gis også forslag til forbedringer av dagens såkornfondmodell.



### 2.3 Oversikt over rapporten

Rapporten tar innledningsvis for seg markedet for risikokapital i Norge. De ulike faser i denne type investeringer beskrives, samt hvordan markedet for risikokapital har utviklet seg gjennom de senere år.

Bakgrunnen for etableringen av såkornordningen behandles deretter gjennom en beskrivelse av de mest sentrale kjennetegn ved ordningen og en kort presentasjon av de ulike fondene.

Under "Analyse av såkornordningen" presenteres de viktigste resultater fra evalueringen og det diskuteres nærmere hvordan ordningen har fungert i henhold til intensjonen om å bidra til tilførsel av kompetent kapital.

Til slutt i rapporten presenteres hovedkonklusjoner og anbefalinger.

### 2.4 Fremgangsmåte – tilnærming

Prosjektet startet med en innhenting av bakgrunnsinformasjon. Viktige bakgrunnsdokumenter er St. prp. nr. 1 1996-97, tillegg nr. 7 og St. prp. nr. 1 1997-98 for NHD.

For å utdype bildet ble det holdt uformelle møter med ulike interessenter (Blant annet Norsk Venturekapitalforening, NHO og SINTEF). Det ble også avholdt møte med prosjektets referansegruppe.

Deretter ble det utarbeidet et spørsmålsformular (jfr. Vedlegg 2) til såkornfondene. Samtlige såkornfond besvarte spørsmålene skriftlig.

For å få en krysspeiling på de svar såkornfondene selv inngav, ble det gjennomført en webbasert spørreundersøkelse blant de bedriftene som fondene har investert i (porteføljebedriftene). Bedriftene ble bedt om å svare på spørsmål om deres syn på såkornordningen (jfr. Vedlegg 3). 69 % av bedriftene svarte, hvorav noen ufullstendig.<sup>1</sup>

For å gi fondene en mulighet til å utdype sine svar på spørreundersøkelsen ble det avholdt møter lokalt med administrasjonen i alle såkornfondene. I møtene ble det også foretatt en muntlig presentasjon av fondenes porteføljer. Parallelt med disse møtene ble det avholdt møter med noen av porteføljebedriftene i såkornordningen, for å få et inntrykk av deres opplevelse.

Det ble deretter gjennomført en tilsvarende spørreundersøkelse blant investorene i såkornfondene (jfr. Vedlegg 4). 170 investorer ble spurt og 53 investorer svarte, tilsvarende 31 %. Det ble i denne undersøkelsen lagt vekt på investorenes opplevelse av såkornordningen, tilfredshet med utviklingen, eventuell deltakelse i styrearbeid og kompetansetilførsel. Det ble videre spurt om interessen for å delta i en eventuell ny såkornordning.

---

<sup>1</sup> 43 % av porteføljebedriftene avleverte fullstendig svar. Svardeltakelsen er noe ujevnt fordelt på regionene, bl.a. har kun 2 av porteføljebedriftene til SåkorninVest svart. En svakhet med en slik undersøkelse kan være at de porteføljebedriftene som ikke har fått den kapital de ønsker eller ikke har fått en så omfattende oppfølging de mener å ha behov for, kan gi negative svar i undersøkelsen, selv om såkornfondet har gjort en riktig oppfølging av bedriften sett fra såkornfondets ståsted som investor. Svakheten er imidlertid ikke vurdert som større enn at svarene har en god utsagnskraft.

Det er oppnevnt en referansegruppe for prosjektet hvor det sitter representanter for NHD, såkornfondene, SND, SINTEF og NHO. Det er avholdt 3 møter med referansegruppen i prosjektfasen, som har strukket seg fra august til november då.

Utover dette er det avholdt en rekke møter og samtaler med andre interessenter og kilder til informasjon, som NHD, SND, NHO, Norsk Venturekapitalforening, forskningsmiljøer, porteføljebedrifter og styreformennene i fire av såkornfondene.

Wassum har på bakgrunn av de gjennomførte spørreundersøkelser utarbeidet en rekke tabeller og grafiske illustrasjoner. Disse er inntatt i rapporten uten kildehenvisning. I de tilfeller der vi har benyttet tabeller og grafer utarbeidet av andre er kildehenvisning inkludert.

## **2.5 Avgrensninger**

Det er såkornordningen som sådan som skal være gjenstand for vurdering og evaluering.

Wassum har ikke fått i oppdrag å vurdere det enkelte såkornfond og "kvaliteten" på forvaltningen i det enkelte såkornfond. Det inngår heller ikke en analyse av de enkelte fonds porteføljer eller kvaliteten på de investeringer som er gjort, men rapporten vil inneholde en henvisning til de ulike fond der dette har vært nødvendig for å illustrere funn eller synspunkter.

Såkornordningen ble etablert i 1998 og de fleste investeringer er gjort i tidsrommet 1999 - 2001. De aktuelle porteføljene er derfor fortsatt på et tidlig stadium i sin livssyklus og det er for tidlig å måle fondenes avkastning på det nåværende tidspunkt. Evalueringen skal dekke perioden fra fondenes etablering tom. 2002. Wassum har i tillegg valgt å inkludere relevante erfaringer og hendelser i de ulike såkornfondene som har funnet sted i 2003.

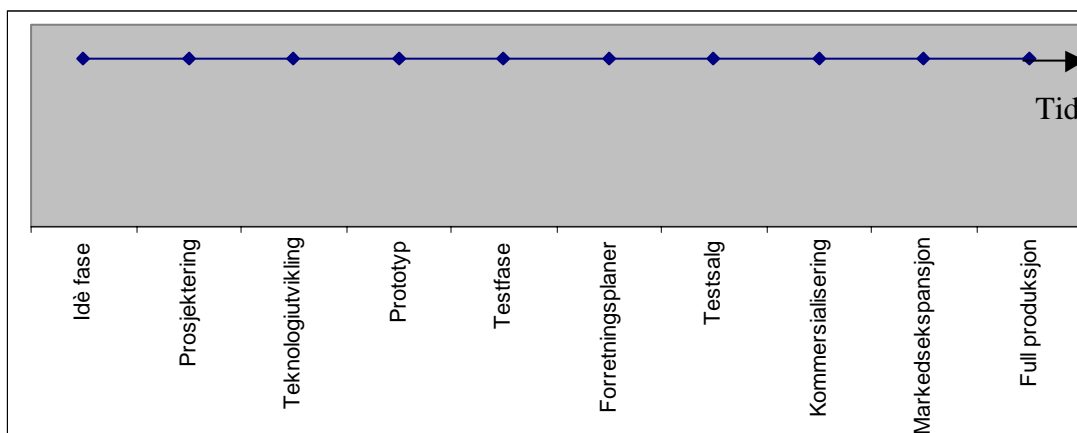
## **2.6 Markedet for risikokapital i Norge**

Det norske markedet for tilførsel av risikokapital til gründerbedrifter, teknologibedrifter i tidlig fase, "Petter Smart – oppfinnelser", etc. er forholdsvis begrenset. Tradisjonelt har slike bedrifter funnet sin finansiering i gründerens nære familie og vennekrets. Norske finansinstitusjoner har vist liten interesse for denne typen risikofylt finansiering etter bankkrisen tidlig på 90-tallet. Det finnes et visst marked for risikokapital i Norge, men mange prosjekter er for små for slike investorer og særlig utenfor de store byene har slik finansiering vært vanskelig å oppnå.

SND yter lån og støtte til denne type bedrifter, men opplever ofte at det mangler aktører som kan bidra med kapital og kompetanse til en videreføring av prosjekter frem til bedriften har et ferdigutviklet produkt/teknologi som er moden for kommersialisering. I denne fasen er det lettere å finne investorer til prosjektene samtidig som de ordinære finansinstitusjonen i større grad er villig til å bidra med finansiering. Det kapitalbehovet som oppstår før prosjektet når kommersialiseringsfasen kalles gjerne "the equity gap". Hensikten med såkornordningen er å fylle dette gapet.

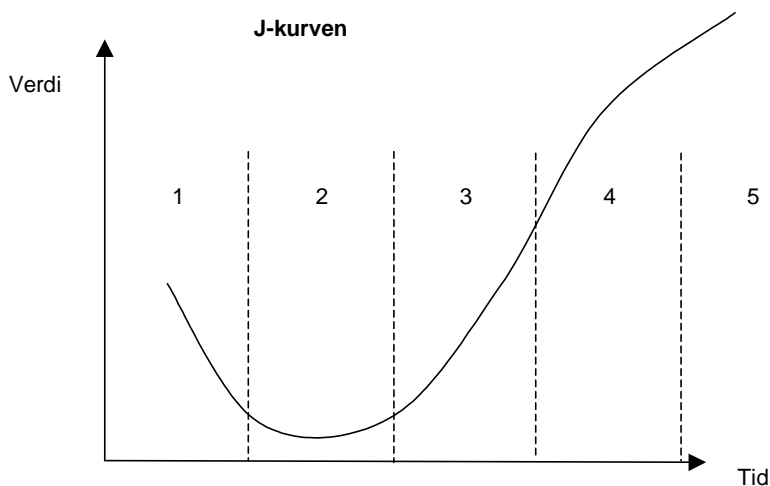
## 2.7 Livssyklus

En bedrifts livssyklus fra idéfasen og frem til full produksjon kan for eksempel illustreres i følgende steg:



Bedriftene har størst problemer med finansiering i fasen fra teknologiutviklingen kommer i gang og kapitalbehovet melder seg, frem til man har fått noen testsalg og sannsynlighet for å lykkes med kommersialisering. I denne fasen er bedriftens cash flow negativ og risikoen for eventuelle investorer høyest. Desto tidligere i denne fasen en bedrift eller et prosjekt befinner seg, desto høyere er risikoen for at prosjektet aldri vil lykkes. Tilsvarende er risikoen for aksjeinvestorer og kreditorer høyest i tidlig fase.

Verdien av aksjeinvestorenes innskudd i tidligfase bedrifter kan illustreres gjennom følgende figur:

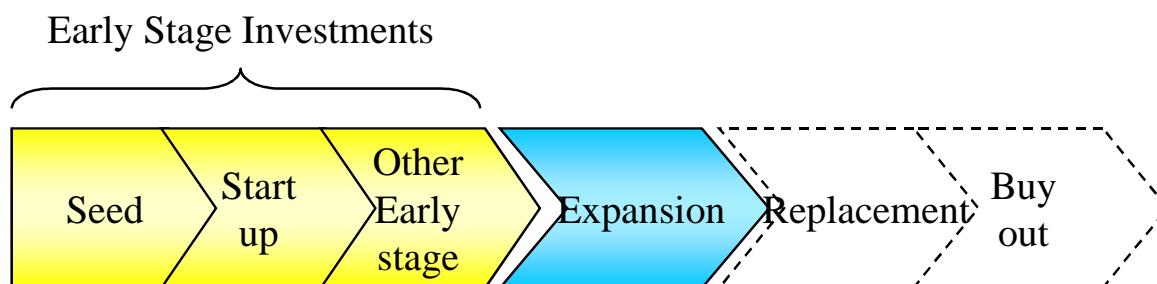


I fase 1 er prosjektet på idéstadiet, aksjekapitalen er innbetalt og teknologiutviklingen starter. Utover i fase 1 og i fase 2 forbruker bedriften kapital til utvikling av teknologi, etablere forretningsplaner, gjennomføre testsalg og kundeverifisering. I fase 3 (forutsatt at prosjektet kommer så langt), kan man se verdier i form av en vellykket teknologi/produkt og kommersialisering og ekspansjon kan finne sted. Først fra dette tidspunkt kan det synliggjøres verdier i prosjektet og gjennom et oppkjøp i fase 4 eller 5 kan de første investorene ha håp om å bli kjøpt ut med gevinst.

De seks såkornfondene som er med i denne undersøkelsen har gjort sine investeringer i perioden fra 1999 frem til i dag og har porteføljer som befinner seg fra steg 1 til 3 i denne kurven, trolig med hovedtyngden av bedrifter midt i steg 3.

## 2.8 Internasjonal definisjon av såkornfond

Såkorntfinansiering vil omfattes av de internasjonale begrepene ”private equity” eller ”venture capital”. Venture capital kan oversettes med risikokapital mens private equity kan oversettes med unoterte aksjer i motsetning til børsnoterte aksjer. Begge begrepene favner langt videre enn såkornfond. Internasjonalt kan såkornfond oversettes med såkalt Seed funds og den europeiske organisasjonen for venturefond, European Private Equity and Venture Capital Assosiation (EVCA) har skjematisk gitt følgende beskrivelse:



*Kilde: EVCA*

Seed Funds og Startup Funds er beskrevet som Early Stage-investments (tidligfase), mens man på Expansion-nivå har beveget seg bort fra en tidligfase investering. Replacement Capital og Buyout er en senere faser av investeringene og har ingen relevans for vurderingen av såkornfond, men er en del av det som tradisjonelt omfattes av begrepet venture capital. Det er i expansion og replacement fasene såkornfondene kan finne kjøpere til sine porteføljebedrifter. Den nærmere definisjon av disse begrepene gir EVCA som følger (Wassums oversettelse):

**Såkornt (seed) :** Finansieringsbehov knyttet til forskning, vurdering og utvikling av et forretningskonsept før prosjektet har nådd oppstartfasen.

**Oppstart:** Finansieringsbehov knyttet til produktutvikling og tidlig markedsføring. Bedriftene er under etablering eller har eksistert en kort stund. Produktene er ikke kommersialisert. Denne fasen deler EVCA igjen opp i to kategorier, Early Start up, som tar risiko på produkt- og teknologiutvikling og Late Start up som i større grad investerer i prosjekter der teknologien eller produktet er ferdig utviklet ( i hvert fall til prototyp) og hvor den største utfordringen ligger i kommersialisering av teknologien/produktet.

**Annen tidlig fase:** Finansiering til bedrifter som har et ferdigutviklet produkt og som har behov for ytterligere midler til salg- og markedsføring. Selskaper i denne fasen vil normalt fremdeles ikke vise til overskudd.

**Ekspansjon:** Finansieringsbehov knyttet til vekst og ekspansjon i en bedrift med løpende virksomhet. Bedrifter i denne fasen kan både gå med underskudd, gå break-even eller generere et overskudd. Det kan være behov for kapital til å øke produksjonskapasiteten, videre arbeid med markeds- og produktutvikling i tillegg til løpende arbeidskapitalbehov.

## 2.9 Forvalterkompetanse

Investeringer i såkornbedrifter krever særskilt kompetanse. Hva er det som kjennetegner en slik type tidligfase investering i motsetning til investeringsvirksomhet i mer modne bedrifter eller børsnoterte selskaper ?

- Stor eierandel

Et såkornfond søker en høy eierandel i prosjektene, typisk på 20 – 40 %, for å få en tilstrekkelig innflytelse.

- Tett oppfølging

Bedriftene det investeres i er gjerne kjennetegnet av at de har liten eller ingen administrasjon og at de drives av en ”gründer” som har fokus på produkt- og teknologiutvikling. For å sikre investering må fondene gi en tett oppfølging av bedriften og tilføre bedriften kompetanse på områder den er svak. Dette krever en helt annen kompetanse enn tradisjonell kapitalforvaltning innenfor ledelse, prosjektstyring, teknologi- og produktutvikling, kommersialisering og markedsføring.

- Likviditet

Investeringer i såkornbedrifter er ikke likvide og såkornfondet ikke kan selge ut sin investering om man ønsker å gå ut av prosjektet. Dette kan medføre at såkornfondet må delta i egenkapitalemisjoner for å beskytte sin eierandel og hindre at man blir utvannet av andre aksjonærer, selv om fondet isolert sett ikke ønsker å delta i emisjonen.

- Styrearbeid

Fondene forbeholder seg nesten alltid å ta del i bedriftenes styrer. Det er her de viktigste og formelle beslutningene tas. Styrearbeid er et ansvarsfullt arbeid og kan medføre ansvar for det enkelte styremedlem. Det er derfor meget viktig at fondene har personer som dels kan tilføre bedriftene den rette kompetanse og dels er trent i oppgaver og ansvar styreposisjonen innebærer.

- Styring mot mål

Såkornbedrifter er i stor grad finansiert kun med egenkapital og ikke fremmedkapital (banklån). Tilførsel av egenkapital må styres mot milepæler i bedriftens utvikling og behov for kapital. Dette krever annen kompetanse og andre analyser enn tradisjonelle aksjeinvesteringer.

- Vurdering av gründerne

Gründeren i prosjektet er alltid et av de viktigste områdene man underlegger en analyse før investering. I tidligfase-investeringer blir denne vurderingen enda viktigere. Ledelsen skal ha en særskilt motivasjon for den prosess såkornfondet ønsker frem til exit i tillegg til å være dyktig innenfor sitt fagfelt og som bedriftsleder. Et salg som ofte vil innebære at gründeren mister kontroll over den bedriften han grunnla. Prosessen frem til exit vil ofte være slitsomt og by på store utfordringer og gründeren må både være motivert for dette og ha evne til å gjennomføre.

- Aksjonæravtaler

Det er viktig at fondene har gode og robuste aksjonæravtaler som sikrer fondenes investering i bedriften, hindrer uønskede hendelser knyttet til for eksempel teknologien, opphavsrett, styredeltakelse og exit.

- Leting etter exitmuligheter

Fondenes motivasjon for å investere i bedriften er utelukkende fremtidige muligheter for profitt. En god avkastning er avhengig av at man finner en kjøper som er villig til å betale tilstrekkelig for bedriften. Det er ikke alltid gründernes motivasjon samstemmer med fondets på dette området. Det blir viktig for fondene å knytte kontakter til mulige kjøpere og ha et kontinuerlig fokus på dette.

### 3 Såkornordningen

#### 3.1 Bakgrunnen for etableringen av ordningen i Norge

Såkornordningen ble etablert i 1998, bl.a. etter initiativ fra Norsk Investorforum. Bakgrunnen for etableringen var at norske myndigheter ønsket å stimulere til private investeringer i nyutviklingsprosjekter. Dette er beskrevet i St. prp. Nr. 1 (1996-97) Tillegg nr. 7, *"Regjeringen mener at formålet med en slik ordning bør være å stimulere til at flere nyutviklingsprosjekter med stort verdiskapningspotensiale 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.*

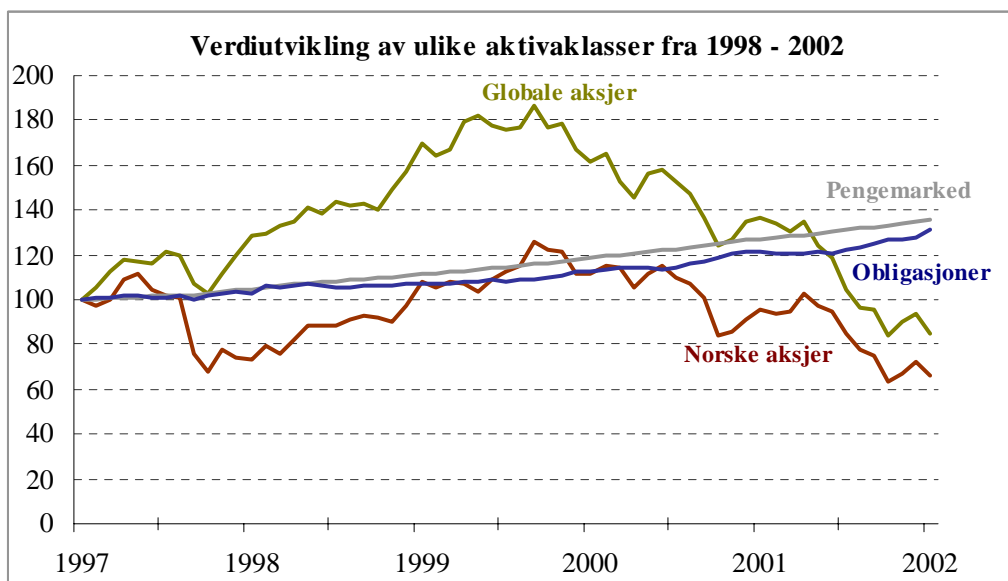
*Regjeringen foreslår at det etableres en ordning med statlig kapital, i form av ansvarlig lån, som kan ytes til såkornkapitalfond hvor private investorer går inn med egenkapital."*

Det ble ført forhandlinger mellom myndighetene og Norsk Investorforum for en modell for statens kapitaltilførsel og vilkårene for risikoavlastning og deretter laget en modellavtale for etablering av såkornfond.

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."*

#### 3.2 Markedsutviklingen for risikokapital

Såkornordningen ble etablert i 1998 og avtaler og forhandlinger om de kommersielle vilkårene ble gjort kort tid forut for dette. De første såkorninvesteringene ble gjort i 1998 og 1999, på slutten av et tiår med rekordstigning på verdens aksjebørser. Markedsaktørene var optimistiske og det var få som så for seg det som skulle komme. I perioden fram til 2003 har finansmarkedene opplevd store verdisvingninger. Grafen nedenfor viser verdiutviklingen for fire aktivaklasser i løpet av femårsperioden. Rentebærende instrument, pengemarked og obligasjoner, viser en jevn verdistigning uten dramatiske svingninger. Aksjemarkedene utviklet seg svært positivt fram til sommeren 2000 for deretter å falle kraftig.



Tabellen nedenfor viser avkastningen for de fire aktivaklassene i hvert enkelt år og den årlige avkastningen i løpet av femårs perioden.

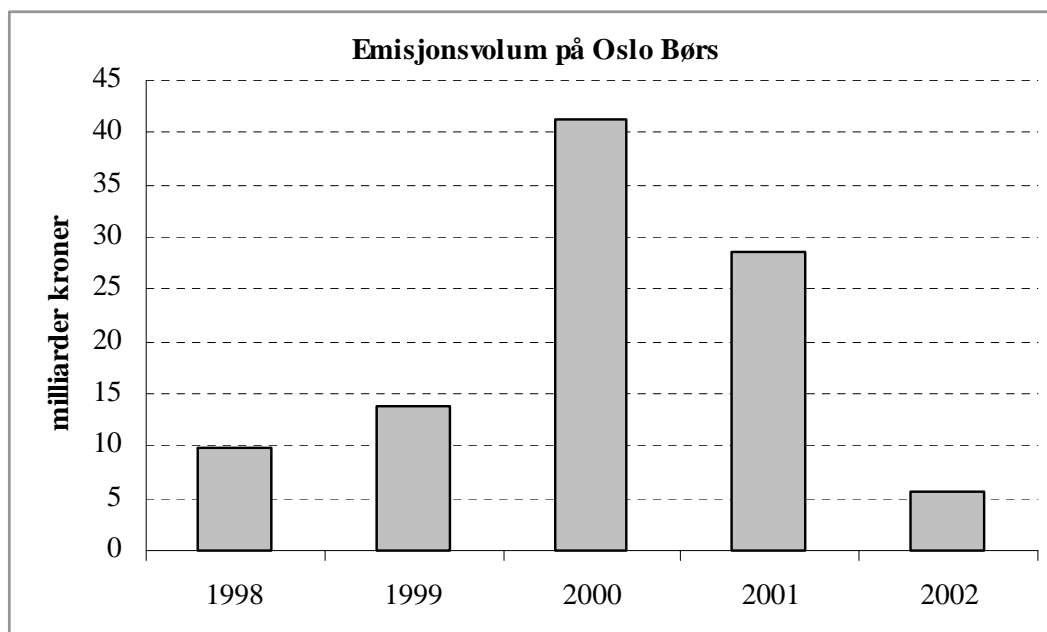
| Aktivaklasser          | 1998    | 1999   | 2000   | 2001    | 2002    | Årlig avkastning |
|------------------------|---------|--------|--------|---------|---------|------------------|
| Norske aksjer (1)      | -27,0 % | 48,5 % | 3,2 %  | -14,6 % | -31,1 % | -8,0 %           |
| Globale aksjer (2)     | 28,5 %  | 31,8 % | -4,7 % | -15,4 % | -38,1 % | -3,3 %           |
| Pengemarked (3)        | 4,7 %   | 6,4 %  | 6,3 %  | 7,4 %   | 6,8 %   | 6,3 %            |
| Obligasjoner Norge (4) | 2,9 %   | 4,5 %  | 4,9 %  | 7,5 %   | 7,9 %   | 5,5 %            |

(1) OSEBX, (2) MSCI World, (3) STIX, (4) ST4X

I oppstart året for Såkornordningen, 1998, var flere regioner preget av uro, Asia-krisen, sammenbruddet i Russlands økonomi og krisen i Japan. I Norge ble den norske kronen kraftig svekket i løpet av sommermånedene. Dette førte til at Norges bank hevet renten, hele syv ganger i løpet av sommeren, før kronen ble sluppet løs. I løpet av høsten falt oljeprisen fra Kr. 120 til Kr. 80 per fat. Ledene internasjonale børser falt dramatisk i løpet av sommeren men sterk børsoppgang på begynnelsen og mot slutten av året førte til avkastningen ble positiv i flere markeder. Unntaket var Oslo Børs. Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX), falt med hele 27 % året sett under ett.

Etter et kraftig fall på Oslo Børs i 1998 ble 1999 et av de beste årene siden 1983. OSEBX steg med hele 48,5 % i løpet av 1999. De utenlandske markedene ble i stor grad preget av den teknologiledede oppgangen i NASDAQ-indeksen, med en avkastning på hele 86%. I tillegg til den sterke verdistigningen på Oslo Børs var oppkjøp- og fusjonsaktiviteten høy. Dette resulterte i et rekordhøyt handelsvolum, NOK 446 mrd. Emisjonsaktiviteten tok seg også opp i 1999, og det ble hentet inn over NOK 14 mrd.





Verdistigningen i aksjemarkedene fortsatte inn i 2000. Første halvår var preget av sterk optimisme grunnet vedvarende sterk vekst i amerikansk økonomi og en særlig tro på IT-økonomiens nye muligheter. De forskjellige teknologi-indeksene nådde toppen i mars. Etter dette ble investorene langt mer skeptisk, og utover høsten økte frykten for økonomisk tilbakegang i USA. Dette resulterte i store verdifall for verdens børser og på grunn av dette endte de fleste indeksene i minus året sett under ett.

Gjennom hele 2001 var investorenes oppmerksomhet først og fremst rettet mot makroøkonomiske forhold i USA. Amerikanske myndigheter brukte både pengepolitiske og finanspolitiske stimulanser. Den amerikanske signalrenten ble satt ned hele 11 ganger, fra 6,5 % til 1,75 %. Den amerikanske økonomien gikk inn i en resesjon i mars mens Europa fulgte etter senere samme år. Urolighetene i de internasjonale finansmarkedene fortsatte inn i 2002. I løpet av året forsvant verdier for over NOK 150 mrd fra Oslo Børs da hovedindeksen falt med 31,1 %. Alle delindekser falt vesentlig i løpet av 2002. Informasjonsteknologiindeksen presterte svakest med et fall på hele 63,3 %. Omsetningsvolumet nådde NOK 444 mrd og emisjonsvolumet ble NOK 5,6 mrd, som var det laveste siden 1992.

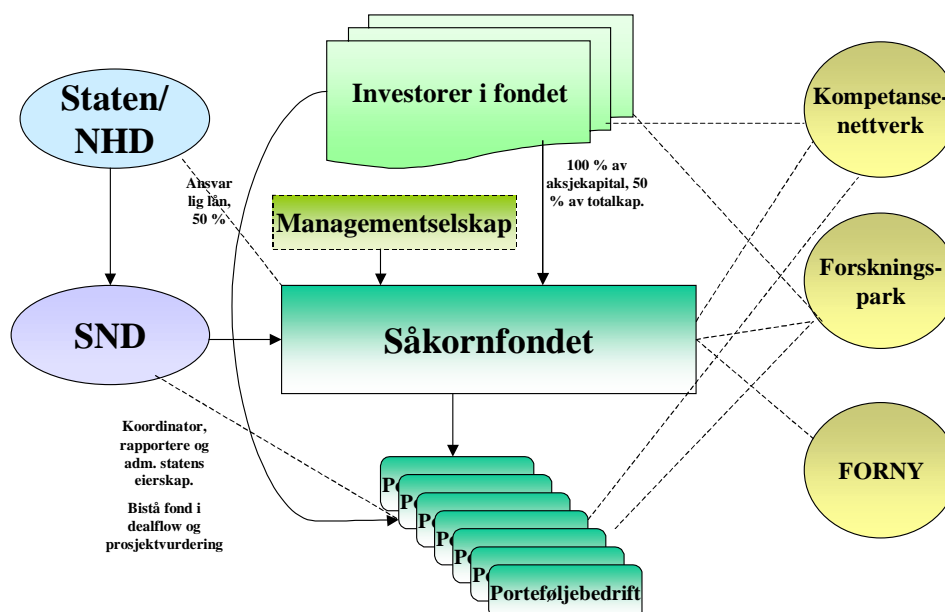
Denne markedsutviklingen er en viktig bakgrunn når såkornordningen skal vurderes. Det er særlig tre forhold som fremheves fra fondene;

- Det har blitt langt vanskeligere enn forutsatt å finne kjøpere til fondenes porteføljebedrifter (svakere exitmuligheter)
- Fondene må sitte lenger med sine investeringer enn tidligere forutsatt
- Noen av de tidlige investeringene ble gjort til høye priser man i dag ikke ville akseptert

### 3.3 Organisering og rammevilkår

Det er inngått en avtale mellom NHD og de ulike såkornfond (Modellavtale). Modellavtalen for såkornfond inneholder bestemmelser om organisering og rammebetingelser. Evalueringen skal belyse hvordan disse forholdene har virket inn på fondenes måloppnåelse. Dette kapittelet gir en kort beskrivelse av de områdene som vil bli evaluert.

#### 3.3.1 Såkornordningens struktur



Såkornordningen er organisert med såkornfond (investeringsselskaper) som gjennomfører investeringer i porteføljebedrifter (innovative bedrifter i tidlig fase). Noen av fondene har avtale om forvaltning med et managementselskap, mens i noen fond er administrasjonen ansatt direkte i fondet. Fondene har private aksjonærer som også kan være aksjonær i porteføljebedriftene (co-investering). Staten yter ansvarlige lån til fondene. Fondene forutsettes å ha et godt kompetansenettverk og skal oppsøke prosjekter bl.a. gjennom kontakt med forskningsmiljøer, SND og FORNY-programmet.

#### 3.3.2 SNDs rolle

Statens engasjement i såkornordningen er underlagt Nærings- og handelsdepartementet. NHD har gitt SND som oppgave å forvalte statens rolle. Denne oppgaven er i hovedsak todelt. Dels skal SND ha en overordnet rolle hvor de administrerer de ansvarlige lånene staten gir til ordningen, innhenter rapportering fra fondene og det er SND som er representert i de ulike såkornfondenes styre.

I tillegg er SND gitt en lokal rolle i såkornordningen. Denne er igjen todelt. Dels fikk SND i oppgave å etablere såkalte Såkornutvalg (lokale utvalg av

ressurspersoner med viktig kompetanse) og dels skulle SND bistå såkornfondene med sin kjennskap til det lokale næringslivet, SNDs ulike støtte- og finansieringsordninger og SND kunne i enkelttilfeller yte saksbehandlerressurser til såkornfondene knyttet til vurdering av konkrete investeringsprosjekter.

### **3.3.3 Lånebetingelser (renter, løpetid og tapsfond)**

Ansvarlig lån fra staten har en løpetid på 15 år eller frem til avviklingen av fondene i 2013. Lånets rentebetingelser er 12 måneders NIBOR + 3 %. Det påløper kun renter på det trukne beløpet av lånet. Det skal i utgangspunktet ikke foretas noen løpende betaling av renter på lånene. Rentene skal akkumuleres for utbetaling ved lånets forfall etter 15 år.

Hvis det konstateres endelig tap på enkeltprosjekter i fondene kan 50 % av tapene dekkes gjennom nedskrivning av ansvarlig lån. De resterende 50 % av tapene dekkes av såkornfondets egenkapital. Andel av ansvarlig lån som kan benyttes til nedskrivning ved tap er begrenset oppad til 25 % av størrelsen på det ansvarlige lånet. Denne tapsavskrivningsmuligheten er spesiell i forhold til det som er vanlig for ansvarlige lån og avskrivningen skjer med endelig virkning, slik at selv om fondet senere får gevinster knyttet til andre prosjekter vil ikke staten få en øket tilbakebetaling av det ansvarlige lånet. Det ansvarlige lånet belastes ikke med fondets driftsomkostninger og staten tar således ikke del i disse.

### **3.3.4 Fondenes størrelse**

Det ble opprinnelig besluttet å etablere ett landsdekkende fond med en låneramme fra staten på NOK 200 millioner. Av dette beløpet ble det senere besluttet å øremerke NOK 40 millioner til fire regionale fond.

START-fondet ble deretter etablert med en kapitalbase på 320 millioner hvorav halvparten var kommitert / innbetalt lån fra staten. De øvrige fondene ble etablert med en planlagt kapitalbase på NOK 20 millioner hver, hvorav halvparten var kommitert ansvarlig lånekapital.

Det ble i 2000 gjennomført en emisjon i de regionale fondene for å øke kapitalbasen. Målet var å hente inn NOK 40 millioner for hver fond som skulle matche et kommitert lån fra staten på samme størrelse. Det femte regionale fondet, Såkornfond Innlandet ble samtidig etablert med en planlagt kapitalbase på NOK 60 millioner, hvorav halvparten var kommitert ansvarlig lån.

### **3.3.5 Geografisk avgrensning og lokalisering av fondenes administrasjon**

Med unntak av START-fondet som er landsdekkende ble de øvrige fondene tildelt regionale virksomhetsområder, inndelt etter fylker.

Fondenes administrasjon ble lagt til følgende byer ; START-fondet (Oslo), Såkorninvest Innlandet (Hamar), Såkorninvest Sør (Grimstad), Såkorninvest Nord (Bodø), Såkorninvest (Stavanger) og Såkorninvest Midt-Norge (Ålesund og senere flyttet til Trondheim).

### **3.3.6 Øvrige forhold**

Ordningen skal ikke være tilknyttet noe bestemt miljø og fange opp prosjekter uavhengig av hvor de blir initiert. Videre skal ordningen bidra til videreutvikling av samarbeidet med FORNY-programmet

### 3.4 Beskrivelse av såkornfondene

Fondene ble etablert med et tilnærmet likt mandat, men fremstår i dag som forskjellige på en del områder. Noen av disse områdene er eierstruktur, størrelse og organisering av forvaltningsmiljø samt forholdet til forskningsmiljøer og FORNY. Disse forholdene vil bli nærmere kommentert i kapittel 4, Analyse av Såkornordningen.

Under følger en kort beskrivelse av de enkelte fond<sup>2</sup>.

#### 3.4.1 START-fondet

Start-fondet ble etablert i 1998 som det første såkornfondet under ordningen. I tillegg til å være landsdekkende skal START-fondet dekke Østlandsregionen. Fondet har 6 ansatte. Daglig leder i fondet siden 2001 er Jan Frode Vaksvik. Styreformann i START-fondet er Geir Stormorken.

| Fakta om fondet                   | START-fondet  |
|-----------------------------------|---------------|
| Totalt beløp investert            | 227 mill. kr. |
| Investert beløp dagens portefølje | 167 mill. kr. |
| Første investering foretatt       | 1998          |
| Antall prosjekter i dag           | 17            |
| Antall ansatte                    | 6             |
| <u>Største aksjonærer:</u>        |               |
| Wilhelemsen & Co AS               | 13,13%        |
| Braganza AS                       | 13,13%        |
| A/S Selvaag Invest                | 13,13%        |
| Venturos Management AS            | 13,13%        |

Når det gjelder eierstruktur skiller START-fondet seg fra de regionale fondene med en høy andel investeringselskap/venturefond. Denne eiergruppen utgjør ca. 90 % av investorene i fondet.

#### 3.4.2 Såkorninvest Innlandet

Såkorninvest Innlandet ble etablert i 2000 med forretningsadresse Hamar. Fondets virksomhetsområde er Hedmark og Oppland.

Fondet har ingen ansatte men forvaltes av Sikon Øst. Daglig leder er Asbjørn Bjørnstad. Det har ikke vært utskifting av ledelse etter etableringstidspunktet.

<sup>2</sup> Størrelsen på eierandelen i såkornfondet er Wassums grovanslag basert på en gjennomgang av aksjonærlisten. Feilgruppering kan forekomme da vi ikke kjenner mange av selskapene.

| <b>Fakta om fondet</b>            | <b>Innlandet</b> |
|-----------------------------------|------------------|
| Totalt investert beløp            | 28,7 mill. kr.   |
| Investert beløp dagens portefølje | 27,5 mill. kr.   |
| Første investering foretatt       | 2001             |
| Antall prosjekter i dag           | 14               |
| Antall ansatte                    | 3                |
| - hvorav arbeider med såkorn      | 2                |
| <u>Største aksjonærer:</u>        |                  |
| Gjensidige Nor Finans             | 15%              |
| BioInn Utvikling AS               | 15%              |
| Sikon Øst                         | 15%              |
| Sparebanken Hedmark               | 15%              |

Som oversikten viser er managementselskapet i Såkorninvest Innland blant de største aksjonærene i fondet med en eierandel på 15 %. For øvrig skiller Innland seg ut ved at de har en høy andel bank- og finansinstitusjoner som eiere. Denne gruppen eier 45 % av aksjekapitalen i selskapet. Innlandet har på den annen side den laveste andelen industri (lokalt næringsliv) blant såkornfondene. Eierstruktur kan være med å forklare grad av co-investering fra såkornfondets aksjonærer i porteføljebedriftene. I Innlandet er det kun en av aksjonærene som har co-investert i en porteføljebedrift.

### **3.4.3 Såkorninvest Midt-Norge**

Såkorninvest Midt-Norge ble etablert i 1998. Selskapet har forretningsadresse i Trondheim. På etableringstidspunktet var forretningsadresse Ålesund. Fondets virksomhetsområde er Trøndelagsfylkene, Møre og Romsdal.

Fondet har ingen ansatte og har inngått en managementavtale med Leiv Eiriksson Nyfotek (LEN). Daglig leder i fondet siden 2000 er er Malvin Villabø. Styreformann i fondet er Einar Printz Moe.

| <b>Fakta om fondet</b>                               | <b>Midt-Norge</b> |
|--|-------------------|
| Totalt investert beløp                               | 53 mill. kr.      |
| Investert beløp dagens portefølje                    | 50 mill. kr.      |
| Første investering foretatt                          | 1999              |
| Antall prosjekter i dag                              | 45                |
| Antall ansatte (LEN)<br>- hvorav arbeider med såkorn | 12<br>4           |
| <u>Største aksjonærer:</u>                           |                   |
| LEN  | 14,17%            |
| Sparebanken 1 Midt-Norge                             | 13,51%            |
| Sinvent Venture                                      | 11,87%            |
| Fokus Bank ASA                                       | 7,17%             |

Som for Såkornfond Innlandet er managementselskapet til Såkornfond Midt-Norge (LEN) inne som en betydelig aksjonær i fondet. Største eiergrupper er industri og bank med henholdsvis ca. 40% og 30 % av aksjekapitalen.

#### 3.4.4 Såkorninvest Sør

Fondet ble etablert i 1998 og har forretningsadresse Grimstad. Fondets virksomhetsområde er Buskerud, Vestfold, Telemark og Agder.

Fondet har 1 ansatt, daglig leder Torfinn H. Fjellstad. Han har vært ansatt siden november 2001. Styreformann i fondet er Kjell Rune Staddeland.

| <b>Fakta om fondet</b>            | <b>Sør</b>     |
|-----------------------------------|----------------|
| Totalt investert beløp            | 21,4 mill. kr. |
| Investert beløp dagens portefølje | 17,0 mill. kr. |
| Første investering foretatt       | 1999           |
| Antall prosjekter i dag           | 10             |
| Antall ansatte                    | 1              |
| <u>Største aksjonærer:</u>        |                |
| J.B Ugland Holding AS             | 23,9%          |
| Gjensidige NOR Forsikring         | 22,4%          |
| Viking Supply Ships AS            | 9,0%           |
| Sparebanken Sør                   | 4,8%           |

I henhold til modellavtalen mellom Såkornfondene og SND kan maks eierandel i såkornfondet utgjøre 15 %. Såkornfond Sør har fått dispensasjon fra departementet når det gjelder dette kravet.

### 3.4.5 Såkorninvest Nord

Såkorninvest Nord ble stiftet i 1998. Fondets forretningsadresse er Bodø. Fondets virksomhetsområder er Nordland, Troms og Finmark.

Fondet har ingen ansatte men en managementavtale med Norinvest Management . Adm.dir i Norinvest Management er Odd-Helge Skog. Stig Karlsen var administrerende frem til Norinvest overtok i 2002. Han har er nå partner i managementselskapet og daglig leder i såkornfondet. Fondets styreformann er Kollbjørn Adfolfsen.

| <b>Fakta om fondet</b>                      | <b>Nord</b>  |
|---|--------------|
| Totalt investert beløp                      | 29 mill. kr. |
| Investert beløp dagens portefølje           | 25 mill. kr. |
| Første investering foretatt                 | 1999         |
| Antall prosjekter i dag                     | 19           |
| Antall ansatte (inkl. innleide konsulenter) | 5            |
| - hvorav arbeider med såkornfond            | ca. 2,5      |
| <u>Største aksjonærer:</u>                  |              |
| Sparebank1 Nord Norge                       | 17,5 %       |
| Troms Kraft                                 | 13,5%        |
| Nordlandsbanken ASA                         | 11,9%        |
| Forskningsparken i Tromsø                   | 6,7%         |
| SIVA  | 6,7%         |

Såkorninvest Nord har en eier med en eierandel over maksimum grensen på 15 % (Sparebank1Nord Norge). Såkornfond Nord fått dispensasjon i forhold til eierbegrensningene på 15 %.

Eierne i såkornfondene skal i henhold til modellavtalen være private. Troms Kraft, Forskningsparken og SIVA representerer alle offentlig eierskap og kom inn på eiersiden gjennom fusjonen med Nord Invest i 2001. Det er ikke søkt dispensasjon fra kravet om private eiere men fusjonen ble i sin tid godkjent av NHD.

Såkorninvest Nord skiller seg fra de andre fondene ved den høye offentlige eierandelen.

### 3.4.6 Såkorninvest

Såkorninvest ble stiftet i 1998 med forretningsadresse i Stavanger. Fondets virksomhetsområde er Sogn og Fjordane, Hordaland og Rogaland.

Fondet har ingen ansatte men en forretningsføreravtale med Anker Management AS. Anker Management AS arbeider utelukkende med SåkornInvest. Daglig leder i fondet fra starten er John Peter Hernes. Styreformann er Ole Rugland (Skanem Industrier).

| <b>Fakta om fondet</b>            | <b>Vest</b>  |
|-----------------------------------|--------------|
| Totalt beløp investert            | 36 mill. kr. |
| Investert beløp dagens portefølje | 15 mill. kr  |
| Første investering foretatt       | 1998         |
| Antall prosjekter i dag           | 11           |
| Antall ansatte                    | 4            |
| <u>Største aksjonærer:</u>        |              |
| Westfal-Larsen Invest AS          | 15,0%        |
| Stavanger Investering AS          | 15,0%        |
| Joto Investering AS               | 10,7%        |
| Sparebanken Rogaland              | 10,6%        |

Managementselskapet (Anker Management) er inne på eiersiden i fondet med en mindre eierandel (1,8%). Tidligere managementselskap, Cybernetics som er eid av John Gjedebo, har en eierandel i fondet på 5,9%.

For øvrig merker vi oss en høy andel investeringsselskaper blant aksjonærene hvorav hovedtyngden befinner seg i Rogaland.

### 3.5 Gjennomførte prosjekter i fondene

#### 3.5.1 Prosjektilgang og vurderte henvendelser

Prosjektilgangen (deal flow) til såkornfondene målt i form av antall henvendelser er slik vi ser det tilfredstillende. Tall fra såkornfondene viser at de i sum mottar ca. 600 henvendelser årlig<sup>3</sup>. Et grovt estimat tilsier at antall henvendelser under ordningen frem til i dag utgjør ca. 3000.

Før fondene gjør en vurdering av et prosjekt skjer en første siling. I alt 2250 prosjekter er vurdert siden ordningen ble etablert i 1998. På dette området er det forskjeller mellom de ulike fondene. De fondene som har vurdert flest prosjekter er START-fondet med 950 og Såkorninvest Midt-Norge med 700. Felles for disse fondene er at de har nærhet til store FoU-miljøer som igjen ser ut til å ha betydning for deal-flow innen regionen.

Tall fra Norsk Venturekapitalforening for 2002 viser at 50 % av alle investeringer i såkorn hadde sitt utspring i forskningsmiljøer, mens 50 % av prosjektene kom fra grundere utenom disse miljøene. Spin-offs fra industri er holdt utenfor disse tallene.

<sup>3</sup> Tall fra Startfondet er fra perioden før investeringsstopp ble signalisert til markedet.



### 3.5.2 Investert kapital

Tabellen viser fondenes samlede investeringer i porteføljebedrifter siden oppstart. Det er fra fondenes side investert totalt NOK 396 millioner i 140 porteføljebedrifter.

| <b>FOND</b>             | <b>TOTALT<br/>INVESTERT<br/>KAPITAL<sup>4</sup></b> | <b>ANTALL</b> | <b>GJENNOMSNIITTLIG<br/>BELØP INVESTERT</b> |
|-------------------------|---|---------------|---|
| START-fondet            | 227   | 22            | 10,3  |
| Såkorninvest Innlandet  | 28,7  | 15            | 1,9   |
| Såkorninvest Sør        | 21,4  | 15            | 1,4   |
| Såkorninvest Vest       | 36,1  | 13            | 2,8   |
| Såkorninvest Midt Norge | 53,1  | 53            | 1,0   |
| Såkorninvest Nord       | 29,4  | 22            | 1,4   |
| SUM                     | 396   | 140           | 2,8   |

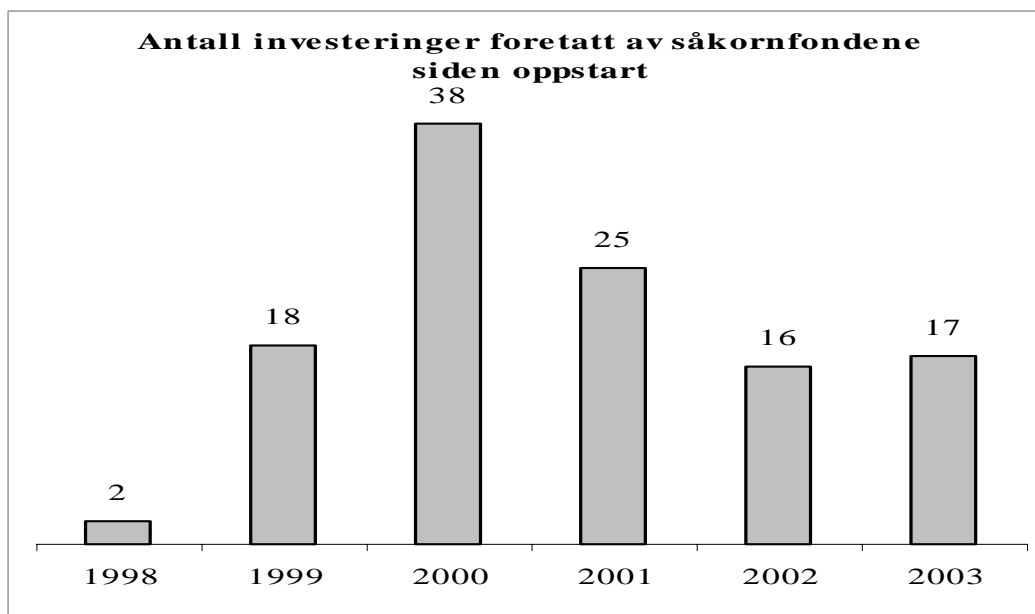
Gjennomsnittlig investert beløp i et porteføljeselskap utgjør for START-fondet 10,3 millioner kroner mens de regionale fondene gjennomsnittlig har investert fra 1 til 2,8 millioner kroner pr. bedrift. I Vest er det én investering som trekker opp snittet betydelig. Korrigert for dette ligger gjennomsnittlig investert beløp pr. porteføljebedrift på mellom 1-2 millioner kroner.

Deal flow, antall vurderte henvendelser og kapasitet i forvaltningsorganisasjonene til å vurdere prosjekter varierer i større grad mellom de ulike fondene enn det antall prosjekter i utgangspunktet skulle indikere.

### 3.5.3 Tidspunktet for investeringene

Omfang av konkurser og salg(exits) av porteføljebedrifter er avhengig av hvilket livsløp bedriften befinner seg i. Fondene er spurt om når de første investeringene ble foretatt i porteføljebedriftene. Svaret fremgår av figuren under. Oversikten omfatter kun de investeringene som fondene fremdeles er inne i. Dette gir likevel en tilfredstillende illustrasjon på når investeringene har funnet sted.

<sup>4</sup> Alle beløp i mill. kr.

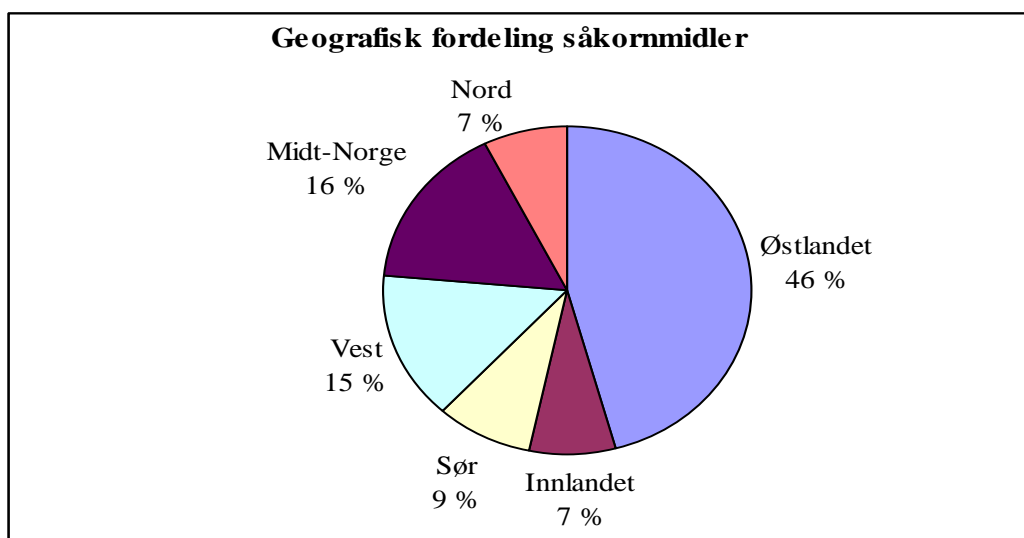


De første investeringen foretatt av fondene i 1998 og de siste investeringen så sent som i inneværende år. Investeringen foretatt i 1999 skjedde i stor grad i regi av START-fondet. Øvrige investeringer er dermed i snitt i underkant av 2 år. I såkornsammeheng er dette en meget kort tidshorison. Det er på et så tidlig stadium vanskelig å forutsi hvilke bedrifter som utvikler seg til å bli en suksess eller fiasko.

### 3.6 Fordeling av investeringene

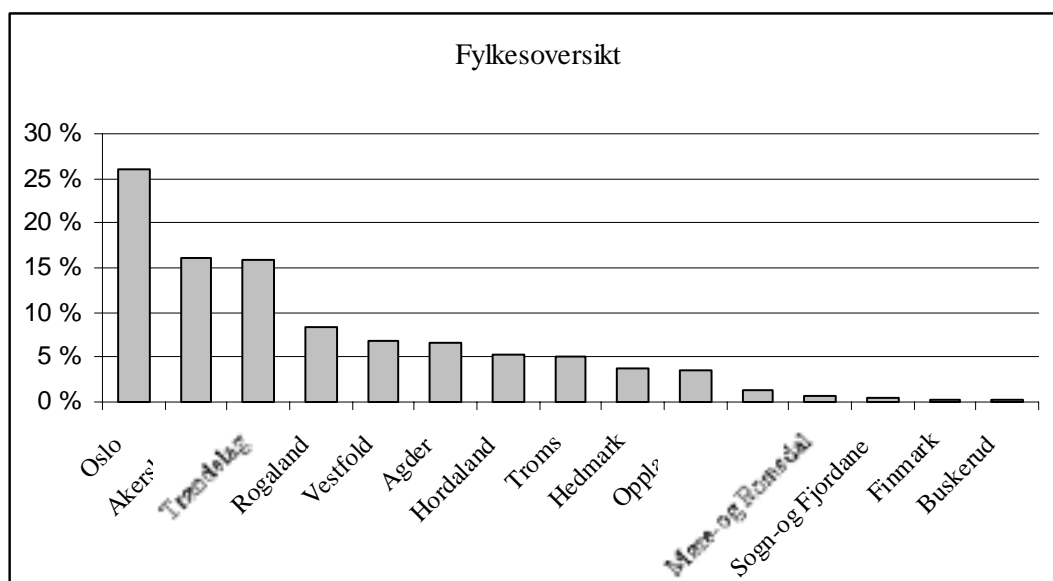
#### 3.6.1 Geografi

START-fondet er landsdekkende og skal i henhold til modellavtalen investere i såkornbedrifter over hele landet. 29 % av START-fondets investeringer målt etter størrelsen på investeringen er foretatt utenfor Oslo-området. Disse investeringen finner vi hovedsakelig innenfor virksomhetsområdet til Såkorninvest Midt-Norge, Sør og Vest. For å få et bilde på den geografiske spredningen er også START-fondets investeringer fordelt pr. region. Det gir en fordeling slik det fremkommer av figuren under;



START-fondet har i tillegg til å være landsdekkende Østlandsregionen som sitt investeringsområde. START-fondet har en kapitalbase ca. 3 ganger større enn de regionale fondene. Dette forklarer deler av Østlandsregionens høye andel. START-fondets har hatt en omfattende prosjektflyt og det er naturlig at en vesentlig del av denne kommer fra det sentrale Østlandsområdet, men betydelig befolkningstetthet, stort næringsliv og mange forskningsinstitusjoner.

Gjennom møter med fondene og styreformenn har det fremkommet at enkelte fylker er misfornøyd med deres andel av såkornmidler gjennom investering fra såkornfondet. Vi har sett nærmere på hvordan investeringene fordeler seg fylkesmessig. Oversikten fremgår av figuren under;



Oslo, Akershus og Trøndelag har til sammen 58 % av investeringene<sup>5</sup>. I følgende fylker er det i meget liten grad gjort investeringer; Buskerud, Nordland, Finmark, Sogn-og Fjordane og Møre og Romsdal.

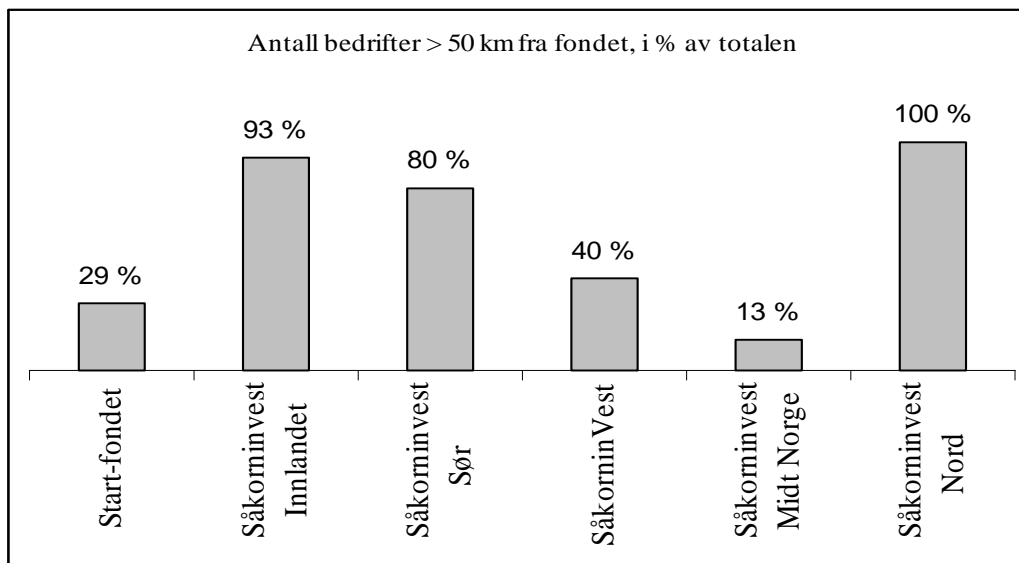
Det er også undersøkt om fondene konsentrerer sine investeringer i ett fylke eller om porteføljen er godt geografisk diversifisert. I alle de regionale fondene med ett unntak (Innlandet) er det ett fylke som dominerer. I Sør utgjør investeringer i Agderfylkene 82%, i Vest investering i Rogaland 73%, i Midt-Norge investering i Trøndelag 91 % og i Nord investering i Troms 78%. Når det gjelder Innlandet er investeringene jevnt fordelt mellom Hedmark og Oppland. START-fondet har investert 71% i Oslo og Akershus.

Dette viser at fondene har alle en tydelig tendens til å investere i det fylket der fondet er lokalisert. Unntak fra dette er Nord der fondets administrasjon er i Nordland. Managementselskapet som administrerer fondet er derimot lokalisert i Tromsø. Konklusjonen synes derfor å ha relevans for Såkorninvest Nord også.

<sup>5</sup> Såkornfondenes samlede investeringer i fylket (inkl. prosjekter som fondene har gått ut av). For Sør og Nord har vi kun fylkesoversikt for dagens portefølje.

### 3.6.2 Betydning av lokalisering<sup>6</sup>

Figuren under viser antall prosjekter som ligger mer enn 5 mil fra såkornfondets administrasjon.



I den ene enden av skalaen finner vi Såkorninvest Midt-Norge som i svært liten grad investerer i prosjekter utenfor Trondheim. Såkorninvest Vest investeringer er i stor grad også foretatt innenfor fondets nærområde. Det samme gjelder START-fondet.

I den andre enden av skalaen er Nord<sup>7</sup>, Innlandet og Sør der 80 - 100 % av bedriftene ligger mer enn 5 mil fra fondets administrasjon. Innlandet har en god spredning innenfor sitt virksomhetsområde. I Sør ligger en stor andel av investeringene innenfor fylket, men i andre kommuner enn der fondet har sin administrasjon.

Fondene er spurt om betydningen av lokalisering. Samtlige svarer at fondets lokalisering i regionen er av stor betydning for deres evne til å tiltrekke lokal kapital til lokale prosjekter. På den annen side synes de det er mindre viktig hvor i regionen fondet er lokalisert. Det siste synes å være en halvveis sannhet ettersom investeringenes nærhet til fondets administrasjon i enkelte regioner er påfallende. Dette vil vi se nærmere på under Analyse av såkornordningen.

### 3.6.3 Bransje

Såkornfondene er i hovedsak åpne for investeringer i alle bransjer. Enkelte fond har imidlertid som strategi at de primært satser på investeringer innenfor bransjer der regionen har et fortrinn.

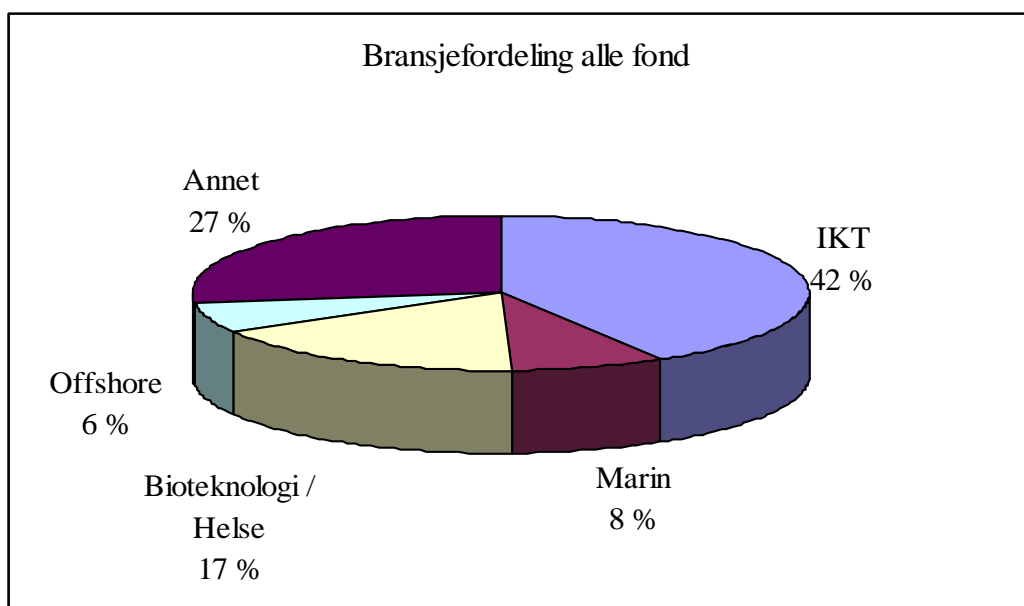
Fondene er bedt om å klassifisere sine investeringer<sup>8</sup> i følgende bransjer; IKT<sup>9</sup>, Marin, Offshore, Bioteknologi/helse og annet. Resultatet er gjengitt i grafen under.

<sup>6</sup> Oversikten inneholder kun dagens prosjekter i motsetning til fylkesoversikten som også inneholder avviklede prosjekter.

<sup>7</sup> Managementselskapet er derimot lokalisert i Tromsø. Tallet blir derfor ikke representativt.

<sup>8</sup> 111 investeringer er klassifisert

<sup>9</sup> Informasjon og Kommunikasjonsteknologi



IKT bransjen har fått tilført mest såkornmidler gjennom ordningen. 42 % av fondenes investeringer er gjort innenfor denne bransjen. 2 fond skiller seg ut på dette området; Sør på den ene siden med 71 % IKT i porteføljen og Innlandet på den annen side med 21 % av investeringene i bedrifter innen IKT. En forklaring på den høye andelen i Sør kan være at henvendelser til Teknologiparken på Sørlandet kanaliseres til såkornfondet.

Investeringer i offshore bransjen utgjør kun 6 % av totale investeringer. Her merker vi oss at SåkorninVest ikke har foretatt noen investeringer til tross for fondets beliggenhet i Stavanger med nærhet til offshoremiljøet. Fondets egen forklaring på dette er todelt. Til dels er prosjektene innen offshore så store at fondet blir for lite til å delta. På den annen side har prosjektene en viktig finansieringskilde i oljeselskapene. Dette gjør at behovet for såkornmidler er lite.

Marin sektor er en annen bransje som får en forholdsvis lav andel av totale investeringer. Det er gjort i alt 9 investeringer innen denne sektoren hvorav 4 er foretatt i Midt-Norge, 4 i Nord og 1 i Vest.

### 3.7 Investeringsutfall

#### 3.7.1 Endring i porteføljene frem til i dag

Såkornfondene har i sum gått ut av 22 selskaper med tap, hovedsakelig som følge av at porteføljebedriftene har gått konkurs. Samlet har fondene avskrevet ca. NOK 70 millioner<sup>10</sup> i tap på avviklede prosjekter siden etablering. I noen tilfeller har det formelt ikke skjedd en konkurs men det er ingen aktivitet i selskapet og investeringen er skrevet ned til null. Antall rapporterte salg med (marginal) gevinst er 2.

Antall konkurser i forhold til antall opprinnelige investeringer (140) er ca. 16 %. Tapt beløp i % av opprinnelig investert beløp utgjør tilsvarende 17,6 %. Tatt i betraktning av at dette er investeringer forbundet med høy risiko (såkornfase) synes ikke dette tallet isolert sett å være høyt. Forskjellene mellom de ulike fondene er

<sup>10</sup> Nord har ikke opplyst dette beløpet, men tapet er beregnet til NOK 4 millioner

også på dette området betydelig. Tap i % av opprinnelig investert beløp varierer fra 1 % til 56 %.

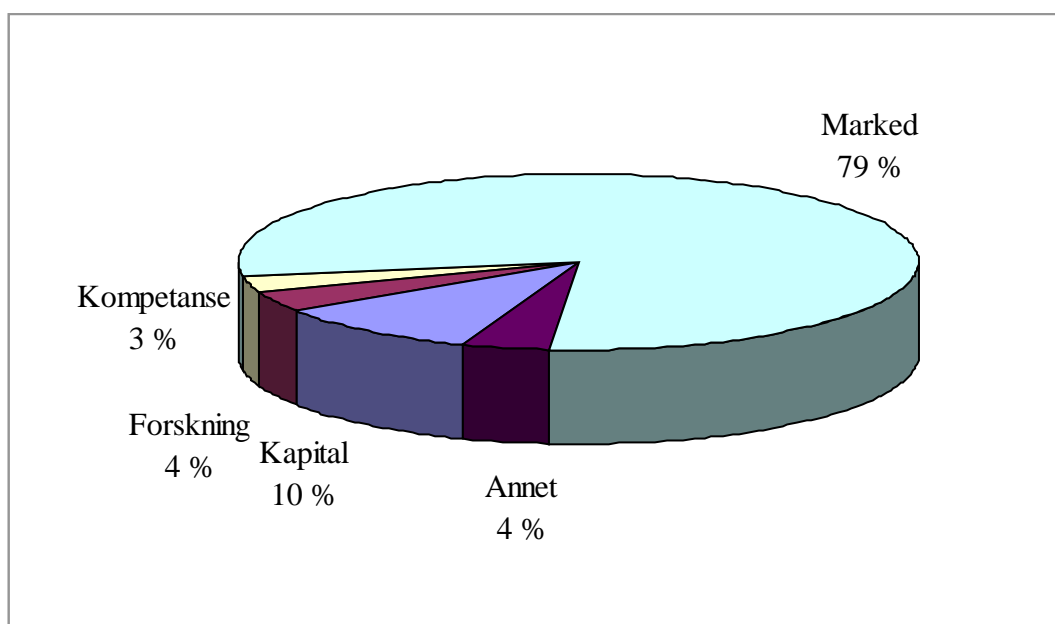
Såkornfondene kan på den annen side ikke vise til suksessfulle exits. De få exitene det her refereres til er investeringer der såkornfondet har kommet seg ut med ingen eller en marginal gevinst.

Som tidligere nevnt er det for tidlig å vurdere såkornordningen med utgangspunkt i porteføljens avkastning. Historikken er kort og mye avhenger av hva som vil skje i fremtiden.

### 3.7.2 Fremtidige suksesskriterier

Fondene og porteføljebedriftene har opplyst hva man anser som fremtidige suksesskriterier knyttet til porteføljebedriftenes utvikling.

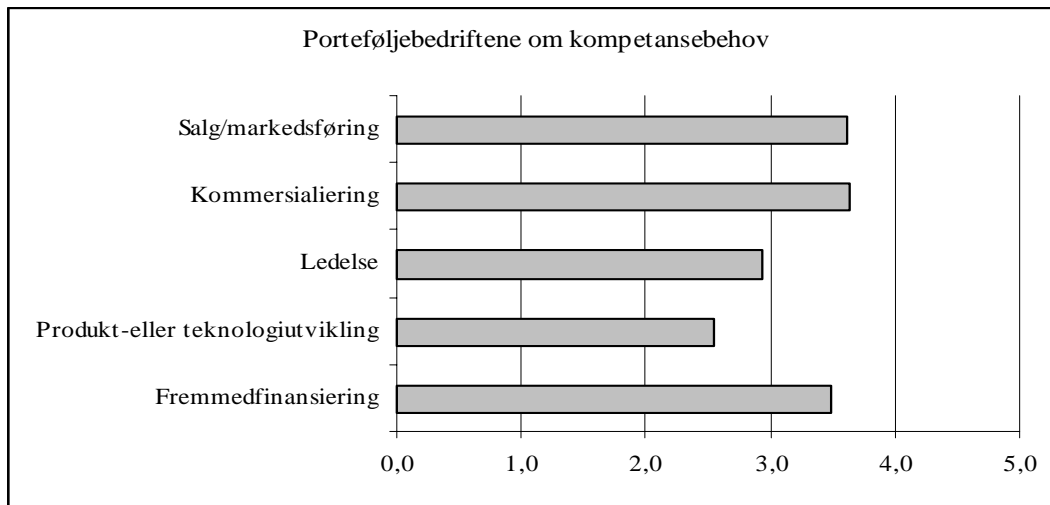
Såkornfondene har i undersøkelsen angitt det de anser som kritisk ressurs for de ulike porteføljebedriftenes videre utvikling.<sup>11</sup> Fondene ble gitt følgende svaralternativer; marked, kompetanse, forskning, kapital og annet. Det ble gitt svar for i underkant av 70 porteføljebedrifter.



For 79% av porteføljebedriftene svarer fondene at marked er den mest kritiske ressurs for videre utvikling. Fondene har svart med utgangspunkt i den fase bedriftene er i dag. Dette indikerer at de fleste porteføljebedriftene er kommet over i kommersialiseringsfasen og er ferdig med produkt/teknologitvillingen. Flere av fondene har også i sine besvarelser gitt uttrykk for at kompetansebehovet er endret siden fondenes oppstart i tråd med at bedriftene har beveget seg over i en senere fase.

<sup>11</sup> Midt-Norge har ikke svart

Porteføljebedriftene ble på sin side bedt om å angi hvilken kompetanse de ønsket mer av. Resultatet kan leses av tabellen under;



Både fondene og porteføljebedriften synes enige om at markedsutvikling og kommersialisering av produktene er viktige suksesskriterier fremover og at det er her nødvendige ressurser må settes inn.

## 4 Analyse av såkornordningen

### 4.1 Tilførsel av privat kapital

Det er totalt investert i 140 porteføljebedrifter siden det første fondet ble etablert i 1998. Med unntak av Såkorninvest Midt-Norge som har investert i et stort antall bedrifter (53), ligger antall bedrifter investert pr. fond i området 13 – 22.

#### 4.1.1 Oversikt over investeringene

Tabellen under viser såkornfondenes samlede investering i porteføljebedrifter siden oppstart samt private kapital tilført fra andre investorer i samme periode.

| <b>Såkornfond</b>       | <b>Sum investert beløp<br/>(tall i mill. kr.)</b> | <b>Privat kapital fra andre<br/>investorer (tall i mill. kr.)</b> |
|-------------------------|---|---|
| START-fondet            | 227,3   | 400,4   |
| Såkorninvest Innlandet  | 28,8  | 23,8  |
| Såkorninvest Sør        | 21,4  | 86,3  |
| Såkorninvest Vest       | 36,1  | 197,2   |
| Såkorninvest Midt-Norge | 53,1  | 135,8   |
| Såkorninvest Nord-Norge | 29,4  | 104,0   |
| <b><i>SUM</i></b>       | <b>396,1</b>                                      | <b>947,5</b>  |

Såkornfondenes samlede investering i de ulike porteføljebedriftene er oppgitt til ca. kr. 396 millioner. Samlet tilførsel av privat kapital fra øvrige investorer i porteføljebedriftene er i samme periode oppgitt til å være ca. kr. 947 millioner.

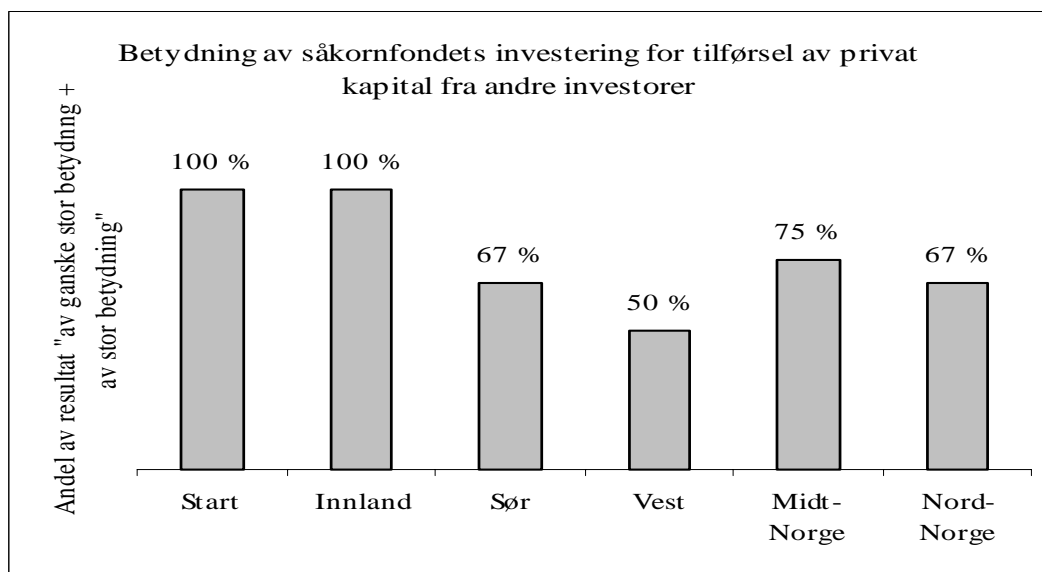
#### 4.1.2 Addisjonalitet

Det er videre lagt til grunn at statens investering utgjør 50 % av sum investert beløp fra såkornfondene. Dette tallfester statens "investering" til kr.198 millioner, mens den samlede tilførselen av privat kapital fra andre investorer utgjør kr. 1.145 millioner. Tilførsel av privat kapital er med dette i størrelsesorden 5,8 ganger statens investering.

Denne metoden sier imidlertid ingenting om såkornfondets investering var nødvendig for å tiltrekke annen privat kapital. For å kunne gi et bilde av dette er porteføljebedriftene spurt om hvor avgjørende investeringen fra såkornfondet var for finansieringen av bedriften.



Svarene for alle porteføljebedriftene er gjengitt under. Forskjellene er forholdsvis store fondene i mellom. Det kommer til uttrykk i tabellen under som viser hvor stor andel av porteføljebedriftene (fordelt pr. fond) som anser såkornfondets finansiering som av ganske stor og / eller stor betydning for finansieringen av bedriften



Med utgangspunkt i prosentsetningene over har vi søkt å estimere andelen av tilført privat kapital i porteføljebedriftene som ble tilført som en konsekvens av såkornfondets investering. Vi kommer da frem til et tall på tilført privat kapital på ca. kr. 750 millioner. Ved å legge til investert kapital fra private i såkornfondet får vi et anslag på totalt tilført privat kapital som følge av såkornordningen. Dette tallet er kr. 950 millioner. Ser vi dette i forhold til statens "investering" i såkornfondet på kr. 198 millioner gir dette en samlet multiplikator på 4,8.<sup>12</sup>

For hver krone staten har yttet i lån til såkornfondet har det med andre ord blitt tilført 4,8 private kroner. Dette vurderes å være bra, ikke minst de rådende markedsforholdene under store deler av investeringsperioden tatt i betraktning.

#### 4.1.3 Øvrige kommentarer

START-fondet har gått inn i prosjekter i tidlig fase hvor tilgangen på risikokapital er lav. Det er følgelig i tråd med forventningene at en høy andel av porteføljebedriftene anser det som avgjørende at såkornfondet kom inn på eiersiden for deres evne til å tiltrekke ytterligere kapital.

Når det gjelder Innlandet som også scorer høyt i forhold til dette spørsmålet er forklaringen en annen. Fondet trekker selv frem mangelen på risikovillig kapital i området (ikke bare i tidlig fase) som et problem, Såkornfondet har langt på vei har vært eneste finansieringskilde. Dette underbygges av at Innlandet er det fondet som i minst grad har klart å tiltrekke ekstern privat kapital til porteføljebedriftene. Konsekvensen er at fondet sitter med forholdsvis høye eierandeler i porteføljebedriftene.

<sup>12</sup> Dette er midler som har blitt investert i disse porteføljebedriftene som en direkte resultat av statens investering / risikoavlastning, men vi kan ikke utelukke at noen av disse midlene ville blitt investert i andre tidligfase bedrifter dersom ikke såkornordningen hadde vært der..

#### 4.1.4 Co-investering

Fondenes aksjonærer har i liten grad co-investert i porteføljebedriftene. Tilbakemeldinger tyder på at mangel på co-investering kan skyldes bl.a. følgende forhold;

- Stor grad av institusjonelle eiere i såkornfondet som ikke ønsker direkteinvesteringer i bedrifter
- Ikke mer risikokapital tilgjengelig
- Dårlige tider har svekket investeringsviljen og evne/vilje til å ta risiko

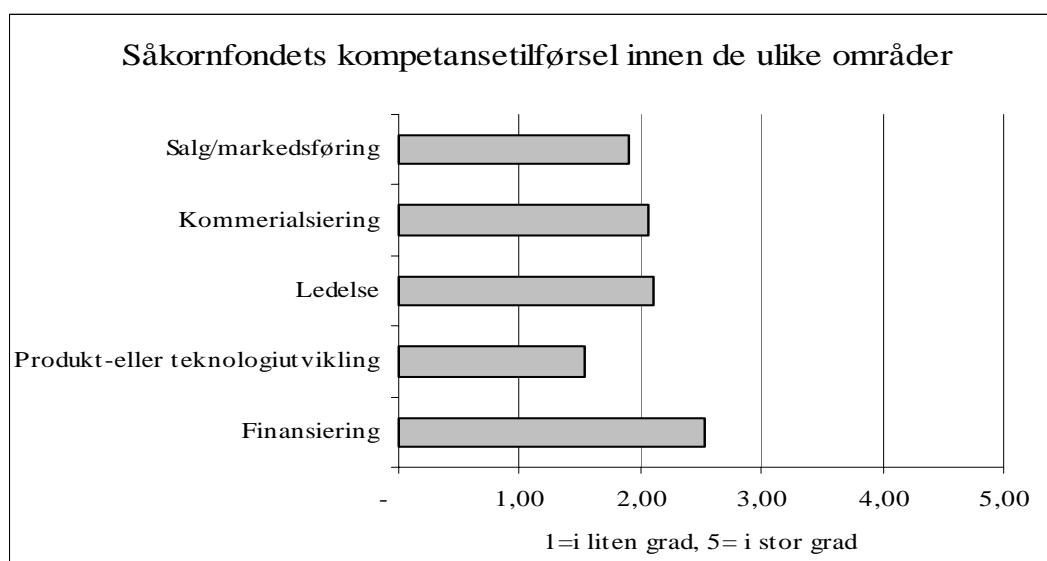
Verd å merke seg når det gjelder co-investering er at investorene i fondene ser ut til å være mer opptatt av muligheten til co-investering enn det såkornfondene antar. Det ser imidlertid ikke ut til at mangel på co-investering isolert sett har hatt negativ innvirkning på kapitaltilgangen til porteføljebedriftene.

#### 4.2 Kompetansetilførsel

En vesentlig målsetning ved etablering av såkornfondene var at fondene i sin investeringsvirksomhet skulle tilføre bedriftene såkalt ”kompetent kapital”. Det innebærer at fondene ikke bare skal tilføre kapital, men også tilføre bedriftene kritisk kompetanse som er nødvendig for å utvikle prosjektet til å bli en suksessfull bedrift med stort vekstpotensiale.

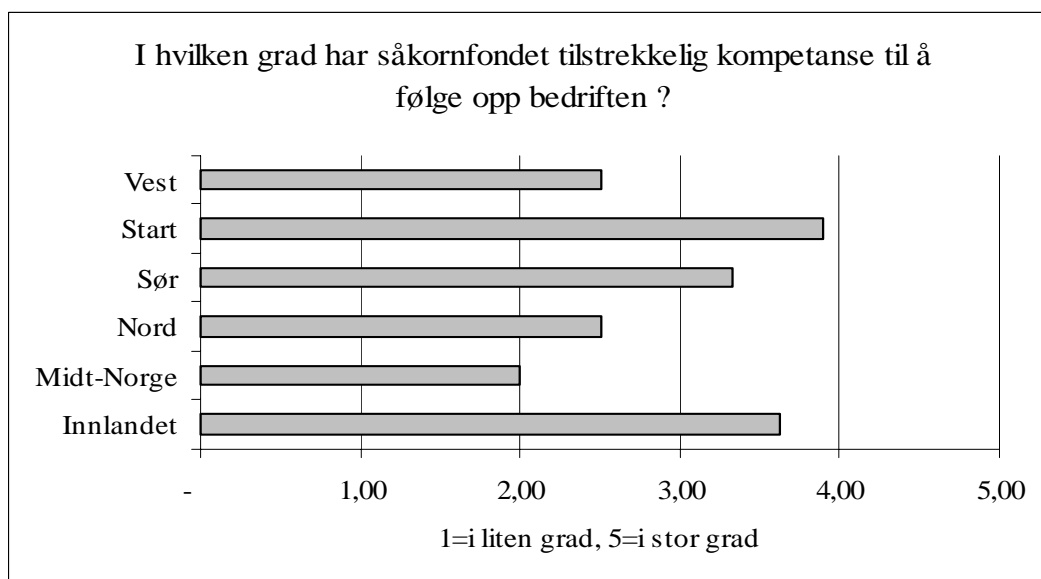
Kompetansetilførsel kan være kritisk for at den enkelte bedrift skal utvikle seg og nå sine mål for teknologi- og produktutvikling og deretter realisere sitt markedspotensiale. Dette innebærer også at tilførsel av kompetanse vil være viktig for at fondene skal ha en suksessfull forvaltning og oppnå god avkastning. Man må i utgangspunktet være god til å plukke de beste prosjektene og deretter tilføre kompetanse for å dyrke frem vinnerne.

Det er undersøkt i hvilken grad såkornfondene har tilført porteføljebedriftene kompetanse innenfor spesifikke områder. Svarene (for alle fondene) fremkommer av tabellen under.



Dette resultatet viser at såkornfondets kompetansetilførsel innen samtlige områder av porteføljebedriftene oppleves som forholdsvis beskjeden. Det området der fondene scorer høyest er på bistand til fremmedfinansiering.

Dette er imidlertid et område der forskjellene er store fondene i mellom. Porteføljebedriftene er spurt om i hvilken grad fondet har tilstrekkelig kompetanse til å følge opp bedriften. Det er lagt til grunn at porteføljebedriftene som har svart oppfatter såkornfondet som mer enn selve administrasjonen slik at en aktiv styreformann/styremedlem gir positiv uttelling for fondet. På den annen side vil et fond som i større grad har benyttet seg av eksterne styremedlemmer isolert sett kunne få en dårligere score da porteføljebedriften ikke forbinder vedkommende med fondet.

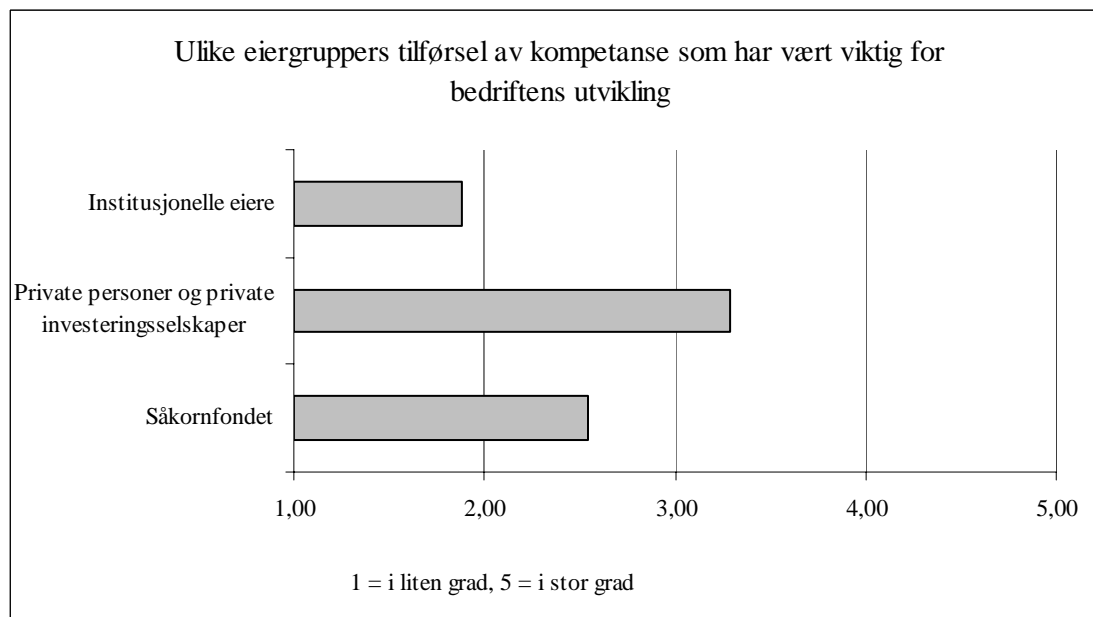


Bedriftene i START-fondet, Innlandet og til dels Sør synes godt fornøyd med kompetansetilførselen fra fondet. Midt Norge kommer dårlig ut av en slik sammenligning. Midt-Norge har liten kapasitet til å følge opp prosjektene. Kapasitet må være til stede for at fondet i tilstrekkelig grad skal få synliggjort kompetanse. Dette kan være en av forklaringene på den lave scoren.

#### 4.2.1 Kompetansetilførsel fra eiere

Porteføljebedriftene har gjennom undersøkelsen beskrevet verdien av kompetansetilførsel fra ulike eiergrupper.

Bidraget fra privat personer og private personers investeringsselskap er høyest mens institusjonelle eiere bidrar i minst grad. Resultatene er gjengitt i tabellen under



Dette understreker også viktigheten av å få inn private aksjonærer i porteføljebedriftene. Såkorninvest Sør har forholdsvis høy andel private personer og private investeringselskaper som aksjonærer. De scorer høyt på spørsmål knyttet til kompetansetilførsel til tross for at administrasjonen består av en person som har liten kapasitet til å følge opp investeringene. Det kan være nærliggende å tro at denne høye scoren også kan tilskrives innsatsen til noen aktive private aksjonærer.

De viktigste bidragsyterne til kompetansetilførsel er administrasjonen (forvalterne) av fondet, styremedlemmer og deres personlige nettverk. Kompetansen tilføres i første rekke ved at ovennevnte personer tar på seg styreoppdrag i bedriftene. Styrearbeidet er i perioder meget intensivt og personene blir i perioder langt mer involvert i driften enn styreposisjoner normalt innebærer. I en del tilfeller blir kompetanse også tilført gjennom konsulentoppdrag for bedriftene og ved at personer i fondets administrasjon går inn i bedriftene og gir støtte til daglig leder på viktige områder.

Andre kilder til kompetanse kunne vært såkalte såkornutvalg (som SND hadde som oppgave å opprette) eller andre grupper av kompetente personer. Undersøkelsen tyder imidlertid på at det er meget vanskelig å opprette slike "kompetansebanker" eller grupper av kompetente personer som kan bidra. Det må i praksis være en tilstrekkelig nærhet (eller kjennskap) mellom personen og den bedriften som skal ha bistand. Det kan være en tung og ressurskrevende oppgave å bidra med kritisk kompetanse i en bedrift i såkornfasen.

En nyetablert bedrift har ingen eller liten administrasjon og gründeren er kanskje en teknisk innrettet person eller oppfinner som ikke alltid ser de strategiske utfordringene. Det skal en kraftig motivasjon til for å gå inn i en slik bedrift for å bidra med kompetanse og man må være aktiv i utførelsen av oppgaven. Det har da vist seg i praksis at dette best løses av personer som står fondene nær, som ansatt, aksjonær eller styremedlem, eller i deres personlige nettverk.

SND hadde som en av sine oppgaver å etablere såkalte Såkornutvalg. Dette har ikke blitt gjort. Et såkornutvalg, opprettet på initiativ fra SND, hvor SND skulle være en

drivkraft i vedlikehold, nettverkbygging, møter, etc. ville trolig ikke fått den tilstrekkelige nærhet til fondene og deres investeringer. Det er vår vurdering at mangel på slike utvalg ikke har hatt nevneverdig betydning for såkornfondenes måloppnåelse.

#### **4.2.2 Forvalterkompetanse**

For å belyse hvordan ordningen har medvirket til å bygge forvalterkompetanse har vi sett nærmere på kritisk forvalterkompetanse for forvaltning av såkornfond. Først er det imidlertid viktig å se på bakgrunn for valg av forvaltermiljø ved etablering av såkornfondene.

Ved etablering av nye forvaltningsmiljøer er det vanlig praksis at organisasjonsmessige forhold (mennesker, systemer, rutiner etc.) etableres før midler til forvaltning kan søkes tildelt. De fleste oppdragsgivere vil likeledes gjennomføre en grundig vurdering av forvaltningsmiljø før et forvaltningsmandat tildeles.

Når det gjelder såkornfondene har prosessen vært en annen. Midler har blitt tildelt de ulike såkornselskapene/regionene først. Deretter har det vært opp til investorene og styret i fondene å velge egnede forvaltere eller et egnet forvaltningsmiljø. Så langt vi har erfart er det fra NHDs side ikke på forhånd definert krav til egenskaper hos forvalter og noen av fondene har hatt en problematisk prosess på dette området. Vi synes å se resultater av dette gjennom at flere av fondene har hatt en noe turbulent oppstartperiode med til dels store utskiftninger. I tillegg har de ulike regionene valg forvaltningsløsninger som avviker til dels betydelig.

Dette har ikke vært en tilfredsstillende fremgangsmåte. Uten at analysen kan påvise dette direkte, er det vår oppfatning at det i tidlig fase ble gjort investeringer og prosjektvurderinger som ikke var gode nok. Man hadde ikke tilstrekkelig kompetanse i alle fond. Dette har bedret seg.

I en eventuell ny tildeling av såkornmidler fra statens side vil en annen fremgangsmåte anbefales, hvor staten i langt større grad stiller krav til den forvaltningen som skal finne sted, bl.a. hvilken kompetanse et forvaltningsmiljø skal ha.

Som omtalt tidligere krever investeringer av egenkapital i bedrifter og prosjekter i tidlig fase spesiell kompetanse. Det er vårt inntrykk at det er bygget betydelig forvalterkompetanse gjennom det arbeid som er gjort i såkornordningen siden oppstart i 1998. I begynnelsen var det imidlertid noen av fondene som manglet den nødvendige kompetanse og spesielt Såkorninvest Nord-Norge, Såkorninvest Midt-Norge og Såkorninvest Sør ble etablert uten en erfaring fra lignende forvaltning.

Det er gjennom 3 – 5 års virksomhet nå opparbeidet en erfaring og kompetanse. Bortimot samtlige fond gir uttrykk for at lærekurven har vært bratt og at man i dag vektlegger noen områder sterkere enn før. Det området som særlig fremheves er vurdering av gründerne. Dette gjøres i dag langt mer omfattende og grundig enn i starten.

Av andre områder kan nevnes:

- Bruk av klart definerte milepæler for oppfølgingsinvesteringer
- På grunn av den store ressursbruken knyttet til den enkelte investering tenderer man i dag til større enkeltinvesteringer og vil unngå for små investeringer
- Bedre aksjonæravtaler
- Kartlegge exitmulighetene tydeligere på et tidlig tidspunkt

Selv om det nå finnes forvalterkompetanse i de ulike såkornfond, er det ikke klart at alle fond i dag har evnet å dokumentere en tilstrekkelig kompetanse til å få tildelt midler i en eventuell ny runde. Dette må underlegges en nærmere analyse før nye midler tildeles og det er viktig at staten stiller klare krav til dette. Det vi kan konkludere med så langt er at det i det største fondet, START-fondet, er etablert et større forvaltningsmiljø som ser ut til å ha gode forutsetninger for å gjennomføre en god såkornforvaltning. En del av de mindre fondene har man ikke i samme grad evnet å bygge en bred forvaltningskompetanse, men har sterke individuelle kvaliteter. Her kan Såkornfond Innlandet trekkes frem. De har etablert en god kompetanse tilpasset sitt marked med fokus på ledelse og kommersialisering.

For såkornordningen samlet sett er konklusjonen at kompetansen er ulikt fordelt og at dette bør vektlegges i en eventuell ny tildeling av midler.

## 4.3 Prosjektens fase og risiko

### 4.3.1 Bakgrunn

Et vesentlig spørsmål i evalueringen er om såkornfondene har investert i bedrifter i riktig fase ("såkornfasen") og om fondene derved har tatt den risiko de var forutsatt å ta. Det er prosjektets fase på investeringstidspunktet som her skal vurderes. Fondene har anledning til å sitte i bedriftene til etter at de har forlatt "såkornfasen" og følge med bedriftene i kommersialiserings- og ekspansjonsfasen så fremt dette er nødvendig for å oppnå et suksessfullt salg.

I St. prp. Nr. 1 (1997-1998) for NHD er følgende formulert: *"Såkornfondene skal gå inn i risikoprojekter med stort verdiskapningspotensial. Prosjektene skal være i en tidlig fase hvor det ordinært er vanskelig å oppnå finansiering i egenkapitalmarkedet."*

I avtalen NHD 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"*.<sup>13</sup>

Det er altså et mål for fondene å investere i innovative prosjekter. Med innovativ forstås normalt "fornyende", et prosjekt som er bygget på en idè, teknologi eller produkt som representerer en nyskaping. Det skal videre være kunnskapsbaserte prosjekter, som kanskje kan settes i motsetning til rene "Petter Smart –

---

<sup>13</sup> Avtaleteksten varierer noe for de ulike fond. Ordet "innovativ" er for eksempel ikke brukt i Startfondets avtale

oppfinnelser". Prosjektene skal være basert på forskning eller tillært kunnskap innenfor et område, som kan gi en konkurransefordel.

Videre står det i avtalen mellom såkornfondene og NHD "1. Generelt.... Selskapet skal utelukkende investere i såkornbedrifter....., dvs. bedrifter i en tidlig utviklingsfase med høy risiko og høy potensiell avkastning/verdiskapning."

Ord som "tidlig fase" går igjen flere steder og er relatert til en fase *hvor det ordinært er vanskelig å oppnå finansiering i egenkapitalmarkedet.*

### **4.3.2 Fondenes forståelse og tolkning av mandatet**

Det er ikke gitt en entydig og klar definisjon av hvilken "fase" i bedriftenes livssyklus såkornfondene skal investere i. De formuleringer som er gitt både i bakgrunns materialet i proposisjonene og i avtalen med såkornfondene gir rom for en forholdsvis vid tolkning. Formuleringen gir lite begrensninger i forhold til å delta i svært tidlig fase i et prosjekt. Her kan man investere i et prosjekt på idè-stadiet, så sant idèen er nyskapende. I forhold til senere faser av bedriftens livssyklus ligger begrensningen i at det skal være i "tidlig fase", men de fleste vil hevde at både produkt- og teknologiutvikling, kommersialisering og tidlig markedsekspansjon er omfattet av formuleringene.

### **4.3.3 Er det investert i riktig fase?**

Diskusjonen omkring hvilken fase prosjektene er i er viktig av to årsaker. For det første er det langt vanskeligere å oppnå finansiering i den norske kapitalmarkedet i en tidlig fase. Dette har igjen sammenheng med risikoen i prosjektene. For det andre tar investorene en langt høyere risiko enn i senere fase, hvor man har ferdig utviklet teknologi. Det er vanskeligere å "plukke vinnerne" blant prosjektene i tidlig fase og den høyere risikoen skal være forbundet med større avkastningspotensiale dersom prosjektet lykkes.

I gjennomgangen av de ulike fondenes porteføljer fremkommer det ganske store forskjeller i hvilken "fase" fondene investerer i prosjektene. Det er forskjell i hvordan investeringene ble gjort i starten i forhold til hva som er gjort siste år. De siste investeringene som er gjort bærer preg av å være i senere fase enn de første investeringene. Dette har igjen sammenheng med den negative markedsutviklingen i perioden 2000 – 2002 og det faktum at muligheten for finansiering i markedet ble vanskeligere i denne perioden, også for prosjekter som har kommet langt i utviklingen.

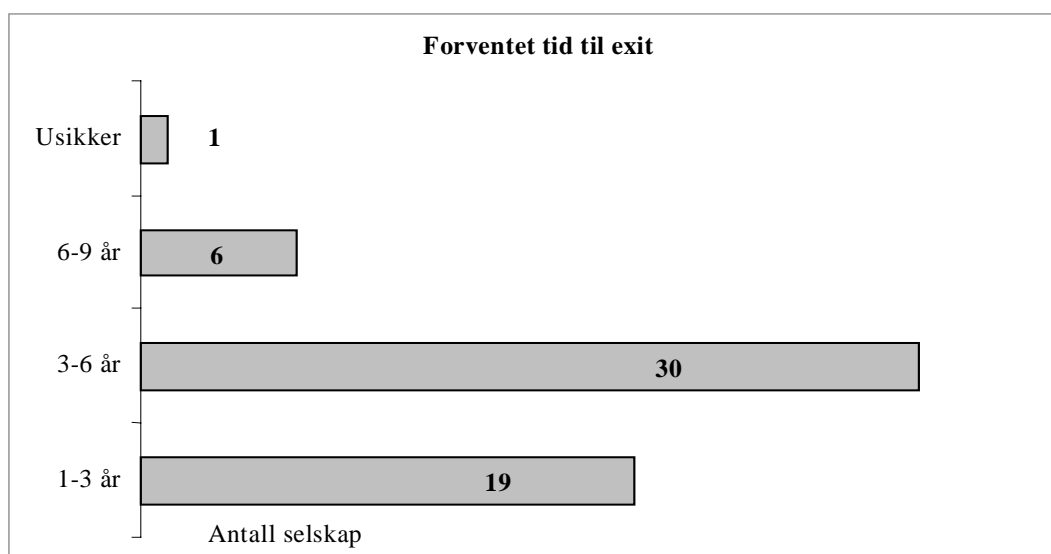
Såkorninvest Midt-Norge ser ut til å skille seg ut ved at de har investert i meget tidlig fase. De investerer ofte i bedrifter i forbindelse med oppstart, før produkt og teknologi er utviklet. Såkorninvest Midt-Norge (SIM) er forvaltet av Leiv Erikson Nyfotek (LEN) og har en unik nærhet til forskningsmiljøene SINTEF og NTNU. Ca. 80 % av SIMs portefølje består av prosjekter som springer ut av disse forskningsmiljøene. SIM har en meget god tilgang på potensielle prosjekter (prosjektflyt) som kan tilfredsstille en såkorndefinisjon. Dette er innovative prosjekter med stort verdiskapingspotensiale, ofte i form av ny teknologi. Prosjektene har også ofte et internasjonalt vekstpotensiale. Det er aktive FORNY-miljøer i tilknytning til NTNU og SINTEF og særlig sistnevnte fremheves for å komme frem med godt gjennomarbeidede prosjekter. SIM har dermed muligheter til å investere i tidlig fase og fordi prosjektflyten er stor har de også en mulighet til å oppnå en diversifisering av sin risiko på mange prosjekter.

På samme måte ser START-fondet ut til å ta produkt- og teknologiutviklingsrisiko i sine prosjekter. START-fondet har en portefølje som består av færre investeringer enn SIM, men som også er i forholdsvis tidlig fase. START-fondet har ingen regionalbegrensning og har hatt en meget omfattende prosjektflyt. De har derved hatt noe av den samme muligheten som SIM til å oppnå en diversifisering av sin risiko og har derved kunnet ta høy risiko i flere prosjekter knyttet til teknologi- og produktutvikling.

De øvrige fondene har i større grad investert i bedrifter på et senere stadium. For de fleste av disse prosjektene gjelder at produktene/teknologien er nær ferdig utviklet og at bedriftene har kommet til kommersialiseringsfasen. Såkorninvest Innlandet har et vesentlig annet marked innenfor sin region (Hedmark/Oppland) og har en mer beskjeden prosjektflyt. Det finnes ikke universiteter i Hedmark/Oppland og forskningsmiljøene er av mer beskjeden størrelse. De prosjektene som finnes er i mindre grad knyttet til ”innovativ teknologi med stort (internasjonalt) verdiskapingspotensiale” av helt naturlige årsaker og fondet har derved funnet det vanskelig å gå inn i en svært tidlig fase i slike prosjekter fordi de ikke evner å finne tilstrekkelig risikospredning. Fondet foretrekker derfor å investere i noe senere fase hvor produktrisikoen er lavere og fokus i første rekke er knyttet til kommersialisering og markedsføring av produktene, selv om det finnes en del investeringer i tidlig fase også her. Dette innebærer dels at fondet tar noe lavere risiko og dels at avkastningspotensialet i det enkelte prosjekt blir lavere. Dette representerer en lokal tilpasning av investeringsvirksomheten som er fornuftig og riktig.

For Såkorninvest Sør er situasjonen i stor grad den samme som for Innlandet. For Såkorninvest Nord og Såkorninvest Vest finner vi også at investeringene i hovedsak er gjort i senere fase enn for Start og Midt-Norge, selv om disse fondene skulle ha en god tilgang til prosjekter fra Høgskolene i Stavanger og Bodø og Universitetene i Bergen og Tromsø. Dette kan skyldes at det ikke i tilstrekkelig grad er etablert et tett samarbeid med universitetene, men kan også ha andre årsaker.

For ytterligere å vurdere hvilken fase fondene har investert i kan det vises til fondene opplysninger om hvor lenge forventet tid til exit er for de ulike porteføljebedriftene<sup>14</sup>.



<sup>14</sup> Midt-Norge har ikke svart



Tatt i betraktning at dette skal være tidligfase investeringer er det en forholdsvis høy andel av bedriftene hvor exit forventes å inntreffe om 1-3 år. Dette er slik vi ser det også en indikasjon på at såkornfondene har gått inn i prosjekter i noe sen fase.

I forhold til EVCA's definisjon av såkornfond, jfr. "Internasjonal definisjon av såkorn", så har ingen av de norske såkornfondene investert kun i bedrifter på et så tidlig stadium. Såkorninvest Midt-Norge er de som kommer nærmest opp til den internasjonale definisjonen for sin virksomhet, men trolig kun for en del av sine porteføljebedrifter.

Den norske betydningen av "såkornfond", slik meningen med dette begrepet er uttrykt i bakgrunnsdokumentene for såkornordningen og i avtalen mellom NHD og fondene, omfatter trolig hele det spekteret som hos EVCA kalles "Early stage". Basert på den porteføljegjennomgangen som er gjort finner vi da at kun en liten del av porteføljen ligger innenfor "Seed"-fasen. Ytterligere en liten del ligger innenfor "Early-Start-up", mens hoveddelen av investeringene er gjort i det som etter ovennevnte definisjoner kan kalles "Late Start-up" eller "Other Early stage".

#### **4.4 Lånebetingelser og statens risikoavlastingsmodell**

Statens ansvarlige lån til fondene er forrentet med 12 mnd. NIBOR + 3 %-poeng. Dette er ansvarlig lånekapital til såkornfond som er ment å ta høy risiko. Dersom man relaterer dette til det åpne markedet for finansiering av ansvarlige lån med høy risiko kan kostnaden neppe karakteriseres som spesielt høy.

En innvending kan være at den marginen man etablerte over NIBOR var akseptabel så lenge rentenivået var 6 – 7 % (et tillegg på ca. 50 % av nominell rente) men at man i dag, med 12 måneders NIBOR på 3 % får et uforholdsmessig høyt tillegg.

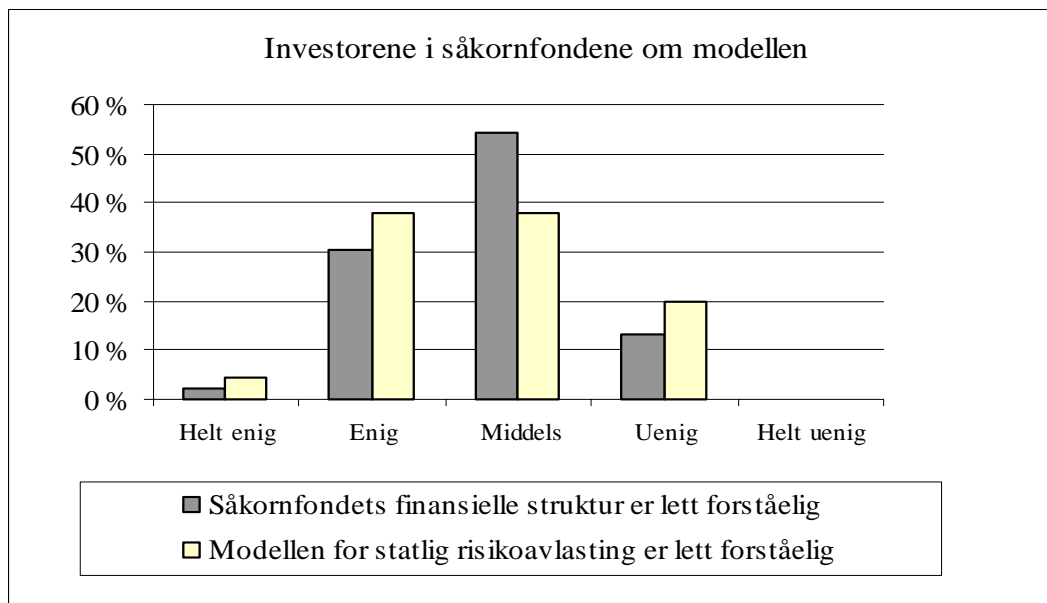
Størrelsen på det statlige ansvarlige lånet er maksimert til størrelsen på innbetalt aksjekapital. Det har vært noe ulik praksis i fondene, noen fond har trukket opp det statlige lånet samtidig som investeringene er gjort, mens andre fond har "forskuttert" finansiering av investeringene med sin aksjekapital og har en trekkmulighet i bakhånd for lånekapital. Dette er en tilpasning som er gjort for å spare rentekostnader.

Over en forventet 15 års livssyklus for et såkornfond blir det statlige lånet kostbart. På det tidspunktet lånet er trukket opp tilsvarer det statlige lånet en årlig avkastning på egenkapitalen på NIBOR + 3 % og om man relaterer NIBOR til risikofri rente, vil dette innebære en margin (meravkastning) over risikofri rente på totalkapitalen (aksjekapital + ansvarlig lån) på ca. 1,5 %. På den annen side har staten tilbudt en tapsavskrivning av det ansvarlige lånet på inntil 25 % av lånet. Dette kan benyttes til tapsavskrivning med et beløp tilsvarende avskrivning av egenkapitalen, knyttet til konkrete prosjekter som går konkurs eller som kan avskrives med endelig virkning etter avvikling. Dette gir fondene en mulighet til å redusere gjelden sammen med tapsavskrivninger mot egenkapitalen og staten avfinner seg med at deler av (1/4) det ansvarlige lånet har samme prioritet som aksjekapital, hvilket ikke er vanlig for ansvarlige lån. Dersom fondet senere har suksess med sine investeringer og oppnår gevinster vil likevel den avskrevne del av det ansvarlige lånet ikke betales tilbake.

En annen viktig faktor ved dagens modell er at staten da ikke tar del i forvaltningsomkostningene i fondet. Som kreditor tar man ikke del i fondets omkostninger (med unntak av tapsavskrivninger) og disse blir i sin helhet belastet aksjonærene over driften. Dette betyr at en årlig forvaltningskostnad på 3 % av

forvaltningskapitalen (som flere av fondene har) vil utgjøre 4 – 6 % av aksjekapitalen, avhengig av hvor mye man har trukket på det ansvarlige lånet. I tillegg skal det betales renter av det ansvarlige lånet.

Ingen av fondene hevder at statens risikoavlastningsmodell var for komplisert eller for vanskelig å forstå. Når investorene blir spurt om det samme peker svarene i samme retning. Det er imidlertid en forholdsvis stor andel av investorene som ikke kan si seg helt enig i at modellen har vært lett forståelig og/eller at fondets finansielle struktur er lett å forstå. Tatt i betraktning at en av hovedmålsetningen med ordningen har vært å tiltrekke privat risikovillig kapital burde dette forholdstallet vært høyere.



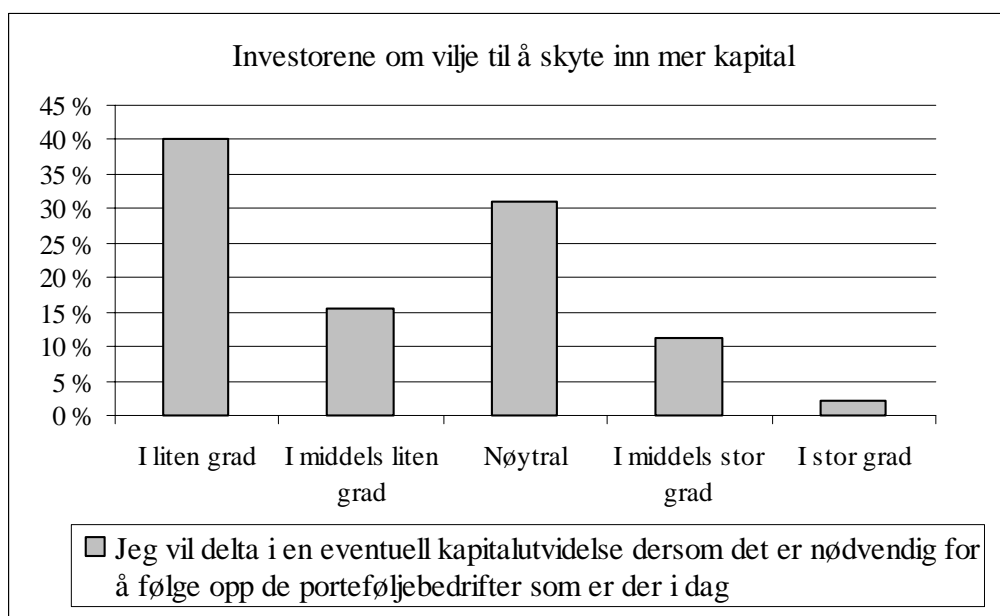
En innvending som kommer frem i samtaler med NHD og SND er at det ser ut til å ha vært uklare oppfatninger omkring tolking av reglene knyttet til tapsavskrivning av lånet. Dels har dette knyttet seg til når et tap skal sies å være konstatert og dels har det knyttet seg til de av fondene som har valgt å utsette opptrekk av det ansvarlige lånet for å spare rentekostnader. Noen har kun trukket opp den 25 % - andel som motsvarer tapsfondet (den ¼ av lånet som kan avskrives mot tap). NHDs klare tolking er at det er 25 % av et reelt lån som kan avskrives og ikke 25 % av et bevilget ansvarlig lån som ikke er benyttet fullt ut. Låneavtalen har ikke regulert dette særskilt og det er en unødvendig uklarhet som SND burde brakt klarhet i på det tidspunkt SND så hvordan fondene praktiserte trekk på det ansvarlige lånet. SND, som administrator av det ansvarlige lånet, har tillatt en fleksibel bruk av lånerammen og har vært representert i fondenes styrer som diskuterte slike tilpasninger. Det er utilfredsstillende at dette spørsmålet ikke har blitt avklart tidligere.

Det er en klar tilbakemelding fra samtlige fond, fra fondene styreformenn og fra investorene i fondene at den eksisterende modell for statens risikoavlastning ikke kan kopieres i en eventuell ny etablering av såkornfond med deltakelse fra private investorer.

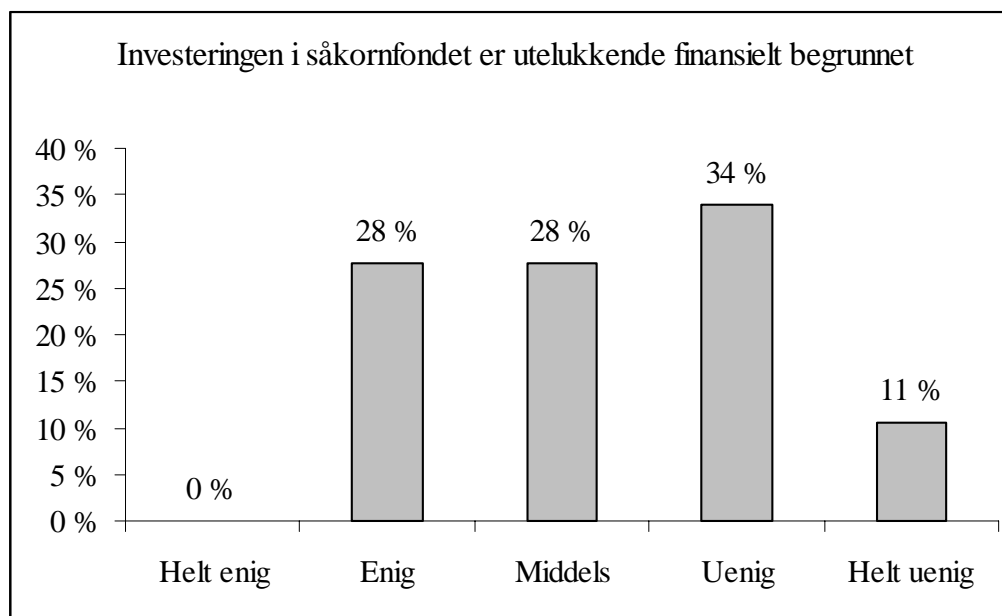
Det er tre områder som særlig fremheves.

- Risikoavlastningen er for liten. Staten har i sin avtale akseptert at  $\frac{1}{4}$  av det ansvarlige lånet kan avskrives mot konstaterte tap på konkrete prosjekter. Dette oppfattes dels å være for lite og dels har det vært uenighet om hvor mye som skal til for at et tap skal kunne "konstateres" (skal det være tilstrekkelig med en regnskapsmessig forsvarlig tapsnedskrivning eller må det åpnes konkurs eller lignende i bedriften).
- Gjennom den etablerte modell tar staten ikke del i kostnadene til å forvalte fondenes porteføljer. Sårkornmidler er meget kostbart å forvalte fordi hver investering krever en meget tett og detaljert oppfølging. Slik ordningen fungerer i dag går driftskostnadene direkte på fondenes resultater og aksjonærene bærer disse alene. Staten, som eier 50 % av kapitalen i fondene, tar ikke del i finansiering av driftskostnadene. Dette bør også ses i lys av at fondene bygger viktig forvaltningskompetanse som har samfunnsmessig betydning for fremtidig finansiering av bedrifter.
- De ansvarlige lånene er for dyre. Renten på de ansvarlige lånene er satt til 12 mnd. NIBOR med tillegg av 3 %-poeng. Dette oppfattes som særlig dyrt i dag, etter at renten har falt kraftig og nominell 12 måneders rente ligger på 3 %.

Den manglende viljen fra investorene sin side til å gå inn med mer kapital gitt dagens modell kommer også til uttrykk når investorene blir spurt om de vil skyte inn mer kapital i dagens bedrifter. Svarene fremgår av figuren under. Så mange som 55 % av investorene sier at de i liten eller middels liten grad vil tilføre med kapital.



Det er flere grunner til at investorene i sin tid gikk inn som aksjonærer i såkornfondet. Det er vårt inntrykk at ikke alle var fullt ut klar over hva denne typen investeringer innebar. De første emisjonsrundene bar til en viss grad preg av en regional dugnad. Investorene bekrefter dette når de blir spurt om investeringene utelukkende var finansielt begrunnet. Deres svar er gjengitt i tabellen under og viser at kun 28 % av investorene er enig i at investeringen var finansielt begrunnet.



#### 4.5 Fondenes størrelse

Fondenes størrelse reiser flere problemstillinger. Dette kan dels gå på kapasitet i forhold til hvor store prosjekter fondene kan delta i, dels på kostnadene knyttet til forvaltning av fondene og dels på størrelse på fondenes administrasjon (forvaltningsteam).

##### 4.5.1 Prosjektstørrelse

Såkorntfinansiering skjer ofte i flere etapper, ved at fondene er med på en oppkapitalisering av et prosjekt i tidlig fase for deretter å "fylle på" med ytterligere egenkapital etter hvert som prosjektet utvikles. Det kan ta lang tid å utvikle et prosjekt og samtlige fond gir uttrykk for at tiden fra første investering til mulig exit har vist seg lengre enn de forutsatte ved oppstart i 1998/99. I de opprinnelige planene for fondene så man for seg at kapitalen i fondet kunne "rulleres" flere ganger i løpet av fondets forutsatte levetid på 15 år. Dette er ikke en realistisk forutsetning i dag.

Fondene opplever ofte at de blir tvunget til å delta med ytterligere investeringer i prosjekter etter at bedriften har forlatt "såkornfasen" for å beskytte sin investering og hindre at man blir utvannet til en lavere eierandel. Opprinnelig så man for seg at det skulle være et marked av privat venturekapital som stod klar til å overta prosjekter fra såkornfondenes porteføljer etter hvert som disse forlot "såkornfasen", men slik har det ikke vært så langt.

Erfaringer er at fondene må sitte lengre med sine investeringer og delta i en mer omfattende finansiering av bedriftene i senere fase. Dette medfører at fondene må allokere en større del av sin kapital til oppfølging av eksisterende portefølje. Det er

pr. i dag 3 fond som har innført investeringsstopp som følge av dette og holder av ca. 50 % av sin kapital til slik oppfølging.

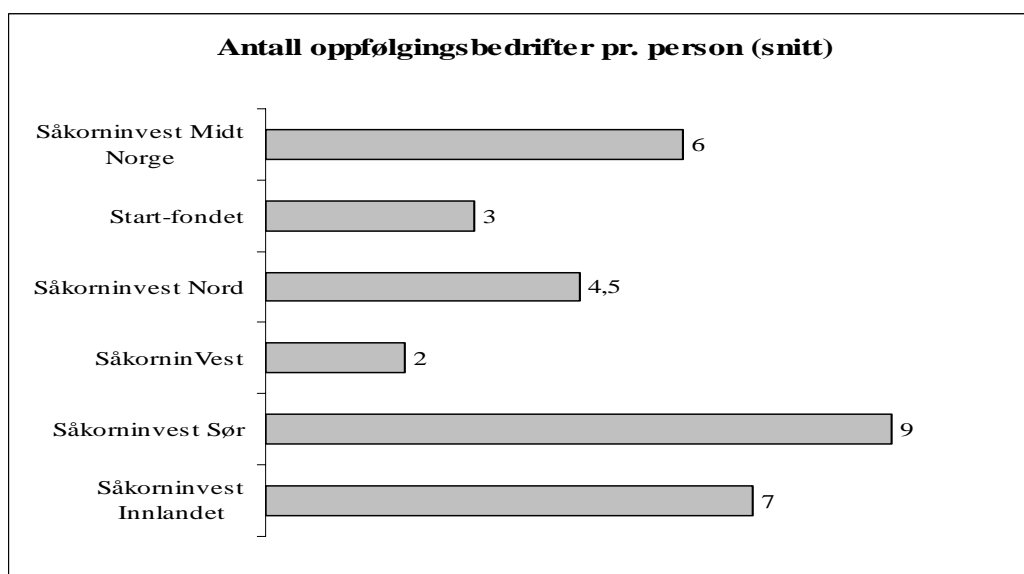
Fondene har i undersøkelsen gitt uttrykk for to ulike kapasitetsbegrensninger. Noen av fondene melder om kapasitetsproblemer i form av kapitalstørrelse. Dette medfører at fondene må si nei til investeringer i gode prosjekter fordi prosjektene er for store. Fondene har investert i størrelsesorden Kr. 21 til 53 mill. (ex. Start) og ønsker å spre sine investeringer på en rekke prosjekter. Dette medfører at fondene setter begrensninger for største tillatte investering, typisk til kr. 5 – 7 mill. og gjennomsnittsinvesteringen er på ca. 2,8 mill. kr. Holder man START-fondet utenfor også her faller størrelsen på gjennomsnittsinvesteringen til ca 1,2 mill. kr. Fordi man har erfart behovet for omfattende oppfølgingsinvesteringer gir dette også ytterligere begrensninger på hvor stor første investering kan være.

På den annen side ønsker fondene å ta en forholdsvis stor eierandel i de bedriftene de investerer i. Dels bør størrelsen på investeringen være tilstrekkelig til at fondet kan forsvare å bruke store ressurser på oppfølgingen. Fondet skal være en aktiv eier og tilføre bedriftene kompetanse. Dels ønsker fondene å ha en så stor eierandel at de får innflytelse i bedriften, kan kreve styreplass, etc. De fleste fond oppgir en eierandel på 20 – 40 % som ideell. Dette medfører i praksis at fondenes første investering ikke kan være større enn 2 – 3 mill. som et maksimum. Skal dette utgjøre ca. 30 % av bedriften, tilsier det at fondene ikke kan investere i prosjekter som har en kapitalisert verdi over ca. kr. 6 – 9 mill.

#### 4.5.2 Saksbehandlerkapasitet

Andre melder om kapasitetsproblemer i forhold til saksbehandlerkompetanse. Det er ikke tilstrekkelig bemanning i fondet (eller forvaltningsselskapet) til å gjøre ytterligere investeringer. Såkornfinansiering krever en meget aktiv oppfølging fra fondenes side og en enkelt porteføljeforvalter kan nå sin maksimale kapasitet allerede ved 4-6 investeringer/bedrifter.

Som figuren under viser er det store forskjeller fondene i mellom hva angår kapasitet til å følge opp bedriftene.



At man har for få forvaltere ansatt til å forvalte fondet går tilbake igjen til fondets størrelse. Dersom fondet hadde hatt større kapitalbase kunne man ansatt flere forvaltere. Såkorninvest Sør er det fondet som har minst kapitalbase. Men bare en ansatt er det ikke kapasitet til å øke antall investeringer i fondet. Det vil ikke være kapasitet til å følge opp flere porteføljebedrifter. På den annen side har Vest tilsynelatende god kapasitet i forvaltningsorganisasjonen, men likevel få prosjekter i porteføljen. Dette har sammenheng med at fondet har hatt et par svært krevende prosjekter som har bundet mye kapasitet. Såkorninvest Midt-Norge oppgir også at de nå møter kapasitetsproblemer. De har langt flere prosjekter i sin portefølje enn de øvrige fondene. Denne typen kapasitetsproblemer utgjør dels et hinder for fondenes evne til å vurdere nye prosjekter fortløpende og dels evnen til å følge opp eksisterende porteføljebedrifter. Det mest alvorlige er at fondene ikke evner å tilføre kapital til nye prosjekter og derved bremser den stimulans ordningen skal være.

### 4.5.3 Kostnader

Med unntak av START-fondet så har fondene mellom kr. 60 og 120 mill. i forvaltningskapital. Såkorninvesteringer er som beskrevet andre steder i rapporten en meget ressurskrevende forvaltningsform. Store ressurser er kostbare og det er derfor uheldig om fondene blir for små. Da vil det ikke være en tilstrekkelig kapitalbase å fordele kostnadene på. To av fondene har en forvaltningsavtale som innebærer en forvaltningskostnad på ca. 3 % av fondets totalkapital og i tillegg 2 % av faktisk investert beløp. I tillegg skal fondet dele en del av eventuell positiv avkastning med forvalter.

| Kostnad   | % | % av totalkapital<br>(Aksjekap.+ ansv.lån) | % av<br>aksjekapital |
|---|---|--|----------------------|
| Fast forvaltningshonorar av totalt kommitert beløp (Aksjekapital + ansv. Lån) | 3 | 3  | 6                    |
| Forvaltningshonorar honorar av investert beløp*                               | 2 | 1  | 2                    |
| Margin statlig ansvarlig lån*   | 3 | 1,5  | 3                    |
| Sum   |   | 5,5  | 11                   |

\*) Forutsatt at fondet har investert 50 % av totalkapitalen og at statens ansvarlige lån utgjør 50 % av denne.

Ovenstående modell er brukt av Såkorninvest Midt-Norge og Nord-Norge.

Dette blir en dyr forvaltning. Vi har ingen forutsetning for å si at managementselskapene tar for mye betalt for den oppgaven de utfører, men kan konstatere at kostnadsbildet vanskelig kan gi lønnsomhet for investorene.

Med denne kostnadsbasen må altså aksjonærene i såkornfond ha en forventning om en avkastning på sin aksjekapital som ligger godt over 11 % over risikofri rente for at investeringen skal være lønnsom. Alternativet er å sette pengene i banken og oppnå NIBOR-avkastning risikofritt.

START-fondet, som er lang større, har valgt en annen modell. Der er forvalterne og administrativt personell ansatt direkte i såkornselskapet og forvaltningskostnaden tilsvarer de direkte påløpte kostnadene. Forvaltningskostnadene her har ligget i

størrelsesorden 2,5 – 3 % av kapitalen med tillegg av margin ansvarlig lån (mot tilsvarende 5,5 % i tabellen over). Såkorninvest Sør har en tilsvarende modell. Såkorninvest Innlandet og Såkorninvest Vest har en annen modell, hvor et forvaltningsselskap har en avtale om kompensasjon som tilsvarende de faktiske kostnadene til forvaltningen av fondet. Disse ligger på omtrent 3 % av total kapitalen, 6 % av egenkapitalen.

Internasjonalt (bl.a. av EVCA) blir det indikert at forvaltning av venturefond bør koste ca. 2 – 3 % pa. og kostnadene har falt noe de senere år. Såkornforvaltning er en mer kostbar investeringsvirksomhet enn venturekapitalforvaltning i senere fase. Dette betyr at man kan forsvare å ta mer betalt for denne oppgaven og i forhold til EVCAs prisintervall ligge i øvre del som en indikasjon.

I en eventuell ny tildeling av såkornmidler bør man ha fokus også på kostnadene for å unngå slike modeller som vist i tabellen over. Dette kan gjøres enten gjennom etablering av større fond eller gjennom en samordning av forvaltningen blant flere fond, slik at man kan oppnå synergier på for eksempel administrative oppgaver. Videre bør staten vurdere å ta del i omkostningene knyttet til forvaltning og administrasjon av fondet.

#### **4.6 Geografisk avgrensning av fondenes virkeområde og lokalisering av administrasjon**

Under kapittelet om Såkornordningen ble den geografiske diversifiseringen av fondenes virkeområder og betydningen av lokalisering beskrevet.

Den geografiske avgrensningen av fondenes virkeområde har til en viss grad medført en geografisk spredning på investeringene i såkornordningen. Samtlige fylker er representert, men mange med en meget lav andel. Nærmere 60 % av investeringen finner vi i Oslo, Akershus og Trøndelag. 85% av investeringene ligger i fylkene Oslo, Akershus, Trøndelag, Rogaland, Vestfold, Agder og Hordaland.

Noen av fondene opplyser at det eksisterer et visst press for å spre investeringer til alle fylker innenfor sitt ansvarsområde. Dette har i noen tilfeller ført til marginale investeringer, som ellers ikke ville blitt gjort.

I bakgrunns materialet for opprettelsen av såkornfond er det sagt at prosjekter skal finnes og investeres i "uavhengig av hvor de oppstår". Avgrensningen har gitt en tydelig geografisk spredning, men har ført til en skjev fordeling i forhold til "hvor prosjektene oppstår". Pr. i dag er det flere fond som er fullinvestert og som ikke har mer kapital tilbake for nye investeringer, mens andre fond har ledig kapital som kan investeres i nye prosjekter. Den geografiske avgrensningen blir da et hinder for at prosjektene skal finnes uavhengig av hvor de oppstår. START-fondet, som kom først i gang med sin investeringsvirksomhet har vært fullinvestert siden august 2002. I det tett befolkede Østlandsområdet som også har flere betydelige forskningsmiljøer har det siden august 2002 ikke vært investert i nye prosjekter til tross for at det har vært slike. I noen av de regionale fondene har det i samme periode vært ledig kapital for investeringer.

Lokalisering av fondets administrasjon innenfor sin region har i noen regioner hatt en stor betydning, mens det for andre ikke har hatt samme betydning. Det er tidligere vist at noen av fondene har en stor konsentrasjon av sine porteføljen med nær geografisk tilknytning til egen lokalitet. Følgende mønster ser ut til å tegne seg ;

Fond med lokalisering i de store byene som Oslo, Trondheim og Stavanger ser ut til å ha en større andel av investeringer i sitt nærområde enn fond med beliggenhet i de mindre byene (Bodø, Grimstad og Hamar).

Fond med beliggenhet nær store universitetsmiljøer tenderer til å investere i sitt nærområde med prosjekter som springer ut fra disse miljøene. Dette gjelder først og fremst Midt-Norge og START-fondet. SåkorninVest har en geografisk spredning på sine investeringer, men har få investeringer knyttet til Universitetet i Bergen, som ligger innenfor fondets region. Dette har trolig sammenheng med at fondet er lokalisert i Stavanger.

Såkorninvest Innlandet ser i større utstrekning ut til å ha spredd sine investeringer innenfor regionen og har ikke en konsentrasjon på Hamar, hvor administrasjonen ligger. Det er på den annen side ikke et spesielt forskningsmiljø eller annen særlig prosjektflyt fra Hamar by.

Det ser ut til å være en sammenheng mellom administrasjonens lokalisering og prosjektenes beliggenhet. Dette er ikke unaturlig. Fondenes har lettere for å fange opp prosjekter i sitt nærområde og er ofte bedre kjent i lokalmiljøet enn i de ytre deler av sin region.

#### **4.7 Forholdet til FORNY**

Følgende fond har slik vi ser det et aktivt forhold til og samarbeid med FORNY;

- Såkorninvest Midt –Norge (samarbeid SINTEF/NTNU)
- Såkorninvest Nord (samarbeid Forskningsparken i Tromsø)
- START-fondet (samarbeid ulike universiteter)
- SåkorninVest (samarbeid Forinnova (Sarsia/Bergen) og Precubator (Kunnskapsparken i Rogaland))

Innlandet har ikke noe samarbeid med FORNY ettersom det ikke er noen FORNY-aktør i regionen. Når det gjelder Såkorninvest Sør er det i liten grad et samarbeid med FORNY. Veldig ulik oppfatning av pris oppgis bl.a. som årsak til mangelen på felles prosjekter. Både START-fondet og Nord-Norge har en del prosjekter i sin portefølje som har vært gjennom FORNY-programmet. I Midt-Norge gjelder dette svært mange av fondets porteføljebedrifter. Dette har trolig sammenheng med at fondet er forvaltet av Leiv Erikson Nyfotek (LEN), som også er FORNY-administrator og arbeider integrert med prosjektene fra FORNY-fasen, (dels via Inkubator-opphold i LEN) til såkorninvesteringer.

#### **4.8 SND som forvalter av Statens risikokapital**

SND valgte innledningsvis å sette inn personer fra SND sentralt i de ulike styrene i såkornfondene. Dette fungerte godt for de fleste såkornfond og fondene hadde en opplevelse av at de hadde et godt og relevant ”talerør” mot sentrale myndigheter gjennom styrerepresentantene. Det gis på den annen side uttrykk for at SND ikke har tatt en sterk rolle som ”administrator” av statens engasjement. SND har ikke etablert klare og effektive krav til innhold i rapportering fra fondene og det er ikke etablert periodiske rapporteringsrutiner utover årlig regnskapsrapportering. Vi finner videre at fondene ikke følger de samme regnskapsprinsipper og en sammenligning eller konsolidert oppstilling av regnskap eller annen rapportering blir derfor vanskelig. Gjennom samtaler med representanter for SND finner vi at det eksisterer en meget god kunnskap om fondene, deres porteføljer og hvordan disse drives, men denne



kunnskapen er ikke nedfelt i en systematisert oppfølging. Dette medfører at tilbakemeldingene til NHD i forhold til såkornordningens utvikling blir av dårligere kvalitet.

I løpet av det siste året har SND skiftet ut en del av sine styrerepresentanter og er nå i langt større grad representert med "lokal kompetanse" i fondene. Det er en delt oppfatning blant fondene til hvordan dette fungerer. På den ene side beklager noen av fondene at de har mistet tilknytningen til de sentrale myndigheter. På den annen side fremhever en del fond at de nå har fått en mer relevant kompetanse i forhold til de primære oppgavene styret skal forholde seg til i form av prosjektevaluering og investeringsanalyse. Her opplyses det at SNDs representanter i flere av fondene har god og relevant kompetanse, men at det i og for seg ikke er viktig at personene representerer SND.

Vi er ikke kjent med statens beveggrunner for å ha forbeholdt seg styrerepresentasjon i de ulike fond, men vil tro at en kombinasjon av sentral forankring mot SND og NHD var like viktig som det lokale samarbeidet med SND. Det ser ut som om det er den siste dimensjonen som er tillagt mest betydning nå.

SND har fått oppgaven som sentral administrator av statens eierskap i såkornordningen fra NHD. Det finnes ingen avtale som regulerer SNDs oppgaver og NHD har derved ikke stilt detaljerte krav til hvordan SND skulle gjennomføre denne oppgaven.

Det anbefales at man i en fremtidig modell stiller tydeligere krav til oppfølgingen av såkornfondene og sørger for at det legges til rette for en tettere oppfølging og rapportering.

#### **4.8.1 SNDs rolle lokalt**

De fleste fond fremhever at samarbeidet med SND lokalt om finansiering av bedrifter og vurdering av prosjekter har fungert meget godt. SND er en god samarbeidspartner for fondene på dette området. I en del tilfeller sitter SND på opplysninger om bedriftene som de ikke kan "dele" med såkornfondene som potensiell egenkapitalinvestor i bedriftene, men dette har ikke vært et stort problem for samarbeidet.

I avtalen mellom de ulike såkornfond og NHD er det sagt i Punkt 2. Prinsipper at *"Administrasjonen av selskapet skal være begrenset (liten og effektiv). Selskapet forutsettes hovedsakelig å trekke på SNDs saksbehandlerkompetanse ....."* Det er videre sagt i Punkt 4 Forholdet mellom Såkorn.... og SND at *"Det legges opp til en liten, effektiv administrasjon i fondet som leier inn saksbehandlingskompetanse, hovedsakelig fra SND."*

Et slikt tett samarbeid som avtalen beskriver har ingen av fondene gjennomført. SNDs saksbehandlingskompetanse er i svært få tilfeller benyttet på konkrete prosjekter. SNDs kompetanse er i første rekke benyttet gjennom SNDs styrerepresentasjon og gjennom uformelt samarbeid mellom fondene og SND lokalt, hvor ideer og prosjekter er diskutert.

På lokalt nivå har SND dels tilført såkornfondene konkrete prosjekter og dels samarbeidet med såkornfondene om finansiering av bedrifter.

## **5 Konklusjon og anbefaling**

### **5.1 Konklusjon**

#### **5.1.1 God tilførsel av privat kapital**

Såkornordningen har medført en betydelig tilførsel av privat kapital. For hver krone staten har ”investert” i form av ansvarlig lån er det utløst 4,8 kroner i kapital fra private investorer. Tatt i betraktning av såkornordningen har eksistert i en periode der både evnen og viljen til å investere i risikofylte prosjekter er blitt kraftig redusert er det vår konklusjon at ordningen har fungert bra på dette området.

Eierne i såkornfondene er i stor grad private institusjonelle investorer. Privatpersoner og deres investeringsselskap (Business angels) er i mindre grad representert.

#### **5.1.2 Kompetansetilførsel**

Undersøkelsen kan tyde på at såkornfondene selv i noe mindre grad har lyktes i sin tilførsel av kompetanse. Det bør understrekes at dette ikke likt for alle fond. På den annen side viser undersøkelsen at gjennom den tilførsel av privat kapital som såkornordningen stimulerer til, blir det i neste omgang tilført betydelig kompetanse. Dette kan dels skyldes at såkornfondenes administrasjon benytter sitt kompetansenettverk, uten at bedriftene har kunnskap om denne koblingen, eller det skyldes at de private aksjonærene bidrar med kompetanse på eget initiativ.

I sum vil vi derfor konkludere med at ordningen har fungert tilfredstillende også på dette området.

#### **5.1.3 Såkornfondene er ikke ”seed ” investering**

I forhold til internasjonale definisjoner av såkornfinansiering, såkalt seed financing, har ikke de norske såkornfondene, med noen unntak, investert i ”riktig fase”. Investeringene skjer i en senere fase av bedriftens syklus, hvor prosjektene har kommet noe lenger. To av fondene, Start og Midt-Norge, har langt på vei investert i tidligere fase enn de øvrige.

Basert på såkornordningens forutsetninger, slik de var formulert av regjeringen i 1997 – 1998 og den avtale NHD gjorde med fondene er det likevel vår konklusjon at fondene har tatt den forutsatte risiko og investert i henhold til de mandater som ble gitt.

#### **5.1.4 Lite attraktiv modell for risikoavlastning**

Man kan være enig eller uenig i de synspunkter som fremkommer fra fondene og deres aksjonærer og det kan påpekes at de gjengitte argumentene fremføres av en interessentgruppe som har en stor egeninteresse av å forbedre egne rammebetingelser og påvirke staten til å gi gunstigere betingelser for nye såkornmidler. Det er imidlertid viktig å ta med at aksjonærene bak dagens såkornfond også vil være meget viktige kilder til privat kapital også i eventuelle nye fond.

De eksisterende fondene har, både opprinnelig og under de kapitalutvidelser som er gjennomført, søkt meget vidt etter potensielle aksjonærer. Det er ikke mange potensielle private aksjonærer av betydning som ikke har vurdert dagens

såkornmodell. Disse har enten avslått denne eller deltatt med skuffende resultat. Dette betyr sannsynligvis at det vil være meget vanskelig å reise ny privat kapital basert på samme modell.

### **5.1.5 Kostbar forvaltningsform**

Den modell som er valgt for regionale selvstendige såkornfond med begrenset størrelse medfører høye kostnader, lav investeringskapasitet og små personelle ressurser til forvaltning av midlene. Det bør søkes en organisasjonsform som reduserer disse ulempene. Enten må fondene bli større eller man må finne samarbeideformer som reduserer kostnadene. Det er en del kapasitet og kompetanse som kan samles på ett sted. Dette gjelder for eksempel økonomi, regnskap og rapportering, krav til analyser, kompetanse til gjennomføring av due dilligence, markedsføring mot potensielle exit-muligheter (venture markedet). I tillegg kan man også løfte eventuelle større prosjekter i samarbeid mellom flere fond.

### **5.1.6 Oppfølging og innsyn**

Pr. i dag har staten lite innsyn i hva som skjer i såkornfondene og hvordan forvaltningen av midlene skjer. Det er i liten grad rapportering til staten og modellen med ansvarlige lån gir lite rom for endringer underveis. Dersom fondene ønsker å gjøre endringer i kapitalstruktur eller lignende underveis må det til en reforhandling av låneavtalen. Tilsvarende gjelder for staten. Alle endringer staten ønsker å gjennomføre i eksisterende ordning må løses gjennom reforhandling av låneavtalen. Det er liten dynamikk i dagens løsning. SND har ikke fungert tilfredsstillende i sin overordnede rolle som administrator av ordningen, men det bør legges til at det heller ikke er gitt klare krav til innhold i dette fra NHD.

### **5.1.7 Hovedkonklusjon**

Såkornordningen har fungert etter sin målsetning. Staten har gjennom den stimulans såkornordningen har representert oppnådd god tilførsel av privat kapital og bedriftene har blitt tilført relevant kompetanse. Det er for tidlig å si om ordningen har ført til vekstkraftige, innovative bedrifter som kan bedre landets konkurransevne, men det ligger forhåpentligvis flere "gullegg" i såkornfondenes porteføljer. Evalueringen har imidlertid ikke vurdert et mulig avkastningspotensiale i fondenes porteføljer.

Evalueringen har vist svakheter ved etablering av såkornfondene og manglende forvaltningskompetanse i starten. NHDs oppfølging av ordningen gjennom SND har ikke vært tilstrekkelig systematisk.

Størrelsen på fondene sammen med den anvendte modell for risikoavlastning har medført en kostbar forvaltning av fondene.

Det er fortsatt et behov for å stimulere til denne typen tidlig finansiering av bedrifter i Norge. Undersøkelsen viser at såkornfondenes investering i stor grad har vært helt avgjørende for bedriftene, også i de sentrale områdene som Oslo og Trondheim.

Dersom staten fortsatt ønsker å bruke næringsrettede virkemidler for å stimulere til slike mål som såkornordningen har hatt, er det vår anbefaling at staten fortsetter såkornordningen og tildeler nye midler til slike formål. Undersøkelsen har også vist at selv om staten kan være tilfreds med såkornordningen, så er de private investorene i ordningen ikke like fornøyd. I siste del av rapporten gis noen anbefalinger til forbedringer av dagens modell.

## 5.2 Anbefaling

Wassum vet at det pr. i dag finnes flere alternative modeller for hvilken betingelser staten bør tilby i en ny runde for tildeling av såkornfondmidler og disse er eller vil bli presentert for NHD. Vi finner det derfor ikke hensiktsmessig å gi noen anbefaling til de mer kommersielle vilkårene for finansieringen.

Det vil heller bli foreslått noen mer overgripende endringer av modellen som kan bøte på andre svakheter.

### 5.2.1 Forutsetninger

En viktig forutsetning som må drøftes før en anbefaling kan gis er hvilken målsetting såkornordningen skal ha. Det er her tatt utgangspunkt i at ordningen, som i dag, skal stimulere til private investeringer i bedrifter i tidlig fase. Bedriftene skal ha utgangspunkt i innovative, kunnskapsbaserte idèer med betydelig vekstpotensiale. Det langsiktige målet skal være å understøtte en etablering av konkurransedyktige bedrifter og et delmål med ordningen skal være å stimulere til etableringen av et norsk marked for risikokapital, også for tidligfase investeringer. På den måten kan statens investeringer i dette markedet over tid fases ut. På kort sikt er virkemiddelbruken viktig for å stimulere til flere private investeringer slik at man får et venturemarked i Norge også for seed capital. På lang sikt er det viktigste at de forvaltermiljøene som bygges opp er gode. Uten gode resultater i form av konkurransedyktig avkastning til investorene vil et slikt marked ikke overleve.

Dersom ordningen blir mer innrettet som en støtteordning til næringssvake distrikter og får sterke politiske føringer på hvilke formål investeringene kan fylle, er det vår vurdering at det kan bli vanskelig å oppnå en addisjonalitet (tilførsel av privat kapital) som vi har sett i dagens ordning. Da er det bedre å etablere ordningen som en ren støtteordning.

### 5.2.2 Forslag til alternative virkemidler for å tilføre kompetent kapital

Løsrevet fra dagens såkornmodell vil vi fremheve to alternative virkemidler som bør vurderes.

- Skatteincentiver

Det er en rekke eksempler fra andre land hvor man gir gunstige skattebetingelser for investeringer i såkornfond. Dette vil være et generelt virkemiddel, som kan virke langt videre enn dagens modell for såkornfond. I Norge er mye av den samlede kapital på statens hender og man mangler såkalte "business angels" i form av formuende privatpersoner som har interesse av såkorninvesteringer. I Norge har man hatt forholdsvis gunstige virkninger av investering i fast eiendom (som gir en kraftig formuesreduksjon) og det er en rekke eksempler på at for eksempel redere, som er kjent med å ta risiko i sine investeringer, velger å investere i fast eiendom og børsnoterte aksjer når pengene "tas på land", fremfor å investere i såkornbedrifter. Gjennom skatteincentiver vil man i enda større utstrekning få privat initiativ og engasjement i investeringsvirksomheten.

- Støtte til prosjektutvikling

Utvide støtten til forskningsparker og universiteter slik at de settes i bedre stand til å få frem de gode prosjektene og presentere prosjektene på en attraktiv måte for potensielle investorer. I undersøkelsen blir SINTEF fremhevet i så måte.

Dette er en institusjon som i egenskap av sin virksomhet, med mye oppdragsfinansiert forskning, kan ha særlige forutsetninger for å lykkes med kommersialisering av teknologi. Men det fremheves også at SINTEF har en særlig kvalitet på prosjektene når de blir presentert. Dette har trolig sammenheng med at SINTEF bruker ressurser på dette området. Dette er ressurser som benyttes delvis før og delvis parallelt med FORNY-programmet, men hvor forskningsinstitusjonen selv i større grad disponerer midlene. Wassum har ikke innhentet detaljinformasjon om dette, men anbefaler at dette undersøkes nærmere.

### **5.3 Forslag til endring av dagens modell**

#### **5.3.1 Staten som aksjonær i såkornfondene**

Staten bør gå inn som aksjonær i såkornfondene. På denne måten får staten bedre innflytelse over fondenes virksomhet og 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.

De kommersielle betingelsene for å gjøre statens deltakelse attraktiv for private investorer (tiltrekke privat kapital) kan løses på to måter.

1. Basert på at staten "kjøper seg inn" i et fond som forvaltes med høy kompetanse av en god forvalter som har en god dealflow, så kan staten gå inn til overkurs og tilføre mer kapital enn de private aksjonærene, men kun eie maksimum 49 % av den stemmeberettigete kapitalen. Eierandelen kan også være lavere enn dette. Det blir et forhandlingstema i hvor stor grad staten må investere for å utløse privat kapital.
2. Statens aksjekapital kan være i en annen klasse enn private aksjonærers, hvor de private har preferanseaksjer og staten eier ordinær aksjekapital, som i større grad kan benyttes til nedskrivning mot tapsutsatte prosjekter.

Detaljer omkring statens myndighet og kompetanse som aksjonær kan detaljreguleres i aksjonæravtaler, men for å få en tilstrekkelig dynamikk i modellen er det viktig at de fleste hensyn og mål (les stimulanseffekt) kan løses i grunnmodellen. Dette hindrer at aksjonæravtalen blir for komplisert og detaljert og binder partene for sterkt.

Selv om staten kommer inn som aksjonær er det en anbefaling at staten fortsatt skal la de private investorene ha majoritet og stor innflytelse. Staten bør gjennom modellen få en "privat klarering" på sine investeringer gjennom å sette vilkår for privat deltakelse i fondene. For å bruke et bilde, så har staten i dagens modell ikke bare overlatt førersetet til private aksjonærer, men også satt seg i baksetet. Staten bør ta en tydeligere rolle i såkornfondene, men for å løse de problemer dette kan medføre, anbefales en fond-i-fond modell, se neste punkt.

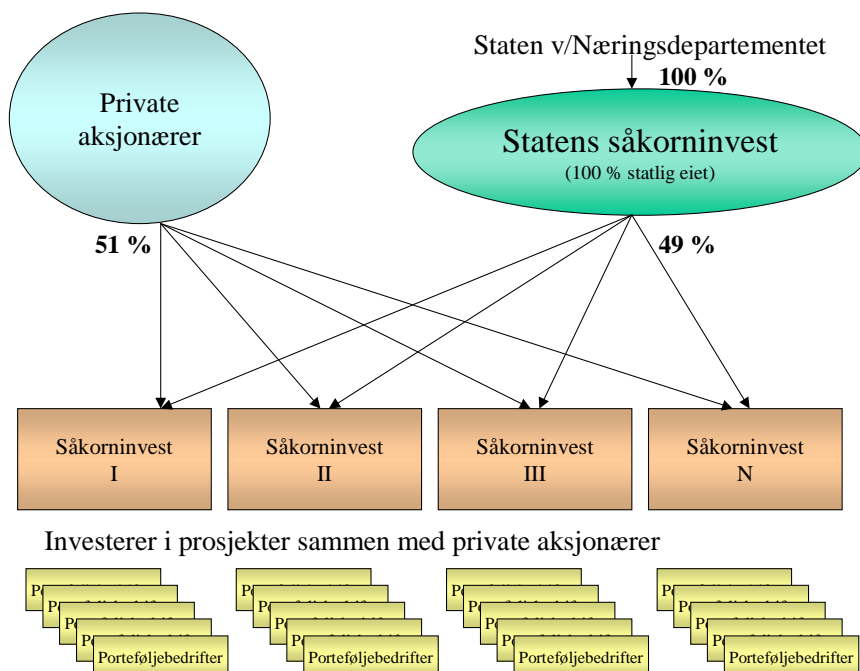
#### **5.3.2 Fond-i-fond modell**

For å unngå problemer som et direkte eierskap kan medføre, bør man velge 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. Fondet skal

ikke investere direkte i bedrifter, men investere i henhold til det mandat enheten gis, gjennom andre såkornfond.

Det statlige såkornfondet bør være ledet av personer med kompetanse innenfor såkornfinansiering/venturekapital og ha klare økonomiske rammer og mål. Enheten skal representere en effektiv beslutningsstruktur som kan forvalte statens såkornkapital langsiktig. Enheten bør være finansiert med rammebevilgninger og for å sikre en langsiktighet bør den tilføres midler over flere år.

Modellen staten har valgt for Argentum kan være et godt forbilde, men i såkornfasen vil det være behov for en sterkere næringsrettet stimulans fra statens side, så enhetens mål må bære preg av dette. Dels skal enheten forvalte det næringsrettede virkemiddelet og dels skal enheten være innkjøper av den beste såkornforvaltning markedet kan tilby.



Statens såkorninvest må også gjennomføre en løpende oppfølging av de managementmiljøene man velger til å gjennomføre investeringsvirksomheten. Det skal settes strenge krav til profesjonalitet i kapitalforvaltningen og det må gjennomføres en løpende oppfølging av om disse kravene oppfylles.

Statens såkorninvest bør gis en frihet i forhold til hvilke type såkornfond det skal investere i. Det tenkes ikke her på politiske eller distriktsmessige føringer, men på selskapskonstruksjon og beslutningsstruktur. Dagens såkornfond er juridisk et investeringsselskap hvor styret i aksjeselskapet fatter alle investeringsbeslutninger. I fremtiden bør slike investeringer også kunne gjøres i organisasjonsformer hvor managementselskapet gis fullmakt til å ta de endelige investeringsbeslutningene. Hvorvidt Statens såkorninvest skal ta styreposisjoner i selskaper og fond de investerer i, må baseres på en konkret vurdering av situasjonen og nødvendigheten.

### 5.3.3 Ulike mandater

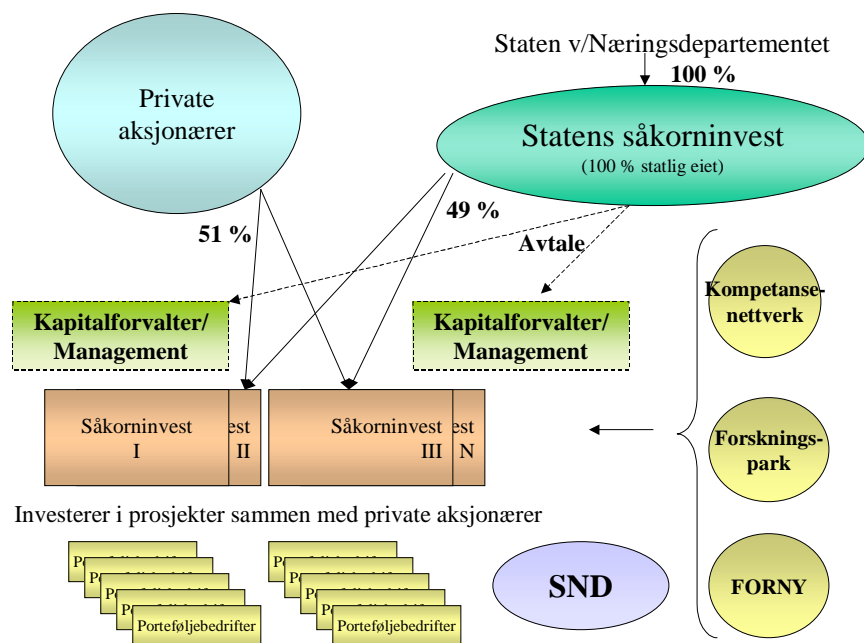
Med referanse bl.a. til det som er omtalt under kap. Risiko/Fase ser vi at fondene under eksisterende rammebetingelser har en ganske ulik investeringsadferd. Noen av fondene investerer i tidlig fase hvor risikoen er høy. Andre venter til produktrisikoen er lavere og gjør sine investeringer i kommersialiseringsfasen og sågar i en sen del av denne. Fondene har også en meget ulik holdning til begreper som ”innovativ, nyskapende, kunnskapsbasert og betydelig vekstpotensiale”. De midlene man ønsker investert i virkelig tidlig fase (seed), knyttet til innovative og kunnskapsbaserte prosjekter med betydelig internasjonalt vekstpotensiale 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. Fondene bør kunne oppsøke investeringsprosjekter over hele landet og ha en tilstrekkelig størrelse til at det kan etablere seg med solid forvaltningskompetanse.

Man bør unngå en *for* stor nærhet til universitetene og forskningsmiljøene. Prosjektene bør vurderes på ”armlengdes” avstand og det kan være uheldig at universitetene og forskningsparkene selv styrer fondene. Undersøkelsen har bl.a. vist at det til tider er en kraftig diskusjon om prisingen av de prosjektene som kommer ut av forskningsmiljøene. Gjennom ”armlengdes avstand” - prinsipper sikrer man i større grad at det er prosjektenes muligheter for kommersiell suksess og riktig pris som kommer først.

De midlene som også kan investeres i senere faser, uten samme krav til innovasjon og vekstpotensiale kan tildeles mer regionale fond, som i større grad har lokal kunnskap. Her vil kravet til teknologi- og produktkompetanse og internasjonalisering være lavere og det vil være større fokus på ledelse, marked og kommersialisering nasjonalt. For å tiltrekke privat kapital må også disse mandatene må ha en klar investeringsmessig profil hvor den viktigste drivkraften skal være å gi konkurransedyktig avkastning til investorene. Fondene må ha anledning til å investere fritt innenfor sin region og ikke for eksempel bli påtvunget en fylkesmessig fordeling eller andre særlige begrensninger utover det som har eksistert i nåværende ordning. I motsatt fall kan det bli meget vanskelig å tiltrekke privat kapital.

### 5.3.4 Velg forvalter først

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. Det bør fortsatt stilles krav kompetansetilførsel, samarbeid med forskningsmiljøer, FORNY og SND og at ordningen skal utløse investeringer fra andre private aksjonærer.



### 5.3.5 Lukkede fond

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 i henhold til en avtale om kommitert kapital. Når fondet er fullinvestert, skal det ikke utvides. Fondet har en forventet levetid, kanskje 8 – 10 år, men skal tilbakebetale pengene til sine aksjonærer etter hvert som exits oppnås, slik at det er investeringenes levetid som bestemmer løpetiden. Gjennom opprettelse av nye fond kan man sikre videre utvikling av forvaltningsteamene og dersom de har gjort et dårlig arbeid, kan man i neste omgang velge å ikke tildele nye midler. Man bør etablere en grundig oppfølging av de forvalterne som velges og over tid søke å bygge opp større volumer under de forvaltningsorganisasjonene som lykkes.

Lukkede fond kan også redusere forvaltningskostnadene over tid. Det er vanlig i slike fond at man har et høyere forvaltningshonorar i investeringsfasen og at denne deretter reduseres når fondet er fullinvestert og man går over i en fase med konservering og utvikling av investeringene.